



Shock externo mejora la perspectiva 2025

Resumen y conclusiones

El “market crash” que registraron los mercados internacionales sorprendió por su agudeza y por su corta duración.

Mirado desde Argentina, lo más relevante no pasa por investigar sus causas sino sus efectos: tras la corrección, las condiciones financieras internacionales resultan mucho más favorable para el desafío que el país tendrá para renovar los vencimientos de deuda en 2025. Con tasas internacionales más bajas renovar vencimientos y/o realizar operaciones de administración de pasivos es más sencillo.

Del lado local, las noticias de actividad de julio están empezando a mostrar que el piso de la recesión está quedando atrás.

En conjunto, estas novedades explican la notable performance de los activos argentinos durante esta semana frenética.

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

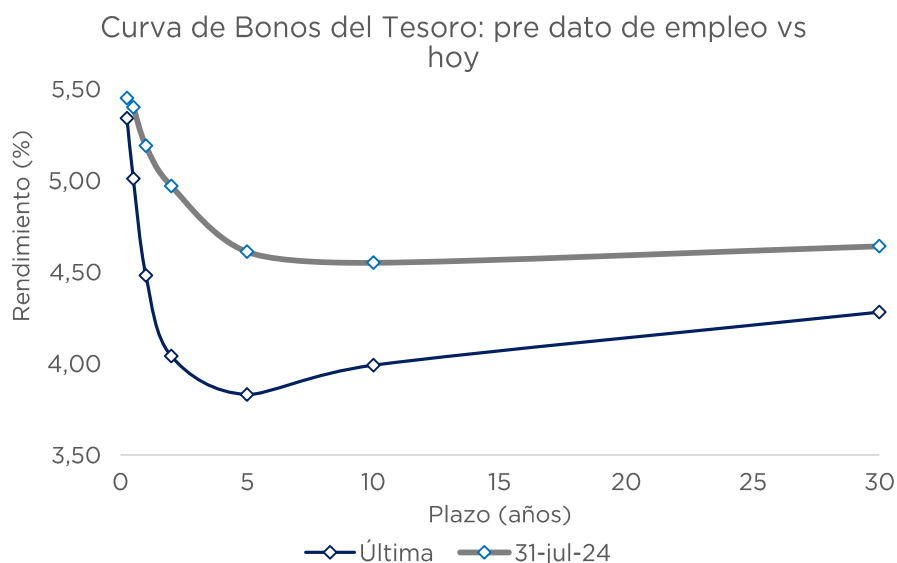
Shock externo mejora la perspectiva 2025

En la última semana experimentamos una serie de shocks externos y locales con impactos profundos para el panorama económico y financiero.

La semana comenzó con un “*market crash*”, una corrección de precios con muy pocos precedentes en el mercado internacional en los últimos 20 años. La percepción de riesgo medida por el VIX se disparó hasta picos intradiarios de 65%, niveles que solo fueron superados en los últimos 20 años en dos oportunidades: los peores días de la pandemia en 2020 y la crisis internacional de 2008.

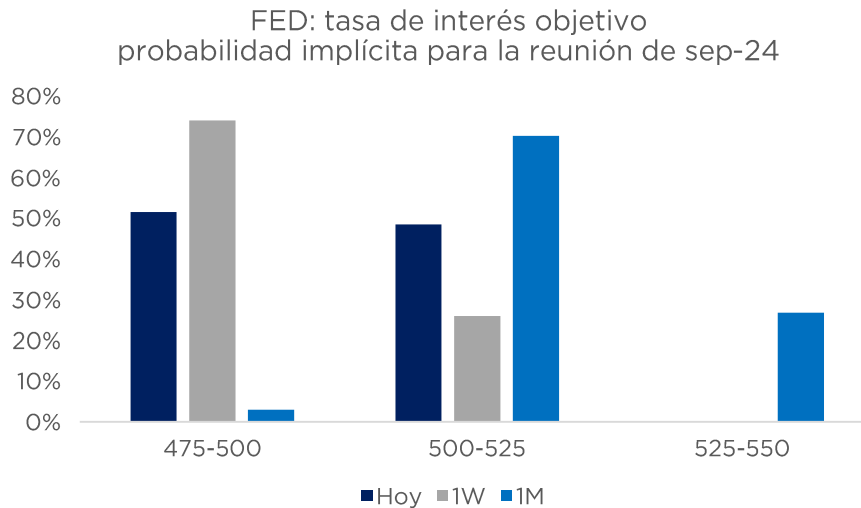
Podemos especular sobre varias causas (malos datos de empleo en EE.UU., rumores de suba de tasas en Japón, malos datos de algunos reportes de ganancias en EE.UU.) pero ninguna justifica la desproporcionada reacción. Igual de sorprendente que la corrección fue la recuperación que tuvieron los activos de riesgo, que prácticamente cierran la semana neutros después del lunes negro.

