

Timing: la pregunta del millón

Resumen y conclusiones

- Una aceleración marcada en la nominalidad (inflación y tipo de cambio) es el desenlace mas o menos inevitable que tenía la macro, incluso antes de la pandemia. Sin embargo, el timing en el que se materializará la corrección es mucho mas incierto.
- Desde hace algún tiempo venimos señalando que nuestro escenario base es el de una aceleración de la inflación y del ritmo de devaluación antes de fin de año. En este informe nos proponemos desafiar nuestra hipótesis base y analizar los factores de riesgo que tienen las recomendaciones de inversión que de allí se derivan
- Las cuatro medidas que el Gobierno puede tomar para tratar de que los desequilibrios se expresen más tarde que temprano son: (i) suba de tasas; (ii) endurecimiento del cepo; (iii) más controles a la oferta de USD; (iv) atraso de precios regulados (incluido el dólar). Llegado el caso, creemos que la más probable es la última (aunque no descartamos una combinación de todas).
- Las experiencias pasadas muestran que la economía puede mantenerse bastante tiempo acumulando desequilibrios, pero hay razones para pensar que la situación actual es diferente: los grados de libertad son menores y entendemos que los incentivos desde el punto de vista político (elecciones 2021) apuntan a no dilatar la situación.
- Por todo esto, confirmamos nuestra recomendación de bonos atados a la inflación hasta tanto no veamos señales claras de un intento de cambiar el final de la película, las cuales necesariamente deberán operar sobre las expectativas vía un programa macro consistente.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

+54 11 2206 2206

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

Timing: la pregunta del millón

Dada la magnitud de los desequilibrios que se precipitaron con la pandemia, hay pocas dudas respecto de cuál es el desenlace de esta película: una aceleración en la nominalidad de la economía. Detrás de esta expectativa compartida hay una característica bastante inusual para los parámetros (robustos) de crisis locales: los rasgos financieros esta vez son la manifestación (y no la causa) de un shock real que toma la delantera (caída abrupta de la actividad) y genera las condiciones para su gestación.

A pesar del amplio consenso respecto del final, todavía hay muchas dudas sobre cómo será el desarrollo de la película. En nuestro caso, desde hace ya varios meses venimos advirtiendo que nuestro escenario base es el de una aceleración de la inflación y del ritmo de devaluación antes de fin de año o, lo que es lo mismo, en el segundo semestre. Pero ... ¿qué pasa si esto no es así? ¿puede el Gobierno aplazar los ajustes que demanda la macro? ¿con qué herramientas cuenta para hacerlo? ¿cuánto tiempo se podría ganar con esta estrategia? ¿tiene sentido para el Gobierno postergar los ajustes? ¿hay algo que pueda hacer para cambiar no solo el desarrollo sino el final de la película?

Dedicamos el reporte de esta semana a responder estas preguntas, que no es más que una forma de poner a prueba nuestra hipótesis sobre el curso de la macro en los próximos meses y, por lo tanto, nuestras recomendaciones de inversión.

1) ¿Puede el Gobierno aplazar los ajustes que demanda la macro?

Aunque los grados de libertad con los que cuenta el Gobierno no son demasiados, tiene cierta capacidad para postergar algunos ajustes macro. Este es el principal riesgo a nuestro escenario base.

2) ¿Con qué herramientas cuenta para dilatar la situación?

A nuestro entender, hay cuatro medidas que el Gobierno puede tomar para tratar de que los desequilibrios se expresen más tarde que temprano: (i) suba de tasas de interés; (ii) endurecimiento del cepo; (iii) más controles a la oferta de divisas; (iv) atraso de precios regulados.

La suba de tasas de interés podría hacerse directamente (subiendo tasa de Leliq) o indirectamente vía una suba de los encajes remunerados. Esta medida es, con seguridad, recesiva y tiene un impacto en la dolarización de carteras muy debatible en el actual contexto de duros controles cambiarios.

