



Una dinámica con vida propia

Resumen y conclusiones

Tras el sacudón de los activos locales durante la semana pasada, en los últimos días asistimos a un ligero rebote de los títulos en pesos mientras que, en sentido contrario, las cotizaciones de los dólares financieros se dispararon y tanto bonos como acciones en dólares profundizaron las pérdidas.

La dolarización de portafolios en gran parte se explica por la incertidumbre típica del año electoral, pero se ve exacerbada por la aceleración inflacionaria y la creciente posibilidad de una dolarización formal de la economía en el corto plazo. En este contexto, la dinámica del mercado adquiere vida propia, y es imposible predecir los movimientos a medida que nos acercamos a las elecciones.

Además, el gobierno se queda sin balas para reducir la incertidumbre y la política exagera la situación. Este combo de factores se sigue reflejando en un empeoramiento de las expectativas y continuará impactando en los precios de los activos locales.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

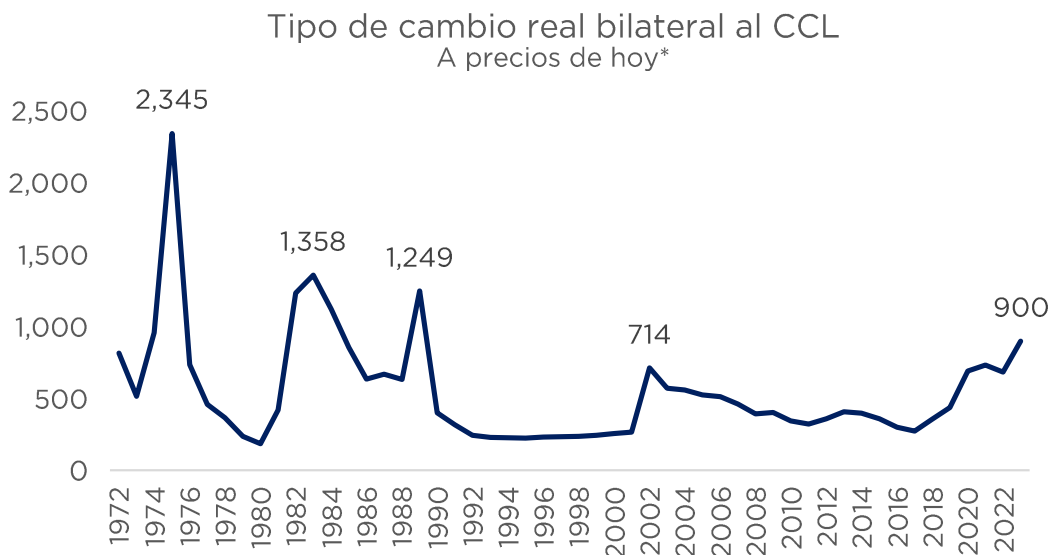
+54 11 2206 2206

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

Una dinámica con vida propia

Tras el sacudón de los activos locales durante la semana pasada, el foco de atención de esta última semana estuvo en los tipos de cambio libres, cuya disparada llevó al CCL a un nuevo récord nominal. Paradójicamente, las curvas pesos comprimieron rendimientos (suba de precios), mientras que los bonos hard-dollar profundizaron sus caídas, al igual que las acciones. En este contexto, la volatilidad es la norma y creemos que se profundizará en las próximas semanas a medida que nos acercamos a las elecciones.

El CCL alcanzó un nuevo máximo nominal y, ajustado por inflación, se ubicó apenas por debajo de la corrida de octubre de 2020. La dolarización de portafolios en gran parte se explica por la incertidumbre típica del año electoral, pero se ve exacerbada por la aceleración inflacionaria y la creciente posibilidad de una dolarización formal de la economía en el corto plazo. En este contexto, es útil mirar la historia. Los precios actuales del CCL superan con creces a los promedios anuales de los últimos treinta años, pero tienen margen para aumentar. En 1989, año de la última hiperinflación, el tipo de cambio promedió los 1,350 pesos a precios de hoy, aunque llegó a tocar picos de hasta 2,000 pesos. Y retrocediendo en el tiempo, durante el “Rodrigazo” el tipo de cambio paralelo promedió los 2,350 pesos.