Lo que si cambió fue el contexto de aquí en adelante, sobre todo en términos de tasas de interés, un aspecto crucial para Argentina de cara a 2025. El “*flight to quality*” que gatilló la corrección provocó también una baja de interés de corto y de mediano plazo que reconfiguró el escenario económico. Esta baja de tasas está relacionado además con la caída de las chances de que Trump gane las elecciones el próximo noviembre. En la narrativa de mercado, un gobierno republicano es sinónimo de tasas de interés más altas en el futuro.



Shock externo mejora la perspectiva 2025

Por otra parte, el mercado recalibró su expectativa: ahora es que la FED no solo dé inicio al proceso de recorte de las tasas de interés en septiembre, sino que además vaya más rápido de lo previsto inicialmente. El mercado espera ahora con una probabilidad de casi 50% un recorte de 50 puntos básicos en la próxima reunión.

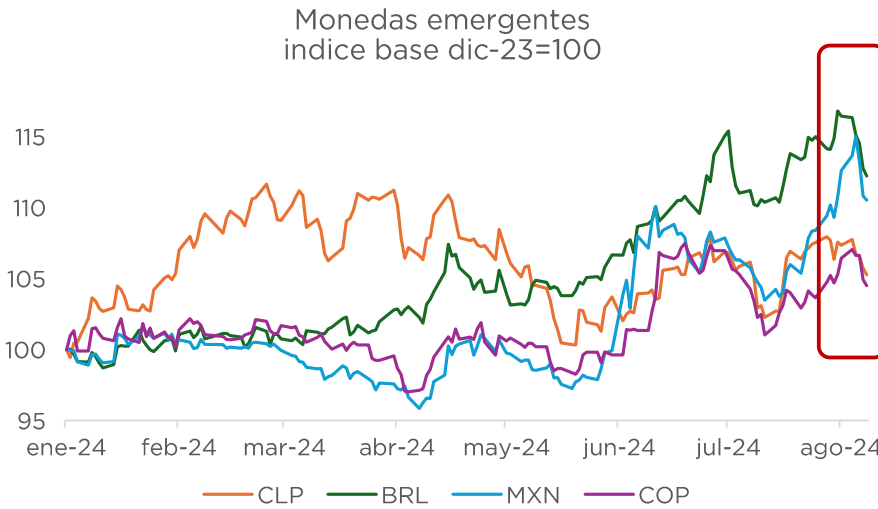


La baja de las tasas internacionales es crucial para Argentina, sobre todo considerando los vencimientos en dólares que deberá afrontar el próximo año. Por el nivel de vencimientos, el balance cambiario en 2025 no cierra y es condición necesaria que el gobierno recobre acceso al mercado para refinanciar su deuda o realizar alguna operación de canje. En un entorno de tasas de interés internacionales más bajas, las operaciones que deberá enfrentar el gobierno son potencialmente más simples.