Timing: la pregunta del millón

El endurecimiento del cepo podría implicar mayores restricciones a las importaciones, un parking extendido para operaciones de contado con liquidación (¿15 días?), un límite menor para atesoramiento (¿USD 100?) o restricciones a turismo (nuevo dólar turista más caro que el solidario). El espacio para endurecer los controles de capitales es muy limitado, dado que ya son bastante férreos; además, tendría un impacto al alza en la brecha cambiaria.

Los controles a la oferta de divisas son el paralelismo por el lado de la oferta del endurecimiento del cepo. Un ejemplo de esto es el congelamiento del dólar, que fue una idea que trascendió en los medios hace varias semanas. Consiste en fijar precio del dólar a partir de una determinada fecha, de manera tal de obligar a liquidar a los exportadores (que vienen liquidando menos que en otros años). Esta opción luce extrema, y con riesgos bastante altos en términos políticos (podría terminar en un 2008).

Por último, a nuestro entender, el atraso de precios regulados luce como la opción más probable, aunque tienen un límite (ver próxima respuesta). La medida involucraría mantener la “velocidad crucero” en la devaluación del tipo de cambio oficial (35% anual) y continuar con tarifas y combustibles “pisados”. Tampoco debemos descartar, si este es el curso de acción elegido por el Gobierno, una combinación de cada una de las medidas que detallamos.

3) ¿Cuánto tiempo se podría ganar con esta estrategia?

Las experiencias pasadas muestran que la economía puede mantenerse bastante tiempo acumulando desequilibrios, pero hay razones para pensar que la situación actual es diferente. La devaluación de enero de 2014 fue el desenlace de un período de acumulación de desequilibrios y postergación de su ajuste que duró casi 2 años. La diferencia es que, en aquel entonces, los números de la macroeconomía eran mejores y, además, las autoridades contaban con mayor espacio para ir introduciendo redes de contención para los desequilibrios (por ejemplo, el cepo se fue endureciendo muy gradualmente, algo que hoy no es posible).

La salida del cepo, a fines de 2015, es otro ejemplo donde los desequilibrios se fueron acumulando durante un tiempo relativamente extendido. Nuevamente, la situación actual no es comparable: en 2015, el Gobierno a cargo de corregir el rumbo tenía cuatro años por delante para las próximas elecciones presidenciales (y dos para las legislativas), mientras que ahora los tiempos son más acotados.

Timing: la pregunta del millón

En un ejercicio que explicamos en el [anexo de este informe](#), concluimos que el atraso de precios regulados (dólar incluido) podría volverse insostenible tan pronto como en diciembre de este año. Esto resulta clave para entender cuál es el riesgo de nuestro escenario base, sobre el cual venimos haciendo nuestras recomendaciones de bonos CER (fondo Consultatio Deuda Argentina).

4) ¿Tiene sentido para el Gobierno postergar los ajustes?;

El timing no es únicamente macroeconómico, sino que también debe ser leído en clave política. La pregunta que nos hacemos es la siguiente: dado que los desequilibrios acumulados se van a manifestar tarde o temprano de alguna manera, que la capacidad de aplazarlos (si estamos en lo correcto) no va más allá de fin de año o principios del que viene, y que las elecciones primarias legislativas son en agosto, ¿no tendría sentido, desde un punto de vista político, adelantarse a los acontecimientos? Entendemos que sería racional hacerlo, pero somos conscientes que la realidad a veces sigue otro curso de acción.

5) ¿Hay algo que pueda hacer el Gobierno para cambiar el final de la película?

Las medidas aisladas que tome el Gobierno modificarán el desarrollo de los acontecimientos, pero poco podrán hacer para evitar el final de la película: una fuerte aceleración en la nominalidad de la economía.

A nuestro entender, la única salida para evitar este desenlace es la implementación de una serie de medidas coordinadas que apunten a operar fuertemente sobre las expectativas. En la práctica, esto empieza por cerrar un canje exitoso para la deuda, pero también sigue por acordar un programa con el FMI que incluya cierto compromiso de consolidación fiscal y monetaria. También podría incluir un recambio en la conducción económica. Según nuestra visión, ésta es la mejor manera de comprar credibilidad y anclar expectativas para intentar torcer la suerte de la macro.