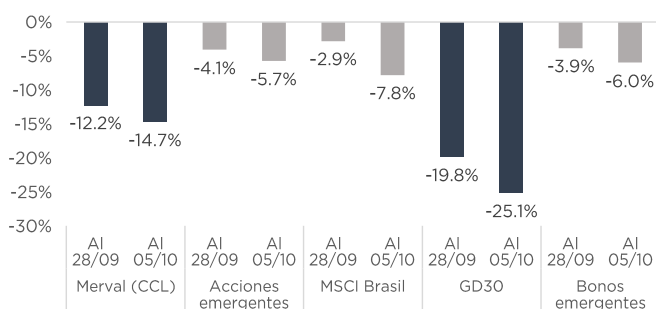
(*) Promedios anuales 1984-2022 y último dato 2023

Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA y Fundación Norte y Sur

Una dinámica con vida propia

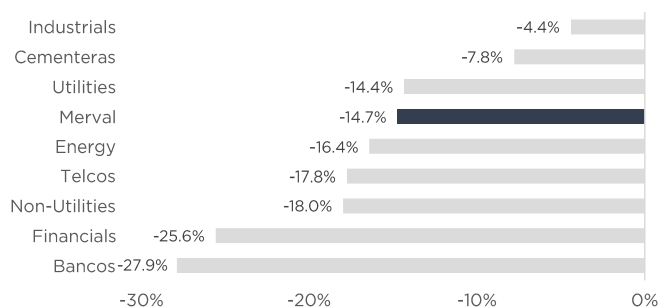
A su vez, los activos en dólares profundizaron pérdidas durante la semana. Es cierto que el contexto internacional no ayudó, con bonos y acciones de emergentes a la baja, pero la profundización de la caída de los activos locales se explicó principalmente por cuestiones idiosincráticas. Esto fue especialmente cierto para los bonos; en particular, el GD30 acumula desde la última rueda antes de las PASO una contracción del 25% (vs un 20% una semana atrás), mientras que el índice de bonos emergentes del JP Morgan cayó un 6% en igual período.

Activos locales vs internacionales: retornos desde las PASO
variación desde 11/08723



Fuente: Consultatio Financial Services en base a Bloomberg

Acciones en USD: variación desde las PASO

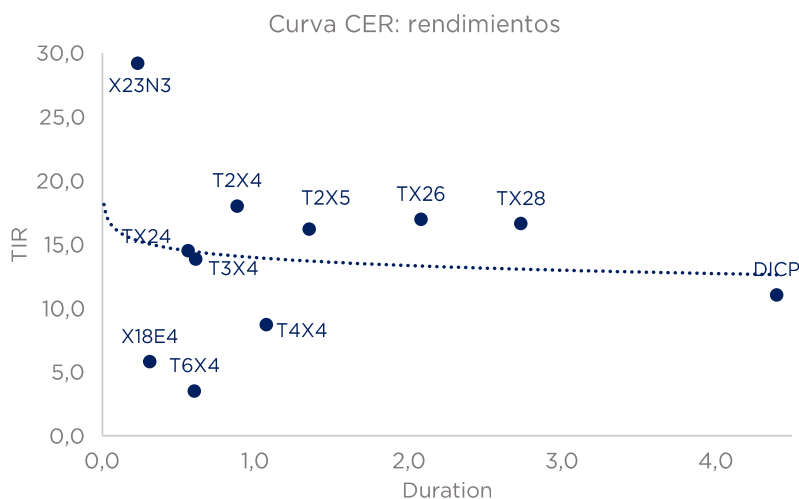


Fuente: Consultatio Financial Services en base a Bloomberg

Las acciones se mostraron con mayor resistencia, aunque también sufrieron pérdidas, pero el comportamiento no fue homogéneo entre sectores. Las industriales, con un fuerte perfil exportador, apenas se contrajeron 4.4% desde el 11-ago y de hecho recortaron pérdidas en comparación con la semana pasada, mientras que en el otro lado de la vereda se ubicaron los bancos y los financieros, sectores con la mayor exposición al riesgo pesos, con pérdidas promedio superiores al 25% en dólares.

