



Las pistas del blue

Resumen y conclusiones

- Esta semana vimos una dinámica en los tipos de cambio paralelos que nos preocupó, sobre todo por la amenaza que representa a nuestra visión de la brecha. Decidimos dedicarle el informe de esta semana a tratar de procesar cada una de estas señales.
- Entendemos que la preocupación derivada de la dinámica del dólar blue puede estar sobreestimada: hay explicaciones razonables que sugieren que puede tratarse de factores puntuales y transitorios (blanqueo inmobiliario y dolarización por temor a restricciones) e indicadores no tradicionales que traen algo de calma (búsquedas en Google relacionadas con el tipo de cambio).
- Incluso si asumimos que la suba del blue no cede, el “contagio” al contado con liqui podría no ser tan dramático ni tan lineal como tenderíamos a pensar. Las experiencias de años electorales con cepo nos llevan a pensar que una ampliación en la brecha entre el informal y el contado con liqui podría tener lugar en los próximos meses, sobre todo teniendo en cuenta la mayor representatividad del blue vs experiencias previas y la estrategia del BCRA en el CCL.
- Además, la suba del contado con liqui en estas últimas semanas podría estar explicada por una menor intervención del BCRA en el mercado de bonos (estimamos que en abril vendió “solo” USD 100 M vs. USD 150 en febrero y marzo y USD 380 M en enero). Creemos que esta situación debería revertirse si las presiones suben.
- Por último, nuestro indicador de Sentimiento Macro todavía está lejos de marcar una situación súper pesimista como la que vimos en el 3T20. Al analizar la composición al interior del índice, nos damos cuenta que las variables cambiarias no son la mayor preocupación del momento (BCRA compra USD en el MULC y ahora incluso hasta las reservas lograron subir). En lo monetario, la inflación es la mayor preocupación del Gobierno, pero la licuación del exceso de pesos da algo de aire y el crecimiento de los pasivos remunerados, con tasa real negativa, no es sumamente preocupante. Los precios de bonos y acciones, de hecho, encontraron un quasi-equilibrio. El mayor riesgo, claro está, es el sanitario.
- Por todo esto, mantenemos nuestra visión de que los riesgos de la brecha en los próximos meses son relativamente acotados.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Erik Schachter
Analista

Eduardo Gómez
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Las pistas del blue

Esta semana vimos una dinámica en los tipos de cambio que nos trajo preocupación, sobre todo por la amenaza que representa a nuestra visión de la brecha. El protagonista fue el tipo de cambio informal, el Blue, que escaló \$10 desde la semana pasada hasta llegar a los \$160 el miércoles (y una suba de \$24 desde los mínimos de principios de abril), para luego caer hasta \$152 al cierre de ayer. Pero la dinámica del contado con liqui también fue en esa dirección, aunque mucho más atenuada, con una suba de \$4 en la semana hasta \$156 (\$10 en todo abril).

La pregunta que nos hacemos es si estos movimientos en los tipos de cambio paralelos representan una amenaza real a nuestra visión de brecha “mas o menos estable” por algunos meses más, o si, por el contrario, son factores puntuales que no merecen demasiada atención. Por eso, dedicamos el informe de esta semana a tratar de procesar las señales de la disparada del Blue y la suba del CCL.

1 - La preocupación que se deriva de la dinámica del dólar informal puede estar sobreestimada: hay explicaciones razonables que sugieren que puede ser transitorio e indicadores que traen algo de calma.

