

El timing de los factores, altera el producto

Resumen y conclusiones

- En los próximos meses, los precios de mercado de los activos locales se irán moviendo al compás de las decisiones que tome el Gobierno para armar el complejo rompecabezas macro. Si lo que se busca es evitar una aceleración en la nominalidad de la economía, el ordenamiento de estas piezas debe respetar una secuencia particular: completar exitosamente los canjes de deuda privada, luego acordar con el FMI y, recién después, cualquier otro tipo de medidas destinada a corregir los desequilibrios.
- Si esta secuencia se altera, sea porque el Gobierno toma medidas unilaterales o presentando un programa sin el acuerdo del Organismo (vía la ley de presupuesto, por ejemplo), se corre el riesgo de que falta de consistencia y/o el déficit de credibilidad derive en una mayor brecha y mayor ritmo de devaluación.
- Pero el problema no solo está en el orden de los factores, sino también en el timing: aun reconociendo la prioridad de acordar con el FMI, es muy importante que se logre hacerlo rápido. El riesgo que percibimos es que la negociación con el FMI corra la misma suerte que la del canje con privados: que se llegue a un acuerdo razonable, pero demasiado tarde.
- Si bien bajo esta lógica el inicio de conversaciones entre el Gobierno y el FMI es una buena señal, hay varias razones que apuntan a que la negociación será sinuosa y podría extenderse más de lo que es conveniente para la macro: (i) las elecciones en EE.UU. podrían jugar algún rol en los tiempos; (ii) todos los caminos conducen a un programa EFF, que exige reformas estructurales y podría generar un retraso en las negociaciones; (iii) las críticas del Gobierno al último programa SBA podrían anticipar varios puntos de desacuerdo; (iv) las experiencias recientes de EFF indican que, en promedio, pasaron poco más de 3 meses desde que finalizó la primera misión y la aprobación final del programa, por lo que parece difícil que el acuerdo se cierre antes de diciembre.

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

El timing de los factores altera el producto

En los próximos meses, los precios de mercado de los activos locales se irán moviendo al compás de las decisiones que tome el Gobierno para armar el complejo rompecabezas macro. El cierre de los canjes de deuda con acreedores privados, la renegociación del acuerdo con el FMI, la aprobación de la ley de presupuesto y, más en general, todos los ajustes macro que deben hacerse para corregir los desequilibrios acumulados durante la pandemia, son las piezas más importantes.

A nuestro entender, si lo que se busca es evitar una fuerte aceleración en la nominalidad de la economía, el ordenamiento de estas piezas debe respetar una secuencia particular: primero se deben cerrar exitosamente los canjes de deuda privada, luego acordar un programa con el FMI y, recién después, tomar cualquier otro tipo de medidas destinada a corregir los desequilibrios macro. En este informe, presentamos varias razones que nos llevan a pensar que cualquier otra secuencia tiene muchas chances de un desenlace traumático: el orden de los factores altera el producto.

Sobre el primer punto, no hay mucho debate: las fechas de los canjes ya están establecidas para la primera mitad del mes que viene. Es la primera pieza que se ordenará, y lo hará sin mayores inconvenientes. En el canje local, probablemente se logre una aceptación plena, pues los inversores no tienen otra alternativa; en el canje internacional, la única incógnita es si el Gobierno podrá superar el umbral que le permite activar las CACs y, de esa manera, evitar la aparición de *holdouts*. Somos optimistas.

La verdadera disyuntiva aparece el día después de los canjes: ¿puede el Gobierno avanzar con un programa económico propio o un paquete de medidas aisladas, tomando como puntapié la ley de presupuesto, sin todavía llegar a un acuerdo con el FMI? ¿cuenta el Gobierno con la capacidad de atenuar la manifestación de los desequilibrios macro (teniendo en cuenta que, a juzgar por los datos, todavía no hemos visto lo peor)? En nuestra opinión, la respuesta para ambas preguntas es no. El motivo radica en un déficit de credibilidad del Gobierno, que está profundizado por algunas particularidades propias del contexto actual, las cuales mencionamos a continuación:

El timing de los factores altera el producto

- (i) el liderazgo de un ministro que, si bien está fortalecido, no tiene un peso propio suficiente como para imponer un clima de confianza y fijar expectativas (tuvo la oportunidad de hacerlo en diciembre, pero decepcionó con los números fiscales de enero y febrero);
- (ii) un clima social complejo (atravesado por problemas económicos y sanitarios, pero también con importantes debates institucionales) que demanda un nivel de gasto incompatible con la consolidación fiscal en las puertas del comienzo de un año electoral;
- (iii) una coalición gobernante cuya dinámica interna de poder se afianza día a día, pero que no deja de ser lo que es: un conjunto heterogéneo.

