



Fundamentals guían a los precios

Resumen y conclusiones

La narrativa de mercado fue evolucionando de forma favorable en las últimas semanas: los principales activos mostraron mejoras significativas, volviendo a los niveles máximos de abril de este año o superándolos y el peso se fortaleció de forma notable. ¿Qué justifica este optimismo?

A nuestro entender, los precios habían quedado algo rezagados y están ajustándose a la narrativa de los indicadores macro. Dicho en otras palabras: gran parte del optimismo responde a una mejora muy importante, y sobre todo sostenida, en el frente económico que los precios no estaban reflejando.

Nuestro indicador Consultatio Sentimiento Macro ilustra bien esta interpretación. Durante la primera parte del año los principales indicadores de mercado se habían adelantado a la mejora de las condiciones macro, pero en los últimos meses la mejora de los *fundamentals* continuó mientras los precios permanecían estancados. En este sentido, los gráficos revelan que la reciente mejora de precios todavía no refleja plenamente el avance registrado por los *fundamentals*.

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

Fundamentals guían a los precios

La narrativa de mercado fue evolucionando de forma pausada pero favorable en las últimas semanas. Los principales activos mostraron mejoras significativas volviendo a los niveles máximos de abril de este año (bonos) o superándolos ampliamente (acciones). Mientras tanto, el peso se fortaleció de forma notable a contramano del resto de sus pares.

Las acciones dieron el puntapié inicial, con un comportamiento que fue homogéneo entre casi todos los sectores. Con excepción del sector industrial, la renta variable acumuló en el último mes ganancias promedio superiores al 20.0% en dólares con el sector bancario ubicándose en el primer lugar del podio. Por su parte, la deuda soberana en dólares se acopló a esta tendencia con subas promedio de 11.5% mensual, que la acercaron a sus máximos de abr-24.

En este contexto, el tipo de cambio libre (CCL) cayó hasta 4.6% manteniéndose por debajo de los \$1,300 (techo). La intervención realizada por el gobierno desde que anunció la medida en el marco del nuevo esquema monetario implicó hasta aquí una pérdida de reservas internacionales por más de USD 550 M, pero en las últimas ruedas esta tendencia se debilitó y el peso se apreció sin intervención del gobierno.

Retorno total (ARS)	1D	1W	30D	ago-24	jul-24	Máx. abr-24	YTD
Lecaps	0,1%	0,4%	7,4%	4,1%	6,7%	25,4%	
Boncer	0,0%	0,4%	7,8%	11,6%	-3,6%	7,3%	56,2%
USD Link	-0,8%	-0,7%	-0,5%	0,8%	0,1%	10,4%	32,0%
Duales	0,0%	0,7%	7,9%	7,1%	-4,5%	9,9%	41,7%
Retorno total (USD)	1D	1W	30D	ago-24	jul-24	Máx. abr-24	YTD
Bonares	1,3%	5,1%	13,3%	6,7%	1,5%	-1,5%	42,7%
Globales	1,0%	3,5%	9,7%	5,0%	2,1%	-2,1%	40,6%
Merval	0,2%	11,3%	20,3%	15,0%	-3,0%	16,0%	45,5%
Referencias	1D	1W	30D	ago-24	jul-24	Máx. abr-24	YTD
CER	0,1%	1,1%	5,9%	4,2%	4,8%	31,9%	147,4%
Badlar	0,1%	1,0%	4,5%	3,2%	3,3%	14,8%	53,0%
Dólar oficial	0,0%	0,5%	2,8%	2,2%	2,3%	9,5%	18,1%
Dólar CCL	-2,0%	-1,9%	-4,6%	0,8%	-5,2%	19,9%	30,5%