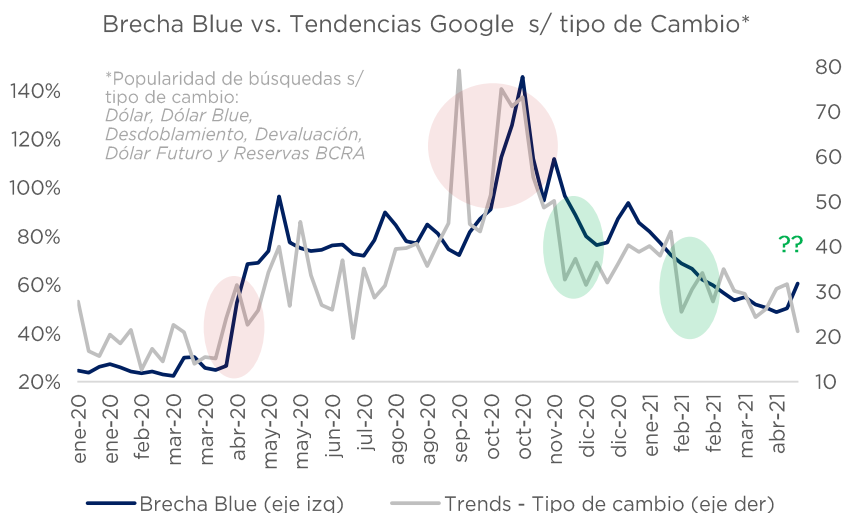
Una explicación bastante plausible es que la suba del blue tiene que ver con factores técnicos bastante puntuales y pasajeros vinculados al blanqueo inmobiliario. Una nota de La Nación publicada este martes (ver [acá](#)) explicó este punto: dado que el tributo que se debe abonar se calcula en pesos a tipo de cambio oficial, al inversor inmobiliario le conviene entrar al blanqueo ya dolarizado para pagar menos impuestos. Este efecto es transitorio porque, a medida que el dólar *blue* sube, el poder adquisitivo en términos de inmuebles cae. Otra interpretación que escuchamos es que la dolarización también puede responder a negocios que tenían capital invertido en mercadería, pero que ante la amenaza latente de mayores restricciones a la circulación se volcaron al tipo de cambio paralelo.

La marcada caída en la cotización del *blue* durante el día de ayer abona estas teorías, en el contexto de un mercado poco transparente por naturaleza.

Las pistas del blue

De hecho, algunos indicadores no tradicionales sobre el *momentum* de mercado del dólar informal nos llevan a moderar un poco la preocupación. Una relación que siempre resulta interesante notar es la evolución de la brecha del blue con las búsquedas relacionadas a tipo de cambio en Google Argentina: a principios de abril y en septiembre/octubre, las búsquedas relacionadas al tipo de cambio (dólar, dólar blue, devaluación, desdoblamiento, dólar futuro, reservas BCRA) anticiparon la suba (y en nov-20/dic-20 y feb-21 adelantaron también la baja). Hoy la tendencia de dicho indicador no refleja una preocupación mayor, bajando incluso a niveles de 20, mínimo desde mediados del año pasado.

Indicadores no tradicionales nos llevan a moderar la preocupación por el dólar informal



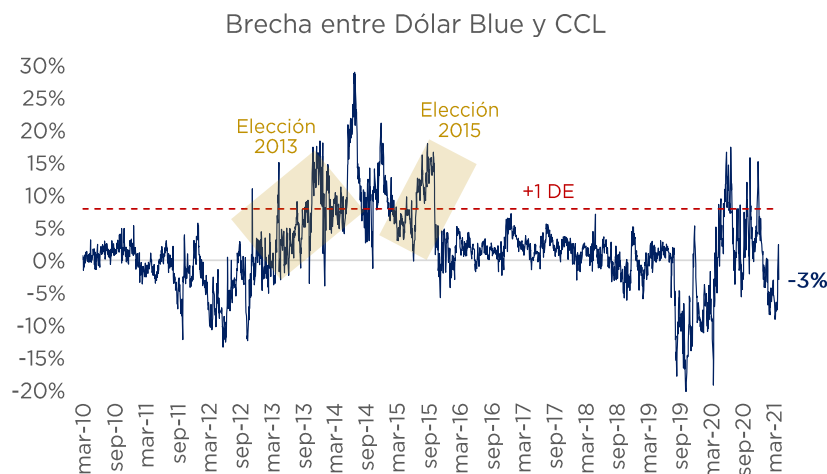
2 - Incluso si asumimos que la suba del blue no cede, el “contagio” al contado con liqui podría no ser tan dramático ni tan lineal como en otras coyunturas.

