



Semana del 26.10.2020 al 30.10.2020

DISCLAIMER

El presente informe ha sido elaborado por el equipo de WolfTrading, como objeto de estudio teniendo en cuenta la información pública de las compañías.

El mismo No representa una oferta de compra - venta, transacciones y/o ningún tipo de operaciones.

Los gráficos adjuntos al presente informe son 100% elaboración propia y las fuentes de datos son BCRA, AFIP, Investing, Bolsar, Tradingview y Bases de datos propias generadas para tales fines.

1. CONTEXTO

EL GOBIERNO YA ESTÁ "CORTO" INSTRUMENTOS PAGADEROS EN PESOS AL FX A3500 POR MÁS DE USD 10 MIL MILLONES

1) Considerando el stock de futuros vendidos por el BCRA a fin de septiembre 2020 (USD 5,6 b, según datos oficiales), el incremento en el interés abierto en Rofex y MAE durante el mes de octubre (USD 3,0 b) y las emisiones USD linked soberanas recientes (USD 3,5 b), estimamos que ya hay entre USD 10 y 11 mil millones de pasivos públicos de corto plazo ajustables por A3500 y pagaderos en Pesos. Hace dos meses, en agosto, ese stock era de la mitad: aún no había soberanos USD linked y el BCRA tenía vendidos futuros por USD 5,2 bn. Y en abril, cuando arrancó la pandemia, la posición en futuros era de apenas USD 1,0 bn. El Central llegó a estar vendido en USD 17 mil millones a fin de 2015, cuando CFK le entregó el poder a Macri.

2) Dado el éxito de las colocaciones USD linked en octubre, no hay que descartar nuevas emisiones de este tipo en el último bimestre 2020, cuando entre déficit primario y vencimientos de deuda en Pesos las necesidades superarán los \$1.000 mil millones. En el período enero-septiembre el déficit financiero del Tesoro fue de ARS 1.734 mil millones y el 98% se financió a través del BCRA (ARS 1.705 mil millones), vía Adelantos Transitorios (AT) o Utilidades. En octubre el Gobierno logró financiamiento neto del mercado por alrededor de \$250 mil millones, algo inédito hasta aquí, pero la totalidad de ese financiamiento se logró con la emisión de títulos USD linked (entre el T2V1 y el TV22 aportaron \$266 mil millones). En el último bimestre hay vencimientos de Letras y bonos por \$760 mil millones, según nuestros cálculos (incluyendo tenencias públicas y privadas), lo que sumado al déficit que suele saltar en diciembre generarán necesidades por encima de los \$1.000 mil millones. Como referencia, si en noviembre-diciembre los ingresos de Nación crecen 35% YoY y el gasto primario 55% YoY (en ambos casos se trataría de los mejores números desde febrero), el déficit primario sería del orden de los \$350 mil millones en el período, lo que sumado a los vencimientos daría necesidades para el Tesoro por unos \$1.100 mil millones.

3) Viendo la dinámica de los futuros en Rofex, es posible que el BCRA ya haya llegado al límite de lo que puede vender en ese mercado, pero aún tiene margen para intervenir vía MAE y BYMA. En R0FEX el límite para el Central es USD 5b y el IA a ayer era USD 6,6 b, en MAE puede vender hasta USD 4b en la 5 rueda garantizada y el IA ahí es USD 2,8b (más otros USD 0,7b de IA que hay en la rueda bilateral), mientras que en BYMA los volúmenes todavía son acotados (IA de USD 248 millones al cierre de ayer). En las últimas semanas se vio un salto muy grande en las implícitas de Rofex, lo que parece indicar que a partir de ahora el Central solo podrá rollear sus posiciones existentes, a menos que Argentina Clearing expanda el límite de USD 5 b.

4) El Gobierno viene insistiendo con que no devaluará y con la venta de futuros y USD linked busca abastecer la demanda de cobertura fruto de la emisión monetaria. Uno de los problemas es que los principales compradores de estos instrumentos no son los demandantes de CCL. Como mostramos en otros informes previos, en base a información pública estimamos que el 80% de la demanda privada del T2V1 provino de bancos, FCI y compañías de seguros, tres inversores muy limitados para operar bonos en dólares. A diferencia de lo que pasó en 2014, cuando las emisiones USD linked limitaron la demanda de contado (y ayudaron a bajar la brecha), esta vez no pasó lo mismo con la colocación del T2V1. Con la emisión del TV22 sí hubo un achicamiento del contado, aunque es difícil distinguir cuánto fue por la colocación, cuánto por intervención del sector público en el mercado y cuánto por los llamados a las ALYC.

