



Cinco de Cinco

Resumen y conclusiones

Finaliza una de las mejores semanas en mucho tiempo para el gobierno, que se aseguró 5 victorias en 5 frentes: 1) se aprobó la Ley Bases en el Senado; 2) se llegó a un acuerdo con China para renovar el swap; 3) el FMI destrabó el desembolso demorado y se anunció la negociación de un nuevo acuerdo que podría incluir fondos frescos; 4) la licitación del Tesoro fue exitosa; y 5) el dato inflación de mayo fue el más bajo desde enero de 2022.

La reacción del mercado fue generalmente positiva, aunque la euforia no fue desmedida y los globales en dólares continúan por debajo de los máximos registrados este año.

Lo que leemos en esta reacción es el valor presente de varios mensajes que tienen impactos distribuidos en el tiempo. A riesgo de sobresimplificar: los precios dicen que la perspectiva del sector privado mejora, que el beneficio para la solvencia del sector público todavía no es del todo clara y que haber postergado la salida del cepo/profundizado la estrategia de licuación desde esos niveles no fue gratis.

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

Cinco de Cinco

Finaliza una de las mejores semanas en mucho tiempo para el gobierno, que se aseguró 5 victorias en 5 frentes: 1) se aprobó la Ley Bases en el Senado; 2) se llegó a un acuerdo con China para renovar el swap; 3) el FMI destrabó el desembolso demorado y se anunció la negociación de un nuevo acuerdo que podría incluir fondos frescos; 4) la licitación del Tesoro fue exitosa; y 5) el dato inflación de mayo fue el más bajo desde enero de 2022.

La reacción del mercado fue generalmente positiva. En particular para bonos en dólares, acciones y la brecha. Pero la euforia no fue desmedida. Los bonos en USD todavía están un 7.9% promedio debajo de los máximos de este año registrados en los últimos días de abril (ver columna 5 del cuadro), la brecha prácticamente se duplicó desde ese momento y los bonos en pesos subieron prácticamente 700 puntos básicos su rendimiento. En el lado luminoso está el Merval, que subió 4.7% en USD desde ese momento impulsado principalmente por los bancos.

| Retorno total (ARS) | 1D | 1W | MTD | Máx. abr-24 | YTD |
|---------------------|-------|-------|-------|-------------|--------|
| Lecaps | 0,9% | 2,8% | 0,7% | 11,9% | |
| Boncer | -1,0% | -0,1% | 0,3% | 0,3% | 46,1% |
| USD Link | -0,3% | 0,1% | 2,6% | 2,8% | 22,9% |
| Duales | -0,3% | -0,2% | 0,7% | 3,4% | 33,4% |
| Retorno total (USD) | 1D | 1W | MTD | Máx. abr-24 | YTD |
| Bonares | 3,6% | 9,2% | -2,1% | -8,4% | 32,7% |
| Globales | 3,5% | 7,5% | -1,2% | -7,4% | 33,0% |
| Bopreales | 1,0% | 3,2% | 0,1% | -1,5% | |
| Merval | 4,7% | 8,8% | -5,1% | 5,2% | 31,9% |
| Referencias | 1D | 1W | MTD | Máx. abr-24 | YTD |
| CER | 0,3% | 1,9% | 3,6% | 17,2% | 119,8% |
| Badlar | 0,1% | 0,6% | 1,2% | 5,6% | 40,6% |
| Dólar oficial | 0,0% | 0,5% | 0,8% | 3,5% | 11,6% |
| Dólar CCL | -2,2% | -1,9% | 2,4% | 20,3% | 30,9% |

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

Cinco de Cinco

Lo que leemos en la reacción de mercado es el valor presente de varios mensajes que tienen impactos distribuidos en el tiempo. A riesgo de sobresimplificar: los precios dicen que la perspectiva del sector privado mejora, que el beneficio para la solvencia del sector público todavía no es del todo clara y que haber postergado la salida del cepo/profundizado la estrategia de licuación (última baja de tasa) desde esos niveles no fue gratis.

En las victorias que obtuvo el gobierno esta semana se juega una gran parte de la perspectiva hacia adelante. En los párrafos que siguen, ahondamos en los detalles de cada una.

