

Comienzo de la era Milei

Medidas claves y primeros golpes

Analizamos las primeras medidas correctivas del gobierno de Javier Milei. Gasto publico, FMI y Bopreal

Con el dato de inflación de noviembre, el CER comienza a devengar a partir de ahora al 75,6% de TEA, muy por debajo que los instrumentos a tasa fija (por ejemplo la Lede de marzo opera cerca de 115% TEA a fin de esta semana). De esta manera el hedge contra inflación vía Lecer ahora genera incertidumbre de si es el mejor vehículo para transitar los próximos meses. El nivel de tasa real positiva que ofrece una letra a tasa fija vs el cálculo de niveles de inflación break even deja entrever que la oportunidad está en las letras a descuento. Mientras que buscando un tipo de cambio break even, se necesita un dólar de \$550 a mediados del año que viene para perder contra una letra a tasa fija. Los futuros de dólar a mediados de 2023 a brecha constante darían un tipo de cambio objetivo de \$500, lo cual también ayuda a justificar un aumento de posición en dichos instrumentos en pesos.

A finales de enero y durante los primeros días de febrero, observamos un incremento en los rescates del mercado de Fondos Comunes de Inversión (FCI). Se interpreta que este movimiento se realizó principalmente para cubrir los pagos por la licitación del BOPREAL 1. Estos rescates implican un fuerte cambio a la tendencia de los últimos meses en la que los inversores privados se volcaron intensamente hacia estos productos, en su mayoría de money market. La realidad es que el costo de mantener posiciones en pesos a tasa 0, con saldos líquidos, es considerablemente elevado en un contexto de tan alta inflación.

En la curva de pesos notamos algo similar, dado que estuvo muy demandada los primeros días de enero para luego verse afectada la rueda del día 16 de enero en la que se licitaba una re-emisión del TX25. En las ruedas posteriores se vio un fuerte sell off de toda la curva CER, que a finales de mes volvió a recuperarse, dado que los grandes tenedores de pesos (bancos e institucionales) no tienen alternativa posible.

Los dólares financieros iniciaron el mes de enero muy ofrecidos, dejando la brecha contra el oficial en niveles muy bajos, esto pudo haber incentivado a importadores a comprar ccl a pesar que esto implique quedarse fuera del MLC por 90 días. Con el transcurrir de los días esto impacto en la cotización del CCL, principalmente (el MEP lo acompaña), y ya para fines de enero su valor volvía a posicionarse cercano a los \$1300. Este ajuste en la cotización jugó un papel crucial en el renovado interés por el BOPREAL 1, que logró emitirse en su totalidad, como detallaremos más adelante.

Respecto a la curva de bonos soberanos en dólares (HD), observamos una demanda sostenida por estos títulos, a pesar del fracaso en la aprobación de la Ley Ómnibus. Se nota una preferencia por los bonos a corto plazo, particularmente el 2030, anticipando el cobro de la primera amortización en julio del presente año.

En el segmento de dólar futuro, la escasa demanda de cobertura presionó los precios a la baja. Se anticipaba un ajuste mínimo del 30% en marzo/abril, pero los valores actuales sugieren que el mercado ha comenzado a descartar esta posibilidad. Se especula más bien sobre una aceleración del crawling peg, aún vigente en su depreciación del 2% mensual.

ECONOMIA EN RECESION

Fuerte caída de las ventas minoristas de diciembre y enero

Durante los meses de diciembre y enero, el sector minorista argentino experimentó una marcada contracción. El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) reportó que el Índice de Producción Industrial manufacturero (IPI_m) sufrió una disminución interanual del 12.8% durante diciembre de 2023. Este descenso es significativo, ya que representa la caída más acentuada desde mayo de 2020, cuando la actividad industrial se contrajo un 26.2% interanual, principalmente debido a las restricciones gubernamentales impuestas por la pandemia de COVID-19.

La caída en la producción industrial fue generalizada, afectando a catorce de las dieciséis divisiones de la industria manufacturera. La mayor reducción se observó en la producción de otros equipos, aparatos e instrumentos, con un decrecimiento del 42.2%. Este sector incluye la fabricación de equipos de informática, televisión, comunicaciones, componentes electrónicos y aparatos eléctricos.

A nivel acumulativo, el IPIIm durante el año 2023 mostró una disminución del 1.8% en comparación con el año anterior. Los datos ajustados por estacionalidad revelaron que diciembre tuvo un retroceso del 5.4% respecto a noviembre, mientras que el índice serie tendencia-ciclo indicó una disminución del 0.6% en el mismo período.

