



Nubarrones en el frente cambiario

Resumen y conclusiones

La delicada situación del frente cambiario se complicó aún más en los últimos días. Si bien en el margen la liquidación del último “dólar agro” mejoró esta semana, no fue suficiente para revertir el panorama y las condiciones de flujo continúan empeorando.

A su vez, las condiciones de stock tocaron un nuevo piso: las reservas netas ya son negativas y en el orden de los mil millones de dólares, algo no visto desde fines de 2015.

En este contexto, el desafío para el gobierno ahora parece ser llegar a las elecciones sin un salto cambiario. El mercado no confía en ello, aunque se baraja la posibilidad de un adelantamiento de los desembolsos programados para este año por parte del FMI. El ardid de la cuestión es que, de confirmarse, difícilmente venga sin condicionalidades y lo más probable es que se requiera de un cambio en el actual esquema cambiario.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

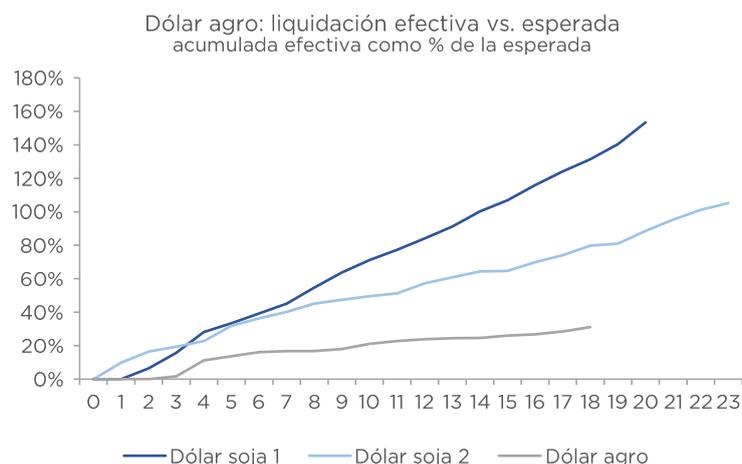
Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Nubarrones en el frente cambiario

La disparada de los dólares financieros dos semanas atrás evidenció, por si alguna duda quedaba, el profundo deterioro de las condiciones en el frente cambiario. El problema es doble: tanto los flujos como los stocks están con diagnóstico reservados. En términos de flujos, el impacto de la sequía sobre la liquidación del agro no pudo ser morigerada aún por el último dólar agro, cuyos resultados no generan entusiasmo ni en el mercado ni en el gobierno. Como contrapartida, el stock de reservas brutas alcanzó su nivel más bajo en la gestión Fernández y las reservas netas se tornaron negativas en casi mil millones de dólares, el peor registro desde fines de 2015.

Las herramientas para evitar un salto cambiario se reducen, y en este contexto el gobierno habría solicitado el adelanto de los desembolsos pendientes para este año por parte del FMI - en torno a los 10,800 millones de dólares. Pero de aprobarse, difícilmente venga sin condicionalidad alguna. De alguna u otra forma, el actual esquema cambiario - con un tipo de cambio real artificialmente apreciado - deberá ser modificado. La incógnita pasa por qué tipo de solución se propondrá. ¿Devaluación, desdoblamiento o se continuará con la mamushka de cepos?

Los flujos están complicados. La última versión del “programa de incremento exportador” no viene dando los resultados que esperaba el gobierno. Dieciocho ruedas han pasado desde su implementación, y la liquidación acumulada sólo alcanzó el 31% de la meta inicialmente fijada por el gobierno (6,000 millones de dólares). En comparación, a esta altura del partido el primer “dólar soja” de septiembre pasado había acumulado una liquidación equivalente al 131% de la meta inicial (5,000 millones) mientras que el “dólar soja” de diciembre alcanzaba un 80% de la meta (3,000 millones).



