

lcg.

# PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

---

24 de septiembre de 2019

**Guido Lorenzo**

*Director Ejecutivo*

[g.lorenzo@lcgsa.com.ar](mailto:g.lorenzo@lcgsa.com.ar)

**Melisa Sala**

*Economista principal*

[m.sala@lcgsa.com.ar](mailto:m.sala@lcgsa.com.ar)

**Antonela Vitola**

*Economista Invitada*

[info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

**Julia Segoviano**

*Economista*

[j.segoviano@lcgsa.com.ar](mailto:j.segoviano@lcgsa.com.ar)

**Emilia Calicibete**

*Analista*

[e.calicibete@lcgsa.com.ar](mailto:e.calicibete@lcgsa.com.ar)

**Costa Rica 4165 - CABA**

(+5411) 4862 8992

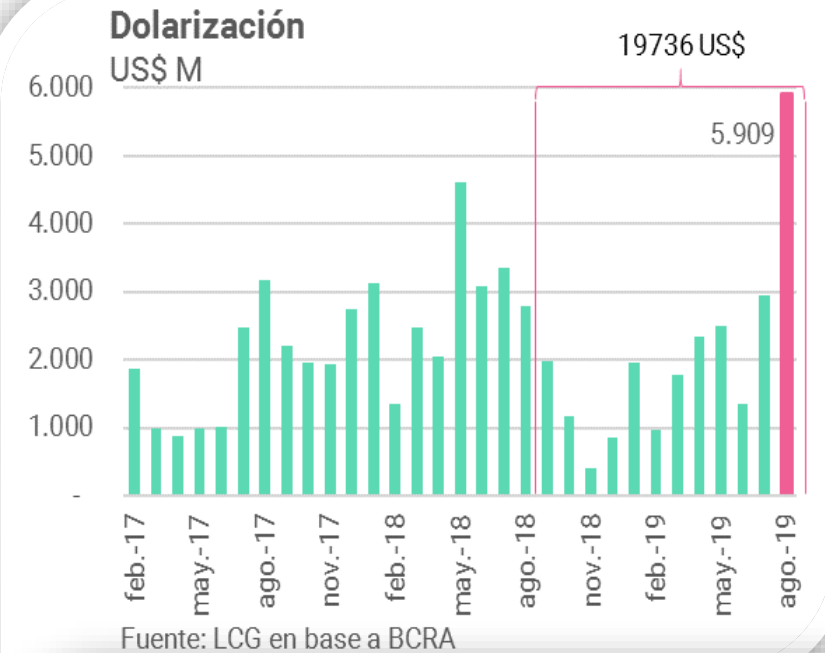
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)

[info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

[@lcgmedia](https://twitter.com/lcgmedia)

