



Arranca el segundo semestre

Resumen y conclusiones

En la última semana el gobierno ratificó su estrategia en el plano cambiario de mantener el *status quo*. Pero tanto la visión que el FMI manifestó recientemente en su *staff report* como los precios de los activos de mercado esta semana se movieron en sentido opuesto al discurso oficial.

El gobierno hoy se enfrenta a un *trade-off* incómodo: mantener el *status quo* (crawling + cepo) con el objetivo de profundizar la desinflación o despejar el horizonte cambiario (dar visibilidad sobre la salida del cepo) a fin de poder acumular reservas. La salida del cepo y la unificación cambiaria, con devaluación de por medio, implicarán un aumento transitorio de la inflación.

Hoy el gobierno se muestra más inclinado a mantener el *status quo*, pero el resultado natural será la ampliación de la brecha, que volverá más cara la unificación cambiaria en t+1. El combo es poco atractivo en términos políticos, especialmente de cara a las elecciones legislativas de 2025.

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

Arranca el segundo semestre

En la última semana el gobierno ratificó de varias formas su estrategia en el plano cambiario: el refuerzo del *status quo*. Las dudas, sin embargo, no se despejaron. La inquietud sobre la salida del cepo sigue dominando la atención del mercado y la forma en la que el gobierno planea salir no termina de quedar clara.

A las diferencias entre visión oficial y la que el FMI manifestó recientemente en el *staff report* de la octava revisión del acuerdo se les agrega la de mercado. Los precios esta semana también se movieron en sentido opuesto al discurso oficial. El timing de la preocupación de mercado no debería sorprender: la antesala de un segundo semestre que es históricamente desafiante en materia cambiaria y de acumulación de reservas.

La dinámica de la brecha es quizás la evidencia más clara: en los últimos días alcanzó un nivel cercano al 48,0% que la alejó de los mínimos de mediados de mayo (20,7%) y el tipo de cambio libre (CCL) ya ronda los \$1.350.

Los títulos públicos ajustables por tipo de cambio oficial acompañaron esta tendencia comprimiendo rendimientos para la curva dólar link, que recuperó terreno frente al segmento ajustable por CER. En los últimos 30 días, los bonos dólar link soberanos y corporativos retornaron 8,2% y 9,9% respectivamente, mientras que los bonos CER registraron pérdidas a lo largo de toda la curva por 3,7%. Como complemento, el Tesoro emitió esta semana un nuevo bono dólar link con vencimiento a dic-25 a un nivel de -8,6% TNA, y en las últimas semanas hemos visto nuevas emisiones de este *asset class* por parte de corporativos de primera línea.

A partir del cambio de precios e incorporando las novedades recientes, los flujos hacia fondos dólar link registraron esta semana un máximo en lo que va del año. Tras varios meses de estabilidad, durante la rueda de ayer ingresaron más de \$37.000 M en un contexto en el que los inversores parecieran anticipar una modificación del régimen cambiario.

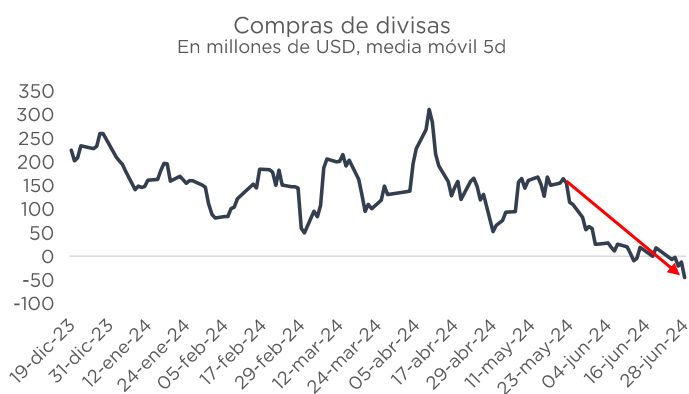
En el *staff report* de la octava revisión del acuerdo, el FMI reiteró que las autoridades se comprometieron a eliminar el esquema de mezcla 80-20 para finales de junio, suprimir el impuesto PAIS a fin de año y diseñar un plan para levantar las restricciones cambiarias de manera progresiva.

Arranca el segundo semestre

No obstante, el propio ministro Caputo se encargó de desmentir que se eliminará el esquema 80-20 y ratificó que no se modificará el ritmo de devaluación controlada ni se realizará un ajuste abrupto del tipo de cambio. Los contratos futuros de Rofex indican que el mercado no coincide con esta visión: los precios descuentan un ritmo de devaluación del 5,0% hasta diciembre.