Como venimos insistiendo en nuestros últimos informes, somos constructivos respecto de una resolución exitosa al canje de deuda internacional, dado que el Gobierno mostró mucha convicción (aunque falló en la ejecución) y que las partes están muy cerca. Respecto del segundo paso, las dudas son mayores: si bien pensamos que el FMI no representa un gran escollo desde el punto de vista político, las negociaciones podrían empantanarse y retrasarse. Las declaraciones del Presidente al *Financial Times* la semana pasada, además, confirman su incredulidad respecto de los programas que buscan anclar expectativas.

ATENCIÓN INDIVIDUOS

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

PARTNERS COMERCIALES

María Eugenia Campoy
mecampoy@consultatioinvestments.com
(54 11) 2206-2245

ATENCIÓN MINORISTA

Juan Pablo Petre
jpetre@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini
abattaglini@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2281

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2255

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

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.

Anexo: modelo de timing de ajustes

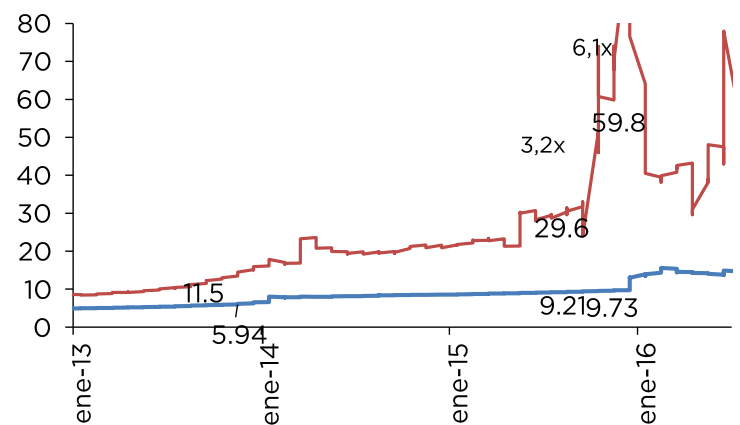
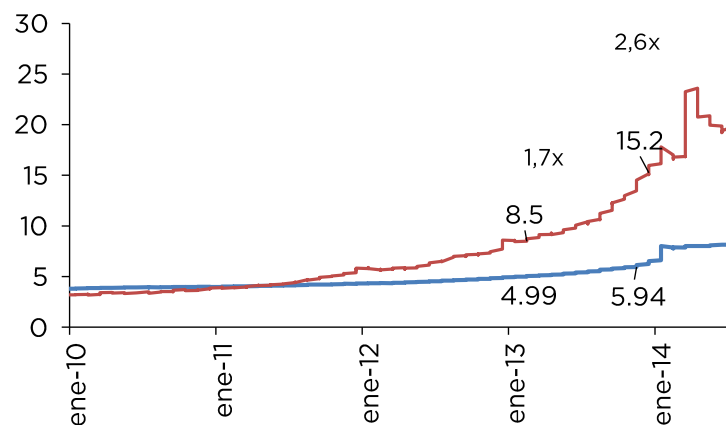
Objetivo: hacer un ejercicio que ponga a prueba nuestro escenario base de aceleración de devaluación e inflación en el 2S20, dado por desequilibrios en mercado cambiario; desmadre monetario; corrección de precios relativos y desanclaje de expectativas. La pregunta a responder es ¿hasta cuándo se pueden postergar los ajustes de precios relativos (en particular el FX)? ¿puede el Gobierno “aguantarla” hasta las elecciones de octubre?

Regla ad hoc: definimos “insostenibilidad” en base al ratio entre: (i) tipo de cambio teórico; (ii) tipo de cambio oficial. La historia nos indica que, cuando este ratio es mayor a 3,2x, en general el *crawling-peg* se acelera (o hay un salto discreto).

