

Continúa la demanda de cobertura cambiaria

Resumen y conclusiones

Las definiciones económicas todavía son escasas, pero el consenso de mercado parece estar volcado a que el frente que tendrá prioridad en la secuencia de estabilización que llevará adelante el nuevo gobierno será el cambiario.

La evolución de los precios lo refleja bien. El mercado de dólar futuro eligió creer que se postergaron por un tiempo los escenarios extremos (dolarización o salida total del cepo), pero todavía descuenta un salto inmediato del tipo de cambio oficial por encima del 100%. Por su parte, los precios de los títulos dólar link acompañaron esta impresión, y toda la curva cotiza con rendimientos negativos cercanos a los mínimos históricos

Pero el *trade* por expectativas ya parece haber dado lo suficiente. Si el gobierno toma la decisión de comenzar el plan de estabilización por el régimen cambiario, lo que venga dependerá exclusivamente del éxito que pueda tener atravesando ese sendero. Y los desafíos son múltiples.

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

Continúa la demanda de cobertura cambiaria

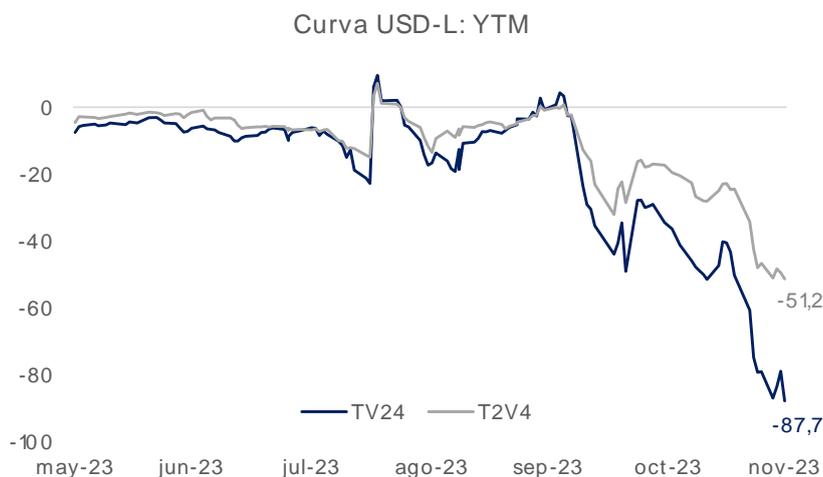
Esta semana tuvimos varias novedades importantes, entre las que se destacó la designación de Caputo como ministro de economía. El futuro ministro tendrá dos grandes funciones. Por el lado financiero, gestionar el desafío que representan los pasivos remunerados del BCRA (eventualmente transformándola en deuda del Tesoro), y renovar los vencimientos de deuda pactados. Para esta tarea, Caputo tiene credenciales, reconocimiento y equipo de sobra. La otra gran función será lograr la consolidación fiscal, única ancla posible para lograr un plan de estabilización exitoso. Para esta segunda tarea, el nuevo ministro no cuenta con experiencia acreditada y tampoco hemos tenido aún novedades respecto del equipo con el que la llevará a cabo.

Las definiciones económicas todavía son escasas. Más allá de algunos nombres propios, la única certeza hasta acá es que la estabilización de la economía argentina necesitará dosis fuertes de ajuste monetario, cambiario/externo y fiscal. Y aunque todavía se desconoce el orden en el que se llevará a cabo, así como también los instrumentos que se utilizarán, el consenso de mercado parece estar volcado a que el frente que tendrá prioridad en la secuencia de estabilización será el cambiario.

La evolución de los precios lo refleja bien. Si bien moderó el salto inicial que lo había acomodado en la zona de \$800 la semana pasada, el contrato ROFEX con vencimiento en diciembre cotiza a \$753. El mercado de dólar futuro eligió creer que se postergaron por un tiempo los escenarios extremos (dolarización o salida total del cepo), pero todavía descuenta un salto inmediato del tipo de cambio oficial por encima del 100%. En este sentido, es importante destacar que tras el vencimiento del contrato de noviembre el interés abierto cayó a mínimos de los últimos años (USD 1,355 M), lo que sugiere que el BCRA no estaría interviniendo.

Los precios de los títulos dólar link acompañaron esta impresión. Toda la curva comprimió fuerte y ya cotiza con rendimientos negativos en mínimos históricos. Los tipos de cambio implícitos en la curva descuentan niveles de \$620 en términos reales y a valores de hoy para abr-24, un salto cambiario real por encima de 70%. Dicho esto, es cierto que es una corrección que parece bastante elevada, sobre todo si tenemos en consideración que el mayor salto real acumulado en seis meses desde 2004 fue de 50%.

