

# Informe de mercado | 27 de septiembre 2024

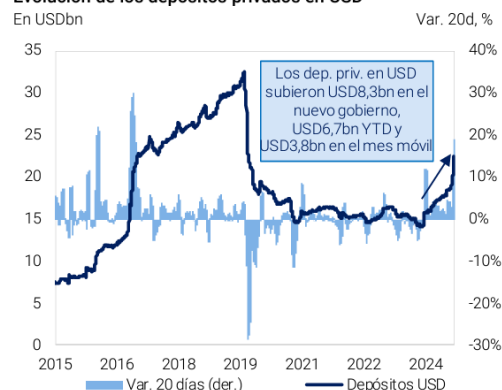
## Novedades financieras del mes de septiembre

La calma financiera que se comenzó a observar a partir del miércoles 7 de agosto se prolongó durante todo el mes de septiembre. A la estrategia de intervención llevada adelante por el Gobierno desde el anuncio de fines de junio, sumada a una merma en la demanda de divisas por parte de importadores, se le agregó un importante flujo de ingresos al Mercado de la mano del Blanqueo de capitales y de la venta de dólares para el pago de impuestos.

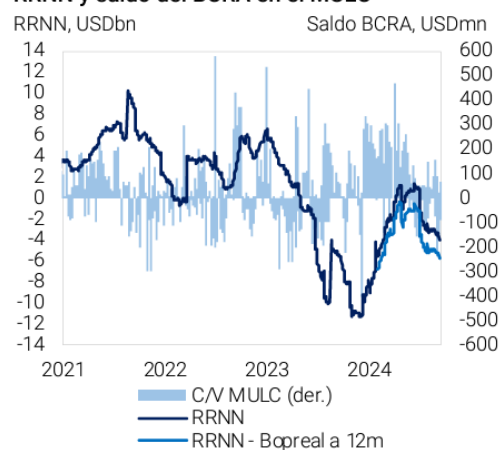
El programa de Blanqueo viene mostrando un éxito importante, ya que desde el 14/8 al 24/9 ingresaron al sistema USD 8.444 millones (un monto superior al que entró de dinero en efectivo en el blanqueo de Macri). Así, durante todo el mes de septiembre se comenzó a observar un paulatino pero permanente proceso de suba en las cotizaciones de los principales activos en dólares, los cuales terminan siendo destino de buena parte de los fondos del blanqueo, aprovechando la posibilidad de mantener invertidos dichos fondos en Cuentas Especiales de Regularización de Activos (CERA) hasta el 31/12/2025, evitando así tener que pagar ningún tipo de penalidad. Si bien es probable que parte del incremento en los precios de los activos se deba a flujo especulativo de inversores que “esperaban” este efecto del blanqueo para luego hacer toma de ganancias, es indudable que el efecto neto (es decir, luego de una potencial toma de ganancias) sea positivo. En paralelo a esto y asociado también a la liquidación de dólares para pago de impuestos, se observó también una baja en los dólares financieros, mínimamente hasta el miércoles 26 de septiembre, fecha en la cual se anunció el final de la restricción para operaciones superiores a \$ 200 millones por día sin autorización de CNV. Se verá con el correr de los días si la eliminación de esta restricción tiene algún impacto sobre las cotizaciones de los dólares financieros.

Por otro lado, siguen los temores en cuanto a la capacidad de acumulación de reservas por parte del BCRA, ante un tipo de cambio real oficial que se aprecia día a día, estacionalidad baja por exportaciones e importantes pagos por deuda en dólares a realizarse durante el mes de enero de 2025. De mantenerse la situación actual, de un nivel negativo de reservas netas en el orden de los USD -4.000 millones, el Gobierno podría pasar a USD -9.000 millones luego de los pagos por servicios de Bopreales, Bonares y Globales. La apuesta del Gobierno al incremento de las reservas netas como consecuencia del Blanqueo dependerá de lo que se pague de multas por la regularización (seguramente la semana que viene se contará con esta información), lo que los bancos terminen prestando a exportadores (que deberán liquidar en el MULC lo recibido) y la decisión del gobierno de, eventualmente, colocar letras en dólares para financiar vencimientos de 2025.

