

Llegando a octubre

Resumen y conclusiones

El terremoto político que dejó las PASO y la devaluación posterior impulsó la disparada de los dólares financieros dejando a la brecha en un nivel incluso superior al pre electoral. Si bien nuestra visión apunta a que la inflación ganará la pulseada, es probable que la brecha se siga ampliando y que las presiones sobre el tipo de cambio oficial vayan en aumento.

La confirmación de los desembolsos del FMI, sumado a los préstamos de otros organismos internacionales y el salto cambiario reciente trajeron algo de aire y creemos que el gobierno tendrá margen de maniobra para llegar hasta las elecciones sin otro sobresalto. No obstante, la aceleración dramática de la inflación licuará el efecto de la devaluación en tiempo récord.

En este contexto, evitar un salto de los tipos de cambio dependerá fundamentalmente de la habilidad política para traer algo de calma a los mercados y la capacidad de intervención del BCRA. El gobierno no tiene incentivos para devaluar hasta entonces y es más probable que restrinja el acceso al MULC aún más para evitar un salto, pero lo que suceda el día posterior dependerá en buena medida del resultado electoral y de lo que pueda haber sido acordado con el Fondo.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

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

Llegando a octubre

Las aguas todavía no parecen calmarse. Tras el terremoto político que dejó las PASO y la posterior devaluación, el mercado sobrereaccionó y el CCL anotó un salto que dejó a la brecha en un nivel superior al que regía en la semana anterior de las elecciones. Hoy la brecha alcanza el 116%, tras una suba de casi 25 pesos en los últimos tres días. Con el tipo de cambio oficial planchado y la inflación galopando, es muy probable que se siga ampliando, aunque nuestra visión es que la inflación le terminará ganando la pulseada. Pero evitar un nuevo salto de los tipos de cambio, tanto oficial como financiero, dependerá en buena medida de la habilidad de la política para traer algo de calma a los mercados y de la capacidad de intervención del Central. En este sentido nos preguntamos, ¿aguanta la economía sin otro sobresalto hasta octubre?

Finalmente llegaron los dólares: el directorio del FMI aprobó el desembolso de 5.500 millones de DEGs, que al tipo de cambio actual equivalen a unos USD 7.300 millones. Pero las reservas brutas aumentaron en menor medida: se devolvieron automáticamente los préstamos puente de la CAF y de Qatar por un total aproximado de 1.770 millones.

Otros dos hechos de relevancia también se conocieron esta semana. En primer lugar, se anunciaron préstamos del BID y el Banco Mundial por unos USD 1.300 millones que llegarían en las próximas semanas. Por otro lado, Reuters dio a conocer que los 1.700 millones de dólares del swap con China que se utilizaron para pagar el último vencimiento de capital con el Fondo fueron parte de un préstamo puente y que en realidad el segundo tramo no fue habilitado. El ministro Massa había confirmado la activación del tramo hace apenas tres semanas (ver [link](#)).

Tras la confirmación del desembolso, el ministro Massa anunció que el FMI autorizó la intervención sobre los dólares financieros bajo un esquema de bandas, aunque sin aclarar el rango de tales bandas ni el tope de intervención permitido. El comunicado del Fondo no habla de bandas, pero sí reconoce intervenciones que serán “limitadas y temporales, y se centrarán en abordar las condiciones desordenadas” (sic).

Llegando a octubre

Pero la realidad impone fuertes restricciones al poder de intervención: con la devolución del préstamo puente de China y los vencimientos de capital e interés con el FMI entre septiembre y noviembre, el desembolso se queda corto en 450 millones de dólares.

El desembolso se queda corto
millones de USD

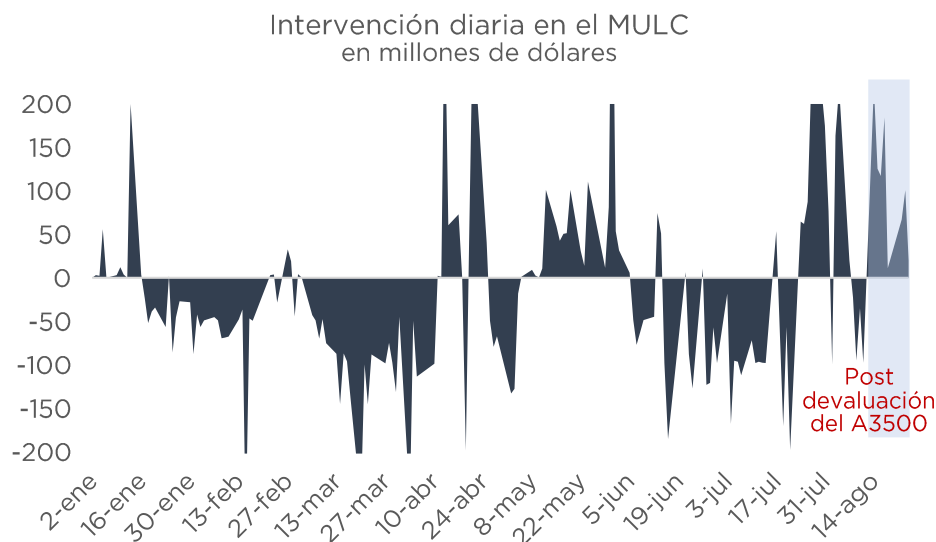
Desembolso FMI	7,300
Pago CAF	770
Pago Qatar	1,000
Devolución swap	1,700
Vencimientos sep-nov	4,286
Neto	-456

Sin embargo, el poder de fuego es superior y creemos que el gobierno tendrá margen para llegar a las elecciones generales sin otro sobresalto cambiario. En primer lugar, unos 1.400 millones de dólares en vencimientos con el Fondo tienen fecha posterior al 13 de octubre, por lo que se podría recurrir a estos recursos ya comprometidos, pero a costa de complicar el panorama cambiario desde el día siguiente de las elecciones. Los vencimientos de noviembre caen el día 1 del mes y como son intereses, no pueden patearse a fin de mes y especular con que llegue a tiempo el próximo desembolso.

