

Informe de mercado | 31 de julio 2024

Novedades financieras del mes de julio

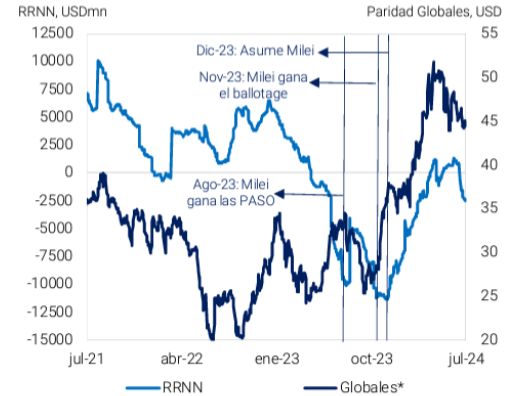
La volatilidad que comenzó a experimentarse durante el mes de mayo, y se profundizó en junio, continuó durante el mes de julio en virtud la percepción por parte del mercado de que el tipo de cambio oficial se apreció de manera importante y esto generó un freno en el proceso de compra de divisas que venía realizando el Banco Central desde diciembre del año pasado.

El último viernes de junio, en una conferencia de prensa en conjunto entre el Ministro de Economía y el Presidente del Banco Central, se anunció una nueva fase (la Fase 2) en el plan de Saneamiento del Banco Central. En dicha conferencia se anunció la intención de migrar los pases Pasivos del BCRA a Letras emitidas por el Tesoro y la intención de recomprar la mayor parte de los PUTS en favor de los bancos, de manera de eliminar los factores endógenos de emisión monetaria y continuar con la profundización del proceso de desinflación. Se anunció también, que la salida del CEPO y/o algún ajuste en la política cambiaria estaría sujeta a la finalización con éxito de la Fase 2, cuando el mercado, percibiendo cierto agotamiento en la estrategia cambiaria de la mano del freno en la acumulación de reservas, esperaba noticias en este sentido, que llevaran tranquilidad a los tenedores de deuda soberana, de cara a los fuertes vencimientos a afrontar tanto en el mes de julio de 2024 como en enero de 2025 (con vencimientos de pagos al FMI y pagos del Bopreal serie 2 en el medio).

No habiendo recibido las noticias esperadas, comenzó un ciclo de alza en los tipos de cambio libres, caída en los precios de los bonos soberanos e incremento de la demanda de títulos hard dólar coporotavio y dólar linked tanto soberanos como corporativo. El mercado tomaba así, después de varios meses, una postura defensiva y en búsqueda de cobertura, que repercutió en un incremento de la brecha entre el dólar oficial y el dólar libre.

El pico de la brecha ocurrió el viernes 12 de julio, hecho que entendemos motivó nuevos anuncios por parte del Gobierno el sábado 13. Allí el Ministro de Economía anunció que, en una nueva etapa de la Fase 2, el Gobierno anunció que esterilizará los pesos que se generaban producto de la compra de dólares en el MULC por parte del BCRA, mediante la venta de dólares equivalentes en el mercado, quedando así la Base Monetaria Amplia en un monto fijo. Esta medida, anunciada como otro fuerte ataque a la inflación, no deja de ser una intervención por parte del Gobierno en el mercado de los dólares financieros, con dólares que a todas luces parecen escasos.

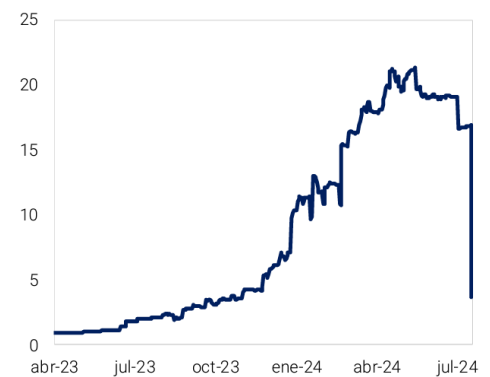
El mercado mira de cerca las reservas netas del BCRA



*Promedio ponderado por outstanding. Fuente: SBS Research, BCRA, Reuters

El BCRA recompró a bancos gran parte de los puts de liquidez

Valor de mdo. de los títulos sobre los que existen puts de liquidez, en \$ bil



Breakdown de la inflación mensual

Incidencia mensual por componente, en pp



Fuente: SBS Research, Indec

Si bien esta medida tuvo impacto inmediato en los dólares financieros, que mostraron caídas cercanas al 10% el lunes siguiente al anuncio, profundizó la incertidumbre sobre la solvencia del Gobierno y desde entonces se observa una importante volatilidad en el precio de los títulos soberanos, al tiempo que permanece la demanda por cobertura tanto en bonos corporativos hard dólar, como en dólar linked tanto soberanos como corporativos. Los dólares financieros, por su parte, luego de la fuerte caída del lunes 15 de julio, recuperaron un cendero moderadamente alista y no exento de volatilidad.