Evolución de los depósitos privados en USD

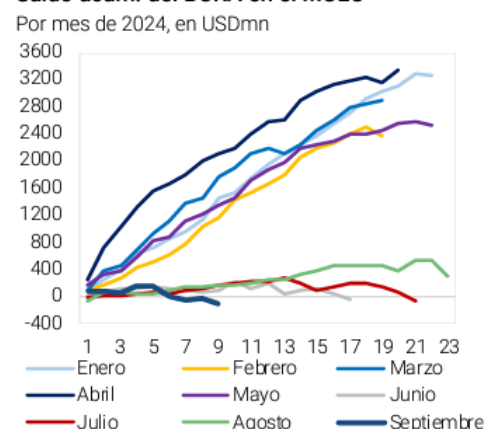


RRNN y saldo del BCRA en el MULC



Fuente: SBS Research, BCRA

Saldo acum. del BCRA en el MULC



SMS- San Martin Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

Respecto a la inflación, objetivo principal del Gobierno, el mes de agosto trajo una mala noticia y mostró un incremento respecto al mes de julio, marcando un un registro de 4,2% m/m (vs un 4% del mes anterior), consecuencia del ajuste en las tarifas de servicios públicos que no se había realizado en julio y si se realizó en agosto. Preocupante es la tendencia que se observa en la inflación núcleo, que muestra resistencia a perforar la barrera de 3,7% observada en el dato de mayo, que se repitió en junio, se mostró al alza en julio con un 3,8% mensual y volvió a incrementarse en agosto a 4% mensual. Si bien es temprano para conocer los motivos de esta dificultad para perforar ese nivel, se cree que el mismo es consecuencia de la inercia inflacionaria y de la expansión secundaria de dinero, que se da producto del incremento de los créditos bancarios otorgados, los cuales muestran una suba de 50% real desde la última baja de tasas. En este sentido, el Gobierno sigue esperando buenas noticias de la mano de la Baja del Impuesto País, la cual al ser una disminución en los costos de importación, en principio, debería tener su impacto (favorable) en los precios.

Finalmente, nuevamente hubo nuevamente noticias positivas desde lo fiscal, ya que durante el mes de agosto se volvieron a registrar superavit primario por octavo mes consecutivo y superavit fiscal por séptimo mes de los ocho registrados. Los primeros 8m del año cierran con superávit primario base caja de 1,7pp de nuestro PBI estimado (0,75pp ex-Imp PAIS) y un superávit fiscal de 0,40pp del PBI (déficit de 0,55pp ex-Imp PAIS). El gobierno mantiene firme su compromiso fiscal, algo ratificado en la presentación del Presupuesto 2025 realizada este mes. Con todo, de cara a 2025 creemos que el foco principal en materia fiscal será cómo reemplazará el gobierno los ingresos que eventualmente perderá por Impuesto PAIS, que, como mostramos en la tabla anexa, no son menores.

**Inflación general e inflación núcleo**

En % m/m y promedio geométrico de 3 meses



**Los principales números de agosto**

Variación % a/a real y % m/m s.e. real\*

	% a/a real	% m/m s.e. real
<b>Ingresos totales</b>	-13,9%	-2,1%
<b>Tributarios</b>	-11,0%	-2,9%
IVA	-14,4%	0,9%
Ganancias	-28,1%	0,6%
Contribuciones a la seguridad social	-6,5%	0,7%
Débitos y créditos	-1,4%	3,6%
Der. de exportación	24,0%	-24,8%
Der. de importación	-33,0%	-3,9%
Resto	-8,5%	-9,3%
<b>Rentas de la propiedad</b>	-51,2%	-23,8%
Otros ingresos	-27,9%	1,7%
<b>Gastos primarios</b>	-23,7%	-2,4%
<b>Gastos corrientes</b>	-19,1%	-2,2%
Prestaciones sociales	-16,2%	-7,7%
Jub. y pens.	-11,1%	0,9%
Asignaciones	23,0%	-0,6%
Subsidios económicos	-13,2%	5,5%
Gastos operativos	-22,8%	-1,7%
Tr. a provincias	-65,9%	19,2%
<b>Gastos de capital</b>	-71,7%	17,0%