CÓMO AJUSTAN LOS FUTUROS Y LOS USD LINKED ANTE UN DESDOBLAMIENTO Y/O ANTE UNA DESAPARICIÓN DEL FX A3500

1) La definición del FX A3500, por el que ajustan los futuros y los USD linked, es muy amplia y la puede modificar el BCRA.

2) Si el Gobierno desdobra y el A3500 pasa a ser el nuevo FX comercial, entonces los futuros y los USD linked ajustarían por ese nuevo valor. Tanto los futuros como los bonos soberanos indican en sus contratos que se pagan en función del "A" 3500, sin especificar que ese tipo de cambio tiene que ser un tipo de cambio único o puede ser, por ejemplo, un tipo de cambio comercial.

3) Si desaparece el A3500, los desenlaces pueden ser distintos: por normativa, MAE ajustaría por el nuevo FX, pero ROFEX y BYMA ajustarían por precios definidos por los directorios de esas entidades (estilo Rofex post salida del cepo 2015). Como mostramos en la tabla a continuación, los futuros que hoy ajustan por A3500 podrían tener distinto retorno al vencimiento, si en el medio desaparece esa comunicación y el BCRA define un nuevo tipo de cambio oficial. En el caso de MAE, la normativa indica que, salvo que las partes se pongan de acuerdo en otra cosa, los futuros ajustan por A3500 "o el que lo reemplace, o en su defecto el precio promedio ponderado de las operaciones registradas en el Mercado Libre de Cambios a través del Sistema SIOPEL Rueda CAM1". En Rofex, si no hay A3500, entonces "el Directorio podrá declarar una emergencia y determinar el precio de ajuste final correspondiente, de acuerdo a las facultades estatutarias y reglamentarias". BYMA funciona como Rofex.

4) Los USD linked no aclaran qué pasa si desaparece el FX A3500, pero entendemos que el tesoro tiene discrecionalidad. En las Resoluciones de emisión de los USD linked soberanos se indica que el tipo de cambio aplicable es el A3500 sin dar detalles acerca de qué sucede si ese FX no existe más.

EL RIESGO ES UN DESDOBLAMIENTO FORMAL COMO EL DE LOS 70, EN EL QUE HABÍA UN FX COMERCIAL FIJO, PERO EXPO E IMPO AJUSTABAN POR UN FX MIXTO ENTRE EL FX COMERCIAL Y EL FINANCIERO, CON PONDERACIÓN CRECIENTE DEL FINANCIERO

1) En septiembre de 1971 Argentina estableció un mercado cambiario dual (ni el primero ni el último en el país), que se mantuvo vigente hasta 1976 (el Rodrigazo fue en el 75). Fue un esquema que se inició con dictadura y siguió con la llegada del PJ. Entre sep-71 y mar-75 el tipo de cambio comercial estuvo fijo en 5,0, en tanto el tipo de cambio financiero subió de 7, 15 a 9,93 el primer año (precios vigentes para la compra), quedando luego fijo en 9,93 por casi tres años hasta mar-75.

2) Si bien el tipo de cambio comercial estuvo casi cuatro años fijo en 5,0, se realizaron devaluaciones "encubiertas", porque fueron permitiendo que exportaciones e importaciones se liquiden a un FX mixto entre el tipo de cambio comercial y el financiero,

con ponderación creciente del financiero (que, repetimos, rondó los 9,9 casi todo el período). Para abril de 1973 las exportaciones e importaciones se liquidaban a un FX "efectivo" de entre 8,6 y 9,9, de modo que la devaluación "encubierta" (es decir, con el tipo de cambio comercial fijo) llegó a ser de hasta 100% en un año y medio. En el cuadro a continuación mostramos el detalle de la evolución del tipo de cambio comercial, del financiero, del paralelo y de los tipos de cambios "mixtos" que aplicaban para exportaciones e importaciones en aquellos años.

3) El esquema de esos años se usó también para incentivar las exportaciones de determinados sectores económicos. Así, había rubros que podían liquidar un mayor porcentaje de las divisas al FX financiero, de modo que tenían un FX efectivo superior. Entre abril de 1973 y marzo de 1975, es decir, durante casi dos años, las exportaciones de rubros "promocionados" se liquidaban en un 100% al FX financiero.

