



Agotando los cartuchos

Resumen y conclusiones

Finaliza una semana signada por las idas y vueltas en torno al pago al FMI. En concreto, el ministro Massa anunció públicamente días atrás que el vencimiento de capital sería afrontado con un préstamo puente de la CAF y que el resto sería financiado activando el segundo tramo del swap con China.

Llamó entonces mucho la atención el dato oficial que apuntó a una caída en la posición en oro del BCRA por un monto que coincidía con lo que faltaba para hacer frente al vencimiento de capital, y tal vez fue más sorprendente el anuncio de que el vencimiento de intereses será financiado con DEGs del Tesoro de Qatar en concepto de un nuevo préstamo puente hasta que llegue el desembolso del Fondo.

En un contexto sumamente delicado para las reservas internacionales, da la impresión de que el BCRA está procurando no quemar los yuanes del segundo tramo al mismo ritmo que el primero. De todas formas, sostenemos que el gobierno tratará de posponer un salto cambiario para después de las elecciones generales, posiblemente combinando una aceleración del ritmo de crawling-peg y un fuerte apretón a las importaciones. Y la actividad económica y la inflación tomarán nota.

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

Agotando los cartuchos

Finaliza una semana signada por las idas y vueltas en torno al pago al FMI. En concreto, esta semana vencían unos USD 2.700 millones en concepto de capital y otros 800 millones por intereses. El ministro Massa anunció públicamente días atrás que el vencimiento de capital sería afrontado con un préstamo puente de la CAF por USD 1.000 millones y que el resto sería financiado activando el segundo tramo del swap con el Banco Popular de China (BPC), teniendo en cuenta que del primer tramo sólo quedaba un remanente de USD 1.300 millones.

Llamó mucho la atención ayer, la publicación del balance semanal del Banco Central, en la que se conoció que la posición de oro había caído USD 400 millones el mismo día del pago, cifra que coincidía con lo que faltaba para hacer frente al vencimiento. El mercado entendió esto como un indicio de que tal vez el segundo tramo no habría sido activado realmente, lo cual explicaría también la fuerte reducción de pagos de importaciones con yuanes observada en los últimos días.

El Banco Central salió rápidamente a aclarar que no se había utilizado el oro con tal fin, y que el balance simplemente “refleja operaciones financieras habituales para mejorar la rentabilidad de las reservas”. En diversos medios se informó que días antes del pago se había realizado un repo con el Banco de Basilea con el oro como colateral para ganar liquidez, pero que finalmente no fue necesario utilizarlo, y que la posición de oro volvería a su nivel previo en los próximos días.

Tal vez fue más sorprendente el anuncio de las últimas horas de que el vencimiento de intereses pagadero hoy será financiado con DEGs del Tesoro de Qatar en un nuevo préstamo puente hasta que llegue el desembolso del Fondo.

Da la impresión por lo tanto de que el Central está procurando no quemar los yuanes del segundo tramo al mismo ritmo del primer tramo, tal vez por presión del propio BPC. Pero a todas luces, la presión sobre las reservas está al máximo, con las netas alcanzando los USD -10.000 millones. Los cartuchos para intervenir se están agotando, y el mercado se pone nervioso: el CCL saltó 6% en la última semana.

De todas formas, sostenemos que el gobierno tratará de posponer un salto cambiario para después de las elecciones generales. No será tarea fácil, pero es posible que para hacerlo se combine una aceleración del ritmo de crawling-peg, como vimos en esta semana, y un fuerte apretón de las importaciones. De ser esta la estrategia a seguir, tanto la inflación como la actividad económica tomarán nota en las próximas semanas.

Agotando los cartuchos

Más cepo, menos actividad y más inflación

Comenzó agosto y los empresarios se despertaron con un nuevo cepo tras que el pago al Fondo lleve a las reservas netas a un nuevo mínimo histórico. De acuerdo a múltiples reportes, la AFIP recortó en al menos un 25% el monto autorizado para la compra de dólares según el sistema de Capacidad Económica Financiera (CEF).