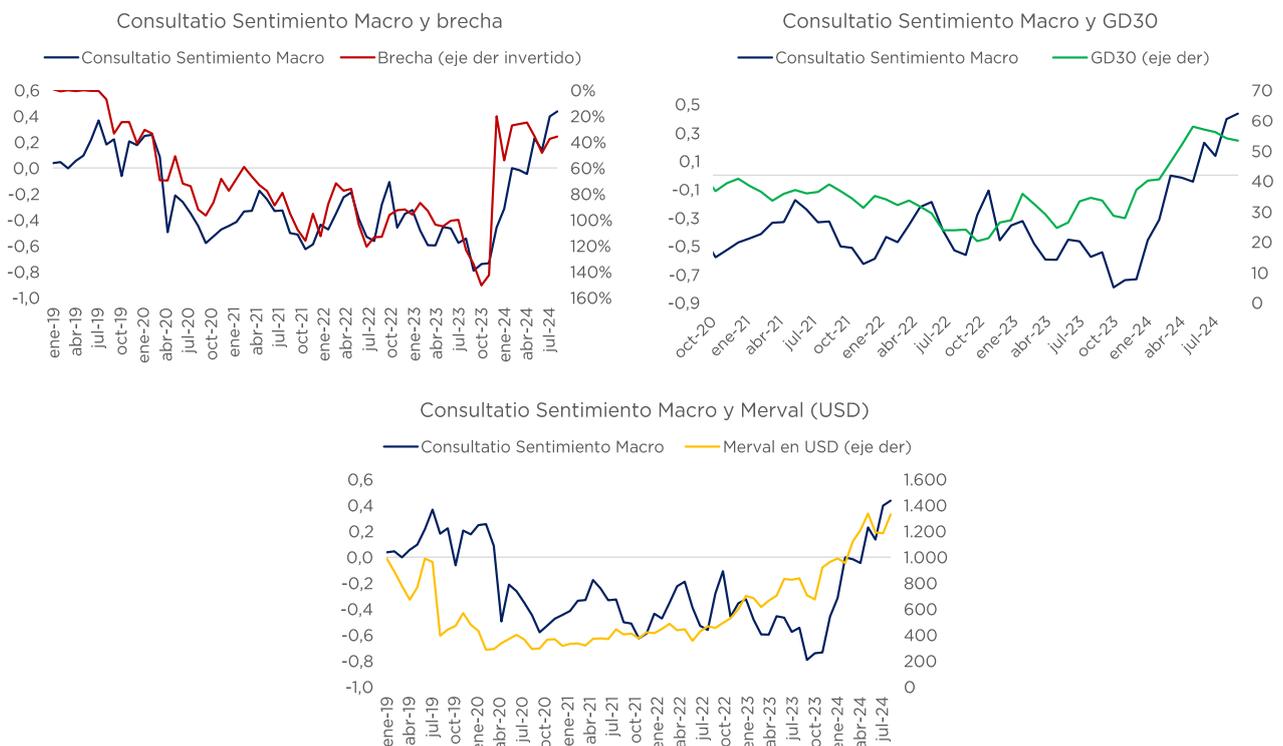
Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

Fundamentals guían a los precios

Para tener en cuenta: la dinámica reciente del resto de los mercados emergentes fue mala, con el EEM perdiendo 2.0% en los últimos días y el EWZ casi 1.0%. Aunque Argentina siga relativamente aislada del mercado global por el cepo cambiario, lo cierto es que los precios de los activos locales se mantuvieron al margen de esta tendencia. Esta visión se refuerza si nos remontamos al “lunes negro” de principios de agosto, cuando los precios de los activos financieros locales mostraron resistencia y se mantuvieron casi sin cambios.

¿Qué justifica el optimismo en los precios? A nuestro entender, los precios habían quedado algo rezagados y están ajustándose a la narrativa de los indicadores macro. Dicho en otras palabras: gran parte del optimismo responde a una mejora muy importante, y sobre todo sostenida en el frente económico que los precios no estaban reflejando.