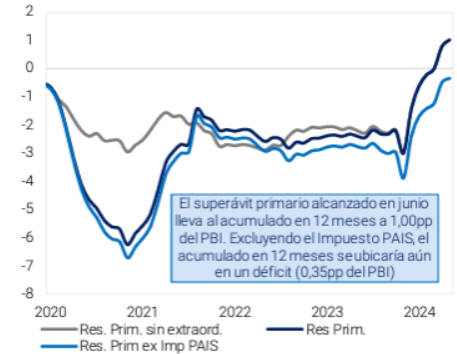
Respecto a la inflación, el mes de junio mostró un incremento respecto al mes de mayo, marcando un un registro de 4,6% m/m (vs un 4,2% del mes anterior), de la mano del incremento en el dólar financiero (que impacta en el dólar de los exportadores) y de una mayor liberación de subsidios. Para el dato de julio, pese a los incrementos que se obsevaron en las primeras semanas consecuencia de la suba del dólar financiero, se espera que el mismo esté por debajo del 4%, producto de la postergación en los ajustes de tarifas durante este mes y de la mayor contracción monetaria.

Finalmente, nuevamente hubo buenas noticias desde lo fiscal, ya que durante el mes de junio se volvió a registrar un superavit fiscal por sexto mes consecutivo. A pesar de la depresión que se observa en la actividad y en la baja de la recaudación en los impuestos vinculados a la misma, la aprobación del Paquete Fiscal se espera genere incrementos en la recaudación de impuestos como BBPP, Ganancias y aquellos vinculados al Blanqueo y al RIGI que afiancen este proceso. Deberá tenerse presente el impacto negativo que tendrá en la recaudación la eliminación por etapas del Impuesto País, principal impulsor de la recaudación tributaria actual.

Entendemos que la estrategia del Gobierno, a todo o nada, poniendo todos los cañones a la inflación y dejando postergado el plano cambiario, nos deja nuevamente en un escenario binario, donde triunfa la estrategia planteada con un desplome total de la inflación y el ingreso de dólares en medida importante por el RIGI, el Blanqueo o alguna fuente externa (FMI? Bancos?). De no verificarse estos eventos, los temores del mercado se profundizarán y las presiones sobre los dólares libres volverán exacerbadas.

Evolución del resultado primario base caja

Con y sin factores extraordinarios, acum. 12m en % del PBI



¿Cómo se llegó al superávit primario en el primer semestre?

Res. Prim. en 1S23 y 1S24 y variación de partidas, todo en \$ de jun-24

Res. Prim. acum. 1S23	-8.045.747	% Share. en mejora de Res. Primario
Var. en Smn de jun-24		
Ingresos	-2.519.636	-15,2%
Impuesto PAIS	2.095.965	12,6%
D. Expo	678.262	4,1%
Resto Ingresos	-5.293.863	-31,8%
Gastos	-19.141.856	115,2%
Jubilaciones	-5.535.320	33,3%
Prest. Soc	-1.866.099	11,2%
Salarios	-1.357.386	8,2%
Subsidios	-3.094.728	18,6%
Tr. Prov	-1.239.006	7,5%
Capex	-4.174.622	25,1%
Resto gastos	-1.874.695	11,3%
Res. Primario acum. 1S24	8.576.473	
Mejora Res. Primario	16.622.220	
Intereses acum. 1S24	5.535.875	
Res. Financiero acum. 1S24	3.040.598	

Que está pasando con los dólares financieros

Durante el mes de julio, los dólares financieros (MEP y CCL) mostraron volatilidad, subiendo durante las dos primeras semanas un 6,3% y bajando un 11,5% luego del anuncio de la intervención del Gobierno (suba total en los últimos 90 días de 21,81%). Estimamos que los motivos de esta “inestabilidad” son los mencionados en la sección anterior y, al día de la fecha, no resulta posible definir si se ha llegado a un nuevo piso.