Con las importaciones manteniéndose firmes y con las reservas por el subsuelo, al gobierno le resulta cada vez más desafiante sostener el trade-off entre actividad y acumulación de reservas que discutimos en nuestro informe “El incómodo trade-off” ([link](#)). Los flujos tampoco ayudan, y el desembolso del FMI que, se espera, llegue en agosto no altera este panorama. En este contexto, es muy probable que en adelante se profundicen las restricciones para acceder al MULC.

La decisión de sostener las importaciones ha tenido sus frutos, y es de los pocos logros que puede mostrar la actual gestión de cara a las elecciones. A pesar de una sequía histórica que en los primeros 5 meses del año llevó a la producción agropecuaria a desplomarse 29%, el PBI se contrajo apenas 1,3% gracias a un incremento de la producción no agropecuaria del 1% en el mismo período.

Pero bajo distintas métricas, las importaciones se encuentran en niveles más elevados de lo que sugeriría el nivel de actividad económica (incluso corrigiendo por agro). Dos factores explican este fenómeno, que en última instancia son las dos caras de una misma moneda: el atraso del tipo de cambio real y la brecha cambiaria.

Ratio importaciones de bienes (exc energía) vs EMAE
Base caja - sin estacionalidad - ajustadas por inflación; jun-23 est



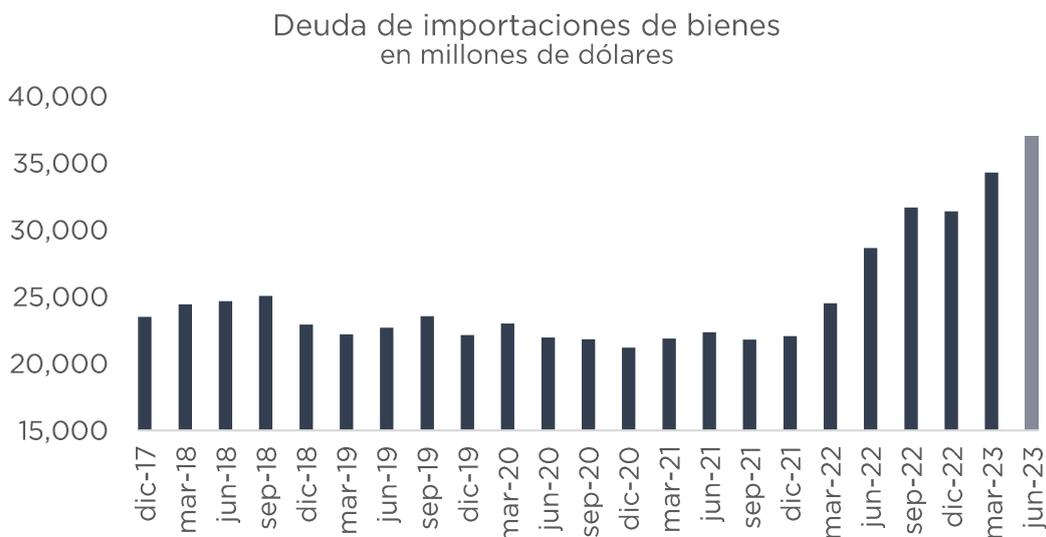
Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA e INDEC

Agotando los cartuchos

Con un tipo de cambio real en niveles de mayo de 2018, previos a la devaluación de ese mismo mes, y con una brecha que se mantiene por encima del 100%, se generan fuertes incentivos para adelantar importaciones y acumular stock, e incluso para sobrefacturarlas -un problema varias veces denunciado por las autoridades.

Además de sostener los pagos de importaciones a costa de utilizar reservas que no se tienen, la otra pata que sostuvo las cantidades importadas fue la deuda comercial, que creció fuertemente desde que en marzo de 2022 el Central dispuso un plazo de 180 días para el acceso al MULC y que luego fue reducido a 60 para algunos sectores considerados estratégicos por el gobierno, como el automotriz.

