



Una mejoría pasajera

Resumen y conclusiones

En los últimos días el BCRA volvió a ser comprador neto en el MULC a pesar de ubicarnos en el período con la mayor estacionalidad en contra. Existen dos factores que permiten explicar esta dinámica: i) la menor demanda de divisas del sector energético y ii) la dilación de pagos por parte de importadores ante la inminente baja del impuesto PAIS.

Nuestra visión es que esta performance tiene fecha de expiración: por la modificación en el esquema de acceso al MULC, en los próximos meses los pagos de importadores resultarán hasta un 150% superiores que las importaciones devengadas.

El mercado no está descontando que la normalización del esquema importador sea un problema y aún le reconoce credibilidad plena al Gobierno, lo que supone una valuación atractiva para los instrumentos dólar link. Nuestra visión es que el Gobierno levantará las restricciones más temprano que tarde, pero podría haber mejores puntos de entrada si la “racha compradora” se extiende y se ratifica el rumbo del programa económico en medio de la turbulencia política.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

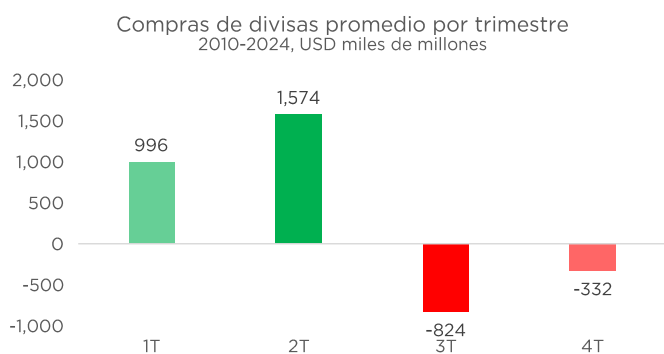
Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

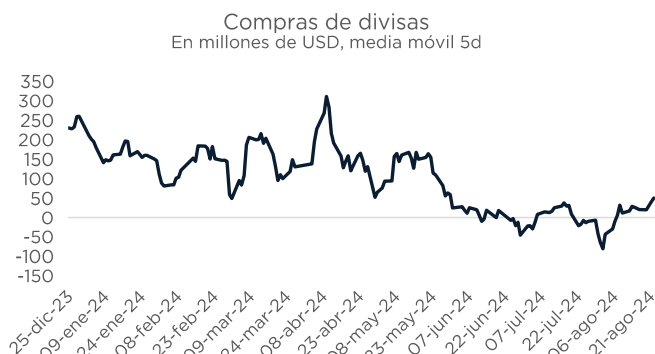
Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Una mejoría pasajera

En los últimos días el BCRA tuvo una performance atípica: volvió a ser comprador neto en el MULC a pesar de ubicarnos en el período con la mayor estacionalidad en contra. En los últimos 15 años, durante el tercer trimestre el BCRA vendió en promedio unos 824 millones (unos 275 millones por mes). De manera anticipada, en junio el Central acumuló ventas por 47 millones y durante julio las ventas sumaron 138 millones. Pero en lo que va de agosto su performance se dio vuelta y las compras ya suman 458 millones. ¿Qué explica esta performance? ¿puede sostenerse en el tiempo? En los siguientes párrafos trataremos de dar respuesta a ello.



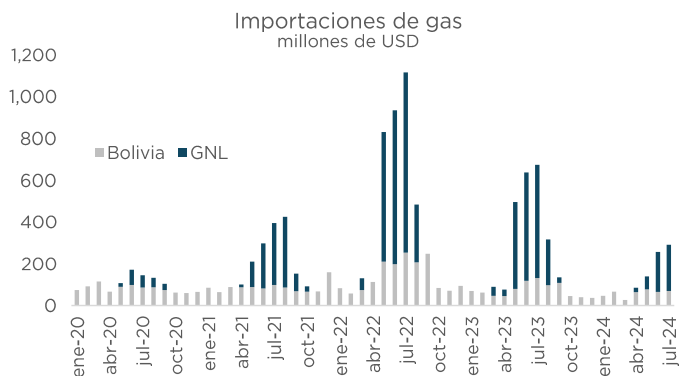
Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA



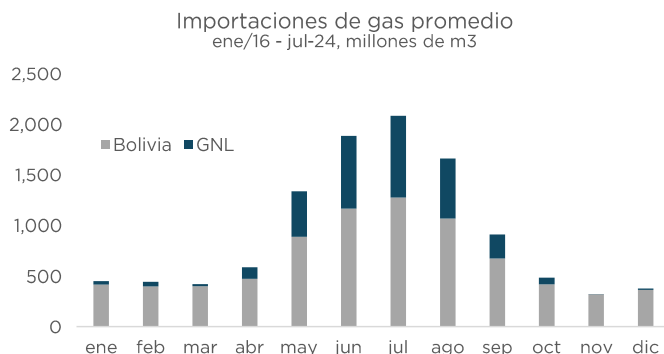
Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Existen dos factores que ayudan a explicar la reciente performance, uno de carácter estructural y otro transitorio. El primero responde a la dinámica de las importaciones energéticas, particularmente del gas. Tomando los promedios desde 2016, durante los meses de agosto se verifica una caída media de 16% en las cantidades importadas tanto de GNL como de gas proveniente de Bolivia. En 2022 y 2023 esta caída se amplió a 46% y 47% respectivamente. Además, las cantidades importadas en los primeros siete meses cayeron 42% respecto a igual período de 2023, lo que en conjunción con los menores precios de la energía derivó en un ahorro de casi USD 1,200 millones. Si bien todavía no tenemos datos del mes actual, en vista de lo anterior podemos presumir que esta tendencia se mantiene en el corriente mes.

Una mejoría pasajera

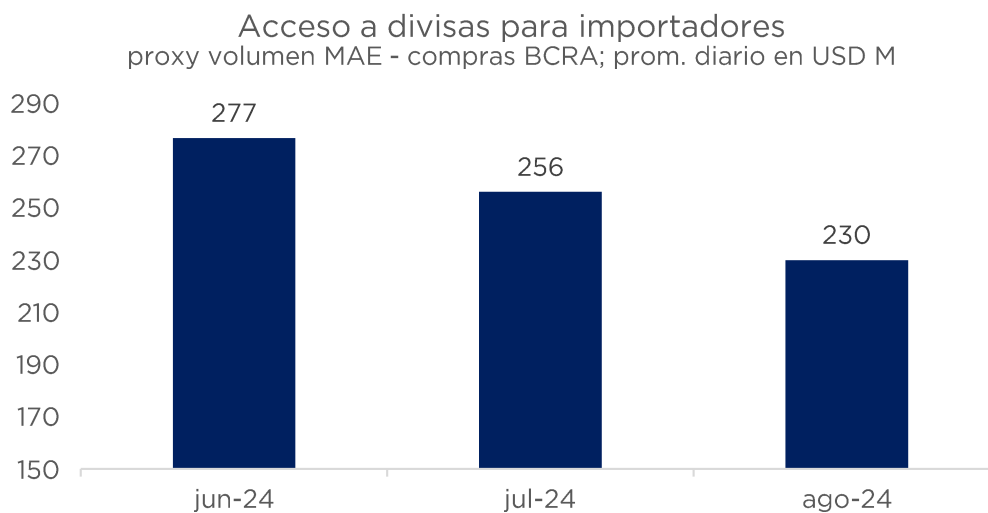


Fuente: Consultatio Financial Services en base a Sec. de Energía



Fuente: Consultatio Financial Services en base a ENARGAS

El otro factor es de carácter transitorio: los importadores estarían atrasando pagos para aprovechar la baja de la alícuota del impuesto PAIS que se efectiviza a partir de septiembre. Si observamos la performance del BCRA en el MULC y del volumen operado en MAE, podemos obtener un buen proxy de la demanda de divisas. En lo que va de agosto, el acceso diario por parte de importadores se contrajo 10% respecto a julio y las compras del BCRA crecieron - durante igual cantidad de ruedas - en unos 273 millones.



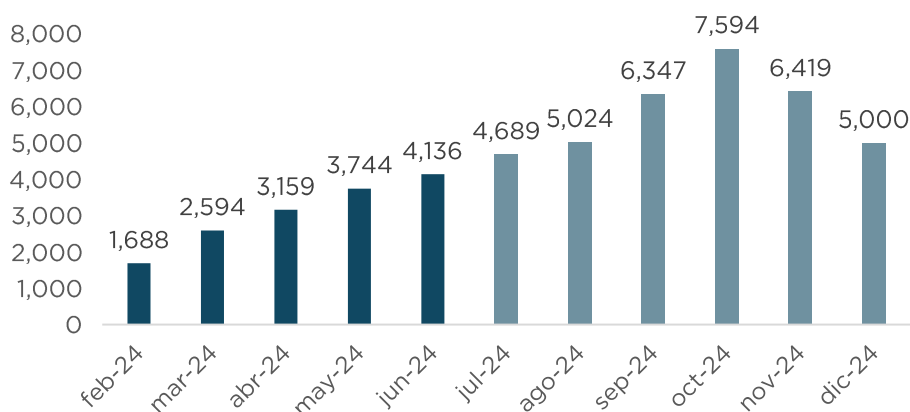
Fuente: Consultatio Financial Services en base a MAE y BCRA