1. Ley de Bases y paquete fiscal

En términos macroeconómicos se sopesan beneficios inmediatos vs de mediano plazo, palpables todavía. Las mayores inversiones, mayor flexibilidad en el mercado laboral y una optimización en la composición del gasto y los ingresos del Estado Nacional tardarán en madurar. Por el momento, el rechazo de la restitución de ganancias y bienes personales agrega un desafío al objetivo de consolidación fiscal, ancla de todo el programa. La aspiración oficial es que por el hecho que en ningún caso el rechazo fue con menos de dos tercios, el gobierno volvería a insistir en diputados donde solo requiere mayoría simple.

En el mismo plano de corto plazo, la victoria política que significa la aprobación de la ley es un logro del gobierno imposible de subestimar. La aprobación de la ley funciona como una bocanada de aire a la gobernabilidad débil, derivada de un partido que apenas cuenta con 7 de 72 senadores y 38 de 257 diputados.

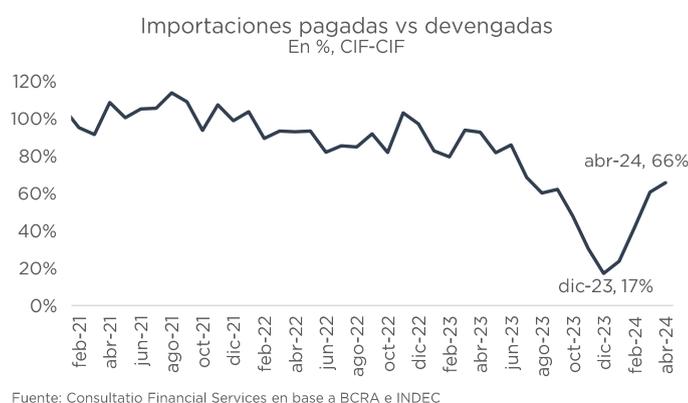
La restitución de Ganancias también resulta clave para estabilizar el equilibrio político con las provincias, cuyas cuentas fiscales se vieron afectadas por el desplome de las transferencias discrecionales. También es importante para la mejoría cuantitativa y cualitativa (al tratarse de un impuesto progresivo) de la recaudación del Sector Público Nacional (0.2% del PBI) aunque a costa de ralentizar la recuperación económica por el impacto en el consumo de su reintroducción. En el caso de Bienes Personales, los ingresos potenciales del pago adelantado aliviarían las cuentas fiscales nacionales y provinciales en 2024, pero la reducción de las alícuotas para los próximos años deberá compensarse con una baja del gasto.

Cinco de Cinco

2. Renovación del Swap con China

Esta nueva flexibilidad también se reflejó en un anuncio de vital importancia para la estabilidad cambiaria a corto plazo: se llegó a un acuerdo para posponer los pagos del tramo activado del swap con China (USD 5,000 M) hasta mediados de 2025, con doce cuotas mensuales desde entonces.

Esta novedad es hoy especialmente importante, en el contexto del deterioro del ritmo de acumulación de reservas del Banco Central durante el que debería ser el mejor trimestre del año. Si bien la renovación del swap no resuelve el problema, sí contribuye a comprar tiempo y evita así una situación de *stress* que hubiese sido muy difícil de afrontar.



3. Acuerdo con el FMI

El directorio del FMI finalmente aprobó un nuevo desembolso por USD 800 M tras un sobrecumplimiento de las metas previstas para el primer trimestre de 2024. El acuerdo técnico se había sellado a mediados de mayo.

La decisión del directorio será el punto de partida de una próxima negociación del programa, que potencialmente incluiría nuevos fondos. Este será un punto clave para el cierre externo. Según confirmó Caputo esta semana, así lo estaría buscando el gobierno con el objetivo de acelerar la salida del cepo.

Cinco de Cinco

Al momento de publicar este reporte todavía no contábamos con el documento final de la revisión. Sin embargo, en el comunicado conjunto del BCRA y el MECON se afirmó que no había ni medidas ni fechas concretas acordadas con el Fondo para el levantamiento de las restricciones cambiarias. Esto es un cambio importante respecto de la revisión anterior, que ratifica un punto que venimos sosteniendo desde hace tiempo en nuestros reportes: el cepo todavía tiene un tiempo por delante antes de que comience su desarme.