El *market crash* también afectó la dinámica cambiaria del resto de nuestros pares emergentes, lo que significa una ayuda adicional. Tras un período de depreciación sostenida, en los últimos días las monedas emergentes comenzaron a apreciarse nuevamente. En el corto plazo, esto alivia la presión sobre el tipo de cambio oficial y especialmente sobre la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA, que durante julio se convirtió en vendedor neto por USD 138 M.

La notable mejora de las condiciones financieras a nivel global resulta de mucho valor para Argentina, que durante los primeros meses de 2025 deberá enfrentar su “hora de la verdad”. Algo que se verá potenciado en por el armado de las elecciones legislativas, a suceder también el año próximo.

Todavía con dudas, el mercado sigue digiriendo los anuncios



En este contexto, los precios de los activos financieros locales mostraron resistencia – algo que se vio bien reflejado en la brecha cambiaria, que no necesitó de la intervención oficial – y el gobierno logró algunos buenos resultados macro que solo se vieron condicionados por una inflación mayor a la esperada en CABA. En el cuadro siguiente, resumimos los detalles de las variaciones de los precios de activos, donde se destaca la performance de acciones y de bonos soberanos denominados en USD.

Retorno total (ARS)	1D	WTD	MTD	jul-24	jun-24	Máx. abr-24	YTD
Lecaps	0,2%	0,3%	0,8%	6,7%	1,2%	21,0%	
Boncer	0,7%	1,3%	1,7%	-3,6%	-0,2%	-2,1%	42,6%
USD Link	-0,8%	-1,3%	-0,5%	0,1%	10,1%	9,9%	31,4%
Duales	0,1%	0,0%	1,2%	-4,5%	4,0%	3,1%	33,0%
Retorno total (USD)	1D	WTD	MTD	jul-24	jun-24	Máx. abr-24	YTD
Bonares	1,2%	2,3%	-2,1%	1,5%	-3,3%	-10,0%	30,4%
Globales	0,9%	1,7%	-1,0%	2,1%	-2,7%	-7,8%	32,4%
Merval	6,6%	7,9%	1,3%	-3,0%	-10,4%	-2,5%	22,3%
Referencias	1D	WTD	MTD	jul-24	jun-24	Máx. abr-24	YTD
CER	0,1%	0,9%	1,2%	4,8%	6,0%	27,2%	138,5%
Badlar	0,1%	0,6%	0,8%	3,3%	2,6%	11,5%	48,5%
Dólar oficial	0,1%	0,3%	0,5%	2,3%	1,8%	7,5%	16,0%
Dólar CCL	-1,1%	-1,1%	1,9%	-5,2%	8,9%	23,7%	34,6%

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

Shock externo mejora la perspectiva 2025

Actividad: ¿junio marcó el piso?

Esta semana conocimos datos de actividad económica, tanto de INDEC como de otros organismos independientes que apuntan a una incipiente recuperación. La novedad de esta semana fue el dato Construcción que elabora INDEC que mostró durante junio un incremento en la actividad de 2.7% mensual sin estacionalidad. Este dato revierte lo que sabíamos a partir de algunos indicadores privados para ese mes (índice Construya y despachos de cemento). Este dato es importante porque los feriados adicionales generaron distorsiones en las mediciones privadas desestacionalizadas que fueron corregidas por el organismo oficial. Para el caso de la industria, que según INDEC cayó 1.6% mensual en junio, se ratificó la mala performance indicada por indicadores tales como la producción automotriz y de aceros, proxys de actividad ampliamente utilizados.

Esta recuperación que muestra la construcción en junio se empezó a generalizar el mes siguiente. Los indicadores adelantados de la construcción, como los despachos de cemento (+17.9% m/m s.e.) y el índice Construya (+17.9% m/m) rebotaron fuertemente, más que compensando la caída del anterior. Por el lado de la Industria, tanto la producción como las ventas del sector automotriz cuentan la misma historia. Para el caso del consumo, si bien las ventas minoristas retrocedieron el pasado mes, la confianza del consumidor rebotó 5% lo que sería consistente con una continua recuperación del salario real, cuyos datos más recientes aún no están disponibles.