Conclusion

Esta contracción en el sector manufacturero y la caída en las ventas minoristas son indicadores preocupantes de una economía en recesión. La reducción significativa en la actividad industrial y el consumo interno reflejan los desafíos que enfrenta el país en términos de recuperación económica. La severidad de esta contracción invita a una reflexión sobre las políticas necesarias para estimular la producción y el consumo, así como la importancia de implementar medidas que fomenten la inversión y la confianza empresarial.

AJUSTE FISCAL Y SU IMPACTO

Una mirada al gasto primario devengado

En enero, se observó una notable reducción en el gasto primario devengado de la Administración Pública Nacional, con una caída del 30.8% interanual en términos reales. Este ajuste se vio reflejado de manera significativa en las partidas de jubilaciones y pensiones, que descendieron un 32.8%, y en los gastos de capital, que experimentaron una disminución del 75.6%. Como resultado, el superávit primario alcanzó los \$2,55 billones, mientras que el superávit financiero se situó en \$1,21 billones. Es importante destacar que estos números son devengados y corresponden específicamente a la Administración Pública Nacional.

El esfuerzo fiscal realizado por el gobierno nacional ha permitido mejorar los números fiscales de manera contundente. En este contexto, la inflación ha mostrado una desaceleración notable, con un registro de 25.5% en diciembre y de 20.6% en enero, sorprendiendo positivamente en comparación con las expectativas previas a la devaluación de diciembre. Sin embargo, existen dudas razonables sobre la sostenibilidad de esta tendencia, ya que hasta el momento se ha explicado en gran medida por la licuación del gasto, especialmente en rubros como las jubilaciones, que se redujeron más de un 30% interanual en términos reales en enero.

Además, factores como la recesión, que limita la capacidad de los consumidores para absorber aumentos de precios, y un tipo de cambio oficial prácticamente fijo, que se aprecia en términos reales, contribuyen a este escenario. A pesar de las mejoras observadas, el mercado mantiene una perspectiva cautelosa, considerando que para que el "desenlace bueno" se materialice, es necesario que la población sea paciente con el ajuste y que el equilibrio fiscal no dependa exclusivamente de la licuación del gasto, implicando un trabajo conjunto con el Congreso.

Conclusion

La significativa mejora en los indicadores fiscales y la desaceleración de la inflación reflejan los efectos inmediatos del ajuste fiscal emprendido por el gobierno. Sin embargo, la viabilidad a largo plazo de estos resultados depende de la capacidad para implementar reformas estructurales que promuevan el crecimiento económico sin recurrir únicamente a la contracción del gasto público. La colaboración con el Congreso y la implementación de políticas que estimulen la inversión y el empleo serán cruciales para asegurar una recuperación económica sostenible y equitativa.

LEY DE BASES Y SU TRATAMIENTO EN EL CONGRESO

El 6 de febrero marcó un punto de inflexión en el tratamiento legislativo de la "Ley de Bases", cuando se levantó la sesión en el Congreso destinada a discutir específicamente los artículos de esta ley. Este giro en los acontecimientos obliga a que la ley regrese a comisión para una futura votación general. Desde el Gobierno, se señala que varios gobernadores y legisladores, quienes inicialmente habían expresado su apoyo, finalmente no respaldaron la votación.

Podemos destacar estos puntos de la entrevista en La Nación+ del Ministro Caputo el 7 de febrero:

·El 75% del ajuste no estaba en la Ley, porque una posibilidad era que no saliera o se demorara. Luego el paquete fiscal (el 25% lo sacamos).

·Objetivo: ¿Para qué era la Ley? Para que una vez estabilizada la economía, el sector privado empuje al país. Desregulando, eliminando quioscos.

·Resultado Fiscal: En enero estamos en equilibrio financiero (luego del pago de intereses) sin Ley. Una buena parte del déficit fue subsidios, ahora el 40% del déficit eran subsidios, eso es una mentira absurda que te obliga a emitir pesos.

·Gasto Público: Argentina 37/38% del PIB, Nación maneja 18% la mitad del presupuesto. De esos 18% del PIB de gasto de Nación, 11% son jubilaciones y asistencia social, te quedan 7% del PIB y tenés que bajar 5% del PIB para no emitir. ¿Cómo hago para bajar 5% del PIB sin tocar transferencias discrecionales a las provincias?

·Inflación: Cuando llegamos la inflación era 1,5% diario, en las últimas dos semanas fue 1,5% semanal. Pero nosotros habíamos dicho que este primer semestre era especialmente duro, porque había mucha inflación reprimida (tipo de cambio, tarifas, alimentos congelados). Probablemente vamos a tener un segundo semestre mucho más calmo. Pero las medidas que tomamos ya están funcionando.

