



El gobierno mira los pesos, el mercado los dólares

Resumen y conclusiones

El gobierno anunció durante el fin de semana la última pata del nuevo esquema monetario: esterilizará toda la emisión proveniente de las compras de reservas mediante ventas al CCL, cortando de esta manera todas las canillas de emisión de nuevos pesos.

Frente a un segundo semestre en el que estacionalmente el BCRA es vendedor neto, el gobierno aclaró que se esterilizará toda la emisión por este concepto desde mayo, lo que implicaría una salida de unos USD 1,900 millones que el Banco Central realmente no posee.

La interpretación del mercado fue que esta última medida es de carácter principalmente cambiario y que su objetivo es reducir la brecha, y que además conlleva una inconsistencia fundamental: mientras menor la brecha, mayor la intervención.

Mientras el gobierno se enfoca en los pesos, la atención del mercado está en la acumulación de dólares necesarios para pagar los vencimientos de interés y capital a partir 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

El gobierno mira los pesos, el mercado los dólares

El gobierno anunció la última pata del nuevo esquema monetario: esterilizará toda la emisión proveniente de las compras de reservas mediante ventas al CCL y de esta manera eliminará toda fuente de emisión de nuevos pesos. Pero mientras que el gobierno se focaliza en los pesos, la atención del mercado está en los dólares. La interpretación del anuncio fue que el objetivo es primordialmente reducir la brecha, a costa de complicar la acumulación de reservas.

En el corto plazo, la medida anunciada es en efecto una profundización del ajuste monetario porque garantiza la eliminación de toda fuente de creación de nuevos pesos y mantiene fija la base monetaria amplia (que incluye la base monetaria tradicional y ahora los depósitos del Tesoro en el BCRA, que con anterioridad eran pesos). En el mediano plazo, esto podría ir relajándose en la medida en que los bancos cancelen LEFIs tomando los pesos del tesoro depositados en el BCRA y volcándolos a la economía para abastecer la demanda de base monetaria.

El objetivo buscado por el gobierno es acelerar el proceso de desinflación, pero la medida tiene costos importantes sobre otros frentes: derivará en una menor acumulación de reservas, profundizará la recesión y por consiguiente presionará sobre el resultado fiscal, que simultáneamente deberá compensar menores ingresos por la recesión, la necesidad de comprar dólares y de pagar los intereses de las LeFi.

Resulta curioso que el gobierno ahora disponga de eliminar esta fuente de emisión cuando pocos días atrás el ministro aseguró en redes sociales ([link](#)) que era vista como virtuosa pues alimentaría al proceso de remonetización: hoy la base monetaria es de apenas 2.6% del PBI, mínimos desde la hiperinflación.

La interpretación del mercado fue que esta última medida es de carácter principalmente cambiario y que su objetivo es reducir la brecha, pero acarrea una inconsistencia fundamental: el éxito de la medida retroalimenta sus efectos negativos, porque el porcentaje de ventas es inversamente proporcional al nivel de brecha.

Cada 100 millones de exportaciones, el BCRA puede comprar como máximo (sin acceso de importadores) 80 millones por el blend. Con una brecha de 40%, si el BCRA compra ese monto, venderá en ese mismo día unos 57 millones y acumulará sólo 23. En el límite, frente a brecha nula, el gobierno tiene que vender todas las divisas que compre, por lo que creemos que esta medida será inevitablemente temporal.

El gobierno mira los pesos, el mercado los dólares

Intervención y acumulación bajo el nuevo esquema
En millones de USD

Expos.	Compras brutas BCRA	Brecha	Ventas BCRA en CCL	Oferta CCL	Compra netas BCRA
100	80	45%	55	75	25
100	80	40%	57	77	23
100	80	35%	59	79	21
100	80	30%	62	82	18
100	80	25%	64	84	16
100	80	20%	67	87	13
100	80	15%	70	90	10
100	80	10%	73	93	7
100	80	5%	76	96	4
100	80	0%	80	100	0

Fuente: Consultatio Financial Services

Con la estacionalidad del segundo semestre en contra, la intervención potencial por los nuevos flujos en el tercer trimestre podría no ser significativa, pero el gobierno aclaró que no sólo se esterilizarán los nuevos flujos sino toda la emisión por este concepto desde mayo, lo que implicaría una salida de unos USD 1,900 millones que el Banco Central realmente no posee: las reservas netas se encuentran por debajo de los -2,000 millones y esta venta duplicaría el rojo.