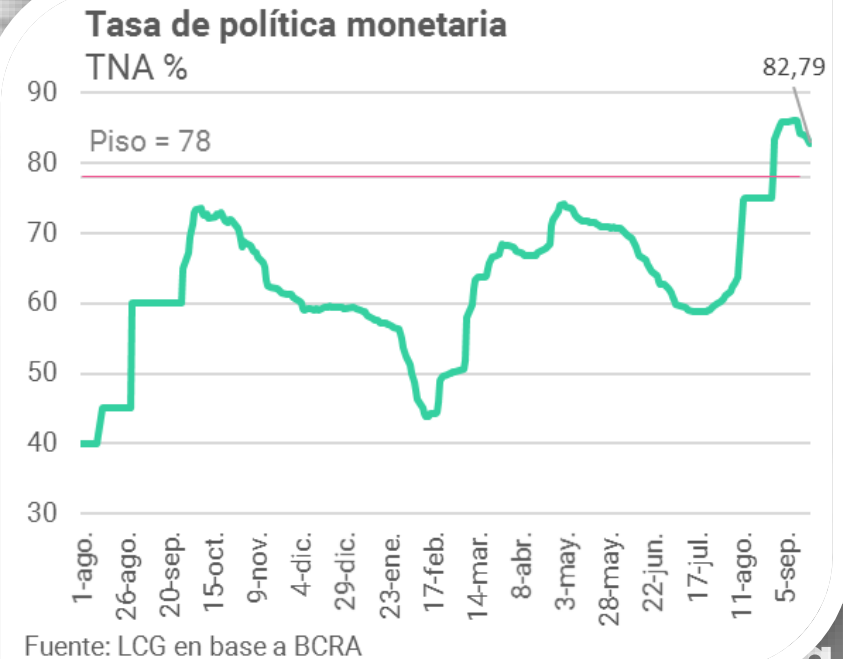
## FAE y CONTROL DE CAPITALS

- Los controles de cambio impuestos por el BCRA tienen un costo para el gobierno, el reputacional. También le impone un costo lateral que es restringir las libertades de participar en un mercado en particular. Sin embargo, conocidos los datos de la Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero de agosto son entendibles.
- **La compra neta de dólares alcanzó los US\$ 5.909 M en el mes de agosto.** El máximo valor de dolarización mensual, al menos desde la crisis del 2001. Para el 2019 superará el 5% del PBI en dólares, promedio histórico de dolarización en períodos electorales.
- El control de capitales por otro lado sirve para divorciar la tasa de interés de las expectativas de depreciación del peso. Habitualmente la tasa de interés se debe ubicar en un nivel que evite la dolarización. **En caso de que existan controles a la compra de divisas ese nivel de tasa de interés ya no tiene sentido y se puede hacer una política monetaria (casi) ignorando el vínculo entre tasa y dólar.**



## CAMBIOS EN LA POLÍTICA MONETARIA

- El BCRA prefirió no usar esta ventaja del control de cambios y, si bien se permitió elevar la meta de emisión en términos nominales para septiembre y octubre en 2,5%, **se autoimpuso un límite de tasa mínima del 78%**. Curioso, debido a que el canal que parecía afectar a la tasa de variación de precios parece ser el comportamiento del tipo de cambio.



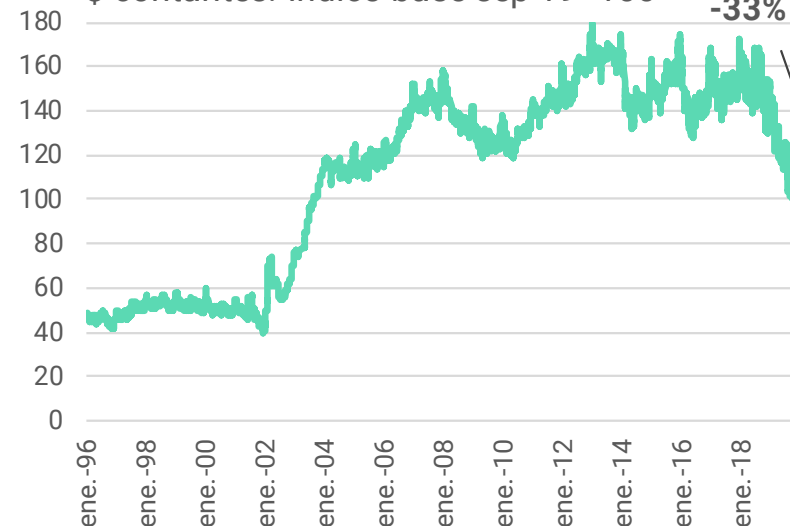
Continúa..

## CAMBIOS EN LA POLÍTICA MONETARIA

- Realmente el BCRA confía en que el vínculo entre emisión cero y desinflación está funcionando en el corto plazo o quizás no quiso desanclar las expectativas de inflación. De todas formas, creemos que estas últimas siguen mirando al dólar y no a la política monetaria. **De hecho, el cambio de metas bien leído es más contractivo que el plan original y las expectativas de inflación si ceden lo hacen debido al control del tipo de cambio.**
- En el último año la rigidez del programa monetario derivó en una caída acumulada de la base monetaria del 33% real.

### Base monetaria

\$ contantes. Índice base sep-19=100



Fuente: LCG en base a BCRA

## TIPO DE CAMBIO REAL

- Por el momento la política monetaria sigue siendo contractiva, pero en el corto plazo no está resultando efectiva para encaminar la desinflación en un contexto donde existió una fuerte volatilidad cambiaria.
- En esta carrera entre precios y tipo de cambio, el tipo de cambio real multilateral quedó en niveles de 1,84 (dic-01=1). De estabilizarse el tipo de cambio nominal en estos niveles, el tipo de cambio real que heredará la próxima gestión será similar al de finales 2011 (1,65, base dic-0=1).