·Tipo de Cambio: se le preguntó: ¿están preocupados por el tipo de cambio, no sienten que se puede retrasar y caer en algo que ya hemos conocido en la Argentina o están conformes?, ¿porque se habla mucho de una futura devaluación para abril o mayo para que los exportadores y productores liquiden la nueva cosecha? Respuesta: Nosotros siempre estamos ocupados y preocupados, nunca subestimar problemas, por lo tanto le prestamos mucha atención. La realidad es que las cosas han ido acompañando mucho más en función de lo que nosotros pensábamos honestamente. Hemos tenido muchas charlas con economistas que nos decían al 2% de devaluación del oficial, vs inflación del 30% dic, 30% ene y 20% feb. Y les decíamos que esa no iba a ser la inflación, porque la gente no va a convalidar el precio. Nosotros cuidamos los pesos, emitimos

menos pesos, y la gente cuida los precios. Efectivamente no fue la inflación. Cuando hacemos la evaluación del tipo de cambio real, aún asumiendo una inflación en torno al 20% va a ser más baja en febrero y probablemente más baja en marzo. Estaba viendo un ejercicio con supuestos de 14% feb y 9% marzo, tomando como base 100 la salida del cepo de Macri, ese famoso 15, a fin de marzo estarías en un dólar 17% arriba de ese dólar de Macri. Muchos comparan con el tipo de cambio real del Gobierno anterior, pero si vas a equilibrio fiscal no puedes ir al tipo de cambio real como ese. Entiendo el escepticismo, lo estamos mirando.

- Balance del Banco Central: La mejora está siendo significativa, cayó un 20% en términos reales los pasivos remunerados y subió significativamente las reservas. Pero hay que decir la verdad, arreglar todo esto no se resuelve en uno o dos meses.

- Tierra del Fuego: El Gobierno anterior le dio estabilidad por medio de una Ley al régimen hasta 2038.

- El crawling peg se mantiene aunque en dos meses se perdió el 60% de la ganancia de competitividad de la devaluación, a pesar de esto el BCRA acumula gran cantidad de reservas.

ACUERDO CON EL FMI

A mediados de enero, Argentina alcanzó un acuerdo significativo con el personal del Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual resolvió que el organismo realizará un desembolso de USD 4.700 millones. Este movimiento representa un adelanto respecto a los desembolsos futuros, considerando que en noviembre de 2023 se había programado un giro de USD 3.300 millones. Con vencimientos por USD 4.760 millones entre enero y abril, el flujo de caja con el FMI se mantiene prácticamente neutro durante este período.

El acuerdo se limitó a la aprobación de la revisión originalmente pactada con el ex ministro Guzmán y modificada posteriormente con Massa. Sin embargo, esto no

descarta la posibilidad de que en el futuro el FMI otorgue financiamiento adicional, tal como destacó Caputo en una conferencia de prensa el 10 de enero.

El 28 de enero, el staff del FMI aprobó la 7ma revisión del EFF (Extended Fund Facility), destacando varios puntos clave en su informe público, disponible para descarga:

- Fiscal: La meta de superávit primario del 2,0% del PBI para 2024 fue confirmada. El Gobierno presentó un cuadro con nuevas proyecciones sobre cómo alcanzar esta meta, manteniendo la idea de incrementar retenciones y revisar la reforma de Ganancias, lo que sugiere un futuro proyecto fiscal a ser enviado al Congreso tras la ley ómnibus.
- Financiamiento del BCRA al Tesoro: Se establece una meta de financiamiento neta de cero, con una letra chica que incluye la emisión de Letras Intransferibles, compras de bonos soberanos en el mercado secundario por parte del BCRA, ejercicio de puts, y, neteando todo, las recompras de bonos soberanos en cartera del Central. La era Milei ha cumplido con un financiamiento neto negativo considerando estos aspectos, según datos hasta el 26 de febrero.
- Bonos Globales: Se menciona el objetivo del Gobierno de volver al mercado internacional de deuda hacia finales de 2025, no para nuevo financiamiento sino para refinanciar vencimientos.
- Bonos en Pesos: Además de la meta de financiamiento mencionada, el Gobierno se comprometió con el FMI a realizar un canje de deuda en pesos por los vencimientos de este año a más tardar a fin de marzo.
- Cepo y Restricciones Cambiarias: Se establece el compromiso de eliminar el esquema de incentivo a exportaciones y de quitar cualquier política de tipo de cambio múltiple antes de fin de año, además de elaborar una hoja de ruta para desarmar todos los controles cambiarios para junio de 2024.
- Relaciones con China y la CAF: Se indica el interés del BCRA en mantener el swap con China y la intención del Gobierno de cancelar la deuda con la CAF con el desembolso recibido del FMI.
- Energía y minería: el Staff hace públicas estimaciones muy interesantes sobre el flujo de divisas que pueden proveer energía y minería en los próximos años. El FMI habla de un balance energético positivo por USD

