

### Resumen y conclusiones

Tras varios meses de estabilidad, el CCL volvió a ser protagonista esta semana con una suba que llevó a la brecha cambiaria a su nivel más alto desde mediados de febrero.

El accionar del gobierno la semana pasada (baja de tasas) marcó un punto de inflexión en la dinámica macro actual que, en conjunto con otros factores, despertaron la variable más sensible de la economía argentina.

¿Es esto el inicio de un cambio de tendencia? Creemos que no, en la medida que el compromiso oficial de lograr la consolidación fiscal siga siendo firme. El riesgo de una suba mayor desde estos niveles hoy será fundamentalmente político. Las declaraciones de Milei sobre un eventual cambio de gabinete podrían generar algo de ruido.

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



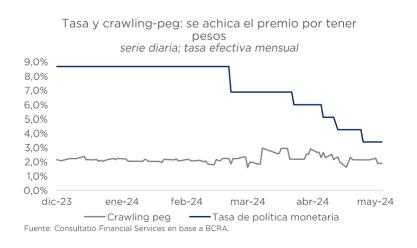
# Entre corrida y atraso hay más de un paso

Tras varios meses de estabilidad, el tipo de cambio libre volvió a ser protagonista. En la última semana el CCL subió un 16.7% llevando a la brecha cambiaria a su nivel más alto desde mediados de febrero.



Entendemos que las medidas del gobierno la semana pasada (baja de tasas y aumento de 8 billones en la deuda de corto plazo emitida al mercado en cabeza del tesoro) tuvieron un rol importante para explicar la reacción. Estas, junto a otros factores, despertaron la variable más sensible de la economía argentina. Aún después de la suba, en términos reales continúa por debajo de los momentos de mayor optimismo de los últimos cinco años.

La semana pasada fue fundamental en términos macroeconómicos y posiblemente marcó un punto de inflexión. La reducción de las tasas de interés alcanzó niveles sorprendentes, generando una convergencia significativa con la tasa del *crawling peg*: el diferencial de tasas efectivas mensuales es de apenas 140 puntos básicos (22.3 p.p. en diferencia de TEA). Y con una inflación núcleo estimada en 5.5%, tanto la tasa de pases como la de *crawling* se mantienen negativas en términos reales.





## Entre corrida y atraso hay más de un paso

Este diferencial de tasas tan acotado no es neutral. Una importante consecuencia es que la baja del costo de financiación facilita la decisión de postergar la liquidación de la cosecha, ante la espera de una recomposición de la rentabilidad vía tipo de cambio o precios de los commodities.

Por otro lado, con rendimientos tan bajos y un tipo de cambio libre en términos reales en los menores niveles de los últimos 5 años existen incentivos para la dolarización de portafolios. La suba generalizada de todos los dólares de mercado (MEP, CCL y paralelo) esta semana muestra que, con tasas tan bajas, el incentivo para apostar al carry trade se redujo fuertemente.

Además de las razones monetarias, las novedades fiscales de la semana pasada también fueron significativas. Aunque se mantuvo el superávit, se observan síntomas de fatiga frente a un resultado mucho más acotado que en los primeros tres meses del año y existe incertidumbre respecto a cómo continuará la situación.

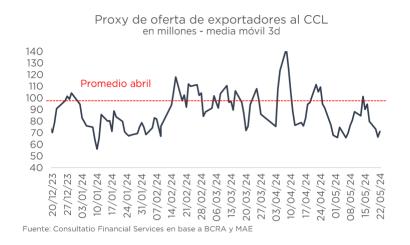
La indexación del gasto previsional, la regularización de pagos al sistema energético y la postergación de los ajustes tarifarios son factores conocidos que pondrán presión sobre los resultados en adelante. Pero también existen factores de incertidumbre por su falta de materialización, como los dictámenes de la Ley de Bases y posibles modificaciones fiscales en discusión en el Congreso, particularmente con relación al impuesto a las ganancias.

Según declaraciones recientes del ministro Caputo, se espera volver a tener superávit en mayo, lo cual es crucial para mantener un colchón para el segundo semestre (aunque el resultado contará con la ayuda del impuesto PAIS sobre operaciones que levantó 282 mil millones este mes).

Además de estos factores de política económica, existe una serie de factores técnicos/de mercado que ayudan a explicar la dinámica reciente de la brecha. El volumen de exportaciones se redujo en los últimos días y, en consecuencia, la oferta de CCL a través del esquema 80-20 cayó a un promedio estimado de 74 millones en los últimos tres días, frente a un promedio estimado de 96 millones durante abril. Los rumores de que el esquema de exportaciones podría ser la primera modificación del frente cambiario también juegan un papel importante: el blend comenzaría a desarmarse más pronto que tarde y con ello desaparecería esta oferta.



# Entre corrida y atraso hay más de un paso



Por otro lado, aunque la cosecha está avanzando tras el fin de las lluvias, existen indicios de una reticencia a exportar: las declaraciones juradas de ventas de soja en mayo representan un 9% de la cosecha estimada frente a un 16% un año atrás.

¿Es esto el inicio de un cambio de tendencia relevante? Creemos que no. La espectacular apreciación real del tipo de cambio libre en los últimos meses se explica fundamentalmente por el compromiso mostrado por el gobierno por lograr la consolidación fiscal y el avance en la reducción de desequilibrios macro. En la medida en que esa no cambie, la suba del tipo de cambio tiene un techo. Y entendemos que más allá de las dificultades conocidas, esa convicción del gobierno sigue firme.

El esquema 80-20 ciertamente dio profundidad a la apreciación, pero es el superávit el que marcó la dirección. Por ello, independientemente de la volatilidad que pueda tener, descartamos una espiralización de la brecha. El riesgo de una suba mayor es fundamentalmente político. Al cierre de mercado de ayer se conoció la posibilidad de un cambio de gabinete luego del tratamiento de la ley de Bases. Este será un tema a monitorear de cerca.



# INSTITUCIONALES & PARTNERS Ingrid Epp

iepp@consultatioinvestments.com

#### INSTITUCIONALES Martin 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  $N^2$  18 Disposición  $N^2$  3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula  $N^2$  351 Resolución  $N^2$  19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula  $N^2$  47 Disposición  $N^2$  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 d e 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 deasumir, 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.