\*Desestacionalización es propia. Fuente: SBS Research, Ministerio de Economía, Indec

**SMS- San Martin Suarez y Asociados**

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

## Que está pasando con los dólares financieros

Durante el mes de septiembre, los dólares financieros (MEP y CCL) se mostraron permanentemente a la baja, de la mano del ingreso de dólares al sistema consecuencia del blanqueo y de la venta de dólares para pago de impuestos. Así, el dólar MEP por ejemplo, inició el mes en zona de \$ 1.285, lo está terminando en 1.209 al día de hoy, lo que implica una disminución de 6% mensual.

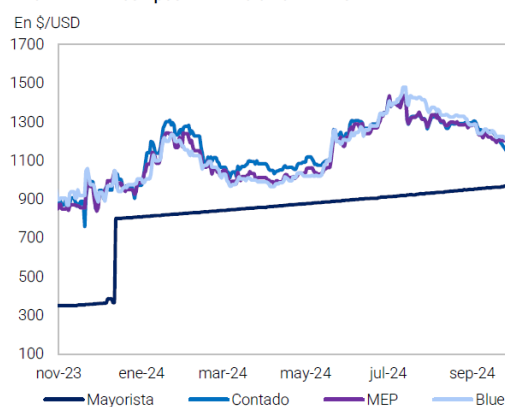
Al mismo tiempo, en paralelo se verificaba esta calma cambiaria, el Gobierno profundizó su mensaje respecto a la “no urgencia” por la salida del CEPO y eventual unificación cambiaria, mensaje al que el Mercado comienza a darle cada vez mayores probabilidades de ocurrencia. Por lo tanto, en la medida que nos acercamos al cierre del año, la ventana de oportunidad del Gobierno para salir de cepo soportando un eventual salto cambiario cada vez es más pequeña y comienza a tomar cada vez más fuerza la hipótesis de salida del cepo post elecciones legislativas del 2025. Después de todo, la lógica indica que los efectos negativos de un potencial salto cambiario, por pequeño que sea, tendrían que tener impacto en la inflación y cuanto más lejos de las elecciones este evento, mejor.

Por lo pronto, la política sobre el tipo de cambio oficial permaneció durante el mes de septiembre sin cambios con un crawling peg del 2% mensual y, con una inflación mostrando resistencia en zona de 4,2%, seguimos asistiendo a un cada vez más apreciado (y menos competitivo) tipo de cambio oficial. Veremos si, en el largo plazo y con las cuentas fiscales ya consolidadamente saneadas, vemos bajas impositivas que lleven a una mejora de las condiciones de competitividad desde el lado de los costos.

USD MEP			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 1.209,40		
Última semana	\$ 1.200,10	0,77%	39,85%
Últimos 30 días	\$ 1.282,19	-5,68%	-68,12%
Últimos 90 días	\$ 1.347,96	-10,28%	-40,67%
Últimos 180 días	\$ 1.016,09	19,02%	37,22%
Últimos 360 días	\$ 720,62	67,83%	67,83%
YTD	\$ 995,00	21,55%	28,41%

USD Mayorista			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 968,75		
Última semana	\$ 963,75	0,52%	26,68%
Últimos 30 días	\$ 949,75	2,00%	24,01%
Últimos 90 días	\$ 912,00	6,22%	24,89%
Últimos 180 días	\$ 857,00	13,04%	25,51%
Últimos 360 días	\$ 350,05	176,75%	176,75%
YTD	\$ 808,45	19,83%	26,24%

Evolución de los tipos de cambio nominales



Fuente: SBS Research, BCRA, Reuters

### SMS- San Martín Suárez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suárez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