Reservas internacionales netas
al 18-jul

	USD	Yuanes	Total
Reservas brutas (1)	9,707	17,901	27,608
Prestadas (2)	11,914	17,901	29,815
Encajes	9,859		9,859
SEDESA	1,911		1,911
OOII	144		144
Swap PBoC		17,901	17,901
Netas (1-2)	-2,207	0	-2,207
Netas post intervención CCL*	-4,107	0	-4,107

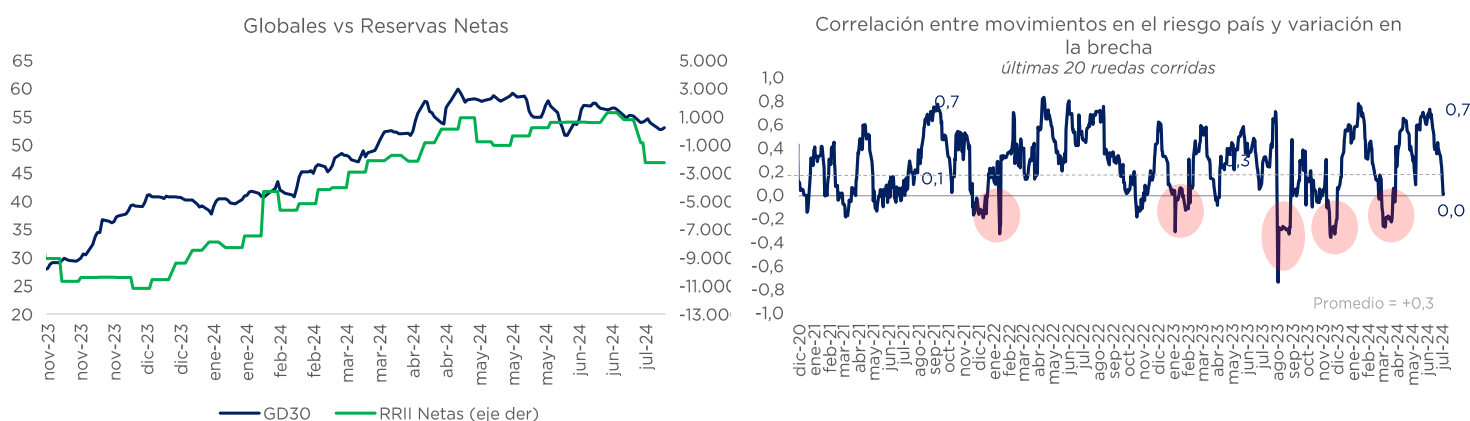
(*) Suponiendo intervención de USD 1900 M

Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

La noticia de las medidas cambió drásticamente la dinámica de los precios, porque el foco de atención del mercado está en la acumulación de dólares necesarios para pagar los vencimientos de interés y capital a partir de 2025. El desplome de la brecha cambiaría desde 55% a la zona de 40% no puede interpretarse como un “visto bueno” de los inversores a las últimas medidas sino más bien como la respuesta de un mercado regulado que se vio amenazado por una ampliación de la oferta.

El gobierno mira los pesos, el mercado los dólares

La caída de los globales de 2.9% promedio en la última semana no fue sorprendente (incluso a pesar de que el Tesoro compró los dólares necesarios para el pago de intereses de ene-25) en un contexto donde la acumulación de reservas se ve perjudicada, y sobre todo considerando que es una variable a la cual los precios de los bonos en dólares siguen muy de cerca.



Si con este nuevo esquema el BCRA no puede acumular más reservas, los precios pueden seguir sufriendo. Esta tendencia bajista no puede sobrevivir en el tiempo, sobre todo porque el nivel de vencimientos condiciona el cierre del balance cambiario del 2025. Otra forma de verlo: ¿cuánto tiempo aguanta la compresión de la brecha con un riesgo país en ascenso? La historia deja en evidencia que esta tendencia no suele mantenerse en el tiempo, y más temprano que tarde las dos variables se mueven en conjunto.

Tal como argumentamos en nuestro informe de la semana pasada (ver [link](#)), el gobierno necesita acumular dólares para bajar el riesgo país a niveles de 800 pbs y recobrar acceso al financiamiento voluntario del mercado. Sin fondos frescos (al menos por ahora), el principal driver que podría empujar la cotización de los bonos es la salida del cepo y aún no es evidente si la última jugada del gobierno nos acerca a esa solución.

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.