3.500 millones en 2024, que iría subiendo hasta la zona de USD 25.000 millones para 2030. En cuanto a la minería, el Fondo habla de potencial exportador de USD 40.000 millones para 2030, incluyendo el aporte del litio

Análisis y Reflexiones:

El reciente acuerdo con el FMI marca un paso adelante en la gestión de las obligaciones financieras de Argentina y refleja un esfuerzo por mantener la estabilidad económica. Aunque se han logrado avances significativos, el éxito a largo plazo dependerá de la implementación efectiva de las reformas fiscales y la capacidad de Argentina para acceder nuevamente a los mercados internacionales de deuda bajo condiciones sostenibles. Este acuerdo también subraya la importancia de las negociaciones estratégicas con socios internacionales como el FMI, China y la CAF, en el contexto de fortalecer las reservas y promover un crecimiento económico estable.

DINÁMICA EN LAS LICITACIONES DE BOPREAL

El inicio de las licitaciones de BOPREAL mostró un comienzo tibio en las primeras semanas. Sin embargo, durante la licitación del 31 de enero, se logró colocar un Volumen Nominal (VN) de USD 904 millones del BOPREAL Serie 1, alcanzando el monto máximo de emisión de VN USD 5.000 millones. Las ofertas recibidas ascendieron a VN USD 1.629 millones, adjudicándose las ofertas a prorrata.

Próximas Licitaciones y Estrategias:

Serie 2 (vencimiento 30-jun-25):

- Continuará siendo ofrecida en licitaciones semanales hasta alcanzar el monto máximo de VN USD 2.000 millones.

- La primera convocatoria está reservada exclusivamente para empresas del segmento MiPyME registradas en el Padrón de Deudas Comerciales por Importaciones con Proveedores del Exterior.
- Las licitaciones siguientes estarán abiertas para todos los importadores que hayan registrado sus deudas en EL PADRÓN.
- Si la demanda en alguna licitación supera el monto máximo de emisión, se dará prioridad de asignación a los primeros VN USD 500.000 demandados por empresa, asignando el remanente a prorrata del monto demandado.
- Respondiendo a solicitudes de potenciales interesados, se ha decidido que la Serie 2 también estará autorizada para cotizar en las bolsas y mercados de valores, al igual que las Series 1 y 3.

Serie 3 (vencimiento 31-may-26):

- Se ofrecerá hasta un monto máximo de VN USD 3.000 millones en licitaciones semanales una vez cubierto el total de emisión para la Serie 2.
- Estarán habilitados a participar todos los importadores registrados en EL PADRÓN, hasta el monto remanente de sus deudas tras participar en otros instrumentos disponibles.
- En caso de demanda excesiva, la adjudicación se realizará a prorrata del monto demandado.

Análisis de la Cotización y Perspectiva BOPREAL en el Mercado Secundario

La cotización del BOPREAL 1 ha mostrado estabilidad, manteniéndose en un rango de 65 a 69 USD, lo que refleja una consolidación de la demanda originada en el mercado primario. Ahora, la atención se dirige hacia su comportamiento en el mercado secundario, donde se evalúa su atractivo comparativo frente a otras opciones de inversión, especialmente los bonos soberanos Hard Dollar (HD).

Comparativa de Inversión entre BOPREAL y Bonos Soberanos HD

El análisis de inversión se centra en determinar la opción más beneficiosa para el inversor: un BOPREAL cotizando a 67,5 USD o un bono soberano HD. Los criterios de evaluación incluyen el perfil de riesgo asociado, las ventajas fiscales potenciales y el rendimiento esperado de cada instrumento.

Ventajas del BOPREAL

- **Riesgo asociado:** Al estar respaldado por el BCRA en lugar del Tesoro, presenta un perfil de riesgo diferente.
- **Beneficios fiscales:** Ofrece la posibilidad de cancelar hasta el 70% del capital en impuestos en Pesos, utilizando la cotización del dólar MEP, lo que puede representar un menor riesgo de impago en ciertos escenarios.
- **Perfil de los tenedores:** Predominantemente corporativos locales, lo que podría resultar en un trato más favorable en caso de una reestructuración de la deuda, mitigando el impacto en el PIB.