Nubarrones en el frente cambiario

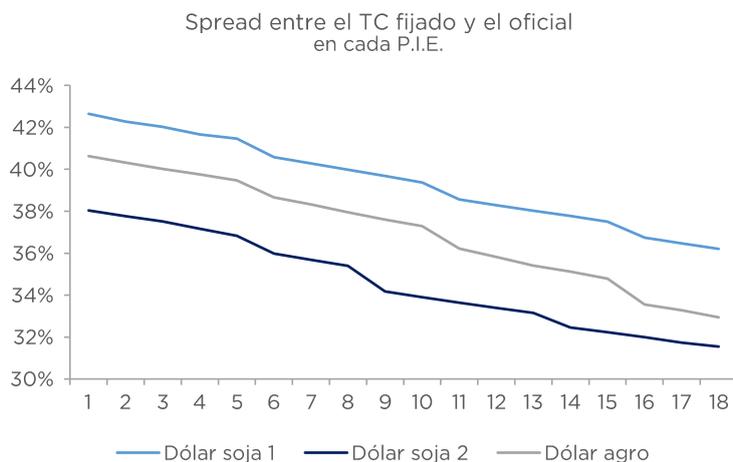
Si, en cambio, miramos la evolución de las compras netas de divisas por parte del BCRA la situación se torna más alarmante. El saldo acumulado es favorable pero apenas alcanza los 180 millones de dólares. En contraste, a esta altura el Central acumulaba compras netas por 4,279 millones y 1,243 millones de dólares durante el dólar soja 1 y el dólar soja 2 respectivamente.

Por detrás de esto se encuentra un panorama cambiario que se vio drásticamente alterado entre los primeros dos esquemas de dólar soja y el nuevo dólar agro. La combinación de liquidación adelantada durante los primeros dos esquemas, junto con el impacto de la sequía en los stocks, derivó en una caída de la oferta de dólares a la par de una demanda por importaciones que aún se mantiene elevada y que viene siendo atendida de manera discrecional. En abril, la liquidación del sector cerealero-oleaginoso alcanzó los 2,435 millones de dólares frente a unos 3,171 millones un año atrás, es decir, una caída de 23%.

Es cierto que en la semana que pasó la liquidación promedio del dólar agro aumentó, pero a medida que pasan los días el esquema pierde atractivo. El comienzo fue especialmente flojo por las fuertes diferencias entre los precios (en pesos) ofertados por los exportadores y los demandados por los productores, aunque en el caso de la soja la situación se regularizó en gran medida. La liquidación promedio entre el martes y ayer fue de 102 millones diarios, frente a unos 58.4 millones una semana atrás.

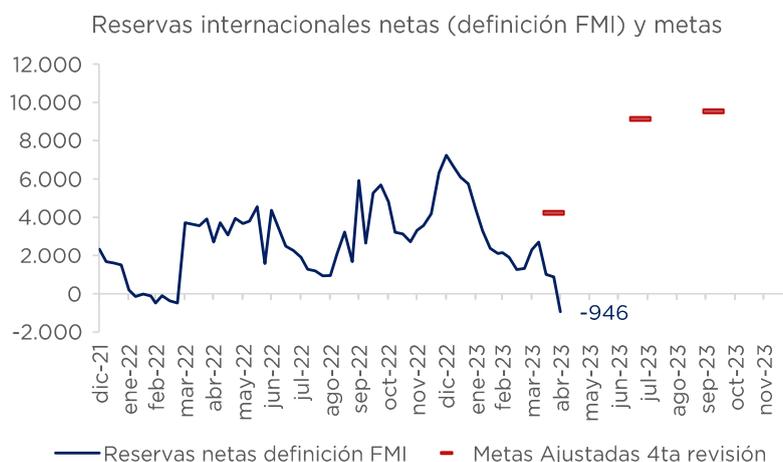
Pero el avance de la inflación y la aceleración del ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial implican que los exportadores tienen incentivos para liquidar más temprano que tarde. El spread entre el tipo de cambio fijado en el programa (de 300 pesos en su última versión) versus el tipo de cambio oficial mayorista ayer tocó el 32.9%, levemente por encima del 31.5% en la 18° rueda del dólar soja 2, pero claramente por debajo del 36.2% alcanzado a esta altura durante el primer esquema.

