



## Equipo que gana no se toca

### Resumen y conclusiones

En los últimos días el Banco Central tomó dos decisiones que profundizaron la estrategia oficial en el plano monetario: se bajó nuevamente la tasa de pasivos en 100 puntos básicos y en paralelo se elevó de 0% al 10% el encaje de los saldos en cuentas remuneradas de los fondos comunes de inversión.

El propósito es el mismo: acelerar el saneamiento del balance de BCRA aprovechando el margen que da el cepo para mantener tasas fuertemente negativas en términos reales. En este sentido, el cepo se reafirma como un aliado de los resultados económicos que viene mostrando el gobierno.

La desaceleración de la inflación en marzo y la compresión de la brecha dieron margen para esta nueva baja, pero existe un límite claro para profundizarla: el desincentivo a liquidar la cosecha gruesa si la tasa de política se aproxima demasiado al ritmo de crawling actual.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Isaías Marini**  
Analista

**Melina Costanzo**  
Analista

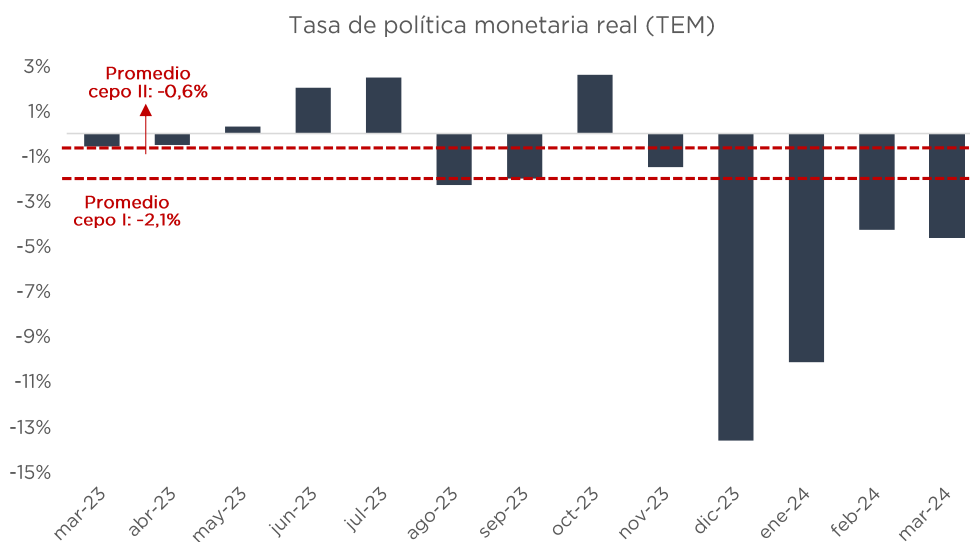
+54 11 2206 2206

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

## Equipo que gana no se toca

En los últimos días se conoció una nueva tanda de medidas del gobierno. En la previa a la licitación del Tesoro se anunció un nuevo recorte de la tasa de política monetaria y una modificación del encaje sobre los saldos en las cuentas remuneradas de los fondos comunes de inversión. Con una jugada muy parecida a la del mes pasado, el gobierno sigue avanzando en subsanar el estado patrimonial del BCRA para asegurar una desinflación lo más rápida posible y favorecer el rumbo hacia la salida del cepo. Sin embargo, hasta aquí el cepo también ha sido un gran aliado para la obtención de algunos de los resultados económicos, incluyendo el monetario.

Repasemos el detalle de las medidas. El BCRA recortó las tasas de interés de política monetaria desde 80% TNA a 70%, lo que implica que en lo inmediato se torne más negativa en términos reales (estimamos un nivel de -4.6% con una inflación del 11.0%). Por otro lado, se anunció que a partir del 15-abr el encaje sobre los saldos en las cuentas remuneradas de los fondos comunes de inversión pasará de 0% a 10%. Como resultado, los fondos Money Market sufrirán una baja adicional en su rendimiento, que llegará hasta un promedio de aproximadamente 56% TNA.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA y estimaciones propias.

El anuncio se oficializó en la previa a la publicación del muy buen dato de IPC de marzo, que registró una suba mensual del 11.0%, por debajo de los esperado inicialmente por el mercado. Y los indicadores de alta frecuencia de abril evidencian señales prometedoras, aunque las tarifas energéticas pondrán presión.

## Equipo que gana no se toca

Con estas medidas, y a pesar de la desaceleración de la inflación, el gobierno sigue avanzando con la reducción del costo real de los pasivos monetarios del BCRA mientras el cepo se mantiene vigente. Cabe destacar que en el caso de la segunda medida el objetivo es el mismo, ya que el BCRA se asegura una compresión de sus pasivos remunerados mediante un traspaso del stock de pesos de las cuentas remuneradas desde pasas a encajes. Precisamente, del total de \$18 billones gestionados por fondos Money Market, \$9.4 billones están colocados actualmente en cuentas remuneradas.

