



Salida del cepo: paso del tiempo no es neutral

Resumen y conclusiones

Esta semana el presidente se pronunció en redes sociales sobre las precondiciones para el levantamiento del cepo, agregando como flamante incorporación a la convergencia de la inflación con el ritmo de crawling “en un entorno cercano al 0% mensual”.

El gobierno parece convencido de que puede eliminar la inflación cortando con la emisión monetaria y profundizando el ancla fiscal, pero lo cierto es que el tiempo apremia: sin mediar cambios en el esquema cambiario y sin fondos frescos ni rollover de la deuda, para 2025 existe un gap potencial en el balance cambiario de unos USD 13,000 millones.

El gobierno tiene dos alternativas: levantar el cepo, conseguir fondos frescos (del FMI o mercado) o una combinación de ambas. Levantar el cepo, si bien conlleva riesgos de corto plazo, constituiría el principal driver para darle certidumbre a la renovación de la deuda. Independientemente de cuál sea la hoja de ruta, el mercado descuenta que más temprano que tarde las restricciones cambiarias tienen que levantarse.

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

Salida del cepo: paso del tiempo no es neutral

La deuda se paga con superávit fiscal. La deuda en USD, con superávit fiscal convertido a USD. Con cepo no hay posibilidad de acumular USD de manera sostenible. Este es el razonamiento básico del mercado detrás de la inquietud por la salida del cepo.

Tras el anuncio de una nueva fase en la política económica oficial, esta semana el presidente se pronunció en redes sociales sobre las precondiciones para el levantamiento del cepo, agregando una flamante incorporación. A los conocidos requisitos de 1) el fin de los pasivos remunerados y 2) la resolución de los PUTs se le agregó: 3) la convergencia de la inflación con el ritmo de *crawling* “en un entorno cercano al 0% mensual”.

Repasemos. La primera condición se encuentra en proceso de resolución con el traspaso de pases a las nuevas Letras Fiscales de Liquidez (LeFi): a partir del 22-jul el BCRA dejará de operar pases y los bancos podrán suscribir a estas nuevas letras, y la carga de los intereses recaerá sobre el Tesoro. Respecto de la segunda condición, el gobierno informó que el BCRA está llevando adelante negociaciones con los bancos para resolver el problema que suponen los PUTs, que ascienden a unos 15 billones de pesos.

El tercer punto es el más polémico. Si lo que se busca no es únicamente la convergencia entre inflación y *crawling peg*, sino que además ambas tasas se aproximen a 0, la salida del cepo luce muy lejana. En los últimos tres años, ningún país relevante en el mundo pudo volver a un entorno de inflación cero, aún con un *track record* y condiciones de partida mucho mejores que Argentina. En nuestro país eso luce aún más lejano: el mercado no descuenta una baja de la inflación por debajo del 4% para este año y la inflación mensual promedio implícita en el REM para 2025 es de 3.3% mensual.

El gobierno parece convencido de que puede eliminar la inflación cortando con la emisión monetaria y profundizando el ancla fiscal, pero lo cierto es que el tiempo apremia: por el nivel de vencimientos, el balance cambiario para 2025 no cierra y el gobierno debe lograr bajar el riesgo país a niveles por debajo de los 800 puntos para poder refinanciar los vencimientos de bonos. Hoy, el principal *driver* que podría empujar la cotización de los bonos y recobrar acceso al mercado es la salida del cepo.

Salida del cepo: paso del tiempo no es neutral

Sin fondos frescos ni *rollover* de la deuda, estimamos que para 2025 existe un *gap* potencial de unos USD 13,000 millones que de alguna forma deberá ser cubierto. Esta estimación tiene implícita un rebote de la actividad económica y un sendero de tipo de cambio real un 10% menor que en este año, consistente con un ritmo de inflación superior al ritmo de *crawling* actual.