Tipo de cambio teórico =

$$50\% \frac{BM}{RRII_{Brutas}} + 20\% \frac{BM + PR}{RRII_{Brutas}} + 10\% \frac{BM}{RRII_{Netas}} + 10\% \frac{BM + PR}{RRII_{Netas}} + 10\% \frac{BM + PR * 60\%}{RRII_{Netas}}$$

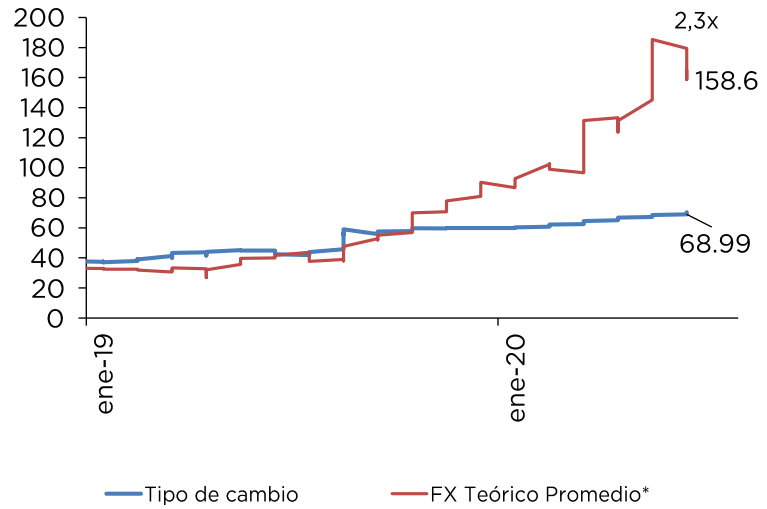
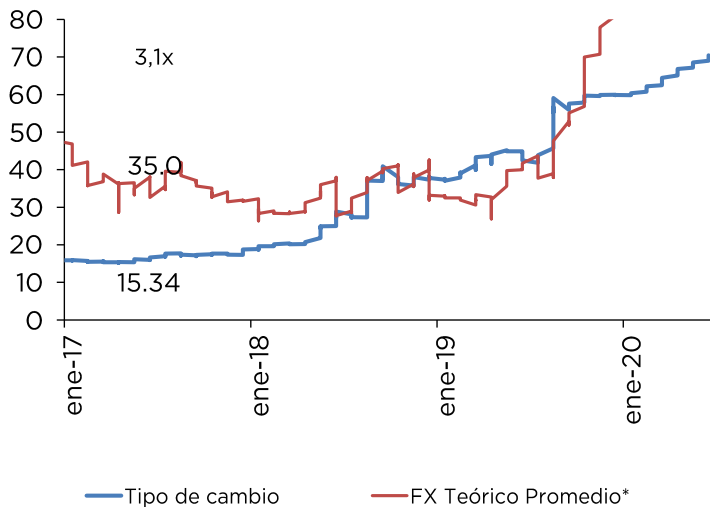
Donde: BM = base monetaria; PR = pasivos remunerados, RRII = Reservas Int.



— Tipo de cambio — FX Teórico Promedio*

— Tipo de cambio — FX Teórico Promedio*

Anexo: modelo de timing de ajustes



Ejercicio: proyectar el tipo de cambio teórico en un escenario donde se postergan los ajustes y compararlo con el umbral del 3,2x que definimos como insostenible.

Supuestos: proyectamos variables macro a velocidad crucero (deva @35% anual), inflación que promedia 3,2% desde sep-20 a dic-21, brecha finaliza en 65% en dic-20 y baja a 45% en dic-21. La evolución de base monetaria y leliqs en línea con ejercicio de programación monetaria presentado en [este reporte](#) y asumiendo financiamiento monetario