Hay motivos para pensar que la brecha entre Blue y CCL puede mantenerse elevada en lo que resta del año (es decir, que el CCL se deslice más lento que el informal). Por empezar, las experiencias preelectorales de 2013 y 2015 son bastante claras en ese sentido: entre marzo/abril y las elecciones generales, la brecha entre el tipo de cambio informal y el contado con liquidación se fueron ampliando con el correr del tiempo desde niveles de 0% hasta llegar a un 15%.

Las pistas del blue

Pero la economía hoy tiene un grado de informalidad mucho mayor y un cepo mucho más estricto/mejor calibrado, lo que nos permite concluir que la importancia relativa del dólar paralelo es mucho mayor que en aquel entonces. Además, una diferencia mucho más importante es que ahora el BCRA viene ejecutando una política cambiaria de intervenciones en el CCL, hecho que no estaba presente en las experiencias previas (al menos directamente vía el BCRA, aunque sí a través del ANSES esporádicamente). Con todo esto, no nos sorprendería ver una brecha entre el Blue y el CCL que se vaya ampliando en los próximos meses. Más allá de que haya actores que tiendan a arbitrarlo (con el famoso “puré”), ese gap creciente no sería una situación tan atípica, como lo muestra el gráfico de abajo.

No nos sorprendería ver una brecha entre el *Blue* y el CCL que se amplía con el correr de los meses

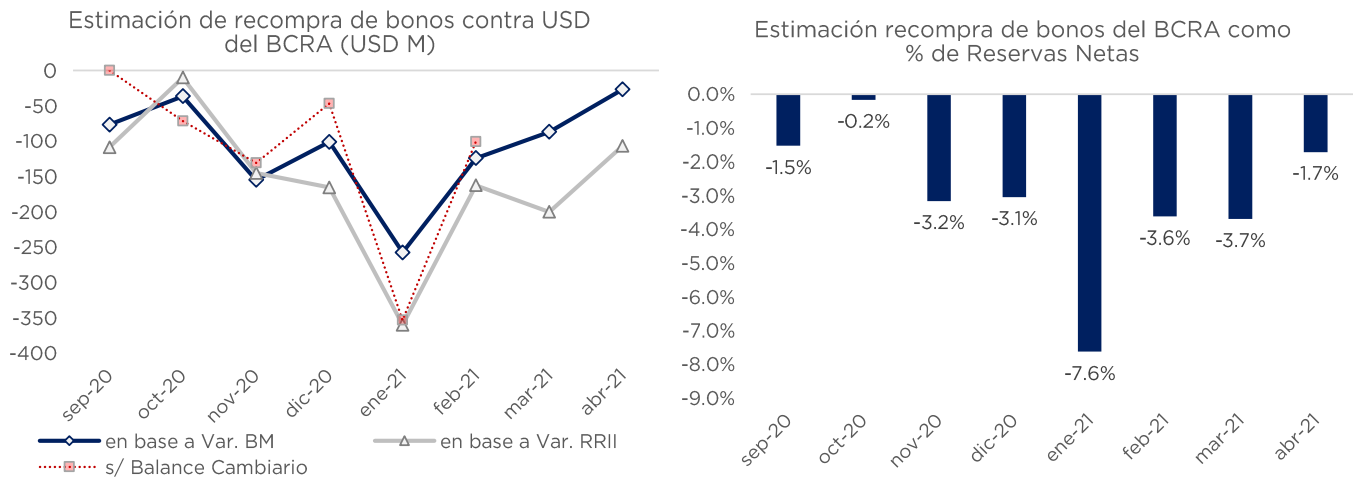


3 - La suba del contado con liqui en estas últimas semanas podría estar explicada por una menor intervención del BCRA en el mercado de bonos, situación que esperamos que se revierta.