El gobierno hoy se enfrenta a un trade-off: mantener el *status quo* (crawling + cepo) a fin de profundizar la desinflación o despejar el horizonte cambiario de forma tal de poder acumular reservas. La salida del cepo y la unificación cambiaria, con devaluación de por medio, implicarán un aumento transitorio de la inflación. Hoy el gobierno se muestra más inclinado a mantener el *status quo*. Y ello se reafirmó con la decisión de postergar los ajustes de tarifas pautados para julio. Esta decisión no es gratuita, pues mientras más se dilate la salida del cepo mayor deberá ser el ajuste del tipo de cambio y por ende su impacto inflacionario.

La realidad es que el tipo de cambio real hoy se encuentra un 7,0% por debajo del nivel previo a la devaluación post PASO en ago-23, con términos del intercambio que son 8,0% menores. Con la progresiva normalización de los pagos de importaciones, una moderada recuperación de la actividad económica y el fin de la cosecha gruesa, sostener el esquema actual podría dificultar aún más la acumulación de reservas. De hecho, en lo que va del mes, el BCRA ha sido vendedor neto de USD 47 millones, una cifra anormal para la época de cosecha gruesa. Aunque la oferta de los exportadores se aceleró respecto a los primeros días del mes, el mayor acceso de importadores viene marcando principalmente esta dinámica.



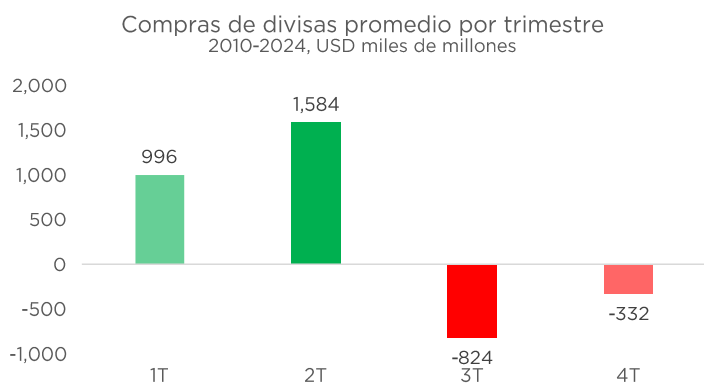
Fuente: Consultatio Financial Services en base BCRA



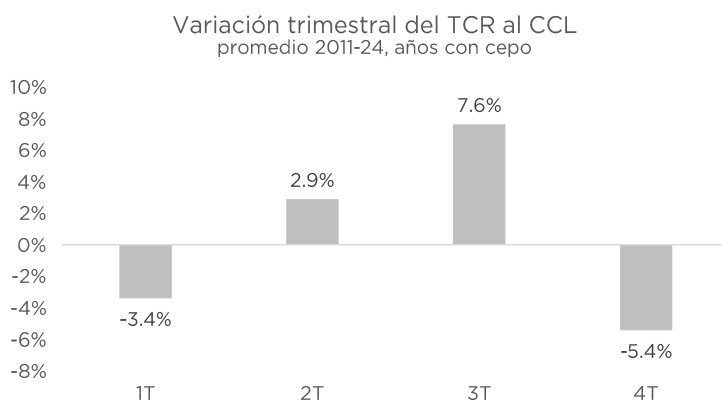
Fuente: Consultatio Financial Services en base a MAE y BCRA

Arranca el segundo semestre

Además, la estacionalidad del segundo semestre, que combina menores liquidaciones del sector agropecuario y mayores pagos de importaciones de energía, complica aún más el sostenimiento del esquema actual. En los últimos 10 años, el BCRA ha sido vendedor neto de USD 824 millones en promedio durante el tercer trimestre. Esto también se refleja en el mercado de CCL, donde en promedio, durante el tercer trimestre ha habido un incremento real del 7,6% en los años con control cambiario.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA y precios de mercado

La convicción del gobierno de que no están dadas las condiciones para salir del cepo demanda de ciertos ajustes al programa macro para no seguir acumulando costos de salida. Las tasas de interés son una herramienta, pero no la única. Sin cambios mediante, el resultado natural será la ampliación de la brecha, que volverá más cara la unificación cambiaria y será un escollo para continuar la baja de la inflación. El dilema es ajuste hoy vs ajuste mayor en el futuro. El combo es poco atractivo en términos políticos, especialmente de cara a las elecciones legislativas de 2025.

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 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.