



Señal de tasa, el lado B de la incertidumbre cambiaria

Resumen y conclusiones

- La volatilidad del CCL colapsó hasta niveles similares a los anestesiados de la previa de las elecciones legislativas 2021. Aún así, el tipo de cambio (la salida del cepo) sigue estando en el centro de la atención.
- La licitación de esta semana deja entrever los límites que está encontrando el gobierno para postergar definiciones: con inflación estable y tendiendo a la baja debió subir tasas en un contexto de mayor intervención cambiaria.
- En el corto plazo, se refuerzan el atractivo de Lecaps.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

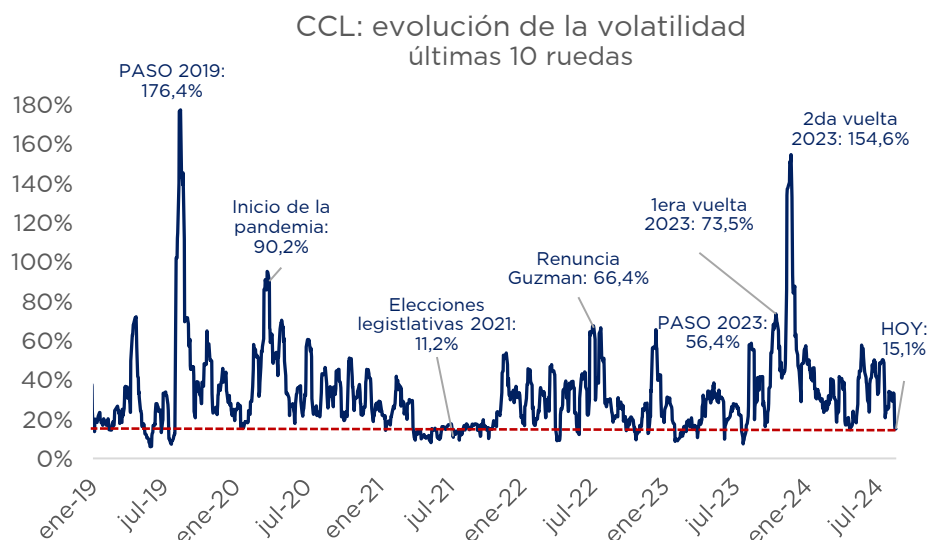
Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

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

Señal de tasa, el lado B de la incertidumbre cambiaría

Hay silencios que aturden. Algo de eso ocurre hoy con el CCL: la volatilidad colapsó desde los picos registrados hacia fin de 2023 en la definición de la segunda vuelta presidencial, hasta niveles comparables con los anestesiados de la previa de las elecciones legislativas de 2021.



Aún en esta calma el tipo de cambio sigue en el centro de la escena. La razón es simple: el mercado sigue ansioso por definiciones respecto a cómo se saldrá del cepo, un esquema sobre el que hay consenso pleno que no es sostenible indefinidamente. Los motivos detrás de esta visión pueden resumirse en tres puntos:

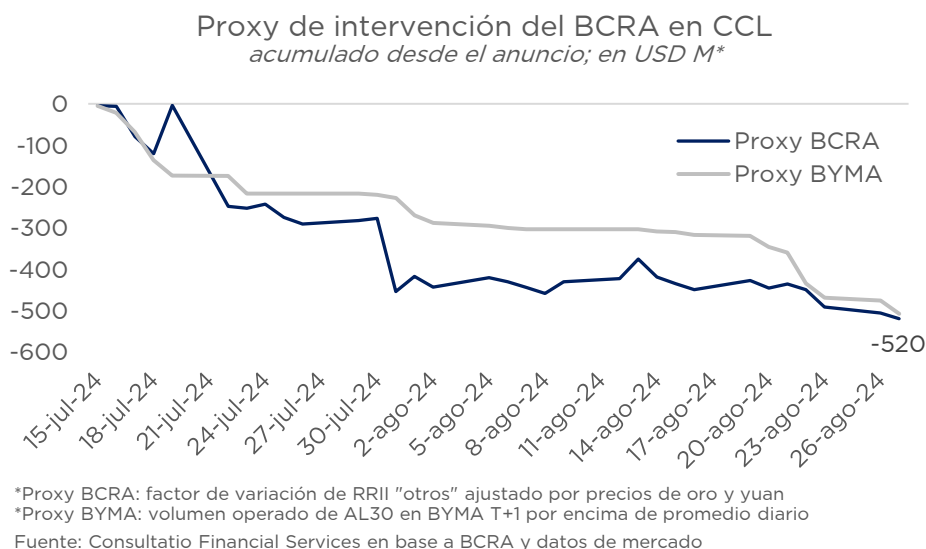
- I. La economía necesita recomponer el stock de reservas internacionales y con cepo no se puede;
- II. La economía necesita impulsar la inversión y con cepo se logra lo contrario;
- III. La economía necesita crecer sobre bases sostenibles en el tiempo y con cepo se exagera el crecimiento de corto plazo.

En nuestro informe de la semana pasada (ver [link](#)) analizamos el primer punto. A riesgo de sobre simplificar, nuestra interpretación es que la performance positiva reciente del BCRA en el MULC es pasajera, principalmente por tratarse de un periodo de tiempo en el que la estacionalidad juega en contra. La baja de la alícuota del impuesto PAIS (confirmada formalmente esta semana) y la modificación en el esquema de acceso al MULC para importadores serán un condicionante adicional para el frente cambiario, con pagos de importaciones que se multiplicarán casi por dos.

