



# El último baile del MULC

## Resumen y conclusiones

La implementación del nuevo dólar soja formalizó el abandono del régimen cambiario actual tal como lo conocemos hasta hoy. El éxito que tuvo en su debut vuelve muy difícil de imaginar cómo hará el gobierno para no renovarla tras su vencimiento, o como evitar tener que generalizarla a otros sectores.

El esquema híbrido que quedó configurado ratifica la hoja de ruta planteada en etapas de Rubinstein, pero requiere de ajustes importantes en un plazo relativamente breve, porque tiene limitaciones importantes: i) en los hechos es un desdoblamiento invertido, con tipo de cambio comercial mas caro que el financiero; ii) se traduce en un mecanismo de adquisición de reservas muy costoso; iii) tiene impactos monetarios que pueden terminar neutralizando los beneficios de acumulación de reservas; iv) agrega presión en la brecha/tasas en el corto plazo, y; v) no resuelve uno de los principales problemas del esquema actual: la demanda de divisas por turismo y ahorro.

Esta “etapa 1” es necesariamente de transición. El regreso del ministro de su gira por EE.UU. debería traer novedades que complementen las medidas tomadas esta semana.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Tomas Ruiz**  
**Palacios**  
Estratega de Renta  
Fija

**Melina Costanzo**  
Analista

**Dan Gonen**  
Analista

+54 11 2206 2206

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

## El último baile del MULC

Con la formalización del USD soja de esta semana el gobierno dio un paso clave en una nueva dirección: el abandono del régimen cambiario tal cual como lo conocemos hasta hoy.

El exitoso debut de la medida vuelve muy difícil imaginar cómo el gobierno podrá hacer para no renovarla después de su vencimiento a fin de mes si, en el escenario más optimista de liquidación de USD 5,000 millones, las reservas seguirán estando en estado crítico.

Esta necesidad oficial es reforzada por varios interrogantes del sector privado: ¿por qué el sector agropecuario aceptaría volver a liquidar volúmenes razonables de soja al precio anterior? ¿Qué es lo que distingue a la soja de otros cultivos o bienes exportables? Si la respuesta es el impacto sobre los alimentos, entonces ¿deberíamos esperar que se repliquen las mismas condiciones para, por ejemplo, la minería y software? ¿Seguirán exportando de la misma manera el resto de los sectores mientras dure esta incertidumbre? Todos estos interrogantes tienen una respuesta común: el nuevo esquema que incorpora al USD soja es transitorio y el cambio de condiciones hacia un nuevo régimen cambiario no tiene vuelta atrás.

### Plan Rubinstein: etapa 1 en marcha

La medida pone de manifiesto que a grandes rasgos la hoja de ruta que está siguiendo el ministro es la trazada por el viceministro Rubinstein en el documento filtrado hace un par de semanas. Mas aún, su éxito inicial reafirma el valor de varios elementos de ese diagnóstico, a saber: i) la llamada “restricción externa” es en realidad un problema de tipo de cambio real; ii) la transición hacia un nuevo nivel de tipo de cambio real incluye un cambio de régimen que debe hacerse en etapas; iii) el tipo de cambio contado con liquidación (CCL) actual no es una buena referencia para proyectar el nivel de equilibrio a donde hay que converger. Con una brecha de 40% (CCL 280 vs 200 USD soja), la cuenta corriente puede empezar a destrabarse a una velocidad importante.