4. Licitación de Lecaps

Además del triunfo político, el gobierno se aseguró esta semana superar el primer umbral de vencimientos en pesos, licitando \$5.4 billones (con un rollover del 104%) y recibiendo ofertas por un total de \$16.4 billones. Con este apetito por parte del mercado, no existen dudas de que el gobierno podrá enfrentar con comodidad los vencimientos de julio y agosto (\$10.5 billones y \$5.1 billones, respectivamente).

El gobierno declaró desierta la licitación de las letras más cortas y adjudicó el total de las ofertas recibidas en la Lecap con vencimiento en septiembre de 2024, que salió con una tasa de interés mínima de 4.25% TEM. La intención del gobierno fue clara: consolidar el carácter de las Lecap como “nuevo instrumento de política monetaria” o, en otras palabras, reforzar la señal de la tasa de referencia.

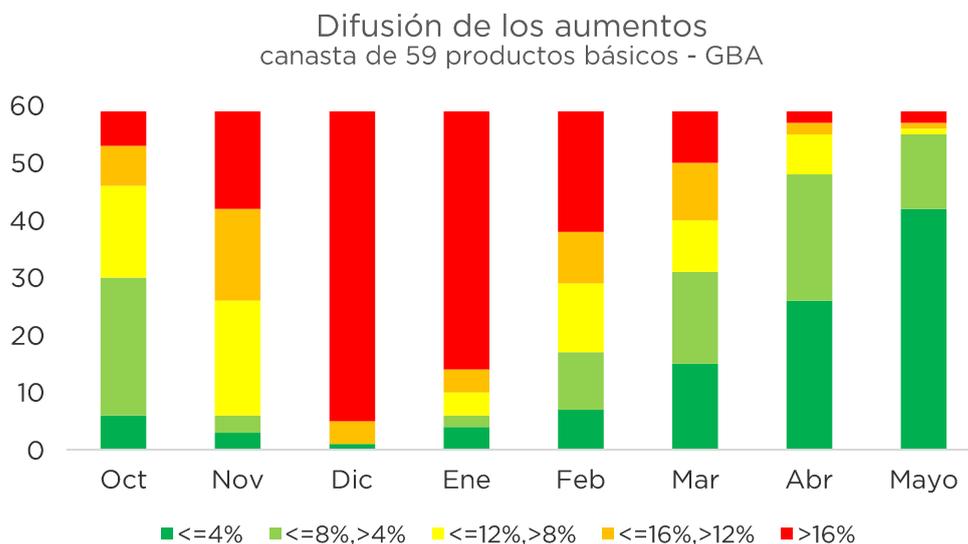
En este sentido, lo más relevante fueron las declaraciones posteriores del equipo económico argumentando que “el proceso de tasa real negativa ha llegado a su fin” (aunque para que ello sea del todo cierto no debería limitar las cantidades adjudicadas).

5. Inflación

El dato de mayo volvió a sorprender positivamente: la inflación general fue de 4.2% y la medición núcleo arrojó una variación de 3.7%, la más baja desde principios de 2022. A contramano del dato de CABA, los regulados aumentaron por encima de la núcleo y esta historia se repetirá en junio con el ajuste de los cuadros tarifarios cuyo impacto directo en la inflación general será de al menos 1.3 puntos.

Cinco de Cinco

Por efecto del ajuste fiscal, la recesión y el ancla cambiaria, la desinflación viene siendo remarcable, especialmente en bienes. De 59 productos básicos que releva INDEC en el GBA, más del 70% anotaron subas menores al 4% y apenas un 5% de estos marcaron incrementos superiores al 12%, mientras que en noviembre más de la mitad corría a esta velocidad.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC

Las mediciones de alta frecuencia vienen marcando un ritmo muy moderado en lo que va de junio para bienes de la canasta básica y evidencian un fenómeno relativamente nuevo: la suba de los dólares libres no habría tenido impacto en los precios. Si efectivamente las expectativas continúan anclándose, el impacto potencial de un salto cambiario en la salida del cepo podría ser significativamente menor a lo que hemos observado en los últimos episodios.

El impacto de desinflación sobre los precios de los bonos en pesos fue importante: el segmento CER experimentó pérdidas a lo largo de toda la curva, alejándose de sus rendimientos mínimos de principios de año. En la mayoría de los casos (con excepción de apenas tres de los vencimientos más cortos) volvimos a ver rendimientos positivos y consistentes con un entorno de menores restricciones cambiarias. Como contraste a esta reacción, las Lecaps registraron una muy buena performance.

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.