4) El riesgo en la actualidad sería que Argentina desdoble, que el FX A3500 pase a ser el tipo de cambio comercial, pero que este tipo de cambio comercial no refleje por completo el FX efectivo para exportaciones e importaciones. Cuesta imaginar un escenario con un FX comercial fijo como entonces, pero no puede descartarse un FX comercial evolucionando a un ritmo parecido a la inflación, con exportadores e importadores operando a un FX mixto.

5) Los incentivos de hacer algo así serían dos: i) políticos: el esquema le daría al Gobierno un argumento narrativo para decir que no devaluó, y ii) económicos: porque el Estado se ahorraría el pago de la devaluación "encubierta" vía futuros y USD linked.

6) El costo de hacer algo así sería esencialmente reputacional. Pero no hay soluciones gratis: como referencia, un ajuste de 50% en el A3500 tiene un costo de alrededor de AR\$ 400 mil millones, considerando que el Estado tiene entre USD 10 y 11 mil millones vendidos entre futuros y USD linked {parte implicaría emisión monetaria inmediata, por los futuros, y parte mediata, por los USD linked}. Ese monto es equivalente a más 5 meses de ATP e IFE, si nos basamos en el costo fiscal de esos dos programas durante septiembre. En términos de agregados, AR\$ 400 mil millones son alrededor de 17% del stock actual de base monetaria.

CONCLUSIONES

1) Sin posibilidad de hacer un ajuste fiscal fuerte en pandemia, el Gobierno no tiene muchas alternativas cambiarias de corto plazo: devalúa, desdobla, restringe importaciones o pide dinero a China o FMI para seguir abasteciendo al MULC. Ninguna de esas opciones es muy atractiva y todas tienen costos evidentes: devaluar genera recesión y aceleración inflacionaria en el corto plazo, desdoblar puede llevar a la quiebra a empresas exportadoras endeudadas en dólares, restringir importaciones impacta en actividad y provoca que más bienes y servicios ajusten por el FX libre, en tanto pedir prestado a China y FMI para seguir vendiendo divisas incrementa la deuda en dólares para prolongar una situación cambiaria insostenible.

2) Tarde o temprano parece inevitable el ajuste cambiario dada la emisión de pesos (reciente y futura), y el Gobierno podría intentar suavizarlo en el tiempo con un desdoblamiento (de resultados inciertos). Si bien es cierto que el tipo de cambio real no está necesariamente atrasado y que, de hecho, Argentina tiene superávit comercial (las dos razones que da el equipo económico para explicar por qué no permitirá una devaluación), el problema hoy es más de carácter nominal que real. El tipo de cambio puede ser razonable, competitivo o muy competitivo, pero si se duplican los agregados monetarios (como pasó los últimos 12 meses) es lógico que tenga que haber algún tipo de ajuste nominal, esto es, del FX y de los precios de la economía. Esto no es una propuesta de política, sino un análisis de cómo funciona la macroeconomía. Si es cierto que la devaluación no es evitable, sino solo administrable, entonces parece lógico que el Gobierno intente suavizarla en el tiempo, para que el costo de la pandemia no se pague todo junto "de una vez".

3) Cuánto más alto es el stock de pasivos públicos ajustados al A3500, más incentivos tiene el Gobierno a probar con un esquema dual. Si bien el principal argumento a favor del desdoblamiento es otro (básicamente, evitar el impacto que tiene una devaluación en actividad y precios en el corto plazo), no podemos dejar de advertir que no es lo mismo para las autoridades dejar ir al spot con USD 1.000 millones ajustados al A3500 como había en abril, que con USD 5.000 millones como había en agosto, que con más de USD 10.000 millones como hay hoy.