En paralelo, la baja de la tasa de política monetaria fue una invitación a participar en la licitación del Tesoro. Y es que, de esta manera el gobierno demora la normalización de las tasas de interés en términos reales y los activos en pesos ajustable por CER siguen teniendo espacio para beneficiarse del devengamiento de la inflación. Con acceso limitado a otras alternativas de inversión, la invitación fue difícil de rechazar para el mercado: el gobierno colocó \$3.0 billones y obtuvo financiamiento neto por \$2.5 billones, que serán utilizados para comprar divisas al BCRA y hacer frente a los vencimientos en moneda extranjera. En esencia, el mantenimiento del cepo le permite al gobierno emitir deuda en pesos a tasas reales muy negativas que utiliza para cancelar deuda en dólares.

Lo destacable en este sentido es que el gobierno continúa aprovechando la compresión de la brecha cambiaria para profundizar el saneamiento de la hoja de balance del BCRA, en lugar de avanzar con la liberación de las restricciones cambiarias. Pero hacia adelante, ¿tiene margen el Central para seguir bajando la tasa nominal? En nuestra visión, existe un límite para ello y es el riesgo de que afecte a la liquidación de la cosecha gruesa en el marco de precios de commodities deprimidos.

La razón es que con una tasa demasiado cercana al ritmo de crawling-peg el agroexportador tiene incentivos para no liquidar y aguardar una mejoría de su remuneración, vía corrección del tipo de cambio que percibe o una suba de los precios de los commodities. Esta corrección podría darse ya sea por una aceleración del ritmo de crawling, que es nuestro escenario base, un salto discreto o bien una modificación del esquema 80-20 que lleve a un aumento del CCL y por tanto del tipo de cambio efectivo exportador.

## Equipo que gana no se toca

Con la baja de esta semana, la tasa efectiva mensual de política monetaria quedó en torno al 5.8% mensual. Asumiendo que esta es la tasa a la que se enfrenta el exportador, si se mantiene el ritmo de crawling actual, en 90 días tendría un costo de financiamiento directo ajustado por devaluación del 11.5%. Para igualar este costo, el CCL debería aumentar un 29% en este período para que el esquema 80-20 le otorgue un tipo de cambio efectivo que lo deje indiferente. En este caso hipotético, la brecha se ubicaría en torno al 47%.

Ahora bien, si la baja de tasas hubiera sido de 200 puntos porcentuales, el costo de financiamiento a 90 días hubiera bajado a 8.9% por lo que el CCL tendría que subir apenas 18% en este período (dejando la brecha en 35%) para compensarlo y el exportador tendría un mayor aliciente para esperar y no liquidar. En el límite, si la tasa de interés igualara al ritmo de crawling, el costo de financiamiento para el agroexportador sería nulo y este no liquidaría a la espera de un tipo de cambio efectivo mayor (por suba del CCL) o una mejora de los precios de las materias primas.

Un riesgo adicional es que las tasas activas para los agroexportadores pueden incluso ser menores que la tasa de política monetaria, y la conclusión de aquí es que la tasa de interés efectiva debe mantenerse bien por encima del ritmo de crawling para no desalinearse los incentivos y poner en peligro la liquidación de la cosecha gruesa.

	TPM efectiva mensual (TNA 70%)	Costo financiamiento mensual	Costo 90d		TPM efectiva mensual (TNA 60%)	Costo financiamiento mensual	Costo 90d
	5.8%	3.7%	11.5%		4.9%	2.9%	8.9%

	Hoy	t+90	Variación		Hoy	t+90	Variación
TC oficial	867	920	6.1%	TC oficial	867	920	6.1%
CCL	1,050	1,355	29.1%	CCL	1,050	1,239	18.0%
TC exportador	903	1,007	11.5%	TC exportador	903	984	8.9%
Brecha	21%	47%		Brecha	21%	35%	

## Equipo que gana no se toca

---

Por lo pronto, la reacción del mercado a la baja de tasas fue de indiferencia. Tras el anuncio, el CCL tuvo una suba inicial de 10 pesos que quedó rápidamente neutralizada. Esto es llamativo porque, todo lo demás constante, una baja de tasas incrementa la devaluación del tipo de cambio libre esperada bajo paridad de tasas de interés. Y en especial considerando que las monedas de la región se depreciaron en los últimos días con la suba de tasas de los Treasuries, en particular el Real Brasileiro que se depreció 2.4% MTD.

Aquí caben dos interpretaciones: que el mercado le dio el visto bueno a la medida (los bonos en dólares de hecho subieron) y que el enorme flujo del esquema 80-20 continúa manteniendo a raya el tipo de cambio libre. Independientemente de ello, lo cierto es que la estrategia aplicada el mes pasado se repitió nuevamente con éxito esta semana. En términos futboleros, “equipo que gana no se toca”. Pero la pregunta es hasta qué punto tiene margen el gobierno para seguir “jugando con este equipo”. Como explicamos más arriba, la estrategia tiene claros límites.

**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.