Nubarrones en el frente cambiario



La diferencia de atractivo entre el dólar soja 1 y su última versión se debe a dos factores. En primer lugar, el primer esquema arrancó de entrada con un spread más alto frente al dólar oficial en comparación a las otras dos versiones. Pero además de ello, ante la aceleración inflacionaria y el menguante stock de reservas (y en medio de una corrida), en los últimos días el Central se vio obligado a acelerar el ritmo de devaluación. Tomando un promedio móvil de 5 días, la devaluación anualizada alcanzó un pico de 164% el 26 de abril, aunque se moderó a 131% ayer. Pero tan sólo 30 días atrás la depreciación anualizada no superaba el 110%.

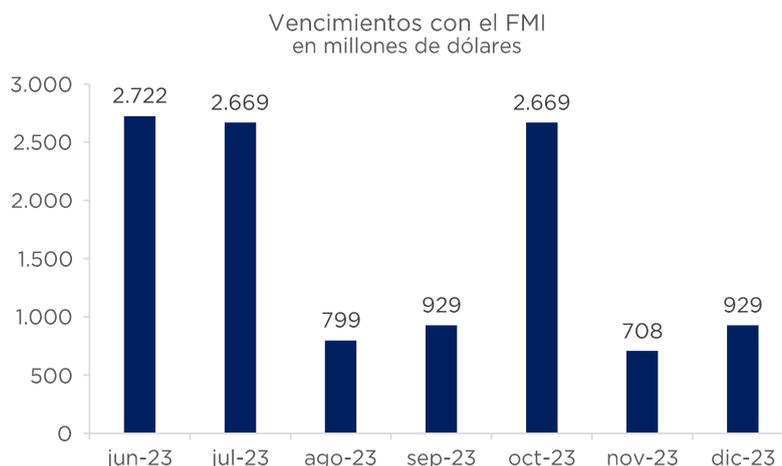
En este contexto, y a pesar del impulso que tomó la liquidación del agro en la última semana, la dinámica de intervención del BCRA en el MULC sigue sin mejorar y las reservas netas pasaron a ser negativas en 946 millones de dólares, tratándose del peor registro de la gestión de Alberto Fernández.



Nubarrones en el frente cambiario

Pero los próximos meses también serán complicados en términos de balance cambiario. Además del efecto de la sequía y de que los incentivos del sector agropecuario a liquidar son cada vez menores, el superávit comercial tiende a reducirse respecto a abril/mayo y el gobierno debe enfrentar pagos de intereses de la deuda en dólares por aproximadamente 1.000 millones. Mientras tanto, no es trivial que el oficialismo aun no haya definido sus candidatos para competir en las próximas elecciones y la incertidumbre electoral no cede (tampoco desde el lado de la oposición).

Hasta entonces, la última esperanza del “plan llegar” descansa en la posibilidad del gobierno de obtener fondos frescos del FMI en el curso de los próximos meses. Según trascendió, en el caso de que la definición sea favorable para el gobierno, recibiría 10,811 millones de dólares que incluyen los desembolsos correspondientes a lo que resta del año. Aun así, la foto a fin de año no cambiaría sustancialmente ya que los vencimientos con el Fondo en el mismo período están por encima y alcanzan los 11,425 millones de dólares.



Pero su eventual aprobación difícilmente se daría para sostener un esquema cambiario que bajo cualquier óptica luce insostenible. El gobierno se aferra a la idea de evitar un salto cambiario, aunque sí ha mostrado mayor disposición para acelerar el ritmo de crawling peg. No obstante, es esperable que la decisión de adelantar los desembolsos venga acompañada de alguna condicionalidad extra en lo que respecta al régimen cambiario.

Nubarrones en el frente cambiario

En ese sentido, la intención del FMI no sería sostener la situación actual, sino forzar modificaciones en el régimen actual cambiario con un mayor respaldo en reservas. En el menú de opciones se encuentra un desdoblamiento cambiario, tal vez la solución menos mala en el corto plazo, aunque tampoco descartamos que se pida una devaluación moderada. En todo caso, las decisiones que se tomen en las próximas semanas estarán pensadas para evitar una mayor disrupción en el mercado cambiario cuando la estacionalidad juegue en contra y el ruido electoral se vuelva más poderoso. El mercado no está tan convencido: los futuros de ROFEX volvieron a rebotar durante la rueda de hoy y las implícitas se ubican entre 170% y 198% de TNA en el caso de los contratos más largos.

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
jehague@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.