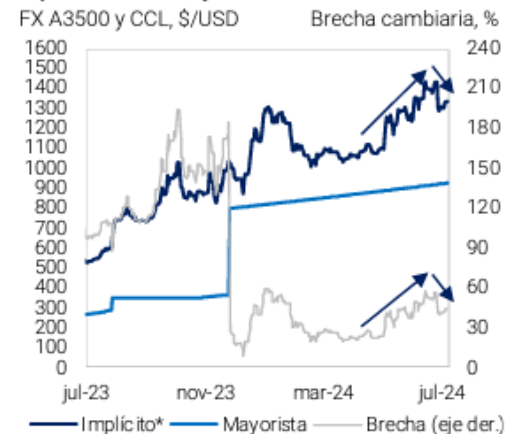
Al mismo tiempo, no hay que perder de vista qué estrategia aplicará el Gobierno en cuanto a la tasa de interés, luego que se anunciara una nueva etapa de tasas de interés positivas. El Gobierno viene manteniendo una tasa mínima de 4,25% TEM para la letra de mayor plazo licitada (solo 3 meses de plazo), mientras que la inflación fue de 4,6%. Sin embargo, con la emisión de las nuevas LEFI (Letra Fiscal de Liquidez), que el Tesoro emitió para reemplazar los pasivos monetarios del BCRA los bancos tenedores de estas letras son beneficiados implícitamente con una suba de tasas, debido a que estas letras están exentas del impuesto a los Ingresos Brutos. En tanto se perciban chances de éxito al programa monetario, puede que las tasas fijas en los niveles actuales, sean tentadoras para el mercado.

Por el contrario, si el programa no mostrar resultados superadores a las expectativas del mercado en cuanto a la disminución de la inflación, estos niveles de tasa difícilmente sean atractivos para aquellos inversores con aversión al riesgo y apetito por la dolarización.

USD MEP			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 1.267,95		
Última semana	\$ 1.324,96	-4,30%	-221,29%
Últimos 30 días	\$ 1.347,96	-5,94%	-66,78%
Últimos 90 días	\$ 1.040,89	21,81%	86,30%
Últimos 180 días	\$ 1.235,43	2,63%	5,26%
Últimos 360 días	\$ 551,23	130,02%	129,66%
YTD	\$ 995,00	27,43%	46,15%

USD Mayorista			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 932,25		
Última semana	\$ 927,33	0,53%	27,29%
Últimos 30 días	\$ 912,00	2,22%	24,98%
Últimos 90 días	\$ 876,50	6,36%	25,16%
Últimos 180 días	\$ 826,90	12,74%	25,48%
Últimos 360 días	\$ 279,35	233,72%	233,07%
YTD	\$ 808,45	15,31%	25,76%

Tipos de cambio y brecha cambiaria



Oportunidades de mercado actual

En Pesos

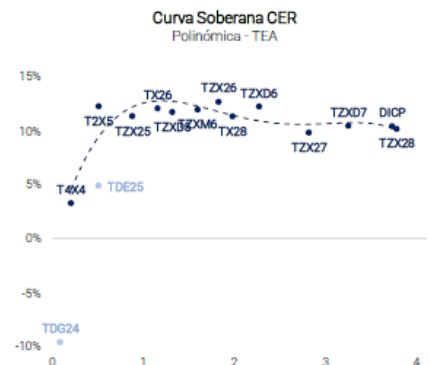
Con relación al mes pasado, mantenemos la visión de que, pese a que pese al importante camino recorrido en la corrección de los precios de los servicios regulados, queda aún un largo trecho hasta la liberación total de los subsidios, lo que genera inflación latente.

En este contexto, para el mediano y largo plazo preferimos bonos que ajustan por inflación (CER) por sobre las letras a tasa fija (Lecaps) en materia de pesos, dados algunos factores que creemos podrían presionar sobre precios que aún no han sido disipados totalmente y dado que toda la curva CER ya presenta tasas positivas y, en la mayoría de los casos, de dos dígitos. A estos niveles de tasa, inclusive, los bonos CER pueden ser una buena cobertura contra una potencial convergencia cambiaria con salto discreto del dólar oficial. Para inversores que deben mantener posiciones en pesos en el corto plazo, las Lecap a tasa fija puede ser una alternativa de poca volatilidad y tasa razonable, con gran potencial de tener un rendimiento real positivo en un escenario de éxito del programa desinflacionario en el corto plazo. Destacamos el horizonte corto de inversión dado que, como ya remarcamos previamente, la demanda de papeles en pesos se sostiene por los controles cambiarios y que, en una eventual unificación, la tasa real deberá pasar a terreno positivo.