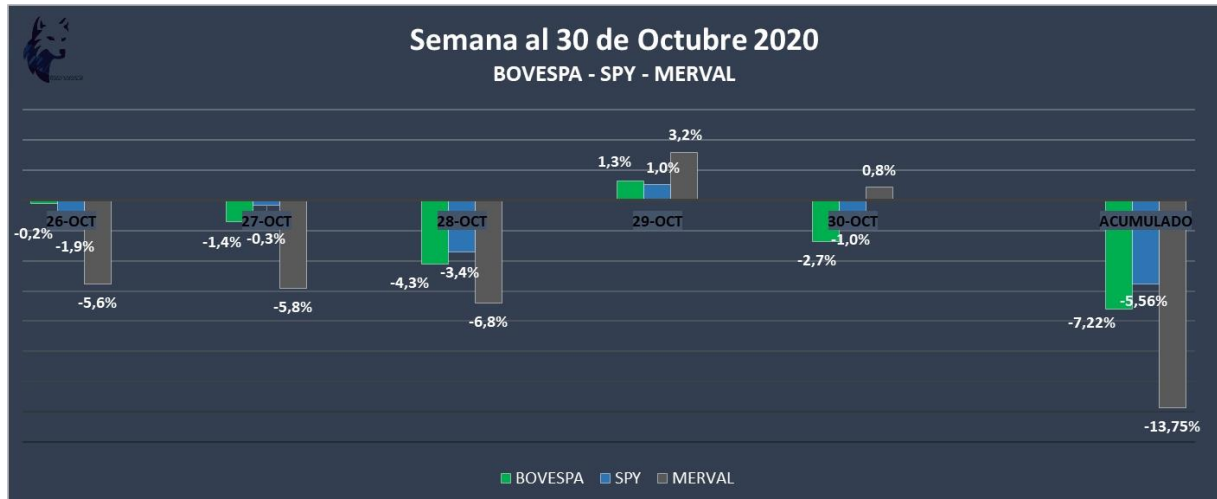
4) Seguimos pensando que no es obvia la postura del FMI sobre un eventual desdoblamiento. Como planteamos en el primer punto, todas las alternativas de política son "malas" en el corto plazo dada la pandemia. Parafraseando al jefe de gabinete, lo que intentarán hacer el Fondo y el Gobierno será seguramente limitar el "porrazo" y suavizarlo en el tiempo, pero no lo podrán evitar. En ese contexto, un desdoblamiento (insistimos, de resultado incierto) parece una opción lógica, incluso teniendo en cuenta la historia y los manuales de política del FMI.

5) No perder de vista lo esencial: si no se logra incrementar la demanda de ARS (algo difícil), el costo fiscal de la pandemia se terminará pagando con licuación y/o con incumplimientos contractuales (más o menos elegantes). Para cubrirse de una eventual licuación, lo natural es evitar los instrumentos a tasa fija y optar por papeles CER o USD linked, que vienen ganando peso dentro del total de pasivos del sector público. Cubrirse de incumplimientos contractuales (independientemente de si son formales o no) es más difícil, pero lo lógico es mirar paridades. Teniendo en cuenta todo, dentro del universo de instrumentos pagaderos en Pesos, a estos precios preferimos un TX26 a 68% de paridad y 10,5% de tasa por sobre la parte corta CER y/o los USD linked soberanos.

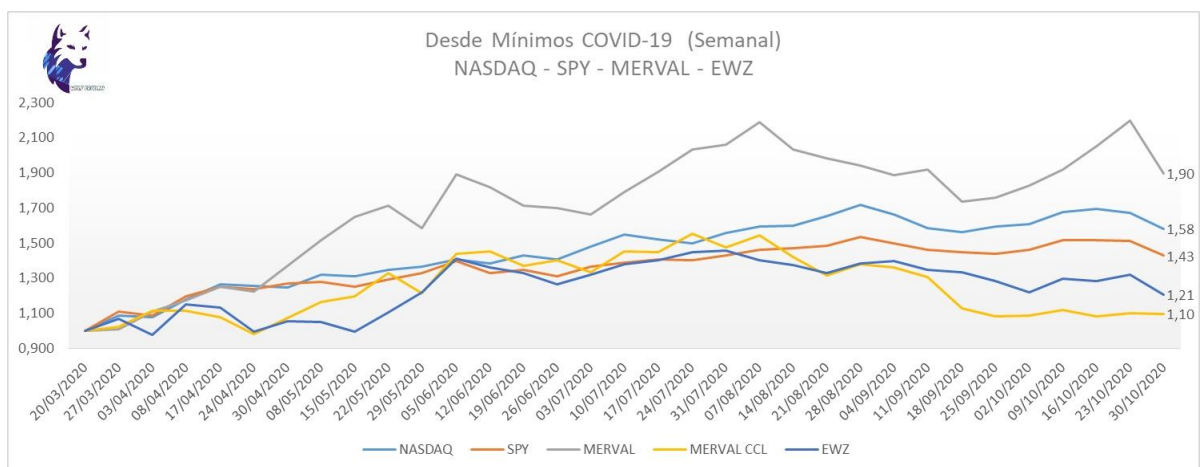
Fuente: 1816 Economía y Estrategia.