De hecho, desde fines de marzo de 2022 la deuda comercial de los importadores aumentó unos USD 12.500 millones, de los cuales unos uno 8.500 se concentraron en los últimos 12 meses hasta junio, llevando el stock total a unos USD 37.000 millones. El financiamiento en general proviene de empresas del mismo grupo (en promedio explica un 50% del financiamiento tanto de importadores como de exportadores). Es difícil estimar cuánto más puede estirarse este financiamiento, pero lo cierto es que todo lo que no se pague hoy impactará en el balance externo del próximo gobierno.

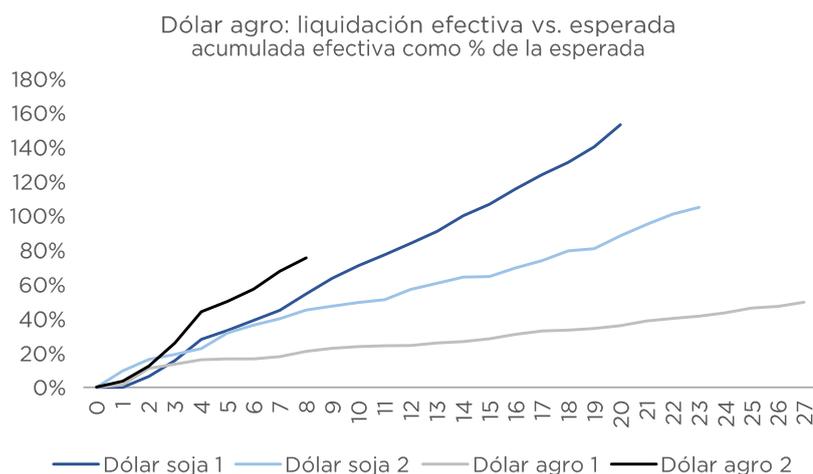


Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA e INDEC

Agotando los cartuchos

Ante la situación límite de los flujos, el gobierno dispuso una nueva edición del dólar agro con acuerdo explícito con el Fondo, que demandó medidas que apunten a mejorar la situación cambiaria y fiscal como explicamos en nuestro informe de la semana pasada, “Puente a diciembre” ([link](#)). La buena noticia es que a tan solo nueve ruedas de su implementación los resultados vienen siendo mejor a lo esperado, incluso por el propio gobierno.

La liquidación acumulada alcanzó el 76% de la meta inicialmente fijada por el oficialismo (USD 1.513 millones versus USD 2.000) y el BCRA repuntó su performance en el MULC acumulando compras netas por USD 1.054 M en el marco del nuevo programa, aunque no lo suficiente para dar vuelta el partido. Dicho esto, debemos tener en cuenta también que la mayor acumulación de reservas podría estar siendo ayudada por un freno en los pagos de importaciones a causa de la adecuación de los sistemas a las nuevas regulaciones, algo que asumimos será transitorio, pero también por las barreras administrativas.