¿Se corrió el BCRA? Nuestras estimaciones y conversaciones con las mesas nos indican que durante abril bajó la actividad de la autoridad monetaria en el mercado de contado. Como se puede ver en los gráficos de abajo, durante abril la venta de dólares para recomprar bonos (previamente vendidos contra ARS) ascendió a USD 100 M aproximadamente, un monto menor a los USD 150 M que estimamos para febrero y marzo, y bastante mejor a los USD 350 M de enero.

Las pistas del blue

El BCRA habría bajado su intervención en la brecha durante abril, algo que esperamos que se revierta



Si esto es así, nos sorprende por varias razones. Por empezar, porque las compras en el MULC se mantuvieron en un muy buen ritmo, al punto de que las reservas netas volvieron a alcanzar un máximo a fines de mes, lo que nos dice que “poder de fuego” no falta (tampoco sobra). Estimamos que el uso de RRII para controlar la brecha cayó a poco menos del 2% de las reservas netas, bastante menos que los 3,6/3,7% de los meses anteriores. En segundo lugar, también nos llama la atención porque los precios de los bonos en dólares siguieron firmes, con el riesgo país incluso cayendo algunos puntos y dando algo de aire a la estrategia de control del CCL. En definitiva, como expusimos en nuestro semanal “Corta la brecha”, el BCRA podría hasta duplicar el ritmo de intervención que venía mostrando en el contado los últimos meses, teniendo en cuenta el saldo del balance cambiario y por eso nos sorprende que no haya aparecido más decisivamente.

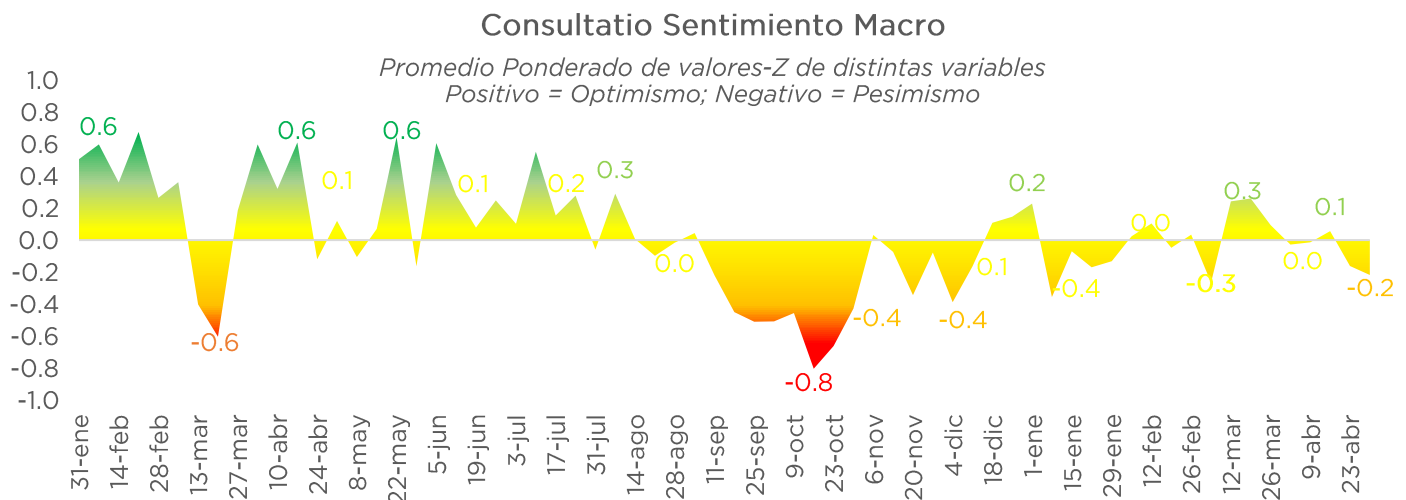
De cualquier manera, nuestra expectativa es que el BCRA va a retomar protagonismo en el mercado de bonos para controlar el contado con liqui si este sigue sufriendo presiones alcistas.