Pero creemos que esta sorprendente performance tiene fecha de expiración. El Gobierno anunció que se reducirá el plazo de acceso al MULC para importadores, desde 4 cuotas de 25% de las importaciones devengadas a dos cuotas del 50% cada una.

Una mejoría pasajera

Considerando las importaciones devengadas de bienes hasta el momento y suponiendo un devengamiento de USD 5,000 millones en agosto, en el próximo mes se deberían enfrentar pagos por cerca de USD 7,500 millones sólo en concepto de bienes, que además podrían ser superiores por la dilatación de pagos que estaría teniendo lugar en el actual mes. En términos relativos, en el próximo mes la demanda de pagos superaría el 150% de los devengamientos. **Para que se entienda: el BCRA deberá entregar en octubre casi el doble de dólares para importaciones que los que entregó en junio.**

Esquema de pago de importaciones devengadas de bienes en millones de USD*



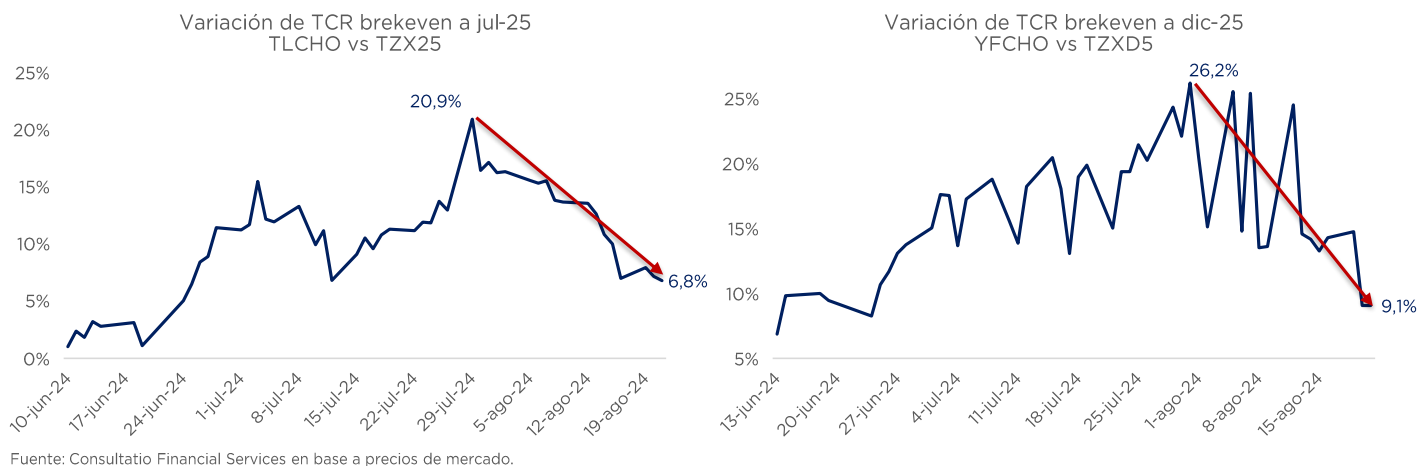
*Para simplificar el ejercicio se suponen que todos los bienes tienen el mismo esquema y se suponen devengamientos mensuales de USD 5,000 M desde agosto
Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Esta inquietud no se ve plenamente reflejada en los precios de mercado, o bien no lo hace de la misma manera en todos los activos. Uno esperaría que los activos que ofrecen cobertura cambiaria se anticipen a un BCRA que vuelve a ponerse vendedor en el MULC en los próximos meses. **Sin embargo, los títulos dólar link siguen operando “como si nada fuera a pasar” y evidencian una posición principalmente vendedora, acumulando una corrección de casi 3.0% en las últimas semanas.**

Dicho de otra manera: el mercado no está descontando que la normalización del esquema importador vaya a ser un problema para el BCRA y aún le reconoce credibilidad plena al Gobierno, que no pierde oportunidad en remarcar que el esquema cambiario actual no se negocia (crawling + cepo), al menos en el corto plazo. De hecho, el mercado de bonos dólar link corporativos corrigió a la baja su estimación del tipo de cambio oficial en términos reales desde niveles de entre 20 y 30 puntos porcentuales hacia terrenos de un solo dígito, lo que refleja una valuación atractiva para estos instrumentos.