# Oportunidades de mercado actual

## En Pesos

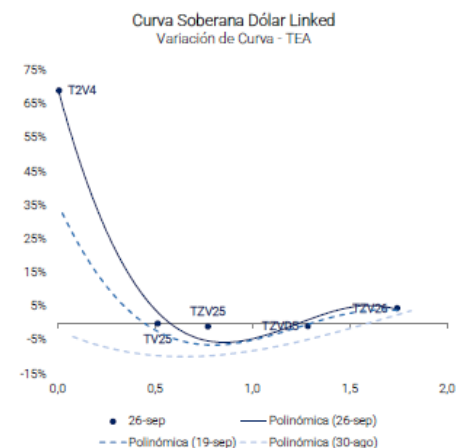
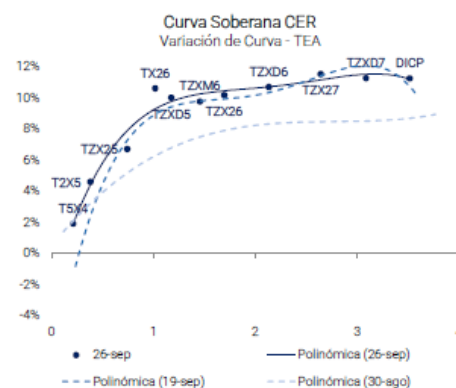
Con relación al mes pasado y más aún luego del último dato de inflación, mantenemos la visión de que, pese al importante camino recorrido en la corrección de los precios de los servicios regulados, queda aún un largo trecho hasta la liberación total de los subsidios, lo que genera inflación latente, al tiempo que la inflación núcleo comienza muestra signos de resistencia.

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, dado que la expansión secundaria de dinero puede estar empezando a afectar la inercia inflacionaria y dado que toda la curva CER todavía presenta tasas positivas. 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 desinflationario en el corto plazo, apuntalado por la baja del impuesto País. 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, el mercado comienza a descreer que pueda darse un salto cambiario en el corto plazo (en línea con los futuros de dólar), por lo que los activos dólar linked (atados al dólar oficial), tanto soberanos como corporativos están dejando de ser demandados. Si bien el nivel de atraso cambiario es evidente y se observa en la no acumulación de reservas por parte del BCRA producto de la ya pronunciada baja en las liquidaciones de exportaciones, la obstinación del Gobierno con la estrategia actual como ancla cambiaria, le empieza a otorgar fuerza a la hipótesis de salida del cepo luego de las elecciones. Así las cosas, el mercado vuelve a inclinarse por alternativas a tasa fija o atadas a la inflación y comienza a observarse una caída en los precios de los títulos dólar linked. Los títulos corporativos ya muestran tasas positivas y los soberanos comienzan a salir lentamente del terreno negativo. Es importante seguir monitoreando esta tendencia, ya que la hipótesis de salida del cepo con salto cambiario no se eliminó, solo se postergó y, con tasas suficientemente tentadoras, las alternativas dólar linked representan una oportunidad de cobertura barata, para aquellas compañías que necesiten cubrirse de la devaluación.

REM Agosto - Mediana				
Mes	Badjar	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	39,2%	4,0%	931,0	2,1%
ago-24	40,1%	4,2%	952,8	2,2%
sep-24	39,2%	3,5%	962,7	1,0%
oct-24	40,0%	4,0%	982,0	2,0%
nov-24	40,0%	3,2%	1.001,6	2,0%
dic-24	39,8%	3,7%	1.020,5	1,9%
ene-25	39,8%	3,4%	1.057,4	3,6%
feb-25	39,6%	3,1%	1.092,4	3,3%
mar-25	38,2%	2,6%	1.128,7	3,3%
abr-25	37,0%	2,6%	1.166,2	3,3%
may-25	35,8%	2,6%	1.204,9	3,3%
jun-25	34,6%	2,6%	1.244,9	3,3%
jul-25	33,4%	2,6%	1.286,3	3,3%
ago-25	32,3%	2,6%	1.329,0	3,3%
sep-25	31,3%	2,6%	1.373,2	3,3%



## En Dólar financiero

Los Bonares y Globales (deuda soberana) que tuvieron su máximo en el mes de abril en zona de USD 60 y USD 63 para AL30 y GD30 respectivamente y luego tocaron un piso con la demora de la Ley Bases luego de la primera semana de junio en zona de USD 50 y USD 52 respectivamente, se mantuvieron lateralizando durante el mes de agosto con una leve alza sobre el final del mes y se mostraron decididamente al alza durante septiembre, al punto de superar los niveles máximos de abril (cierran el mes en 57,4 el AL30 y en 59,2 el GD30 – tener en cuenta que se pagaron USD 4 de cupón-).