Las pistas del blue

4 – Nuestro indicador de Sentimiento Macro todavía está lejos de marcar una situación súper pesimista como la que vimos en el 3T20

La última actualización de nuestro Consultatio Sentimiento Macro nos arroja un nivel de -0,2, que no resulta para nada dramático teniendo en cuenta que el mismo se ubica entre -1 para la situación más pesimista y +1 para la más optimista. Para tener un punto de referencia, la situación más traumática de esta medida se registró en octubre del año pasado, cuando el indicador llegó a niveles de -0,8 y las más optimistas, obviamente, antes del brote de COVID (ver gráficos a continuación y este reporte para conocer la metodología).

El Consultatio Sentimiento Macro todavía está lejos de marcar un gran pesimismo



Fuente: Consultatio Investments en base a BCRA, Bloomberg y Our World in Data.

Al analizar la composición al interior del índice, nos damos cuenta que las variables cambiarias no son la mayor preocupación del momento. El BCRA está comprando dólares en el MULC y, como ya vimos anteriormente, los indicadores no tradicionales sobre tipo de cambio (Google Trends) están en niveles bastante favorables. Lo más preocupante es, obviamente, el nivel de las reservas netas, que de todos modos viene mejorando lentamente desde principios de marzo.

Las pistas del blue

Desde el punto de vista monetario, tal como lo explicamos la semana pasada, el ajuste lo hace la inflación, que es, hoy por hoy, la mayor preocupación del Gobierno (y con razón). Pero gracias a esta licuación, los niveles de la base monetaria no son dramáticos y los pasivos remunerados, aunque en niveles elevados, no crecen tan rápido en términos reales. Sí es un punto a seguir de cerca la caída en la demanda de dinero, reflejada en el crecimiento real de los plazo fijos, sobre todo en este contexto donde la tasa de interés es tan negativa en términos reales.

Las variables de mercado no empeoraron demasiado desde los niveles que venimos viendo y, de hecho, los bonos mostraron rendimientos positivos, seguramente en respuesta a los mayores niveles de reservas. Claramente, los riesgos vienen por el lado de la crisis sanitaria, con contagios y muertes en niveles récords que amenazan con una profundización de las restricciones a la circulación. Por ahora, sin embargo, descartamos una fase O como la del año pasado y, en esa línea, no vemos un aumento dramático en las necesidades fiscales, aunque sin dudas es un tema a seguir.

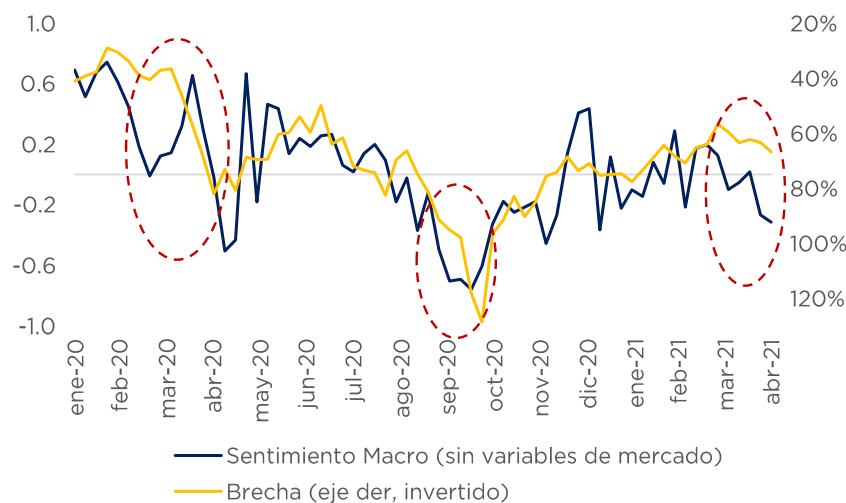
Variables componentes del Consultatio Sentimiento Macro *Valores-Z según histórico desde 1-ene-2020, donde valores positivos indican optimismo y negativos pesimismo*