La única forma en la que el Gobierno puede estabilizar la dinámica macro es con una iniciativa consistente y creíble, y en las actuales circunstancias eso solo parecería posible con la garantía de un programa del FMI. En otros términos, la ley de presupuesto, el paquete de 60 medidas, las operaciones de mercado abierto del BCRA y la creciente regulación de los precios son todas medidas parciales (o, incluso, hasta perjudiciales) sin antes fijar un norte económico cuya brújula sea provista por el FMI. Si el orden de las piezas se altera, ya sea tomando medidas aisladas unilaterales o presentando un programa sin el acuerdo del Fondo, se corre el riesgo de que la falta de consistencia y/o el déficit de credibilidad derive en una aceleración en la nominalidad de la economía.

Pero el problema no solo está en el orden de los factores, sino también en el timing: aun si el Gobierno reconociera que la prioridad es acordar primero con el FMI, para nosotros es muy importante que logre hacerlo rápido. Concretamente, el riesgo que percibimos es que la negociación con el FMI corra la misma suerte que la del canje con privados, es decir, que se llegue a un acuerdo razonable, pero demasiado tarde. El motivo de la urgencia debería resultar obvio luego de observar la dinámica reciente de reservas (agosto terminará con ventas del BCRA de casi USD 1.000 M), las mediciones de inflación de alta frecuencia (con picos de 3,8% mensual para agosto) y los niveles de la brecha cambiaria (todavía arriba del 70%). Si a este panorama, le sumamos el hecho de que el déficit fiscal tiende a ser mucho mayor en el último trimestre del año y que el desequilibrio del balance cambiario podría agravarse, entonces la importancia del timing se vuelve mucho más evidente.

El timing de los factores altera el producto

Bajo esta lógica, la carta enviada esta semana por Guzmán y Pesce, donde se invita al FMI a iniciar conversaciones en pos de un nuevo programa, debe ser entendida como una buena señal. Dicho esto, creemos que hay varios argumentos para creer que la negociación con el organismo será sinuosa y podría extenderse más de lo conveniente. A continuación, listamos los argumentos:

- (i) **Elecciones en EE.UU.:** la importancia de EE.UU. en el directorio del FMI es un factor a tener en cuenta a la hora de la aprobación de un nuevo programa, tanto por su influencia como por su poder de voto directo (es el país que mayor peso tiene, con un 16,5% de los votos, seguido por Japón, China y Alemania con 6%, 6% y 5%). Por esto, **no resulta ilógico pensar en que las elecciones del 3 de noviembre en EE.UU. podrían jugar algún rol en los tiempos** (el nuevo presidente asumiría el 20 de enero del 2021). Cabe notar que la relación diplomática entre Argentina y EE.UU. no ha sido la mejor últimamente (recientemente el candidato de Trump a presidir el BID, Claver-Carone criticó a la Argentina por boicotear su candidatura).

- (i) **Todos los caminos conducen a un EFF:** uno de los aspectos salientes de la carta del Minsitro Guzmán al FMI fue que no se refirió a ningún tipo de programa puntual. Resulta útil detenerse por un momento a pensar qué tipo de programa podría tener lugar. Si excluimos a los programas cuyos países elegibles son de ingresos bajos o aquellos con fundamentos sólidos (Argentina no es ni una cosa ni la otra), solo quedan 4 tipos de programas: SBA, EFF, RFI y PCI, de los cuales el último no implica ningún tipo de financiamiento, con lo cual queda descartado. De los tres programas remanentes, el SBA y el RFI tienen los mismos términos financieros, aunque el último es para necesidades puntuales y urgentes, lo que no parece ser el caso. **La decisión se reduce a un SBA o un EFF, pero el segundo tiene términos mucho más favorables, en especial por su período de repago que es el doble que un Stand-By.** Si bien esto podría tentar a Guzmán, la contrapartida son reformas estructurales, lo que podría generar rechazo y algún retraso en el acuerdo. Ver tabla detallada en la próxima página al respecto.