## El último baile del MULC

Si bien el abandono del régimen cambiario actual está lanzado y el esquema final al cual se apunta a converger está también bastante bien caracterizado, la transición presenta desafíos de implementación importantes. El principal es que hoy tenemos un esquema híbrido que tiene inconsistencias importantes que no pueden ser sostenidas por mucho tiempo. A continuación, destacamos las limitaciones más relevantes:

**1. Desdoblamiento invertido:** en un esquema clásico de desdoblamiento cambiario se distinguen dos tipos de cambio: uno comercial, más apreciado por donde se cursan operaciones de la cuenta corriente del balance de pagos (importaciones y exportaciones) y otro financiero, donde se canalizan las operaciones de financiamiento o de capital. En la situación actual esto está invertido: el USD soja es más alto que el de la A3500 (oficial) que rige los contratos de futuros y que ajusta los bonos del gobierno. Si con el paso del tiempo más rubros empiezan a asimilarse al tratamiento del USD soja, el tipo de cambio oficial corre riesgos de convertirse en “testimonial” y más “financiero”. ¿Quién tendrá interés en conservar/comprar esos bonos como mecanismo de cobertura hacia adelante? Dónde irán esos fondos, ¿a brecha? Si no se despeja pronto, este puede ser convertirse en problema serio de financiamiento para el gobierno en los próximos meses.

**2. Acumulación de reservas muy costosa:** un detalle ampliamente divulgado esta semana es que el costo de la adquisición de reservas subió notablemente a partir del USD soja. El mecanismo es simple, y lo ilustramos con un ejemplo estilizado a partir de datos preliminares de esta semana: el Banco Central compró USD 1408 de “USD soja” a un tipo de cambio de 200. Para eso emitió ARS 281,600. Simultáneamente, vendió para importaciones 551 millones a un tipo de cambio de 140 (recibió ARS 77.140 millones). En términos netos, terminó acumulando USD 857 millones para reservas habiendo emitido para ello 204.460 millones. Esto es equivalente a haber comprado reservas a un tipo de cambio implícito de \$ 239.

## El último baile del MULC

**3. Impacto monetario puede terminar compensando los beneficios:** La importancia de acumular reservas desde estos niveles no tiene forma de subestimarse. Sin embargo, hacerlo en las condiciones descritas presiona notablemente sobre la cantidad de pesos en circulación (inflación) y/o las necesidades de esterilizar (tasas de interés) del Banco Central.

**4. ¿Dónde van los pesos que sobran?:** Después de un período inédito de brecha por encima de 100%, de repente el sector agropecuario que está liquidando exportaciones a un TC de 200 se ve frente a la posibilidad de dolarizar a 280, es decir, con una brecha de “apenas” 40%. En un mercado chico como el argentino, no hace falta de que esa tentación sea tan generalizada para que presione sobre los precios.

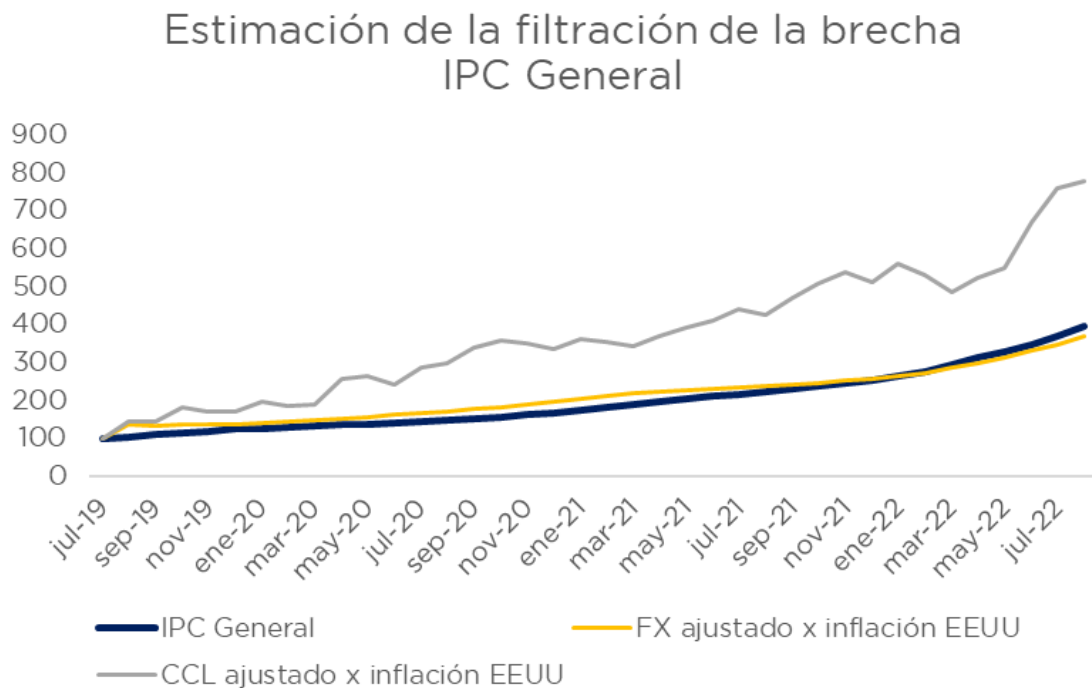
**5. Implementación fragmentada:** a su manera, con costos no despreciables, el USD soja es una forma de resolver el problema de la oferta de divisas. Lo verdaderamente llamativo de la iniciativa oficial es que todavía no se haya implementado nada para atender al problema de la demanda de divisas. Hay dos ejemplos con dimensión macroeconómica que vale la pena destacar: el turismo y el USD ahorro. Eliminarlos del menú mediante la habilitación de un tipo de cambio financiero (¿CCL?) permitiría acumular reservas a un ritmo mucho mayor prácticamente sin costos. Este elemento sin dudas deberá ser incorporado en el nuevo régimen cambiario que reemplace al MULC.