### Tipo de cambio real multilateral

Índice base dic-01=1



Fuente: LCG en base a BCRA

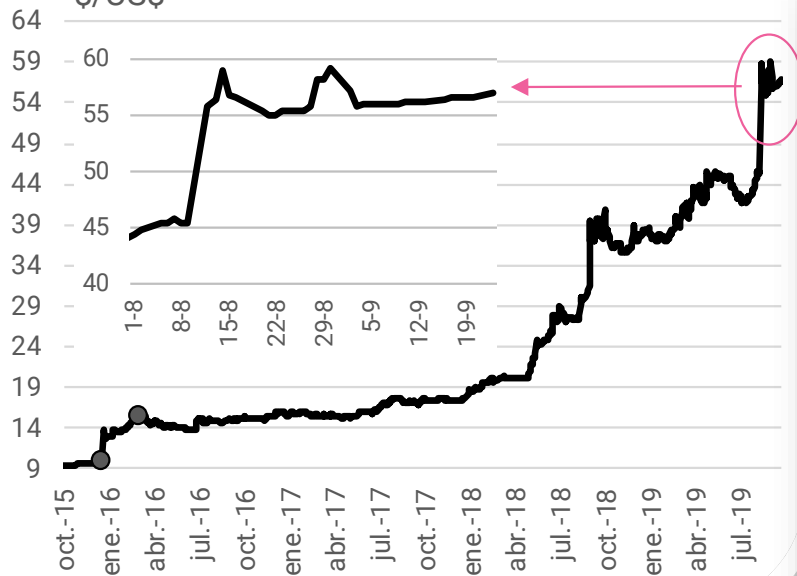
## DESEMBOLSO FMI

- A fin de cuentas, creemos que sin el desembolso del FMI va a decantar que el programa monetario está caído de facto.
- El problema con el no arribo de los fondos no pasa tanto por la dinámica del mercado de cambios, que obviamente se resentirá con una menor oferta, sino con el apoyo presupuestario que esto significa. **Es decir, el déficit deberá ser monetizado en caso de que el FMI no apruebe el desembolso. Algo que creemos sucederá ya desde el próximo mes y podría llevar a la profundización de los controles de cambios.**

## BRECHA CAMBIARIA

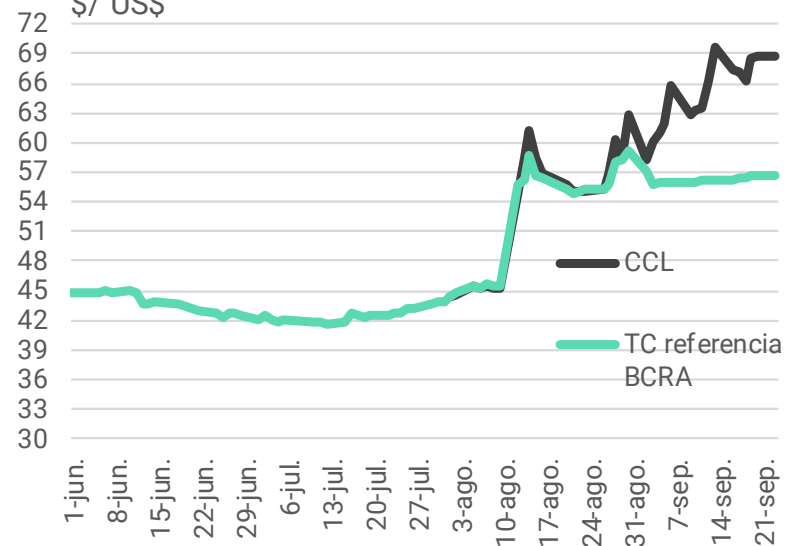
- **Los pagos de la deuda que no fue reperfilada (ie. BoPoMo) podría ampliar la brecha entre el contado con liquidación y el dólar oficial.**
- Hoy el TC de referencia está en AR\$ 56,93 (23-sep). La última semana acumuló una suba de apenas 0,2% (68 ctvs); el dólar 'Contado con liquidación' cerró en AR\$ 68,75 (dato de lunes 23-sep). **La brecha entre ambos trepó a 21%**, todavía muy inferior al 70% que registraba con el cepo kirchneristas.