Una mejoría pasajera

Las presiones que veremos en el mercado cambiario pueden exacerbase con la reactivación de la actividad económica y un tipo de cambio real para los importadores que se volverá más apreciado con la baja del impuesto PAIS.



La historia para el caso de los contratos de dólar futuro ROFEX es similar: los contratos más largos se vieron algo presionados en las últimas semanas, pero lo cierto es que siguen por debajo de las valuaciones de principio de este mes. Por su parte, la devaluación mensual implícita para los próximos meses se mantiene en línea con la estrategia oficial y no refleja que el mercado vea alguna compensación superior para el tipo de cambio oficial.

En el universo de bonos en dólares, si el mercado estuviera viendo lo mismo, sería difícil explicar las correcciones a la baja de esta semana: los globales acumulan una caída en dólares de 2,9% promedio, a contramano de nuestros pares emergentes, como es el caso de Ecuador (+1,3%), Nigeria (+1,2%), Ghana (+0,6%), Kenia (+0,4%) o Egipto (+0,3%). Aquí es donde tenemos que hablar del ruido político, que fue el tema de la semana, y al que le podemos atribuir esta suba en el riesgo país (y también la caída del Merval).

La sanción de la ley de reforma jubilatoria en el Senado es una mala noticia por dos motivos. Primero, el más obvio: el impacto fiscal de la ley es significativo, no solo por el ajuste 8.1% de las jubilaciones (que tiene un impacto directo de 0.2% del PBI entre septiembre y diciembre), sino porque dicho ajuste es retroactivo a abril (lo que le suma 0.2 p.p) y porque viene acompañado de otros puntos que hacen tambalear la sostenibilidad del sistema (tener que hacer frente a las deudas con las cajas previsionales provinciales, los juicios pendientes y el ajuste por RIPTE en aquellos años en los que los salarios crezcan en términos reales).

Una mejoría pasajera

Impacto fiscal ajuste previsional 2024-25

	% del PBI
2024	
Impacto directo sep-dic	0.20%
Ajuste retroactivo	0.20%
Total	0.40%
2025	
Impacto directo 2025 sin incremento real	0.69%
Deudas cajas provinciales	0.13%
Total	0.82%
IMPACTO TOTAL	1.22%

Supuestos: se mantienen bonos hasta fin de año y no hay aumento real del salario RIPTE entre mar-25 y mar-24

Fuente: Consultatio Financial Services en base a Min. de Economía, OPC y estimaciones propias.

Pero esto también es una mala noticia porque refleja cierta incapacidad del Gobierno de negociar en el Congreso proyectos de ley con impacto macro. Esto se debería haber previsto y, de hecho, en una primera instancia se especulaba que Milei estaría dispuesto a hacer el ajuste del 8.1%, dado el espacio fiscal ganado a lo largo del año, como señal de predisposición para que la ley anule el resto de los puntos. Sin embargo, el oficialismo decidió entrar en una guerra con la oposición, incluyendo sus principales aliados, como el PRO, no solo por este punto, sino por el pliego de Lijo, el decreto de la asignación de gastos reservados para inteligencia y el aumento de sueldo de Senadores.

En los próximos meses el Gobierno se enfrentará a una disyuntiva: mantener el *status quo* con el objetivo de profundizar la desinflación, o salir del cepo con el fin de despejar el horizonte cambiario de cara a 2025. Nuestra visión es que el Gobierno no está lejos de poder levantar las restricciones cambiarias y propiciar una unificación “desde abajo hacia arriba” sobre todo porque entendemos que el equipo económico hizo el trabajo necesario como para minimizar el traslado a precios de un nuevo ajuste cambiario. **Como vimos, la cobertura frente a ese escenario no está cara, aunque creemos que todavía podría haber algunos puntos de entrada incluso mejores si es que la “racha compradora del BCRA” se mantiene algunas ruedas más y el Ministro Caputo sale a ratificar el rumbo del programa económico en medio de semanas turbulentas en el frente político.**

DIRECTOR COMERCIAL
Javier Marcus
jmarcus@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernán Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Stefani Claros
sclaros@consultatioinvestments.com
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 cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.