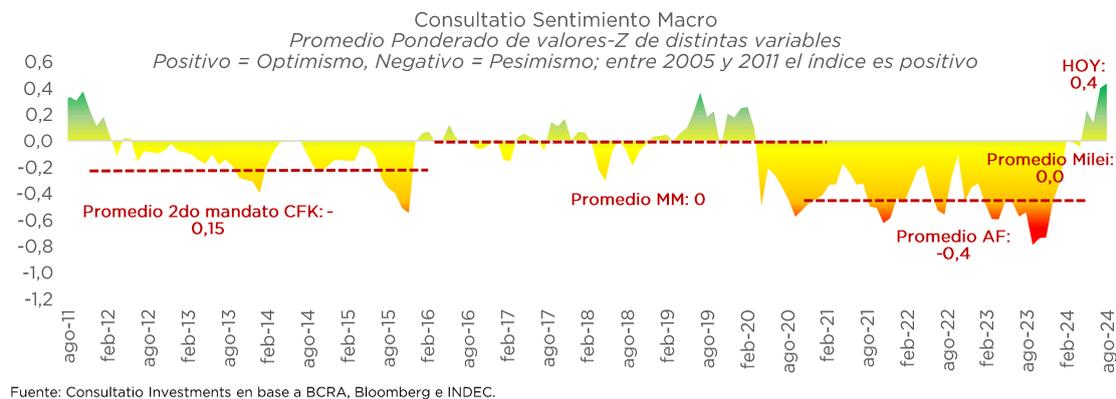
Nuestro indicador Consultatio Sentimiento Macro ilustra bien esta interpretación. Durante la primera parte del año indicadores de mercado como la brecha cambiaria, los bonos (GD30) y el Merval se habían adelantado a la mejora de las condiciones macro. Pero en los últimos meses, la mejora de los *fundamentals* continuó y los precios se habían estancado. Lo que revelan los gráficos es que la mejora de precios de activos del último mes todavía no alcanzó a dar cuenta plena de la mejora que habían registrado los *fundamentals*.



Fundamentals guían a los precios

El termómetro: Consultatio Sentimiento Macro

Nuestro indicador se encuentra en su nivel más alto de la última década, señalando un cambio radical en las condiciones macroeconómicas. Si bien no todos los frentes mejoraron de igual manera, el saneamiento del balance del BCRA y la impresionante mejoría de las cuentas fiscales llevaron al índice general a estos niveles. Por supuesto, al tratarse de variables rezagadas, no es posible inferir que se mantendrá en estos niveles, aunque las perspectivas en general -incluso balanceando riesgos- se mantienen favorables. En los próximos párrafos describimos con mayor detalle los subíndices que componen nuestro indicador.



Frente monetario

El saneamiento del BCRA ha sido, tal vez, el principal logro en lo que va de mandato. Lo que otrora fuera uno de los aspectos más deteriorados en la macroeconomía, tras la eliminación de los pasivos remunerados vía traspaso a Lecaps y LEFIs y la acumulación de reservas por 6,230 millones desde el 13-dic, el balance del BCRA pasó de un rojo de USD 7,000 millones al CCL, a un balance positivo cercano a los 9,000 millones. Por lejos, la impresionante mejora de la hoja del balance del Central es el principal factor de mejoría en el Sentimiento Macro. Relacionado a ello, la baja de la inflación a niveles de un tercio del registro de diciembre le sigue en orden de importancia.

Fundamentals guían a los precios

Cuentas fiscales

La principal ancla del programa económico es, y continuará siendo, el ajuste de las cuentas fiscales. A pesar de la merma en la recaudación inducida por la recesión, el gobierno ha demostrado que no dará el brazo a torcer para sostener el equilibrio financiero y ello se reflejó en la decisión de vetar la reforma previsional aprobada por el Congreso. Hasta julio, el superávit primario acumulado alcanza el 1.4% del PBI, mientras que el acumulado financiero es de 0.3%. La reducción de la alícuota del impuesto PAIS afectará la recaudación, pero los ingresos provenientes del blanqueo y la moratoria (así como ingresos adicionales por IVA tras la suba de las tarifas) compensarán parcialmente esta baja que estimamos en 0.4% del PBI. Para 2025, la eliminación del impuesto PAIS supone un riesgo, pero el proyecto de Presupuesto que se conocerá en las próximas semanas permitirá evaluar el programa de ajuste del gasto que compensará esta merma. El subíndice Fiscal del Consultatio Sentimiento Macro marcó una suba de 0.9 puntos, ubicándose en el tercer puesto tras el frente político.