Continúa la demanda de cobertura cambiaria



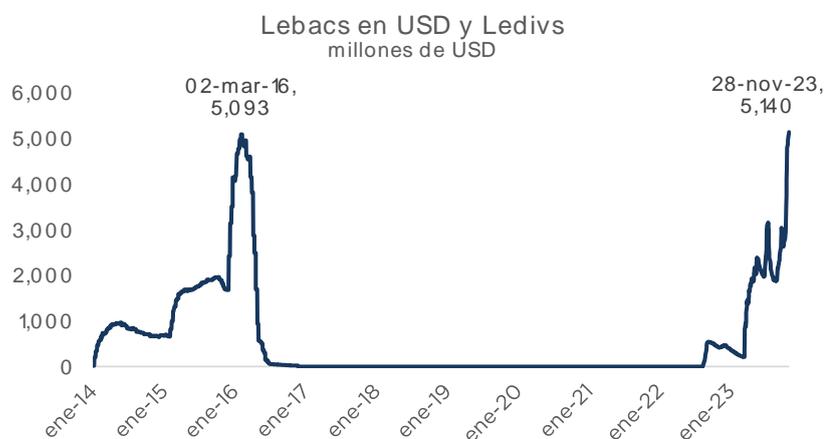
Por su parte, el tipo de cambio libre (CCL) profundizó su caída durante esta semana y cerró la rueda del jueves en la zona de \$840, con una apreciación en términos nominales de casi \$98 respecto a su máximo de la semana pasada (que se redujo a \$40 hoy mientras escribimos estas líneas). La explicación detrás de esta dinámica tiene un componente importante de expectativas que se vio reforzado por las novedades de los últimos días, pero hay algunos factores técnicos que no se pueden ignorar y que podrían ser transitorios. Precisamente, la renovación del “dólar 50-50” y la limitación diaria para dolarizarse, dejan a una demanda del CCL que está prácticamente truncada. La breve aparición de las Ledivs como mecanismo de cobertura (finalmente se suspendió la operatoria y derogaron las comunicaciones que las regían) refuerzan esta visión.

Repasados los precios, tendemos a pensar que el mercado ya incorporó el optimismo. En otras palabras, el *trade* por expectativas ya parece haber dado lo suficiente. Si el gobierno toma la decisión de comenzar el plan de estabilización por el régimen cambiario, lo que venga dependerá exclusivamente del éxito que pueda tener atravesando ese sendero.

En primer lugar, es muy probable que incluso si se diera una fuerte corrección cambiaria, no se levantarían todas las restricciones cambiarias en un principio; esto de hecho fue afirmado numerosas veces por Milei. Tal vez una de las principales razones es que las reservas netas hoy se encuentran en torno a los USD -10 mil millones y la capacidad de intervención para evitar un *overshooting* es virtualmente nula.

Continúa la demanda de cobertura cambiaria

Otro factor a tener en cuenta, y que esta semana dominó el debate en las redes y medios, es el stock de las letras internas en dólares (Ledivs), instrumento atado a la evolución del tipo de cambio mayorista A3500 y que puede ser rescatado a valor técnico en cualquier momento. Es decir, proveen un seguro de cambio gratuito con *duration* 0. Tras la polémica, ayer el BCRA eliminó la posibilidad de seguir suscribiendo a estas letras. Pero al 28 de noviembre, el stock alcanzaba los 5,140 millones de dólares, por encima incluso del pico de las Lebacs en dólares en marzo de 2016. El desafío es no menor: al tipo de cambio actual representan 1.85 billones de pesos, que se transformarían en 4 billones a fines de diciembre si los futuros están acertados o 3.34 si finalmente el tipo de cambio es llevado a 650 pesos como se especuló en las últimas horas.



Stock de ledivs -en pesos

Tipo de cambio	ARS billones	% del PBI*
360	1.85	0.7%
450	2.31	0.9%
500	2.57	1.0%
600	3.08	1.1%
700	3.60	1.3%
800	4.11	1.5%

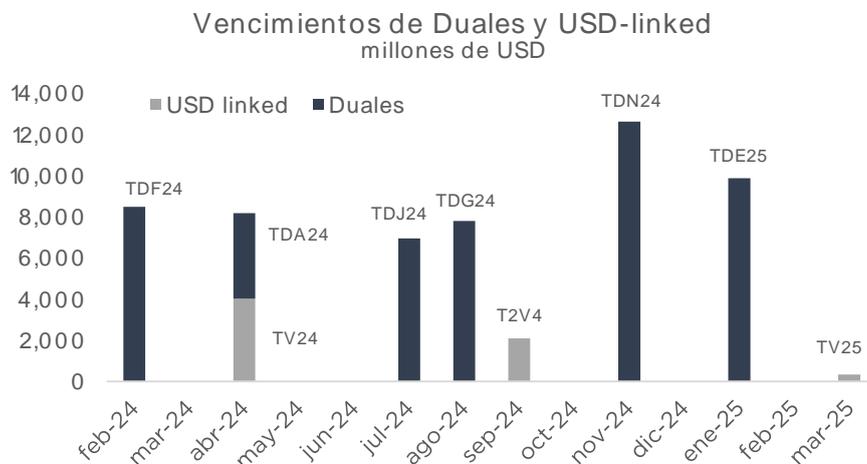
*De14T-23

Fuente: Consultatio Financial Services

Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Otro desafío no menor es el stock de bonos dolar-link y duales. Entre febrero y septiembre los vencimientos entre ambos instrumentos suman más de USD 33 mil millones, de los cuales un 25% vence el próximo febrero (TDF24). Al tipo de cambio actual, este último vencimiento representa unos 3 billones de pesos, que se convertirían en 7.96 billones al último precio del futuro de febrero (939 pesos por dólar).

Continúa la demanda de cobertura cambiaria



Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon

Finalmente, tal vez el desafío más importante vendrá por el impacto inflacionario que un ajuste cambiario tendría con una inflación que ya corre a un ritmo del 10% mensual. En este sentido, las señales fiscales constituyen la única ancla posible (ante la inexistencia/imposibilidad de mantener un ancla nominal, al menos hasta la devaluación) que puedan moderar el pasaje a precios. El propio Milei reconoció que la estanflación se profundizará, pero el clima social podría empeorar significativamente si la situación no se maneja con precisión quirúrgica.

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 descritos, 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 Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 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.