### Cuesta imaginar un salto discreto

La motivación para toda esta creatividad cambiaria es fácil de comprender: devaluar el tipo de cambio oficial en las actuales condiciones es completamente inviable por el impacto que tendría para la inflación. Aun considerando la inflación en USD que acumuló Argentina desde Jun-21 y que lleva 28,5% sólo en los últimos 12 meses (20 puntos arriba de la internacional) se puede afirmar con bastante certeza que, en promedio, la brecha cambiaria todavía está muy poco reflejada en los precios locales.

## El último baile del MULC

Para ilustrar el punto consideremos la evolución de los precios locales ajustados por inflación internacional de distintos grupos de bienes desde que apareció nuevamente la brecha. La evolución del índice general puede verse en el gráfico y la descomposición de los principales componentes en la tabla siguiente.



### Filtración de la brecha en los precios de la economía

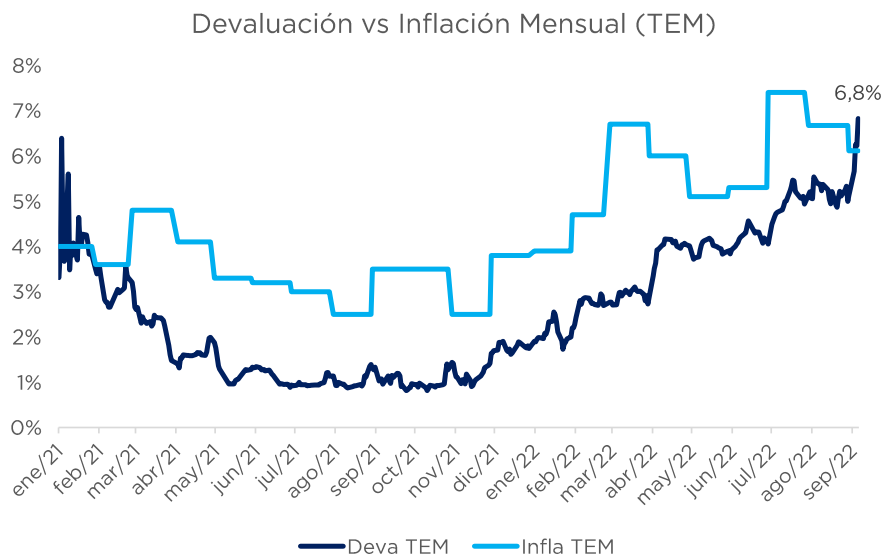
	Inflación general	Alimentos	Bienes	Servicios	Regulados	Indumentaria
may-22	6%	13%	22%	-19%	-34%	84%
jun-22	4%	9%	16%	-13%	-25%	63%
jul-22	6%	8%	16%	-10%	-21%	59%

Fuente: Consultatio en base a INDEC.