Semanas	Cambiario							Monetario									Mercado				Sanitario		Política		
	Brecha	Blue Brecha	Trends Dólar	Interv. en MULC	Nivel RRII Netas	Var Dep USD	Dep USD	Asist. Tes.	Var. BM	Nivel BM*	Var. Plazo Fijos*	Nivel PFs*	Var. Lel+Pas *	Nivel Leliq + Pases*	Tasa Pol Real	Infla Sem	EMBI Arg	Merval USD	TC21/ TX22	Infla Break	Contagi os N	Muerte s N	FMI	Prob Econ	Prob Política
17/1/2020																									
24/1/2020																									
1/1/2021	-0.2	-0.9	-0.3	1.4	-1.0	3.7	-0.6	0.7	-0.3	0.0	-0.5	0.4	-0.3	-0.8	-0.9	0.4	-0.1	0.3	0.7	-1.0	-0.2	0.3	-1.2	1.4	1.7
8/1/2021	-0.4	-0.6	-0.2	0.1	-1.0	-0.6	-0.7	0.7	-0.3	-0.3	0.9	0.6	-0.8	-0.6	-1.0	-2.4	-0.2	-0.5	0.6	-0.9	-0.7	0.1	-1.2	-0.1	1.0
15/1/2021	-0.4	-0.5	-0.3	1.9	-1.0	0.0	-0.7	0.7	-0.1	-0.4	0.9	0.7	0.0	-0.7	-1.0	0.2	-0.7	-0.3	0.6	-0.6	-0.7	0.2	-1.2	0.6	1.0
22/1/2021	-0.4	-0.3	-0.2	-0.6	-1.0	-0.2	-0.8	0.7	0.0	-0.4	0.1	0.8	-0.6	-0.5	-1.0	-0.2	0.5	-0.6	0.7	-0.5	-0.5	-0.3	-1.2	-0.1	1.7
29/1/2021	-0.5	-0.2	-0.5	-0.6	-1.1	0.2	-0.8	0.7	0.9	0.3	-0.7	0.7	0.6	-0.7	-1.0	-0.2	-0.2	-0.3	0.7	-0.3	-0.3	-0.1	-1.2	0.6	1.3
5/2/2021	-0.3	0.0	0.8	0.7	-1.2	0.2	-0.8	0.7	-0.4	0.0	0.2	0.8	-1.1	-0.4	-1.1	-1.5	0.1	1.2	0.8	-0.6	-0.1	-0.1	-1.2	0.5	0.7
12/2/2021	-0.1	0.1	0.4	1.0	-1.3	0.2	-0.8	0.7	0.5	0.4	-0.1	0.8	0.7	-0.6	-1.2	-0.3	0.0	0.5	0.8	-0.6	0.2	0.1	-1.2	0.0	0.8
19/2/2021	0.1	0.2	0.1	0.7	-1.3	0.2	-0.8	0.7	-1.0	-0.4	-0.4	0.8	-1.1	-0.3	-1.1	0.7	-0.4	0.2	0.9	-1.0	0.4	0.2	-1.2	1.3	0.4
26/2/2021	-0.1	0.3	0.6	0.7	-1.3	0.3	-0.8	0.7	1.8	1.0	0.7	0.9	1.9	-1.0	-1.2	-0.4	-0.3	-1.1	0.9	-1.2	0.2	0.3	-1.2	0.9	0.8
5/3/2021	-0.2	0.4	0.1	2.5	-1.3	0.7	-0.7	-0.5	-1.0	0.2	-1.0	0.8	-1.0	-0.7	-1.5	-2.8	-0.9	-0.6	0.8	-0.6	0.2	0.1	-1.2	-0.7	1.3
12/3/2021	0.1	0.5	0.4	1.2	-1.2	0.3	-0.7	0.7	0.6	0.7	0.3	0.9	1.0	-1.0	-1.5	0.4	0.0	1.0	0.8	-0.6	0.1	0.3	-1.2	0.6	-0.3
19/3/2021	0.1	0.5	0.5	1.1	-1.1	0.7	-0.6	0.7	0.6	1.2	0.4	1.0	0.2	-1.1	-1.5	-0.1	0.9	0.1	0.7	-0.4	0.0	0.1	-1.2	1.0	0.3
26/3/2021	0.5	0.6	0.8	0.6	-1.0	0.5	-0.6	0.7	0.0	1.2	-0.3	1.0	0.2	-1.2	-1.5	0.3	-0.4	-0.1	0.6	-0.3	-0.2	0.3	-1.2	0.9	0.8
2/4/2021	0.4	0.7	0.7	0.7	-1.0	0.1	-0.6	-0.4	0.3	1.4	-0.9	0.9	0.6	-1.4	-1.5	-0.4	-0.2	0.3	0.6	-1.1	-0.8	0.4	-1.2	0.5	0.1
9/4/2021	0.2	0.7	0.4	2.0	-0.9	0.8	-0.5	0.7	-0.4	1.1	0.6	1.0	-0.3	-1.4	-1.5	-1.1	-0.1	-0.1	0.6	-0.5	-2.1	-0.3	-1.2	-1.7	-0.3
16/4/2021	0.2	0.7	0.3	1.4	-0.8	-0.2	-0.5	0.7	0.8	1.7	0.2	1.1	0.6	-1.6	-1.5	-0.6	0.4	-0.2	0.6	-0.7	-2.8	-0.5	-1.2	0.7	1.0
23/4/2021	0.2	0.3	1.1	1.7	-0.8	0.1	-0.6	-0.3	-0.2	1.6	-0.6	1.1	-0.7	-1.4	-1.5	-0.8	0.4	-0.2	0.6	-1.5	-2.9	-1.3	-1.2	-2.2	0.2
30/4/2021	0.0	0.2	1.1	0.6	-0.8	0.1	-0.6	-0.3	0.1	1.7	-1.0	0.9	-0.1	-1.4	-1.5	-0.8	0.1	0.1	0.6	-1.5	-2.1	-1.1	-1.2	-2.2	0.2