**Tipo de cambio nominal**  
\$/US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

**Tipo de cambio de referencia**  
\$/ US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

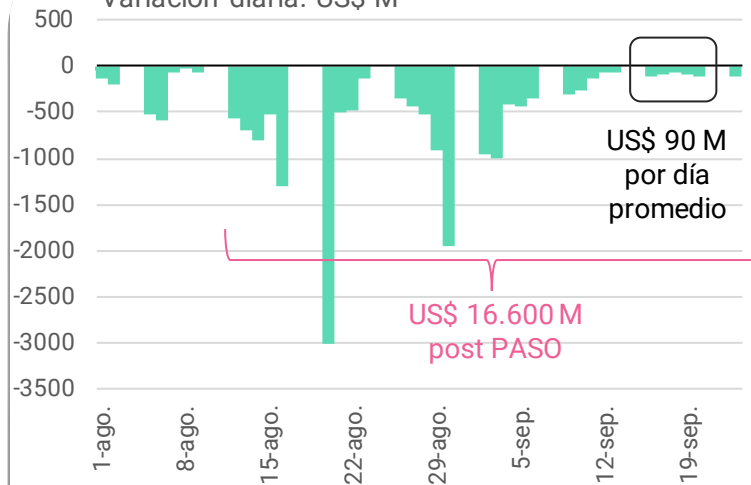
- **Esto tiene un costo en el corto plazo: la posibilidad que los contratos se negocien a los precios del dólar paralelo.** Sin embargo, preocupan los problemas que esto ocasiona en el mediano plazo, ya partiendo desde un ratio inversión a PBI bajo, podría empeorar la situación. Hay que tener en cuenta que la decisión de hundir capital sin saber cómo se hará para recuperar esa ganancia detrae la demanda de inversión

# RESERVAS INTERNACIONALES

- **Las reservas internacionales suman US\$ 49.700 M (23-sep).** En el último mes y medio (post PASO) cayeron US\$ 16.600 M, es decir se redujeron 1/4.
- El cepo cambiario (versión light) fue moderando la caída de reservas. **En la última semana cedieron a razón de US\$ 90 M diarios, contra un promedio de US\$ 870 M por día antes de su implementación**
- La menor salida de depósitos en dólares de los bancos en los últimos días fue la clave para la moderación de las reservas. Los depósitos privados se redujeron de niveles cercanos a US\$ 32.500 M (antes de las PASO) a US\$ 22.300 M en la actualidad. Equivale a una caída de 31% acumulada. La incipiente estabilización se produce en niveles sensiblemente más bajo que en otras crisis.
- **Las Reservas internacionales netas** -que excluyen las que respaldan algún pasivo en dólares del BCRA, ie. encajes de los bancos, swap con China, préstamo del FMI y otros bancos internacionales, **ascienden a US\$ 13.600 M.**