Sin salida del cepo ni devaluación, la Cuenta Corriente no tiene demasiado para ofrecer. Las exportaciones pueden tener un mayor *upside* por el sector *Oil&Gas* y la minería, que podrían duplicar su superávit el próximo año, pero la baja de los precios de los *commodities* agrícolas y la creciente probabilidad del fenómeno de La Niña no dan mucho margen para las exportaciones del sector cerealero-oleaginoso, el complejo exportador más importante.

Sin embargo, con reactivación de la actividad, normalización del acceso al MULC y el continuo atraso cambiario se verá un fuerte incremento tanto en las importaciones de bienes como de servicios. Una señal de que el tipo de cambio comienza a lucir atrasado es la cuenta de turismo, que ya en mayo marcó el mayor déficit desde nov-23. La alternativa es que se ajuste por precios y cantidades, ya sea con una prolongación de la recesión, con un tipo de cambio real más depreciado, o una combinación de ambas.

Balance cambiario 2025: escenario sin fondos frescos ni rollover

	2024p	2025p
Cuenta Corriente	7,990	-4,979
Bza Comercial	23,618	14,495
Exportaciones	69,749	74,716
Importaciones	46,131	60,221
Bza Servicios	-5,045	-9,254
Intereses	-10,286	-10,221
Dividendos	-147	0
Ingresos secundarios	-150	0
Cuenta Financiera	2,360	-8,124
IED	858	1,800
Portafolio	43	0
Deuda*	-1,918	-10,798
FMI	2,002	0
Otros OOI	1,143	1,874
Atesoramiento	1,232	0
Otros	-1,000	-1,000
Cuenta capital	150	130
Variación RRII	10,500	-12,973

(*) Incluye vencimientos de bopreal, soberanos y provinciales.

Fuente: Consultatio Financial Services en base a estimaciones propias.

Salida del cepo: paso del tiempo no es neutral

Sin cambios en el esquema cambiario, el desafío se encuentra en los vencimientos: entre pagos de interés a tenedores de bonos, OOI y el FMI (unos USD 9,000 M en la Cuenta Corriente) y vencimientos de capital (unos USD 11,000 incluyendo soberanos, BOPREAL y provinciales en la Cuenta Financiera), ni el superávit comercial proyectado con los supuestos establecidos ni una mayor afluencia de inversiones por el RIGI resultarían suficientes.

El gobierno tiene dos alternativas: levantar el cepo, conseguir fondos frescos (del FMI o mercado) o una combinación de ambas. Levantar el cepo, si bien conlleva riesgos de corto plazo, constituiría el principal *driver* para darle certidumbre a la renovación de la deuda. Si además se consiguen fondos frescos del FMI (nosotros ya asumimos financiamiento neto positivo de OOI), los riesgos de levantar el cepo se reducirían considerablemente. Sin levantar el cepo, tomar nueva deuda con el Fondo permitiría reducir o eliminar el *gap* en 2025 pero complicaría el programa financiero hacia adelante. Una tercera alternativa sería realizar un canje voluntario. Esta estrategia dificultaría aún más el acceso al mercado y las tasas de interés prevalecientes son muy elevadas.

Frente a este contexto la reacción de los precios esta semana advierte que la agenda del mercado difiere de la agenda oficial que, hasta el momento, se limita a agregar condiciones necesarias para la salida del cepo.

La dinámica de la brecha cambiaria es la evidencia más clara: en los últimos días alcanzó un nivel cercano al 56%, y el tipo de cambio libre (CCL) ya ronda los \$1,430. Los bonos soberanos en dólares sobrellevaron esta reacción relativamente bien (con subas promedio del 1.9% en la última semana), aunque todavía se mantienen por debajo de los máximos de este año registrados en los últimos días de abril. Precisamente, el riesgo país se encuentra en un nivel de 1,492 puntos frente a 1,148 puntos en ese entonces.

Más allá del ruido de corto plazo que generaron estas declaraciones en los dólares libres, el mercado no cree que se pueda posponer la salida del cepo mucho más. A riesgo de simplificar: independientemente de cuál sea la hoja de ruta, el mercado descuenta que más temprano que tarde (¿fin de año?) las restricciones cambiarias tienen que levantarse.

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.