Las pistas del blue

Si bien es cierto que se empezó a ver un gap entre el Consultatio Sentimiento Macro y el nivel de la brecha, que justificaría cierto ajuste al alza de esta última, también es verdad que el gap podría no cerrarse nunca en tanto el BCRA siga interviniendo (y cada vez con mayor fuerza) en el tipo de cambio contado con liquidación.

Hay un gap entre Sentimiento Macro y la brecha cambiaria, que podría no cerrarse en el corto plazo



En conclusión, la aceleración en la devaluación del Blue que venimos viendo puede tener que ver con factores técnicos puntuales y, en todo caso, es esperable que, de continuar, no tenga un contagio tan lineal con el contado con liquidación. No sería raro ver que la brecha entre ambos se amplía en los próximos meses, tal como es usual que ocurra en años electorales con cepo. Para esto, ayudaría que se corrobore nuestra hipótesis de que el BCRA se mantendrá activo con su “rulo” para controlar la brecha, quizás bastante más que lo que estuvo en abril. Mantenemos nuestra teoría que tanto desde el punto de vista cambiario (“poder de fuego” con reservas), como desde el monetario (crecimiento de los agregados), los riesgos de la brecha en los próximos meses son relativamente limitados.

ATENCIÓN INDIVIDUOS

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

PARTNERS COMERCIALES

María Eugenia Campoy
mecampoy@consultatioinvestments.com
(54 11) 2206-2245

ATENCIÓN MINORISTA

Juan Pablo Petre
jpetre@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini
abattaglini@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2281

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2255

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.