Más allá de la suba mencionada, seguimos creyendo que todavía queda algo más en el corto plazo para seguir subiendo, ya que aún comparándonos con países de alta conflictividad económica o política (Ecuador, Nigeria, Angola, Turquía, Egipto o el Salvador) en los niveles de riesgo país, Argentina todavía tiene para seguir comprimiendo. En la tabla superior de la derecha, se observan los rendimientos de los Globales ante distintos escenarios de normalización de la TIR, teniendo en cuenta los precios de hoy.

Si se quisiera mitigar el riesgo sin llegar a alternativas muy conservadoras, siguen siendo interesantes los Bopreal serie 1A, 1B y 3, que si bien sigue siendo riesgo soberano, tiene como ventaja su menor duration (se paga en su totalidad durante el mandato presidencial actual) y es un título de deuda del BCRA. Además, los Bopreales serie 1A y 1B poseen un put por el cual pueden ser ejercidos para el pago de impuestos (al valor del dólar MEP), lo que reduce significativamente su riesgo de impago. Al día de hoy tienen rendimientos en zona de 15% anual en dólares (sus precios subieron considerablemente en el último mes, ya que fueron activos muy buscados por inversores que ingresaron fondos del blanqueo), por encima de los bonos corporativos argentinos al mismo plazo los cuales están en niveles de 7% anual, que es donde uno se puede refugiar para salir del riesgo estado.

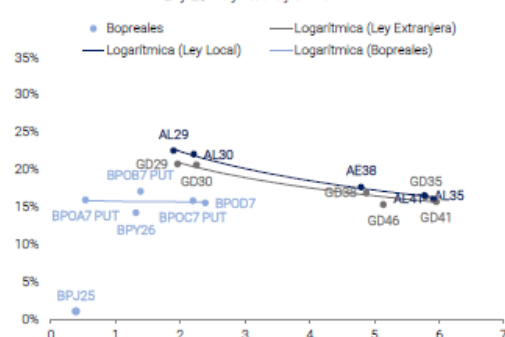
Retorno total de Globales a distinta TIR

A 1 año, sin capitalizar flujos intermedios

	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
10%	56,8%	54,2%	92,1%	86,1%	90,9%	81,6%
12%	52,3%	48,9%	73,0%	70,1%	70,8%	64,1%
14%	48,1%	44,1%	56,7%	56,4%	53,9%	49,9%
16%	44,2%	39,6%	42,5%	44,5%	39,7%	38,1%
18%	40,6%	35,5%	30,2%	34,1%	27,6%	28,2%
20%	37,1%	31,6%	19,4%	24,9%	17,2%	19,9%
22%	33,9%	28,0%	10,0%	16,9%	8,2%	12,7%
24%	33,9%	28,0%	10,0%	16,9%	8,2%	12,7%
26%	28,0%	21,5%	-5,5%	3,5%	-6,3%	1,2%
28%	25,3%	18,6%	-12,0%	-2,2%	-12,3%	-3,6%
30%	22,8%	15,8%	-17,7%	-7,3%	-17,6%	-7,7%
TIR últ.	25,9%	26,1%	18,5%	19,3%	18,1%	18,5%
RT (%)	28,1%	21,6%	30,3%	29,5%	27,7%	28,3%

Fuente: SBS Research, Reuters

Curva Soberana Hard Dólar  
Ley Local y Extranjera - TEA



## Conclusiones y recomendaciones

Para las compañías que tienen 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, 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 20% 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](mailto:ag@gruposbs.com)

Marcelo Lanche Bode - [mlb@gruposbs.com](mailto:mlb@gruposbs.com)

Por SMS:

Daniel Hirsch, Socio Finanzas Corporativas –

[dhirsch@sms.com.ar](mailto:dhirsch@sms.com.ar)

Silvia Tedin, Socia Tax & Legal – [stedin@sms.com.ar](mailto:stedin@sms.com.ar)

### SMS- San Martin Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
[info@sms.com.ar](mailto:info@sms.com.ar)  
[www.sms.com.ar](http://www.sms.com.ar)

SMS - San Martin Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.