Comparación con Bonos Soberanos

- **Marco legal:** Los bonos Globales están regidos por la ley de Nueva York, ofreciendo un entorno legal distinto.
- **Estrategia de inversión:** La dinámica de inversión sugiere que los suscriptores iniciales del BOPREAL podrían buscar una salida rápida del instrumento, en contraste con la estrategia aplicada a los bonos 2030 a paridades más bajas.
- **Rendimiento:** A un precio de 67,5 USD, el BOPREAL ofrece un rendimiento inferior al de bonos como el GD30 (32,8%) y el AL30 (36,1%), lo que indica que el mercado asigna un valor significativo a las características crediticias del BOPREAL en comparación con el soberano.

Evaluación de Rendimiento y Riesgo

La decisión de inversión entre el BOPREAL y bonos soberanos HD se complica al considerar las diferencias en rendimiento, riesgo y ventajas fiscales. Aunque el BOPREAL puede ofrecer beneficios fiscales y un perfil de riesgo potencialmente más favorable, los bonos soberanos presentan mayores rendimientos y una estructura legal distinta que puede ser preferida por algunos inversores. La posición técnica del BOPREAL sugiere que quienes suscribieron inicialmente pueden buscar vender rápidamente, diferenciándose de la estrategia con bonos 2030 a paridades más bajas.

USD 67,5, el BOPREAL 1 ofrece un rendimiento de 18,1% o 22,1%, menos que

GD30 (32,8%) y AL30 (36,1%), indicando que el mercado valora las "mejoras crediticias" del BOPREAL frente al soberano.

Dada la diferencia de paridades entre soberanos y Bopreal, nosotros preferimos los primeros. Si se normalizan las curvas de rendimientos, los Globales y Bonares tienen mucho más potencial alcista (aun si la exit yield del Bopreal está bien dentro de un dígito). En un escenario de reestructuración es imposible prever el valor de recupero de los soberanos y, aunque podría ocurrir que el Bopreal reciba un tratamiento más benigno, tampoco queda claro si esto compensará el precio de compra mucho más elevado.

Emisión de Bonceres

El 30 de enero, el Ministerio de Economía realizó una significativa emisión de bonos ajustados por CER (Bonceres), marcando un momento clave en la estrategia de financiamiento del gobierno. Se emitieron \$1,35 billones, predominando la colocación de TZX26, casi en su totalidad a una tasa negativa de -1,97%, representando el 88,9% del total adjudicado. La emisión del TZX27 alcanzó \$151 mil millones a una tasa de -0,99%. Notablemente, la licitación del TZX28 quedó desierta, evidenciando la falta de interés del mercado en opciones de liquidez más largas bajo las condiciones actuales.

Contexto y Estrategia de Financiamiento:

Esta operación no enfrentó vencimientos significativos, permitiendo al Tesoro colocar una cantidad considerable de TZX26 a una tasa favorable en el contexto actual. Las tasas de corte estuvieron por encima de las expectativas del mercado, que anticipaba un corte en -7% y -3% de TIR para los bonos al 2026 y 2027 respectivamente. Esta situación refleja la estrategia del Tesoro de aprovechar las condiciones de mercado para optimizar su perfil de deuda y costos de financiamiento.

Medidas Adicionales y Recompras

En un movimiento complementario, el Tesoro anunció una recompra del Boncer T5X4 en manos del BCRA por \$1.350.000 millones, equivalentes a VN 462.329 millones (20% del monto en circulación). Esta acción forma parte de un esfuerzo continuo por manejar de manera proactiva el financiamiento neto, asegurando que no contribuya a la expansión monetaria. La recompra también ayuda a aliviar la presión sobre el BCRA, permitiendo una gestión más eficiente de la liquidez en el mercado.

Implicaciones para el Mercado y la Política Monetaria:

La gran emisión de Bonceres y las subsiguientes recompras por parte del Tesoro tienen implicaciones significativas para el mercado financiero y la política monetaria del país. Estas operaciones demuestran un manejo activo de la deuda pública, buscando minimizar el impacto inflacionario de la financiación deficitaria mientras se maneja la curva de rendimientos de manera estratégica. Además, al restringir el financiamiento monetario expansivo, el gobierno enfatiza su compromiso con una política fiscal más sostenible y prudente.

Consideraciones Finales

La reciente emisión de Bonceres destaca el enfoque estratégico del Tesoro para navegar el complejo entorno económico y financiero. Al optimizar el perfil de deuda y las condiciones de financiamiento, junto con medidas proactivas de manejo de liquidez, el gobierno busca fortalecer la confianza de los inversores y asegurar la estabilidad financiera. Estas acciones son cruciales para la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica a largo plazo, elementos esenciales para la recuperación económica y el crecimiento sostenido.