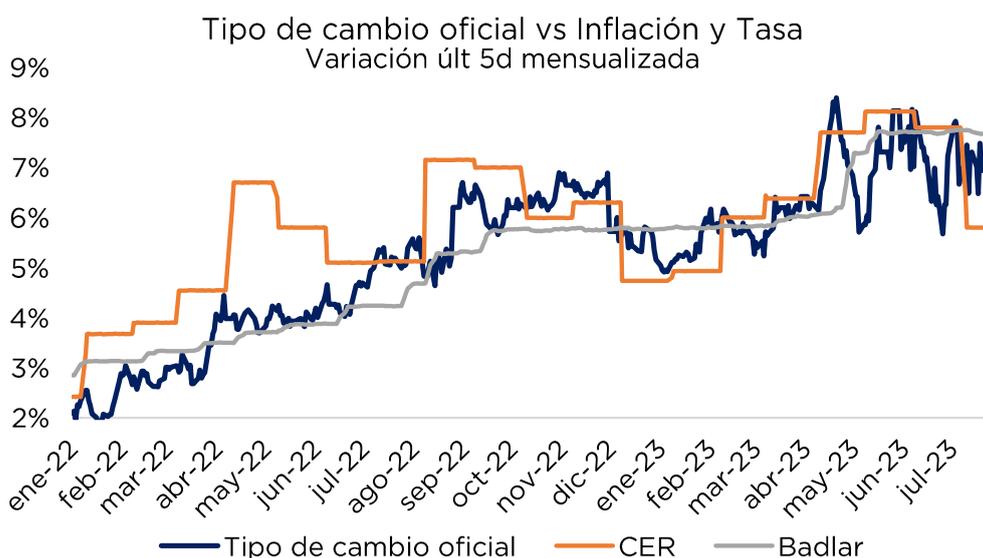
	2023p
Cuenta Corriente	-5.815
Bza Comercial	9.613
Bza Servicios	-6.376
Intereses	-8.746
Dividendos	-335
Ingresos secundarios	30
Cuenta Financiera	-12.394
IED	1.056
Portafolio	13
Deuda	-3.817
FMI	-1.724
Otros OOI	1.213
Atesoramiento	-1.191
Venta de bonos	-3.462
Otros	-4.482
Cuenta capital	19
Variación RRII	-18.190
Stock de RRII netas (dic)	-7.348

Fuente: Consultatio Financial Services en base a estimaciones propias.

Incluso asumiendo que el nuevo dólar agro continúa a este ritmo, y con una nueva edición orientada a la soja que el mercado ya descuenta, los flujos no alcanzan para que las reservas netas vuelvan a terreno positivo. Ya estando en zona desconocida, el 2023 cerraría con una caída de reservas netas de USD 18.190 M, lo que implica terminar el año electoral en un nivel cercano a los USD 7.300 M negativos, incluso por debajo del mínimo histórico registrado en la transición presidencial de 2015.

Agotando los cartuchos

¿Cómo se resuelve esta encrucijada sin convalidar un salto cambiario? Creemos que la estrategia de corto plazo será una combinación entre un fuerte cerrojo de las importaciones y una aceleración del ritmo de crawling-peg. Un poco de ello ya lo vimos: en las últimas 5 ruedas el ritmo de devaluación diario se aceleró hasta un 9,2% mensualizado.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA.

Pero esto tendrá un impacto sobre la actividad económica y la inflación, justo en un momento que el gobierno necesita imperiosamente mostrar buenos resultados. En este sentido, esperamos que la caída anual del PBI se modere a 2.5% promedio frente a nuestra expectativa previa de 3%, pero el grueso de la caída se concentrará en el tercer trimestre.

A su vez, la aceleración del crawling-peg le pone un piso a la inflación de los próximos meses, y entre las PASO y las generales se conocerán tres datos, uno “bueno” (julio) y dos malos. El problema es que además de la presión macro vía el tipo de cambio, los factores microeconómicos que explicaron la desaceleración de los últimos meses se van a dar vuelta. El precio mayorista de la carne saltó 20% en los últimos días y es uno de los ítems de mayor peso en la canasta del IPC. Además, el impuesto PAIS sobre importaciones y exportaciones encarecerá una amplia gama de bienes y servicios. Y la estacionalidad de algunos rubros, en especial la vestimenta, comienza a pegar con fuerza en septiembre. En este sentido, es factible que se retome un ritmo de inflación en torno al 8% justo antes de las elecciones generales.

Agotando los cartuchos



Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mercado Agroganadero

Si bien la presión devaluatoria se incrementa, sostenemos nuestra visión de que el gobierno hará todo lo posible para postergar los ajustes para después de las elecciones. Las estrategias oficiales adoptadas en materia cambiaria, como la intervención con bonos para contener la brecha, la “devaluación fiscal”, la aceleración del crawling-peg y el apretón sobre las importaciones respaldan esta creencia. Lo cierto es que la devaluación puede dilatarse, pero no evitarse. Demorar el ajuste no es gratuito, e implicará un mayor esfuerzo para la próxima gestión.

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 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.