	Último dato	Var a/a real	Var % real m/m sin estacionalidad				
			mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24
Indicadores de Actividad General							
EMAE (INDEC)	may-24	2.3%	-1.1%	0.0%	1.3%		
EMAE no primario	may-24	-6.0%	-1.1%	-0.5%	1.4%		
Indicadores de Actividad Industrial							
IPI manufacturero (INDEC)	jun-24	-20.1%	-3.5%	0.0%	-0.3%	-1.6%	
Producción de vehículos ADEFA	jul-24	-9.8%	-12.5%	13.1%	-9.5%	-17.6%	48.8%
Producción de Acero	jun-24	-33.7%	-31.5%	41.4%	-7.3%	-5.4%	
Indicadores de Consumo							
Recaudación IVA-DGI	jul-24	-12.6%	-3.3%	2.6%	-2.6%	4.6%	-1.0%
Ventas en supermercados	may-24	-9.7%	0.1%	-3.5%	3.9%		
Ventas de vehículos ADEFA	jul-24	6.8%	-24.5%	-9.3%	5.5%	0.8%	23.9%
Confianza del consumidor UTDT	jul-24	-10.3%	1.8%	1.3%	3.1%	-2.8%	5.0%
Salarios INDEC	may-24	-13.3%	-0.6%	1.5%	3.5%		
Indicadores de Construcción							
ISAC- INDEC	jun-24	-35.2%	-16.7%	2.3%	6.9%	2.7%	
Índice Construya	jul-24	-14.5%	-19.1%	10.3%	2.8%	-1.6%	10.1%
Despachos de cemento - AFCP	jul-24	-32.8%	-21.8%	12.2%	8.3%	-7.5%	17.9%

Fuente: Consultatio Financial Services en base a múltiples fuentes. Desestacionalización en base a X13ARIMA-SEATS

Shock externo mejora la perspectiva 2025

Inflación

La inflación en la Ciudad de Buenos Aires fue de 5.1% en julio, acelerándose 0.3 p.p., mientras que en el caso de la núcleo, que resultó en 4.6%, la aceleración fue de 0.5 p.p. Esta aceleración de la inflación se explicó fundamentalmente por la dinámica de los servicios, que aumentaron en promedio un 6.3%, en parte por efectos estacionales por el receso de invierno, pero también con impacto en la canasta núcleo por incrementos en servicios del hogar, servicios financieros y otros. Los bienes, en contraste, aumentaron 3.6%. Independientemente de los impactos sectoriales, la dinámica de los servicios -que desde febrero suben por encima de los bienes- refleja en mayor medida los costos internos, particularmente los salarios, y una inercia que ha resultado más difícil de moderar que en el caso de los bienes. En estos últimos, en cambio, el componente de transables es superior y por tanto la transmisión del ancla cambiaría es más efectiva.

La aceleración que observamos no es demasiado preocupante: la inflación núcleo es la más baja desde febrero de 2022, con excepción del pasado junio. Pero para las autoridades tal vez no es la mejor noticia: si los incrementos se replicaran a nivel nacional, el índice que publicará la semana que viene INDEC arrojaría una variación de 4.7%, por encima del 3.9% proyectado por el REM, pero aun así creemos que hay espacio para que la desinflación avance un poco más, si bien los pronósticos oficiales (1% para septiembre) lucen demasiado optimistas. La curva CER, que venía castigada en las últimas semanas, ayer rebotó en promedio 0.7% frente al dato de CABA.