En Dólar oficial

Con relación a posiciones vinculadas al dolar oficial o coberturas, si bien no creemos que pueda darse un salto cambiario en el corto plazo (en línea con los futuros de dólar), los activos dólar linked (atados al dólar oficial) y especialmente los corporativos comenzaron nuevamente a ser demandados por el mercado. El nivel de atraso cambiario se ha hecho evidente en el cambio de ritmo en compras del reservas del BCRA, producto de la ya pronunciada baja en las liquidaciones de exportaciones. Si sumamos a estos aspectos financieros la necesidad de comenzar a dar señales de reactivación económica, la salida del cepo y la unificación cambiaria pasa ser uno de los aspectos centrales en esta nueva etapa del Gobierno, post aprobación de la Ley Bases. Si bien el mercado por ahora descarta un salto discreto, es de esperarse que en un proceso de unificación cambiaria, el dólar oficial se acerque al valor del dólar financiero y no a la inversa. Con un crawling peg marchando a un ritmo de 2% mensual y agregando a esto el upside que un bono dólar linked podría captar al unificarse el tipo de cambio (es decir, sumando la brecha actual), las alternativas dólar linked se vuelven interesantes, sobre todo comparando con alternativas a tasa fija que devengan un promedio de 3,5% TEM para el corto plazo y de 4,2% para el largo plazo.

REM Junio - Mediana				
Mes	Badlar	Inflación	FX	Var. FX
ene-24	109,7%	20,6%	826,3	2,2%
feb-24	108,9%	13,2%	842,2	1,9%
mar-24	70,9%	11,0%	857,4	1,8%
abr-24	50,8%	8,8%	876,5	2,2%
may-24	33,4%	4,2%	895,5	2,2%
jun-24	36,1%	4,6%	911,8	1,8%
jul-24	33,9%	5,0%	934,0	2,4%
ago-24	34,0%	4,9%	968,0	3,6%
sep-24	34,2%	4,5%	1.010,5	4,4%
oct-24	32,3%	4,6%	1.060,0	4,9%
nov-24	30,0%	4,2%	1.108,0	4,5%
dic-24	30,0%	4,1%	1.161,0	4,8%
ene-25	30,0%	3,7%	1.211,0	4,3%
feb-25	30,1%	3,7%	1.268,0	4,7%
mar-25	30,1%	3,7%	1.342,0	5,8%
abr-25	30,2%	3,7%	1.376,3	2,5%
may-25	30,2%	3,7%	1.411,3	2,5%
jun-25	30,3%	3,7%	1.447,3	2,5%
jul-25	29,4%	2,9%	1.494,6	3,3%
ago-25	28,6%	2,9%	1.543,4	3,3%
sep-25	27,8%	2,9%	1.593,7	3,3%



Conclusiones y recomendaciones

Para las compañías que tiene que mantener su capital de trabajo protegido en el contexto actual insistimos que su foco este en función a su moneda de transacción.

Para inversiones de corto plazo (máximo 3 meses) y dada la volatilidad observada en las últimas semanas, entendemos que la inversión en pesos será la mejor opción. Pero ya pensando en el mediano y largo plazo, si la compañía busca cobertura en dólares, con el aumento de brecha , hoy nos resulta mas atractivo apostar a activos Dólar linked si entendemos que la unificación se producirá en los próximos 6 meses y para aquellos que quieren apostar a dólares financiero, los BOPREAL 2026 y 2027 nos parece muy atractivos por su rendimiento , por encima del 25% en dólares y que los vencimientos se producen en este mandato de gobierno.

Si el objetivo es protegerse de la inflación, ya todo el abanico de bonos CER se encuentra con rendimientos positivos, por lo que entendemos que pueden ser atractivos frente a tasas fijas.

Lo más importante hoy, sobre todo para compañías, es mantenerse invertido en activos con relativa liquidez para poder venderlo rápidamente en caso de cambio de expectativas.

Por SBS Capital:

Alejandro Giambirtone - ag@gruposbs.com
Marcelo Lanche Bode - mlb@gruposbs.com

Por SMS:

Daniel Hirsch, Socio Finanzas Corporativas –
dhirsch@sms.com.ar
Silvia Tedin, Socia Tax & Legal – stedin@sms.com.ar