El timing de los factores altera el producto

Tipos de programas del FMI

| Programa | Siglas | Objetivo | Países aplicables | Financiam. | Duración | Repago | Costo* | Condicionalidad | Tipo de condicionalid. |
|------------------------------|--------|--|-------------------------|------------|----------------------|---------------|---------|--|------------------------|
| Stand-By | SBA | Necesidades presentes, futuras o potenciales de balanza de pagos | Todos los miembros | General | Hasta 3 años | 3.2 a 5 años | 300 pbs | Metas cuantitativas | Ex post |
| Stand-By Credit Facility | SCF | | De bajos ingresos | FRPyC | 1 a 2 años | 8 años | 15 pbs | | |
| Extended Fund Facility | EFF | Necesidades prolongadas de balanza de pagos | Todos los miembros | General | Hasta 4 años | 4.5 a 10 años | 300 pbs | Cuantitativas y reformas estructurales | Ex post |
| Extended Credit Facility | ECF | | De bajos ingresos | FRPyC | Hasta 5 años | 10 años | 0 pbs | | |
| Rapid Financing Instrument | RFI | Necesidades presentes y urgentes de balanza de pagos | Todos los miembros | General | De una vez | 3.2 a 5 años | 300 pbs | Sin programa | Ex post |
| Rapid Credit Facility | RCF | | De bajos ingresos | FRPyC | De una vez | 10 años | 0 pbs | | |
| Flexible Credit Line | FCL | Necesidades presentes, futuras o potenciales de balanza de pagos | Con fundamentos sólidos | General | 1 a 2 años | 3.2 a 5 años | 300 pbs | Sin programa | Ex ante |
| Precautionary Liquidity Line | PLL | Necesidades presentes, futuras o potenciales de balanza de pagos | Con fundamentos sólidos | General | 6 meses o 1 a 2 años | 3.2 a 5 años | 300 pbs | Sin programa | Ex ante y Ex post |
| Policy support instrument | PSI | No financieros. De signaling. | De bajos ingresos | Ninguno | 1 a 4 años | Ninguno | Ninguno | Ninguna | Ex post |
| Policy coordination Inst. | PCI | | Todos los miembros | Ninguno | 0.5 a 4 años | Ninguno | Ninguno | | |

* corresponde al surcharge de un préstamo mayor al 187,5% de la cuota

III. **Críticas al programa anterior:** Otro rasgo saliente (aunque no por eso novedoso) de la carta de Guzmán al Fondo es la crítica al programa Stand-by durante el Gobierno anterior. Si tomamos a valor facial dichos comentarios, y asumimos que la diferencia entre Lagarde y Georgieva es mucho más de liderazgo que conceptual, la negociación promete ser mucho más ardua que lo que sugiere el primer acercamiento. Más allá de que se pueden esperar algunas concesiones, relacionadas, por ejemplo, a los controles de capitales y la intervención en el mercado cambiario, luce muy difícil esperar que el fondo tenga una postura exageradamente laxa en términos fiscales, monetarios, etc.

IV. **Experiencias recientes:** Los últimos programas EFF que ha acordado el fondo con países miembro indican que, en promedio, transcurren poco más de 3 meses desde que finaliza la primera misión del Organismo (ver tabla en próxima página). Dado que todavía no tenemos fecha para la misión, y que no sabemos cómo se manejará la logística en el contexto extraordinario de crisis sanitaria, aun es difícil poner una fecha, pero muy difícilmente sea antes de diciembre.

El timing de los factores altera el producto

Últimos EFF del FMI:
Tiempo desde pedido/llegada de la misión hasta inicio

| País | Llegada Misión | Inicio | Meses |
|-----------------|----------------|-----------|------------|
| Angola* | 21-ago-18 | 07-dic-18 | 3.6 |
| Barbados* | 01-jun-18 | 01-oct-18 | 4.1 |
| Bosnia | 10-may-16 | 07-sep-16 | 4.0 |
| Costa de Marfil | 24-jun-16 | 12-dic-16 | 5.7 |
| Guinea Ecuat. | 16-sep-19 | 18-dic-19 | 3.1 |
| Etiopía | 29-oct-19 | 20-dic-19 | 1.7 |
| Georgia | 15-feb-17 | 12-abr-17 | 1.9 |
| Jordania | 30-ene-20 | 25-mar-20 | 1.8 |
| Pakistan* | 27-mar-19 | 03-jul-19 | 3.3 |
| Promedio | | | 3.2 |

* Fecha no representa la llegada de la misión, sino el pedido del EFF

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 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.