Frente externo y frente cambiario

El frente cambiario y externo también ha experimentado cambios radicales. La brecha pasó desde alrededor del 180% en noviembre al poco más de 30% que estamos viendo hoy, producto de tanto la devaluación del tipo de cambio oficial como del saneamiento del BCRA y el ancla fiscal. Los depósitos en dólares del sector privado, reflejo de la confianza del gobierno, crecieron en más de 5,000 millones desde el 13-dic y se verán incrementados como efecto del blanqueo. Las reservas netas también crecieron casi 6,000 millones (descontando los pagos a 12 meses de BOPREAL). La balanza comercial fue superavitaria en cada mes en lo que va del mandato, pero el progresivo atraso del tipo de cambio real y la modificación del esquema de acceso al MULC pondrán presión en los próximos meses. Sumado a ello, la salida del cepo aun es incierta, y el gobierno da señales de que no tiene apuros en salir. Esta combinación de factores genera incertidumbre sobre la evolución de estos frentes en los próximos meses, pero nos inclinamos a pensar en que habrá un moderado deterioro que puede ser morigerado por el blanqueo.

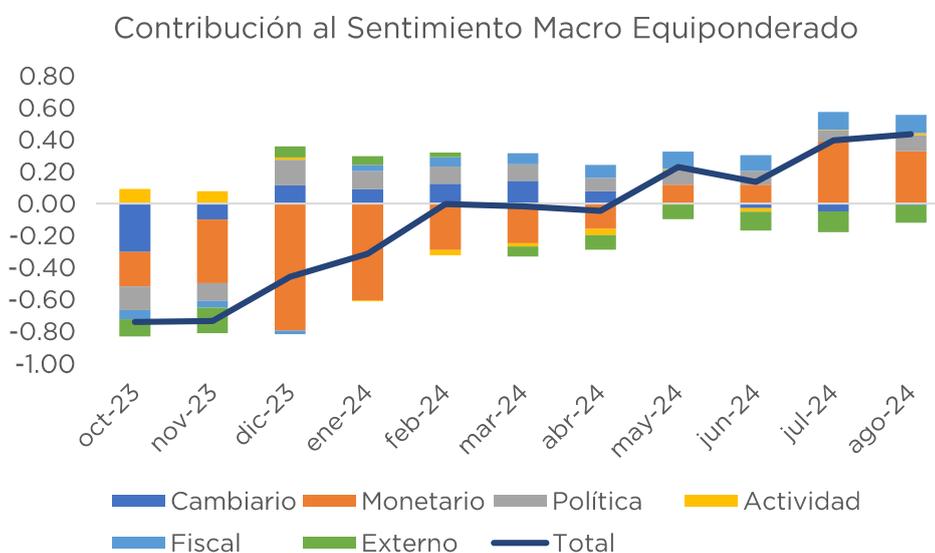
Fundamentals guían a los precios

Actividad

La actividad económica ha sido la pata flaca de la gestión económica, pero es un efecto directo del ajuste fiscal y posiblemente una necesidad transitoria para reducir la inercia inflacionaria. Nuestro subíndice muestra un empeoramiento frente a los niveles de noviembre que, a pesar de la inyección de pesos durante la campaña electoral, ya se encontraba en retroceso. No obstante, somos más optimistas de cara al futuro. En julio se observó un rebote generalizado en los indicadores adelantados de producción y consumo, que se condicen con una marcada suba de la confianza del consumidor, y los primeros datos de agosto apuntan a que la actividad al menos no caerá, aunque no tenemos datos suficientes aún para tener certeza. Si la salida del cepo se materializa, 2025 podría mostrar un considerable rebote a pesar de la profundización del ajuste.

