

Fuegos de Octubre

Resumen y conclusiones

El dato saliente de la semana fue la profundización del stress de la deuda en pesos que alcanzó niveles que no veíamos desde jun-22, cuando el Banco Central comenzó a intervenir en el mercado como garante último de la liquidez.

Hay básicamente tres grupos de factores que explican esta situación, que tienen distinta duración e intensidad: 1) la dolarización de portafolios que es habitual en cualquier año electoral, exacerbada este año por la percepción de un cambio de régimen del que conocemos pocos detalles y no conoceremos hasta último momento; 2) la presión que la dinámica fiscal le está poniendo a la macro, con aumento de gasto y baja de impuestos muy importantes para un período de tiempo acotado, y; 3) factores técnicos que, aunque tienen una importancia menor, no contribuyeron positivamente en las últimas ruedas.

Esta compleja combinación de factores políticos y económicos se expresa, antes o después, en términos financieros. Hoy lo estamos viendo de manera muy clara en las curvas de pesos y en el tipo de cambio libre. Lo que puede sorprendernos es el timing, pero no que esté ocurriendo.

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

Fuegos de Octubre

El dato saliente de la semana fue la profundización del stress de la deuda en pesos que alcanzó niveles que no veíamos desde Jun-22, cuando el Banco Central comenzó a intervenir en el mercado como garante último de liquidez para restablecer sus mecanismos básicos de funcionamiento. Las pérdidas fueron especialmente grandes en el segmento denominado por CER (-6% en promedio) y afectaron también a la curva USD link (-1.9%) y duales (-2.6%). En estos números agregados el promedio es engañoso, porque las caídas fueron muy distintas entre los instrumentos donde el BCRA ponía bids vs los que no lo hacía.

Curva CER	Var. semanal	Var. mensual	Tasa de rendimiento (TNA)
X23N3	-1,6%	1,7%	17,4
TX24	-2,5%	-1,6%	10,5
T2X4	-6,1%	-6,5%	15,8
T4X4	-0,1%	0,1%	8,1
T2X5	-8,6%	-12,4%	13,4
TX26	-9,7%	-17,0%	16,2
DICP	-5,0%	-8,9%	10,2

Curva DLK	Var. semanal	Var. mensual	Tasa de rendimiento (TNA)
D3103	-1,0%	-1,9%	31,1
TV24	-3,7%	-11,8%	2,2
T2V4	-2,1%	-9,4%	0,2

Duales	Var. semanal	Var. mensual	Tasa de rendimiento (TNA)
TDF24	-3,9%	-11,2%	0,7
TDA24	-4,1%	-11,4%	1,0
TDG24	-4,9%	-10,1%	3,2

(*) Los datos corresponden al 28/9/23.

Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

El contraste que exhibe este panorama vs el excelente desempeño que tuvieron las curvas pesos después de las PASO es muy llamativo, ya que hace escasas semanas los mismos instrumentos fueron capaces de ofrecer cobertura casi plena contra una devaluación sorpresa y una aceleración notable de la inflación. En función de las razones que uno entienda que gatillaron este fenómeno, podremos proyectar el comportamiento que esperamos hacia adelante.

Fuegos de Octubre

Creemos que en el comportamiento de esta semana se superponen varios procesos de distinta duración e intensidad. La primera y más destacable causa podemos decir que es “estacional”: en todos los años electorales, la dolarización de portafolios aumenta y se ve exacerbada en las semanas previas a la elección. Sobran motivos para pensar que este año no debería ser una excepción.

La dolarización es un factor común de las presidenciales

Variaciones 6M entre abr y sep de cada año, millones de USD

	2011	2015	2019	2023
Reservas	-3,422	-620	-22,959	-7,797
Depósitos en USD (S.Pr)	2,086	-178	-8,810	-330
FAE neta del SPNF*	-14,602	-3,024	-18,361	-676
Cotización CCL (var %)	10.7%	17.3%	40.9%	78.3%

Memo item: posición neta en futuros en 2011, USD millones	abr	sep	nov	Dif abr-nov
	-1,404	-9,203	-17,487	-16,083

(*) Formación de activos externos neta del Sector Privado No Financiero; 2023: abr-jul

Fuente: Consultatio Financial Services en base a múltiples fuentes

Dependiendo del régimen cambiario, las restricciones o los instrumentos disponibles el fenómeno de dolarización de portafolios adquirió una forma preponderante en cada uno de los casos, pero en todos se presentó de la misma forma. En 2011, con la inminencia de un cepo que todavía no estaba, la formación de activos externos (FAE) de sector privado no financiero superó los USD 14,600 millones y el tipo de cambio se depreció más de 10%. Con un cepo ya establecido, en 2015 el instrumento estrella fueron los futuros que vendió el BCRA que sólo en los 6 meses previos a la elección superaron los USD 9,000 millones. En 2019, con cuenta de capital desregulada, la salida de capitales superó los USD 18,300 millones y la depreciación del tipo de cambio se disparó 40%. En 2023, tenemos un mix distinto donde el ajuste por precios donde el tipo de cambio libre es el predominante. A la debilidad de las curvas de pesos hay que leerlas en este contexto, donde el supercepo limita el ajuste por cantidades y exagera la reacción del CCL como mecanismo de formación de activos externos.