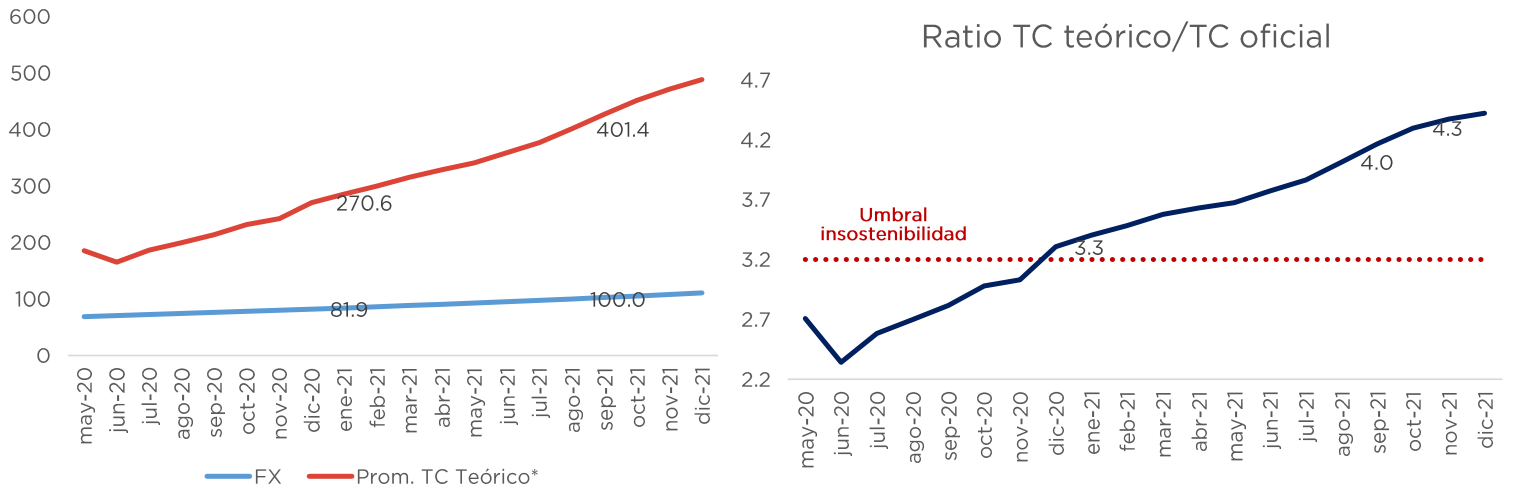
al Tesoro por 2,5% del PBI en 2021 y sin esterilización adicional. Para la evolución de RRII Netas usamos un modelo bivariado con nivel de brecha y nivel de tipo de cambio real multilateral como variables independientes. Para la evolución de RRII Brutas asumimos caída de depósitos en dólares a un ritmo de USD 250 M mensuales.

Conclusión: como puede verse en los primeros dos gráficos de la página siguiente, la situación se vuelve “insostenible” tan pronto como en dic-20 y en ago-20 la situación se volvería mucho más delicada (ratio 4,2x).

Episodio	Ratio FX Teórico/ FX oficial
Aceleración CP 2013	1,7
Deva Axel 2014	2,6
Oct-15	3,2
Salida cepo	6,1
Pre crisis 2018	3,1
Promedio	3,2
Actual	2,3

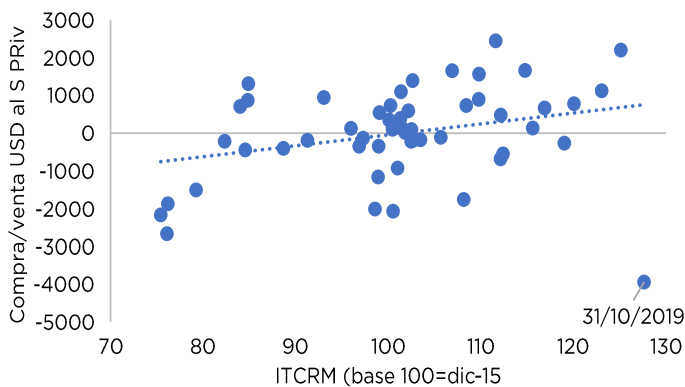
Anexo: modelo de timing de ajustes

Proyección del ratio TC teórico/TC oficial: cruzaría el umbral de insostenibilidad en dic-20



Variables utilizadas para proyectar variación de RRII Netas

Compra/Venta del BCRA al Sector Priv vs. ITCRM
Períodos mensuales, solo con brecha mayor al 20%



Compra/Venta del BCRA al Sector Priv vs. nivel de brecha cambiaria
Períodos mensuales, solo con brecha mayor al 20%