Paradójicamente, en la última semana los títulos ajustables por inflación rebotaron hasta 2% en el caso de las leceres, pero a pesar de la compresión de la rueda de ayer, el rendimiento promedio de la curva CER se ubicó en torno al 14% si excluimos la letra que vence este mes. En contraste, los bonos dólar-link cayeron otro 0.4% durante la semana. Lejos de tratarse de un cambio de tendencia, creemos que simplemente se trató de un rebote parcial tras el desplome de los activos en pesos durante la semana anterior.

Una dinámica con vida propia



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

La incertidumbre y la volatilidad en los mercados es típica en los años electorales, y este año no es la excepción. A medida que nos acercamos a la fecha de la elección es esperable que la volatilidad se intensifique, pero el problema es aún mayor si tenemos en cuenta que parece no haber forma de matizar esta tendencia. Y esto se explica fundamentalmente por el hecho de que ya no hay herramientas económicas que sirvan como ancla. Por el contrario, podríamos argumentar que el menú de medidas que desplegó el gobierno en el último tiempo alimenta esta dinámica.

La situación se ve bien reflejada en el frente cambiario. Los últimos datos oficiales dejan en evidencia que la aceleración de la inflación implicó que el efecto de la devaluación del tipo de cambio oficial se licue en tiempo récord. Si bien es cierto que el BCRA logró acumular compras por 1,647 millones desde el 14-ago, ello se explica en mayor medida por el cerrojo sobre las importaciones.

Sin embargo, el poder de fuego del BCRA se achicó fuertemente ante la necesidad de acelerar su intervención para contener a los dólares financieros. La estrategia oficial no fue suficiente, y el MEP (AL30) se mantuvo firme marcando esta semana una depreciación nominal de 11.9% en términos nominales, acoplándose al comportamiento del CCL.

En este contexto, en las últimas horas la CNV publicó una nueva resolución general que extiende los días de parking desde 3 a 5 días hábiles para la venta de títulos ley extranjera contra dólares. El objetivo macro detrás de la medida pasa por trabar un poco la operatoria de dólar CCL y MEP para contener así la brecha.

Una dinámica con vida propia

La novedad esta semana de que se anunciaría la activación del segundo tramo del swap con China por USD 5,000 M va por el mismo camino. El BCRA podría utilizarlo para intervenir en el mercado cambiario, o para hacer frente al pago de vencimientos con organismos internacionales. Si bien por el momento no hay novedades oficiales, lo importante aquí es el mensaje de que el BCRA se está quedando sin cartuchos para hacer frente a la corrida.

Para empeorar la situación, a solo dos semanas de la elección, gran parte de la política argentina parece no estar dispuesta a llevar a cabo medidas de coordinación que reduzcan la incertidumbre imperante. La agenda política parece más bien enfocada en crear las condiciones necesarias para acelerar el deterioro de las expectativas. El propio gobierno lo deja en evidencia, con el “plan platita 2.0” como eje principal de la campaña.

A la iniciativa del gobierno, debemos agregarle la expectativa generalizada de que la implementación de un plan de estabilización post elecciones seguramente incluya medidas muy duras. El candidato Javier Milei reconoció en los últimos días que su proyecto económico no será fácil de concretar. En la misma línea, insistió con la promesa de una dolarización, e incluso jugó a favor del estrés de mercado argumentando que “cuanto más alto esté el precio del dólar, dolarizar es más fácil” (ver [declaraciones](#)).

Un factor que contribuye a la volatilidad, aunque de menor calibre, es el contexto internacional. La decisión reciente de la FED de mantener las tasas en un nivel elevado por más tiempo, sumado a la batería de datos macro conocidos esta semana extendió la corrección de mercado. Si bien creemos que la corrección de precios de los activos locales se debe principalmente a factores idiosincráticos, no podemos dejar de mencionar el empeoramiento de las condiciones globales, y en esta oportunidad de LatAm que se vio ampliamente afectada.

Este combo de factores se sigue reflejando en un empeoramiento de las expectativas y seguirá impactando en los precios de los activos locales. Hasta el momento, no hubo herramientas suficientes para que esta dinámica con vida propia no se siga profundizando. De hecho, el debate presidencial del fin de semana pasado nos lleva a creer que el candidato de La Libertad Avanza sostendrá su caudal de votos, lo cual implica una elevada chance de una eventual dolarización. Y el mercado se anticipa a ello.

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.