## El último baile del MULC

### ¿Alcanza este esquema para llegar a las elecciones?

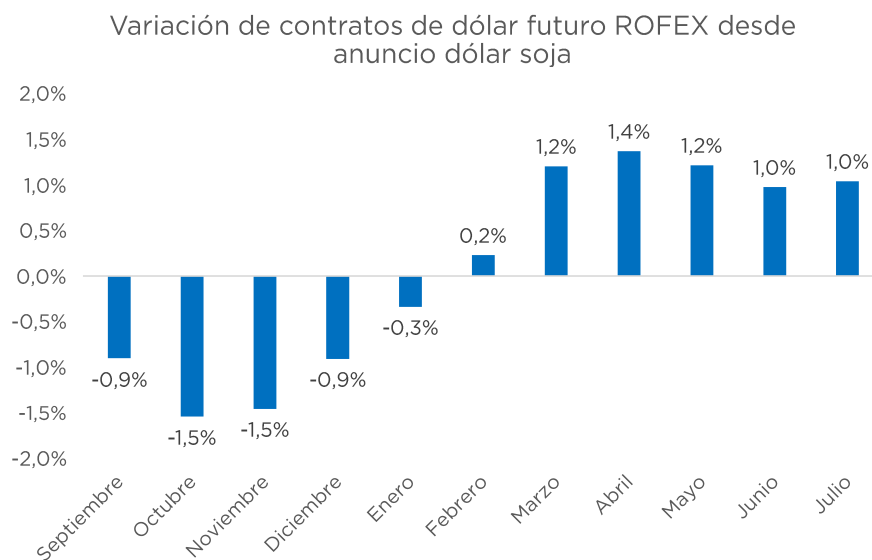
En simultáneo con la implementación del USD soja, esta semana el gobierno implementó dos medidas. La primera: comenzó a acelerar muy fuertemente el ritmo de la devaluación, incluso (posiblemente) por encima de la inflación, algo que hace mucho no sucedía. Nota: para el siguiente gráfico, se toman las expectativas de mercado (breakevens) como datos de inflación de agosto y septiembre.



La segunda medida y que quizás responde mejor a esta pregunta es la extensión hasta fin de año de la Comunicación A 7532, norma que agravó las restricciones para importar bienes y servicios y que repercutió en un descenso en el nivel de actividad desde julio (la actividad industrial de dicho mes se contrajo 1,2% m/m). Es decir: incluso con el dólar soja en carpeta y USD 5.000 MM comprometidos a liquidar, el gobierno debió mantener esta costosa restricción a las importaciones. Por ello, vemos evidente que volver al esquema previo y mantenerlo sería indudablemente inviable.

## El último baile del MULC

Vemos que la reacción de mercado convalida esta visión. Los contratos de dólar futuro de ROFEX más cortos, que asignaban algo de chances a un salto discreto, cayeron de precio (es decir, el dólar soja descomprimió las expectativas de corto). Sin embargo, los más largos mantuvieron la tendencia al alza, validando nuestra conclusión del párrafo anterior.



Fuente: Consultatio en base a ROFEX.

El camino hasta las elecciones 2023 es todavía demasiado largo. Es claro que el USD soja contribuyó a descomprimir la presión de corto plazo, pero todavía no es evidente que este esquema híbrido pueda funcionar sin un salto discreto del tipo de cambio oficial hasta mediados del año que viene. En el corto plazo, vemos la presión desplazándose a la brecha.

El regreso del ministro de su gira por EE.UU. debería traer también novedades en términos de avales del FMI para poder completar el cambio de régimen cambiario, al que todavía le quedan varias etapas por implementar.

**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 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 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.