2. MERCADOS

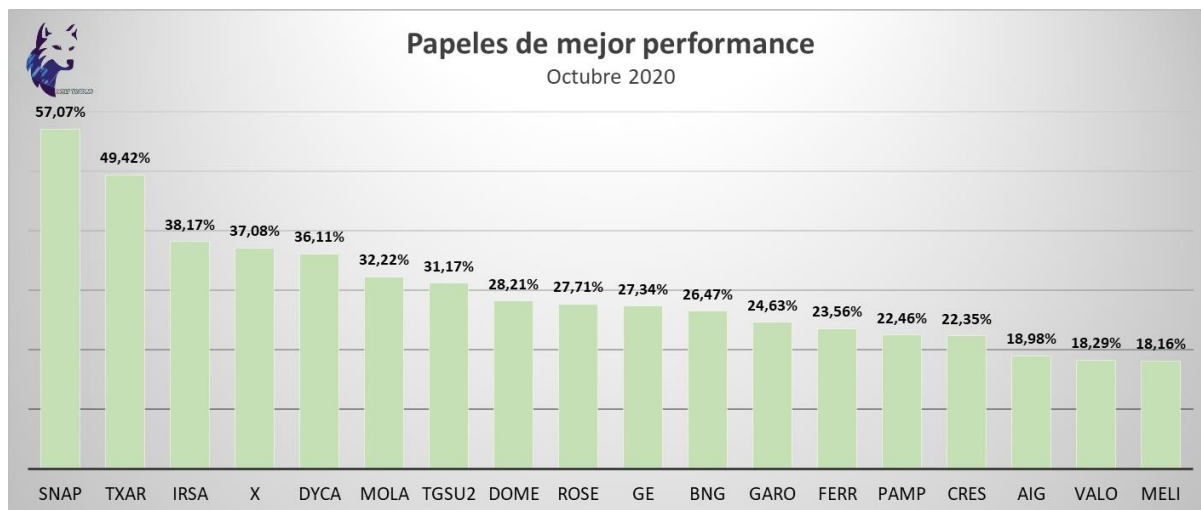
Semana negativa la finalizada. Todos los mercados a la baja y con el aliciente de una baja del orden del 13,55% del Dólar CCL:



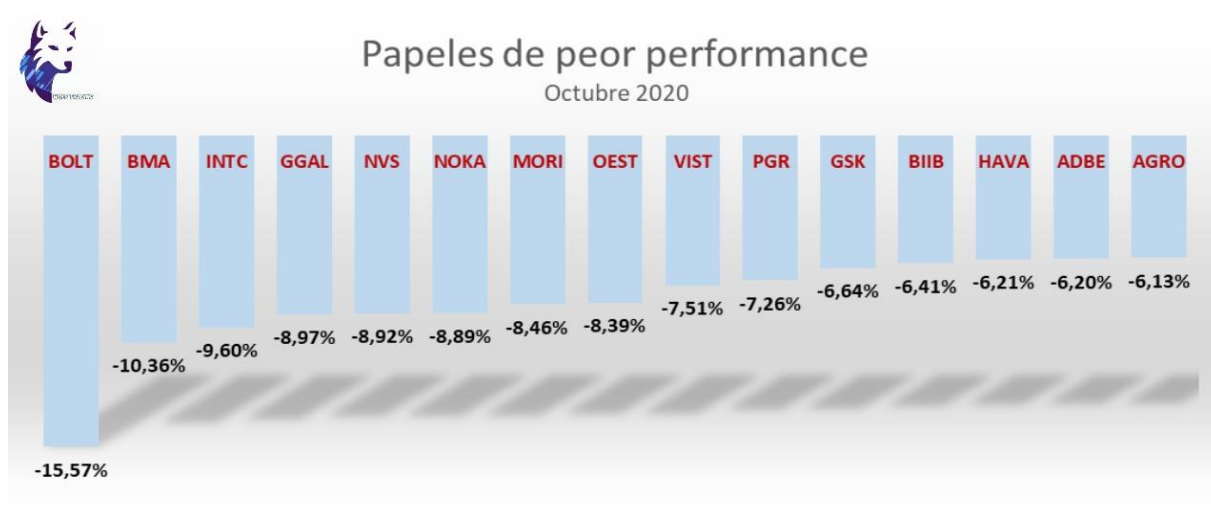
Fuerte caída del Merval en pesos, pero con un Merval en CCL neutro, mientras todos los mercados registraron importantes baja. Brasil que traía una interesante resuperación, vio limado su Indice EWZ en un 8,78%:



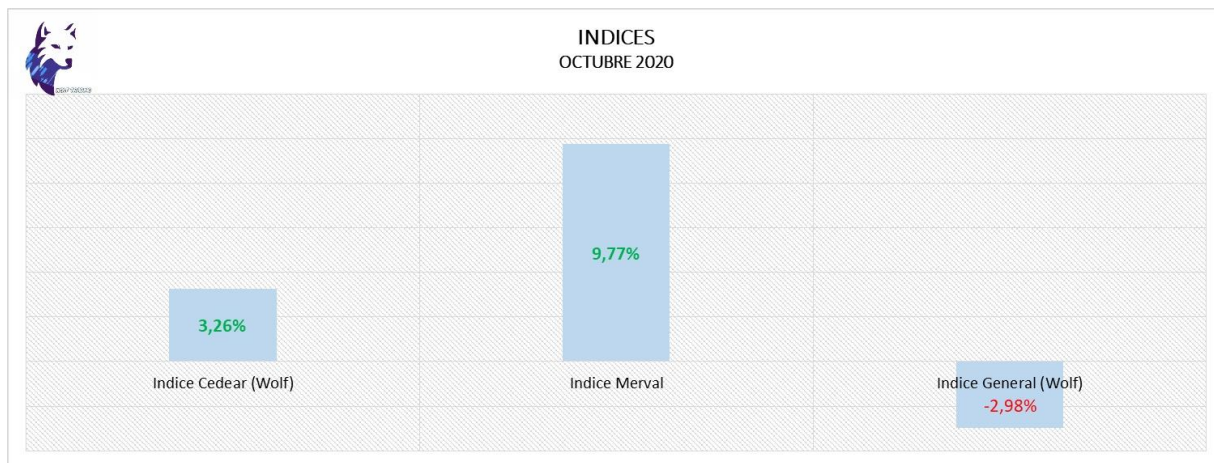
El mes de Octubre tuvo grandes subas en todos los paneles, Cedears con SNAP y X a la vanguardia, dentro del Panel Líder destacados rendimientos de TXAR, TGS, PAMP, CRES y VALO; En el Panel General IRSA fue la que mejor rindió:



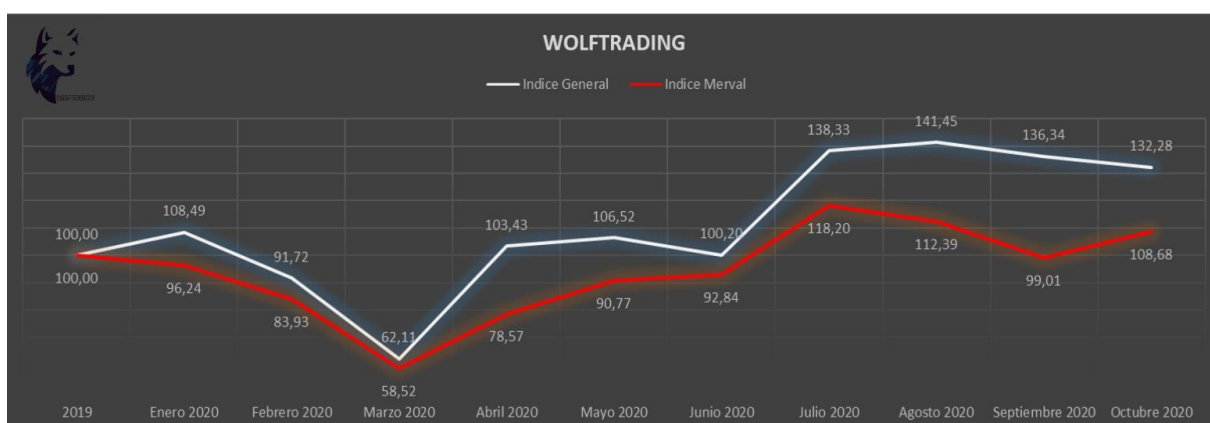
Por el lado de las bajas, BOLT, BMA y GGAL en el plano local fueron las de peor rendimientos; Cedears INTC, NVS y NOKA también tuvieron un mal desempeño:



Medición de nuestro Indice General, Indice Cedear y el Indice Merval, del mes de Octubre muestra ganador al Panel Líder muy parejo con el de Cedears:

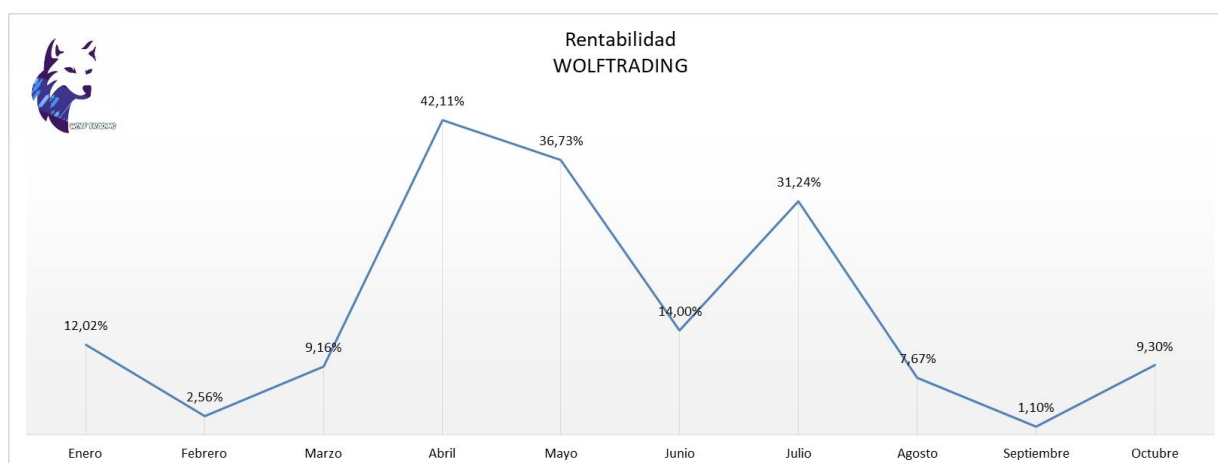


El Indice Merval sigue acortando diferencias vs. El Indice General (Wolf) en este mes de Octubre 2020:



3. TRADES

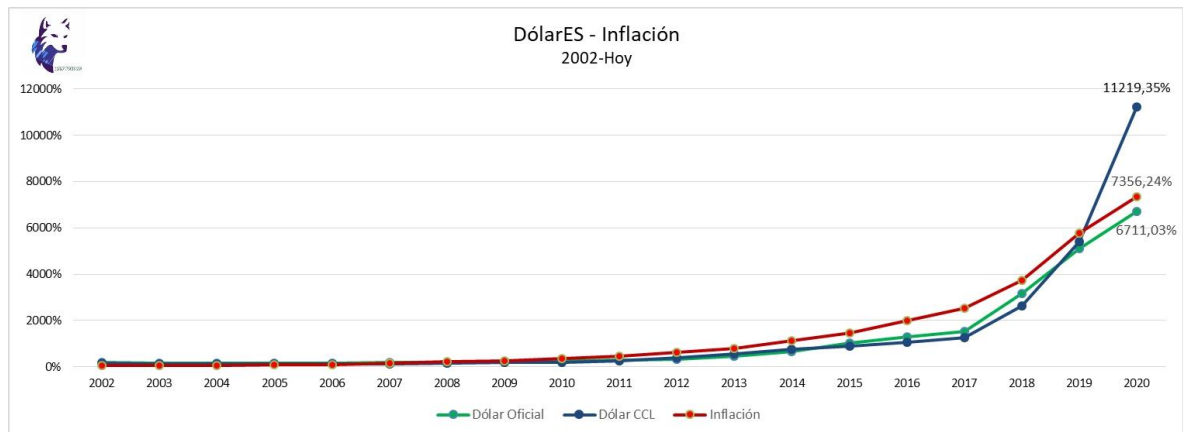
Trades cerrados durante el mes de Octubre, saldo positivo, última semana negativa:



4. DATOS ECONOMICOS

Dólar.

En una semana en la que el gobierno salió fuerte y decidido a bajar la brecha entre el dólar oficial y los financieros, nuestro análisis de esta variable tan importante.



Análisis completo en nuestro BLOG: <https://www.wolftradingroup.com/l/dolar/>

Buena Semana para todos,

Equipo WolfTrading