## Reservas internacionales

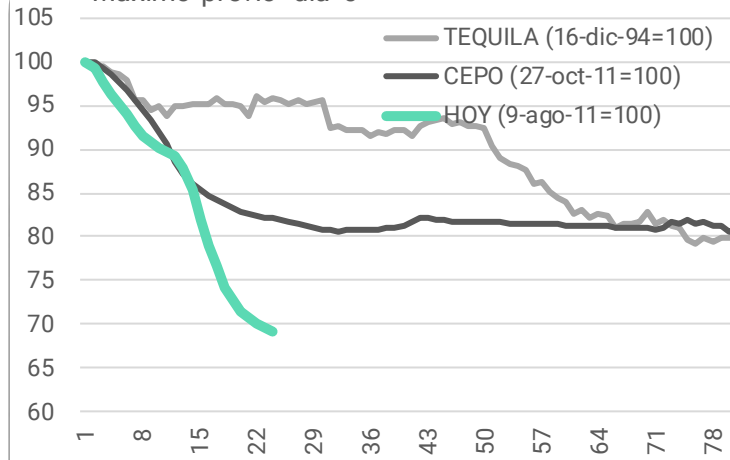
Variación diaria. US\$ M



Fuente: LCG en base a BCRA

## Depósitos en dólares del sector privado

Máximo previo=día 0

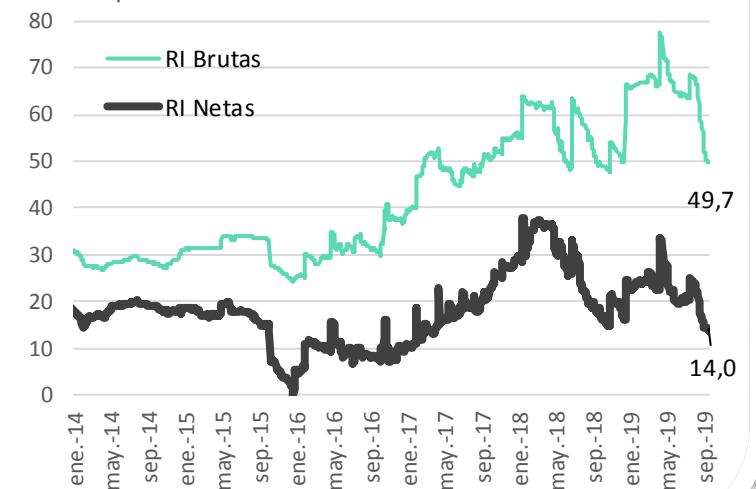


Fuente: LCG

Días

## Reservas Internacionales

US\$ MM



Fuente: LCG en base a BCRA

## PODER DE FUEGO DEL BCRA

- Un ejercicio que intente medir el poder de fuego del BCRA podría ser el de estimar la capacidad de intervención que le resta para lo que queda del año.
- En este caso consideramos que del total de Reserva Internacionales Netas con que cuenta (US\$ 13.600 M), aproximadamente US\$ 2.200 M se irán en el pago de la deuda denominada en moneda extranjera no reperfilada (básicamente por Letes y Discount) entre octubre y diciembre. **Es decir, el BCRA contará con US\$ 11.400 M, lo que representaría un poder de intervención de US\$ 230 M diarios hasta el cambio de mandato.**
- Ese nivel de intervención sería equivalente a asumir que el total de los depósitos a plazo minoristas (\$ 534.000 M) corren contra el peso al tipo de cambio actual. **Si bien sería un escenario de stress, el sistema aguantaría este nivel de dolarización.**
- **Por el lado de los mayoristas ya esta operando la restricción de atesoramiento, pero en este escenario de stress implicaría un aumento de la brecha entre el CCL y oficial.**

## EMBI

- El riesgo país de Argentina se encuentra en niveles de 2100 puntos básicos, 400 bps por debajo del pico post PASO

### Riesgo País Argentina Índice EMBI



Fuente: LCG en base a Bloomberg

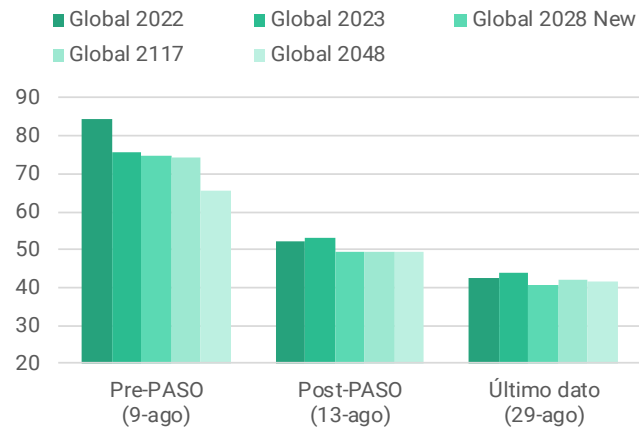
## ROFEX

- Con la implementación de las restricciones a las personas jurídicas para operar en el MULC el mercado de futuros de dólar (Rofex) perdió dramáticamente liquidez, operando con tasas implícitas que varían desde el 90% al 130%, pero sin la posibilidad de realizar arbitrajes.

## DEUDA EN USD

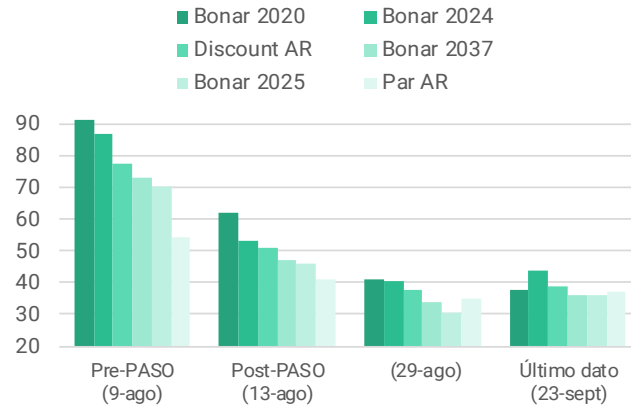
- Cotiza en el exterior operando a paridades que están en torno al 45%.
- Los bancos y fondos de inversión tenedores de estos títulos se **encuentran expectantes acerca de cual podría ser un eventual canje o reestructuración que puedan sufrir**. Los precios parecieran que van a fluctuar en torno a estos niveles hasta tanto no haya novedades acerca de la eventual propuesta argentina.