Política

El frente político se ubica en el segundo lugar de los subíndices del Sentimiento Macro. La confianza en el gobierno (50.8% normalizando a 100% el indicador que elabora UTDT) se encuentra por encima de los niveles de sus dos antecesores para esta altura del año, y constituye un ancla casi tan importante como la fiscal. La recuperación de la actividad económica y del salario real pueden traccionar y sostener por un tiempo más estos niveles de aprobación.



Fundamentals guían a los precios

Anexo

Consultatio Sentimiento Macro: variación entre ago-24 y nov-23

Indicador / Variables		Peso	Variables		Valores - Z		
			ago-24	nov-23	ago-24	nov-23	Dif.
Indicador de Sentimiento Macro		100%			0.4	-0.7	1.2
Variables de Actividad	Total Actividad	18.0%			0.1	0.4	↓ -0.4
	Nivel EMAE	6.0%	140	148	0.2	0.7	↓ -0.6
	Nivel Empleo Registrado	7.0%	131	134	0.3	0.6	↓ -0.3
	Crecimiento de salarios reales	3.0%	-9.1%	-8.0%	-1.2	-1.0	↓ -0.1
	Nivel IVA	2.0%	3,891,619	4,064,905	0.7	1.1	↓ -0.3
Variables Fiscales	Total Fiscales	18.0%			0.6	-0.2	↑ 0.9
	Nivel de Resultado Primario (últ 12m)	8.0%	3,670,087	-8,971,891	0.6	-0.4	↑ 1.0
	Nivel de Ingresos (últ 12m)	3.0%	62,521,050	72,696,822	-2.8	-2.1	↓ -0.8
	Nivel de Gasto Primario (últ 12m)	5.0%	58,850,963	81,520,747	2.3	1.1	↑ 1.2
	Nivel de Deuda Flotante	2.0%	1,967,621	4,765,107	1.8	-0.1	↑ 1.9
Variables Externas	Total Externas	18.0%			-0.6	-0.9	→ 0.3
	Balanza Comercial (MULC)	4.0%	2,267	102	1.4	-0.6	↑ 2.0
	Incremento de Deuda Comercial	2.0%	26,524	15,563	-3.1	-1.5	↓ -1.6
	TCRM	8.0%	88	81	-1.2	-1.5	→ 0.2
	Precios de Exportaciones	2.0%	179	183	0.6	0.8	→ -0.1
Precios de Importaciones	2.0%	139	130	-1.0	-0.3	↓ -0.7	
Variables Cambiarias	Total Cambiarias	18.0%			0.0	-0.6	↑ 0.5
	Brecha CCL	6.0%	33.5%	42.0%	-0.2	-0.4	↑ 0.2
	Intervención MULC	6.0%	616	-251	0.3	-0.4	↑ 0.7
	Nivel RRII Netas s/definición FMI	3.0%	-1,177	-8,544	-1.4	-1.9	↑ 0.5
	Nivel Dep. USD S Priv.	3.0%	19,335	14,090	1.0	0.3	↑ 0.7
Variables Monetarias	Total Monetarias	18.0%			1.8	-2.2	↑ 4.0
	Asist. Directa BCRA al Tesoro	2.0%	0	-636,559	0.1	0.7	↓ -0.6
	Nivel BM + PR	8.0%	22,121,990	64,460,014	4.5	-1.7	↑ 6.2
	Inflación Mensual	8.0%	4.0%	12.8%	-0.4	-3.5	↑ 3.1
Variables Políticas	Total Políticas	10.0%			1.0	-1.1	↑ 2.2
	Índice de confianza UTDT	10.0%	2.5	1.4	1.0	-1.1	↑ 2.2

* Se toma el último dato que estaba disponible para cada variable a la fecha analizada.

Notas: los valores-z indican la cantidad de desvíos estándar a la que se encuentra la variable en un momento del tiempo respecto del promedio de todo este año.

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.