



Cuando empiece a salir del cepo no diré nada, pero habrá señales

Resumen y conclusiones

Esta semana el gobierno tomó una serie de medidas que representan un avance en el levantamiento del cepo. El momento elegido para anunciar estas medidas es muy oportuno por un conjunto de factores fundamentales y técnicos:

- La decisión de la FED de recortar las tasas favorece la dinámica de las monedas emergentes, el precio de los *commodities* y un eventual acceso a financiamiento voluntario y/o administración de pasivos;
- La brecha cambiaria se encuentra en mínimos desde mayo y el ancla fiscal sigue más vigente que nunca.

¿Priorizará el gobierno levantar el cepo y unificar el tipo cambiario de manera “sorpresiva” o esperará hasta después de las elecciones como está insinuando?

La distancia entre la narrativa oficial y los hechos tiene su lógica. En nuestra visión, hay que creerle a lo que hace.

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

Cuando empiece a salir del cepo no diré nada, pero habrá señales

Esta semana el gobierno tomó una serie de medidas que representan un avance en el levantamiento del cepo. Entre las más relevantes, 1) se eliminó la restricción de acceso al CCL/MEP para empresas tomadoras de pases o caución en dólares; 2) se eliminó el requisito de informar con 5 días de anticipación si las compras de CCL/MEP superan los ARS 200 millones diarios; 3) se unificó el plazo de restricción cruzada a 90 días (antes 180 días legislación extranjera y 90 ley local).

El momento elegido para anunciar estas medidas es muy oportuno, por una variedad de argumentos fundamentales y técnicos que detallamos a continuación.

La decisión de la FED de recortar las tasas en 50 puntos básicos es crucial para Argentina, sobre todo si tenemos en cuenta los vencimientos en dólares que deberá afrontar el próximo año. En un entorno de tasas internacionales incluso más bajas que las actuales (la FED proyecta que serán aproximadamente 1,5 pp menor hacia fines del año próximo), las operaciones de administración de pasivos y/o acceso a financiamiento voluntario serán potencialmente más simples.

La baja de las tasas internacionales también favorece la dinámica cambiaria del resto de nuestros pares emergentes. En los últimos días las monedas emergentes continuaron apreciándose, con el real brasilero (nuestro principal socio comercial) valorizándose frente al dólar un 3,7% en la última semana. En el corto plazo, esto alivia la presión sobre el tipo de cambio local.

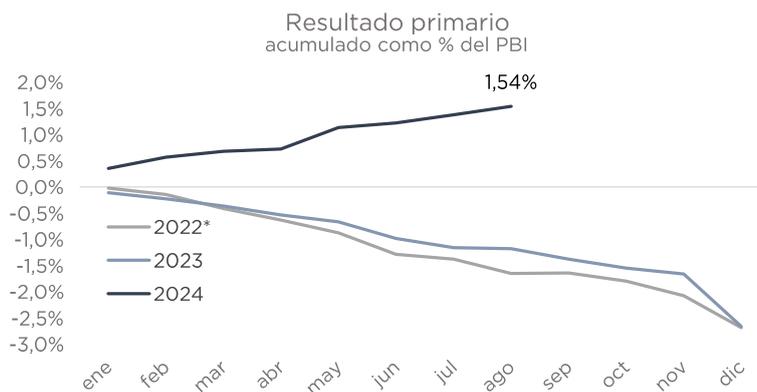
Estos efectos sobre la cuenta capital del balance de pagos tienen una réplica también en la cuenta corriente a través del impacto sobre *commodities*, proxy del estímulo de la demanda global. Acompañando el esperable debilitamiento del dólar, el precio de las materias primas tomó impulso con subas para el petróleo y para la soja (entre otras). Si bien aún no fue suficiente para compensar plenamente la corrección de casi 20,0% que lleva en el año, la soja acumula una suba de 7,6% en las últimas semanas que la aleja de los mínimos de USD 345. Y la señal de baja de tasas hacia adelante da margen para que la recuperación de los precios continúe.

El timing de los anuncios también resulta oportuno en el contexto local. La brecha cambiaria volvió a comprimir hasta 26%, el menor nivel desde mayo, favorecida por los flujos del blanqueo (liquidación de dólares para enfrentar pagos de Bienes Personales en pesos) y el CCL se ubica en términos reales en los niveles previos a las elecciones PASO de 2019.

Cuando empiece a salir del cepo no diré nada, pero habrá señales



Complementariamente, el ministerio de Economía dio a conocer que en agosto las cuentas fiscales volvieron a registrar superávit primario y financiero. En lo que va del año, el superávit primario acumulado asciende al 1,54% del PBI y el financiero a 0,35%, dejando un margen para los próximos meses en los que la baja del impuesto PAIS impactará sobre la recaudación. En otras palabras, el ancla fiscal está más vigente que nunca.



¿Priorizará el gobierno levantar el cepo y unificar el tipo cambiario de manera “sorpresiva” o esperará hasta después de las elecciones como viene señalizando desde hace un tiempo? El timing y la forma de la remoción de las restricciones cambiarias del cepo son relevantes en términos macro y de estrategia de mercado. El gobierno apuesta a un escenario en el que la brecha cierra de arriba hacia abajo, es decir, sin salto del tipo de cambio oficial, aunque señala que para eliminar las restricciones se deben cumplir una serie de requisitos que fueron incrementándose en los últimos meses. Hoy, implícito en la narrativa del gobierno podría especularse que lo está proyectando para después de las elecciones legislativas del año que viene.

Cuando empiece a salir del cepo no diré nada, pero habrá señales

Nuestra visión es diferente. Y creemos que está alineada con lo que el gobierno hace, más que con lo que dice. Entendemos que medidas como las de esta semana allanan el camino hacia la unificación cambiaria, con el gobierno reservándose la discreción para llevarla a cabo cuando encuentre circunstancias propicias (léase brecha baja que minimice el “salto”). Una cuenta capital menos “encepada” facilitará el acceso a las divisas que demanda el 2025 y contribuirá a liberar restricciones para un crecimiento más sostenido.

En nuestra visión la falta de correspondencia entre la narrativa oficial y los hechos es completamente lógica: las devaluaciones no se anuncian. De otra manera el mercado se adelantaría ajustando precios, atrasando liquidación de exportaciones y adelantando pagos de importaciones, lo que terminaría erosionando el efecto del ajuste cambiario. Pero lo cierto es que dilatar la salida del cepo implica menor crecimiento en el mediano/largo plazo y dificulta la acumulación sostenida de reservas. Es probable entonces que el gobierno continúe con una política de levantamiento gradual de restricciones antes de una unificación del tipo de cambio.

Esta es la visión detrás del posicionamiento el fondo Consultatio Balance, que refleja la visión de la casa. Más detalles sobre el posicionamiento y sus las principales convicciones pueden verse aquí ([link](#)).

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.