A la incertidumbre política inherente a todos los años con elecciones presidenciales, le debemos agregar en 2023 la expectativa generalizada de la implementación de un plan de estabilización/dolarización post elecciones que incluye medidas muy duras. La nominación de Ocampo por parte de Milei puede interpretarse como que el proyecto va en serio, y que de resultar electo la implementación sería rápida, con todos los riesgos que eso implica.

Fuegos de Octubre

Como es natural, ningún candidato (ni siquiera en el caso de que uno de ellos fuera el actual ministro de economía) tiene incentivos a anunciar medidas antes de ganar las elecciones y/o asumir la presidencia. Por esta razón, hay pocos motivos para pensar que la demanda de cobertura vaya a moderarse significativamente en las próximas semanas.

Un segundo motivo viene dado por la dinámica que adquirió la campaña. Desde las PASO, el impulso fiscal (aumento de gasto y baja de impuestos) que decidió el gobierno no solo fue muy fuerte, sino que fue aumentado con el correr de las semanas. El impacto económico de las medidas anunciadas (incluyendo los bonos anunciados a días de las elecciones, y excluyendo los créditos a tasa subsidiada) supera el 1.2% del PBI, y el costo que deberá enfrentar el Tesoro por las mismas es de 0.9% del PBI hasta fin de año.

Para empeorar la situación, en las últimas horas el Congreso aprobó la suba del mínimo no imponible de Ganancias para trabajadores desde 12 salarios mínimos, vitales y móviles a partir de 2024. La Oficina de Presupuesto del Congreso estimó un costo de 0.83% del PBI al año, aunque el impacto directo sobre las cuentas del Tesoro sería de 0.3% del PBI. De todas formas, lo más probable es que el costo termine siendo afrontado en su mayoría por la Administración Central, porque deberá compensar a las provincias con transferencias discrecionales.

Además, este jueves la Cámara de Diputados comenzó a discutir el proyecto que establecería por ley el reintegro de IVA. Si se mantuviera sin cambios, esta medida podría tener un costo anual de hasta 1.6% del PBI, aunque el impacto sobre las cuentas del sector público nacional sería de 0.7% del PBI. En conjunto, se adicionaría un punto de gasto permanente por año (suponiendo que las provincias no son compensadas por la menor coparticipación, algo improbable)

Un tercer grupo de factores - tal vez los menos importantes, pero los que ganan más visibilidad por ser los más inmediatos y recientes - son los técnicos. El resbalón de la curva pesos se complementa con rescates a la industria de FCIs, que se profundizaron esta semana con un acumulado neto de \$191,200 M en lo que va del mes. Y es que, durante septiembre tanto el promedio de los fondos dólar link como de los CER marcaron pérdidas o tuvieron rendimientos casi nulos.

Fuegos de Octubre

La hiperactividad que comenzó a mostrar el BCRA a partir del martes pasado encendió varias luces amarillas entre portfolio managers: esta semana habría comprado \$282,000 M, acumulando \$501,213 M en lo que va del mes. La gran mayoría de las compras se habría realizado entre el martes y el miércoles, con la intervención mayormente concentrada en los títulos con vencimiento en 2024 (T4X4 y TDJ24) y 2025 (T2X5). Esto explica en gran medida el buen resultado de la licitación, considerando que el BCRA proporcionó liquidez a los entes públicos (mayores tenedores de deuda soberana en pesos) para que participen de la subasta.

El impacto en los flujos del dólar soja 5, que permitió al sector agropecuario canalizar el 25% de las ventas de soja al exterior vía el CCL, era innegable. Pero la historia cambió en la última semana: el CCL se mantuvo firme marcando una depreciación de 9.3% en términos nominales, esta vez acoplándose al comportamiento del resto de los activos locales.

De la misma manera, los volúmenes operados de AL30 y GD30 contra MEP ayer alcanzaron su nivel más alto desde las PASO (USD 73 M) por tercera rueda consecutiva, lo que sugiere que el BCRA se vio ante la necesidad de acelerar su intervención para contener a los dólares financieros. Como referencia, durante junio (último mes sin intervenciones significativas en el MEP) se negociaban en promedio casi USD 17 M diarios para contener la cotización del MEP, que se aceleraron a USD 100 M diarios en los días previos a las PASO.

Esta compleja combinación de factores políticos y económicos se expresa, antes o después, en términos financieros. Hoy lo estamos viendo de manera muy clara en las curvas de pesos y en el tipo de cambio libre. Lo que puede sorprendernos es el timing, pero no que esté ocurriendo.

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.