### Evolución paridad de bonos - ley extranjera



Fuente LCG en base a IAMC

### Evolución paridad de bonos - ley local



Fuente LCG en base a IAMC

## MERCADO DE PESOS

- Con el reperfilamiento efectuado el 28-ago el mercado local quedó virtualmente paralizado, dado que **se extinguieron los instrumentos de corto plazo para realizar tasa en pesos**. La Lecap más corta tiene una vida promedio de 4 meses, lo cual hizo migrar a los inversores de corto plazo al sistema bancario ya sea de forma directa (plazo fijo o cuentas a la vista remuneradas) o a través de los fondos de *money market*.
- El diferencial de tasas entre las colocaciones cortas y las que superan los 30 días es muy considerable: los fondos de *money market* y plazos fijo está rindiendo entre 50 y 60%, en tanto que las lecaps presentan tasas de 180%. Esa diferencia de spreads marca la falta de apetito por el rendimiento debido a la incertidumbre que se abre en el escenario post elecciones.

## OTROS REPERFILADOS

- Bonos CER (y resto de la deuda argentina) después del reperfilamiento quedó aún más castigada de lo que se encontraba post PASO, y actualmente las paridades de los bonos del tramo corto y medio (2020-2023) se encuentran por debajo del 40%. **Los precios descuentan, al igual que la deuda en dólares, una reestructuración para el año 2020.**
- Creemos que hasta tanto no haya novedades con respecto a una propuesta de argentina, sumado a la escasa liquidez del mercado local de pesos, **los precios no van a recuperar y se encontrarán en estos niveles.** *Continua...*

## OTROS REPERFILADOS

### Continuación

- Hasta el momento el Ministro H. Lacunza presentó a Diputados un proyecto para introducir cláusulas de acción colectiva (CAC) a los bonos con ley local. El proyecto tiene como fin que si el 66,6% de los tenedores acepta una quita o reperfilamiento, el resto deberá adecuarse. De esta manera Argentina estaría cubierta ante escenarios de reclamos por quedar fuera de un canje, es decir, se evitan los 'holdouts'. Estas cláusulas de acción colectiva están presentes en los bonos Ley NY.

## VALOR DE RECUPERO

- Todos los bonos están operando por paridad. Las quitas esperadas parecen elevadas. Creemos que Argentina terminará ofreciendo un canje de los bonos actuales por un título más largo con igual valor presente neto que el precio al que opera actualmente pero con un compromiso de pago 'creíble'.
- Imaginando un estiramiento de los plazos a 10 años vista con cupones del 3% y un exit yield en 1200 bps se lograría el *breakeven* entre el precio de este título y la paridad actual del AA26. En ese caso la quita implícita es del 40% y si hacemos el mismo ejercicio con el AE23, la quita ronda el 37%.

### Simulación valor de recupero

#### Quita esperada para el AA26 en canje con bono bullet 10y

		Exit Yield (EMBI + 200 bps)					
		12%	13%	14%	15%	16%	17%
Cupón anual	2,0%	42%	46%	50%	54%	57%	60%
	2,5%	38%	43%	47%	50%	54%	57%
	3,0%	35%	39%	43%	47%	51%	54%
	3,5%	31%	36%	40%	44%	48%	51%
	4,0%	28%	33%	37%	41%	45%	48%
	4,5%	24%	29%	34%	38%	42%	45%
	5,0%	21%	26%	30%	35%	39%	42%

### Simulación valor de recupero

#### Quita esperada para el AE23 en canje con bono bullet 10y

		Exit Yield (EMBI + 200 bps)					
		12%	13%	14%	15%	16%	17%
Cupón anual	2,0%	50%	49%	47%	45%	43%	42%
	2,5%	47%	45%	44%	42%	40%	38%
	3,0%	44%	42%	40%	38%	36%	34%
	3,5%	41%	39%	37%	35%	32%	30%
	4,0%	37%	35%	33%	31%	29%	26%
	4,5%	34%	32%	30%	27%	25%	23%
	5,0%	31%	29%	26%	24%	21%	19%