Inflación nacional si se replicaran las variaciones del IPC-CABA
jul-24

	Variación CABA	Pesos CABA	var x peso	Pesos INDEC	var x peso
Alimentos y bebidas	3.8%	17.1%	0.7%	27.0%	1.0%
Bebidas alcohólicas y tabaco	6.6%	1.6%	0.1%	3.5%	0.2%
Vestimenta	0.8%	5.3%	0.0%	9.9%	0.1%
Vivienda y servicios básicos	5.7%	17.4%	1.0%	9.4%	0.5%
Equipamiento del hogar	1.0%	5.9%	0.1%	6.4%	0.1%
Salud	7.3%	8.7%	0.6%	8.0%	0.6%
Transporte	3.6%	11.4%	0.4%	11.0%	0.4%
Información y comunicación	3.9%	7.3%	0.3%	2.8%	0.1%
Recreación y comunicación	7.6%	6.1%	0.5%	7.3%	0.6%
Educación	5.8%	4.7%	0.3%	2.3%	0.1%
Restaurants y hoteles	9.3%	9.6%	0.9%	9.0%	0.8%
Svs financieros	6.7%	0.8%	0.1%	-	-
Otros	4.0%	4.0%	0.2%	3.5%	0.1%
TOTAL	9.8%	100%	5.1%	100%	4.7%

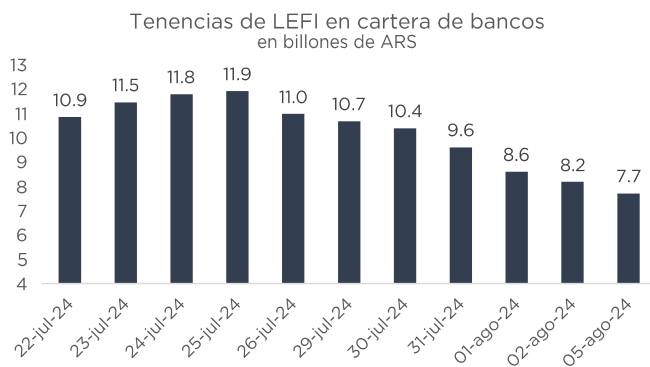
Fuente: Consultatio Financial Services en base a DGEyC e INDEC

Shock externo mejora la perspectiva 2025

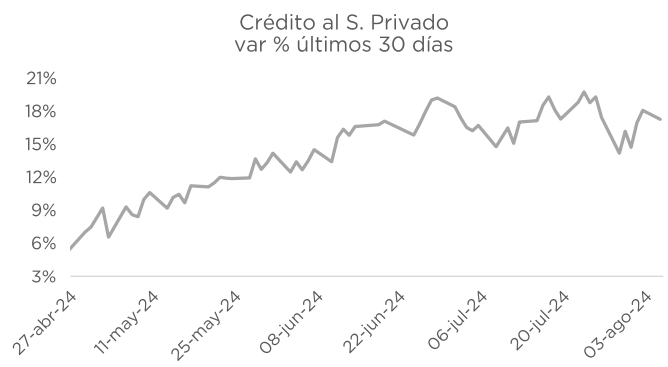
Monetario

En los últimos días los bancos redujeron fuertemente sus tenencias de LEFis. Frente a un stock que llegó a los 11.9 billones en cartera el 25-jul, al 5 de agosto (último dato disponible) las tenencias se redujeron a 7.7 billones, una baja de 4.2 billones que se tradujo en un alza de 3.3 billones en la base monetaria, pero que en más de 90% se refleja en incremento de los encajes. Esta merma puede tener distintas interpretaciones que a su vez pueden coexistir. Una parte menor de la baja respondió a la última licitación del Tesoro, pero la mayor demanda de liquidez puede responder también al crecimiento que observamos en el crédito al sector privado: en el último mes los préstamos en pesos crecieron a un ritmo de 17%, muy por encima de la inflación proyectada y la relevada por CABA.

El crecimiento de la base, no obstante, no debe interpretarse como una mala noticia, en especial a la luz de la mayor demanda de crédito y el repunte de la actividad económica que muestran los indicadores adelantados. Si bien el gobierno se comprometió a hacer del peso “un bien escaso”, reconoció que esperaba una recuperación real de la base monetaria tradicional (aunque fijando la base monetaria “amplia) de la mano de la mayor demanda de crédito en los próximos meses.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

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.