Señal de tasa, el lado B de la incertidumbre cambiaria

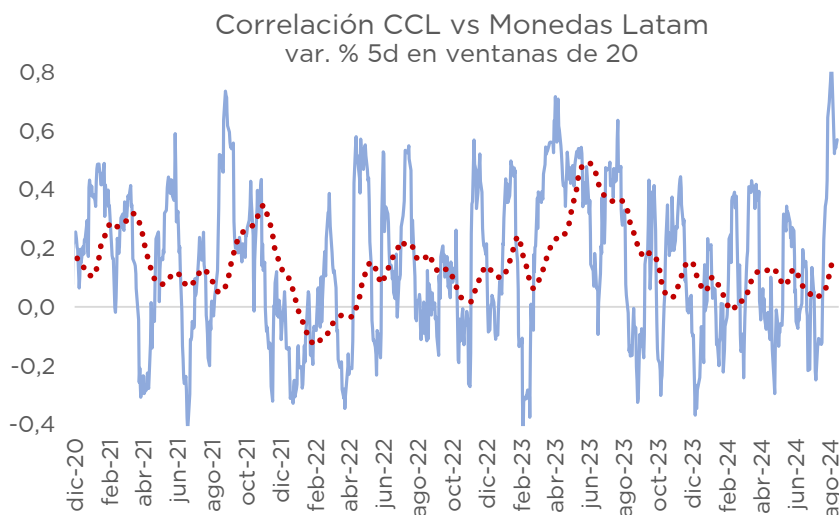
Si bien todavía es temprano para validar esta visión, algo de esto empezó a evidenciarse en los últimos días. El BCRA volvió a ser vendedor neto en el MULC tras 15 ruedas de compras y desde entonces logró sostener su performance únicamente como contrapartida de la dilación del pago de importaciones, tras conocerse que a partir del próximo lunes comenzará a regir la nueva alícuota del impuesto PAIS.

La evidencia más clara de la presión sobre el frente externo es quizás la intervención realizada por el gobierno en el tipo de cambio libre (CCL). Lo que se anunció como una medida adicional dentro del nuevo esquema monetario implicó hasta aquí una pérdida de reservas por más de USD 500 M, y llevó a que la volatilidad del CCL se desplome hasta niveles similares a los que registró en la previa de las elecciones legislativas en 2021 (ver primer gráfico).



En la última semana esta tendencia se intensificó, y la intervención del gobierno del ascendió a un promedio de USD 30 M diarios. En un contexto en el que la dinámica del resto de las monedas emergentes significó una presión adicional (el real brasilero se depreció 2,4% en los últimos cinco días), el CCL se mantuvo al margen y casi sin cambios incluso a pesar de registrar una correlación récord con la moneda de su principal socio comercial (ver gráfico en la siguiente página).

Señal de tasa, el lado B de la incertidumbre cambiaria



Ahora bien, el gobierno dio una señal de prudencia en medio de la incertidumbre. Precisamente, en la licitación del miércoles el Tesoro convalidó una tasa de interés que fue aproximadamente 0,2 pp superior a los precios de referencia del mercado secundario (3,8% TEM versus 3,6% respectivamente), logrando adelantar una pequeña parte de la renovación de septiembre. Dicho en otras palabras: llevó a cabo una suba de tasas en un contexto en el que las presiones sobre el frente cambiario se profundizan.

Las tasas de la licitación de ayer no fueron tanto mayores a las anteriores, pero sí mucho más altas que el secundario...

Fecha de la licitación	Lecap 1	TEM	Lecap 2	TEM	TEM prom.	TNA prom.	Plazo (meses)	Dur.	TEM/Dur Lici.	Mercado secu.	TNA Lici. / Secu.
28-ago-24	S28F5	3,90%	S29G5	3,88%	3,89%	55,40%	9	0,74	5,3	45,0%	1,2
14-ago-24	S18J5	3,95%			3,95%	57,57%	10	0,82	4,8	51,1%	1,1
24-jul-24	S31M5	4,50%	S29N4	4,21%	4,36%	61,81%	8	0,66	6,6	60,1%	1,0
10-jul-24	S14O4	4,13%	S17E5	4,50%	4,32%	55,39%	3,5	0,29	15,0	51,4%	1,1
26-jun-24	S30S4	4,25%			4,25%	53,94%	3	0,25	17,2	50,9%	1,1

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

De igual manera, emitió \$4,2 billones casi sin rechazar ofertas y obtuvo un financiamiento neto de \$0,9 billones que se depositarán en la cuenta del Tesoro en el BCRA. Esta es una señal importante de cara a los próximos meses, sobre todo considerando que la magnitud de los vencimientos en pesos será notablemente mayor: \$14,1 billones solo en septiembre, \$4,9 billones en octubre y \$7,8 billones en noviembre.

Señal de tasa, el lado B de la incertidumbre cambiaria

Lo cierto es que la prudencia del gobierno es una señal positiva de cara a los últimos meses del año, pero además ofrece una oportunidad. En primer lugar, desde los niveles actuales la desaceleración de la inflación aún tiene más para dar en el corto plazo. El ministro Caputo confirmó recientemente que proyectan que los resultados de agosto sean similares al 4,0% mensual de julio, pero la reducción del impuesto PAIS podría tener un efecto positivo (aunque transitorio) sobre la medición de septiembre. Algunas proyecciones privadas apuntan a una reducción cercana a 1 pp.

En ese caso, con el premio convalidado en la licitación las Lecaps renuevan su atractivo, particularmente los vencimientos del tramo medio que presentan retornos al vencimiento que superan a la inflación proyectada para los próximos meses. En la actualización del investment case de nuestro fondo Consultatio Ahorro Plus (ver [link](#)) publicado ayer analizamos esta idea de inversión con mayor detalle.

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 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.