Por su parte, los préstamos anunciados de organismos multilaterales no dejan mucho margen: entre septiembre y diciembre vencen unos USD 900 millones en concepto de capital e intereses con estos y otros OOI, y todavía no hay fecha para los desembolsos.

El grueso del margen de maniobra viene por las compras que el Central logró acumular en las últimas semanas a fuerza de apretar el cepo. La devaluación del tipo de cambio oficial el día después de las PASO trajo algo de aire y el BCRA dio vuelta su performance en el MULC, acumulando compras netas por USD 846 M en las últimas ocho ruedas. No obstante, el impulso estaría explicado principalmente por un mayor apretón del cepo que se vio reflejado en el menor volumen operado en MAE. Numerosos importadores coinciden en que en las últimas semanas se dificultó el acceso al MULC.

Llegando a octubre



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Ahora bien, tal como comentamos en nuestro informe de la semana pasada ([link](#)), la consecuencia del salto del tipo de cambio es acelerar el recorrido hacia un entorno de mayor inflación. Este es un hecho relevante ya que el riesgo pasó de enfocarse casi exclusivamente en el frente externo a enfocarse también en el monetario. O, dicho de otra manera, la materialización del riesgo cambiario llevó de manera inmediata a la nominalidad a un escalón más arriba dando lugar a un considerable riesgo de espiralización.

El problema es que la aceleración dramática de la inflación también implica que el efecto de la devaluación se licuará en tiempo récord, y el tipo de cambio en términos reales podría estacionarse incluso en un nivel inferior al previo al salto discreto. En un escenario optimista, el efecto se licuaría en dos meses, aunque en un escenario más realista terminará en un nivel inferior al pre-devaluación en tan sólo un mes y medio. Una velocidad de transmisión casi nunca antes vista.

Tipo de cambio real proyectado
A precios de hoy, bajo distintos supuestos de inflación*

Inflación mensual promedio sep-oct	8%	9%	10%	11%	12%
jul-22	313	313	313	313	313
ago-22	350	350	350	350	350
sep-22	325	322	319	316	313
oct-22	302	296	291	286	281

*Utilizando una inflación mundial de 0.3% mensual

Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Llegando a octubre

En este contexto, el mercado aún no compra que el tipo de cambio oficial pueda mantenerse fijo hasta fines de octubre. El contrato de futuros de Rofex para fines de septiembre cotiza a 375 pesos, aunque hace diez días cotizaba a 390 pesos, y para octubre se mantiene en 435 pesos.

Dicho esto, es cierto que el gobierno aún dispone de un margen de maniobra de USD 2.092 M para evitar nuevos sobresaltos, particularmente de la brecha. Esto suponiendo que se utilizan los pasivos del BIS y el repo de SEDESA junto al stock remanente del tramo activado del swap con China (aproximadamente USD 1.000 M). El poder de fuego potencial sería mayor si se confirmara la activación del remanente del swap y se utilizara el oro.

	USD	Yuanes	Total
1. Reservas prestadas (1.1 + 1.2)	16.088	17.848	33.936
1.1 "Inutilizables"	10.169	16.767	26.935
<i>Encajes</i>	10.169		10.169
<i>Swap PBoC</i>		16.767	16.767
1.2 Utilizables	5.920	1.081	7.001
<i>Repo SEDESA</i>	1.808		1.808
<i>Obligaciones con OOI</i>	4.111		4.111
<i>Swap PBoC</i>		1.081	1.081
2. Reservas internacionales brutas	15.072	13.929	29.001
3. Reservas internacionales netas (2-1)	-1.016	-3.919	-4.935
4. DEGs	69		69
5. Oro	3.823		3.823
6. Reservas líquidas (3-4-5)	-4.908	-3.919	-8.827
Poder de fuego actual (1.2 + 6)	1.011	1.081	2.092
Poder de fuego potencial* (1.2 + 6 + 4 + 5)	4.904	13.929	18.832

*Con activación del resto del SWAP, uso del oro y DEGs.

Nuestra visión es que, hasta las elecciones, el gobierno no tiene ningún incentivo para devaluar y es más probable que restrinja el acceso al MULC aún más para evitar un salto. Pero lo que suceda el día posterior dependerá en buena medida del resultado electoral, y de lo que pueda haber sido acordado con el Fondo. En este sentido, en el comunicado oficial del organismo se afirmó que el ritmo de crawling "se calibrará cuidadosamente para ayudar a alcanzar los objetivos de acumulación de reservas y desinflación". Esto podría interpretarse como una señal de que tras las elecciones volvería el crawling peg. Por el momento, el mercado no compra esto, y razones no faltan.

INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com

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 cuotas partes 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 cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.