

El invierno ya llegó

Resumen y conclusiones

Esta semana tuvo lugar la degradación de Argentina en los índices MSCI y la llegada del invierno. Estas dos noticias comparten tres atributos centrales: i) Eran totalmente previsible (aunque peor de lo esperado en el caso de MSCI); ii) No aportan ninguna novedad iii) Nos distraen de una variedad amplia de otros factores que también están sucediendo y que son más relevantes para poder responder una pregunta central para pensar en los precios futuros: ¿cuál es el andarivel por el que Argentina se está encaminando hacia 2022?

Repasando el mapa de riesgos que delineamos hace dos meses, pudimos observar que la economía llega mucho mejor de lo previsto al campo minado de variables financieras (renegociación de la deuda del Club de Paris, renovación de vencimientos en pesos), sanitarias (casos de COVID y vacunación) y macroeconómicas (dinámica fiscal, monetaria y externa).

Con este frente financiero más descomprimido, mejores condiciones sanitarias y la mejora de fundamentals macro, ¿cambia algo la perspectiva para 2022?

La respuesta de mercado no es clara: acciones y bonos registraron mejoras importantes y la presión cambiaria que puede medirse en la curva USD link claramente aflojó. En el neto, la percepción es que la mejora existe, pero es temporaria. La promesa de una economía menos desequilibrada en 2022, con compromiso de acuerdo con el FMI cerrado en el primer trimestre, todavía no parece descontado en los precios.

José M. Echagüe

Estratega

Erik Schachter

Analista

Eduardo Gómez

Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo
3302

WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV 3er
Piso
C1425DFE

El invierno ya llegó

Esta semana tuvo lugar la degradación de Argentina en los índices MSCI y la llegada del invierno. Estas dos noticias comparten tres atributos centrales: i) eran totalmente previsibles (aunque peor de lo esperado en el caso de MSCI); ii) no aportan ninguna novedad; iii) nos distraen de una variedad amplia de otros factores que también están sucediendo y que son más relevantes para poder responder una pregunta central para pensar en los precios futuros: ¿cuál es el andarivel por el que Argentina se está encaminando hacia 2022?

Noticias de ayer

La reclasificación puede interpretarse como el último episodio de la tercera temporada de la serie “El gradualismo ya fue: los extranjeros no financiamos más esto y nos retiramos” que arrancó en Abr-2018. Decimos que la medida tiene muy bajo impacto porque la salida de los extranjeros en renta variable ocurrió muy tempranamente y fue más violenta que en renta fija (la velocidad y magnitud de la licuación fue mayor). Lo que estamos escuchando hoy en el anuncio de MSCI es, entonces, el eco de un desplome que ya ocurrió.

El carácter testimonial de estas medidas sobre los precios queda más claro cuando se superpone sobre el gráfico del Merval con las últimas reclasificaciones.



El invierno ya llegó

Lo que verdaderamente importa en nuestra interpretación son los datos que acompañan a la otra noticia, también previsible: la llegada del invierno.

El invierno llegó (pero no como lo esperábamos)

En nuestro reporte del 7-May "[El invierno se acerca](#)" analizábamos una serie de eventos que se concentraban en el bimestre que acaba de comenzar donde, anticipábamos, se jugaría gran parte de la suerte económica de lo que resta del año.

El repaso de ese mapa de riegos permite ver que la economía llega mucho mejor de lo previsto al campo minado de variables financieras (renegociación de la deuda del Club de Paris, renovación de vencimientos en pesos), sanitarias (casos de COVID y vacunación) y macroeconómicas (dinámica fiscal, monetaria y externa). A continuación, lo analizamos con mayor detalle.

Variables financieras: un poco de amor francés

Una de las novedades importantes de la semana fue el anuncio de un acuerdo provisorio con el Club de Paris para esquivar el default sin pagar el vencimiento de USD 2,500 millones íntegramente. A cambio de un pago de USD 400 millones (que por su parecido con el monto de vencimientos a pagar China este año se asemeja mucho a la ejecución de una cláusula de tratamiento igualitario entre países) el Gobierno estiró el vencimiento de la negociación por el resto de la deuda hasta Mar-22. Entre las alternativas disponibles, ésta claramente tiene ventajas para el Gobierno: posterga la negociación del acuerdo con el FMI para después de las elecciones y esquiva el dilema default al G7 / pérdida masiva de reservas.

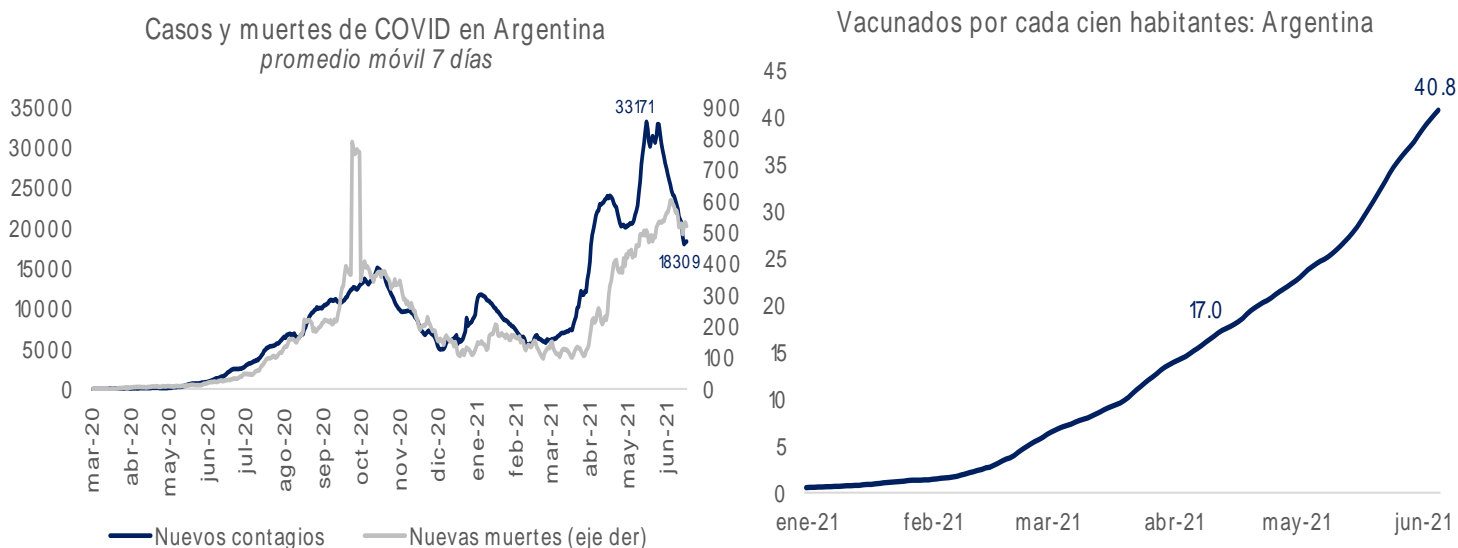
En el contexto de las negociaciones de las negativas que venía cosechando con los principales países europeos y EEUU por este tema, este acuerdo temporario es un éxito rotundo para el Gobierno.

El invierno ya llegó

Variables sanitarias: preso en mi ciudad

El segundo grupo de riesgos donde hubo mejoras está asociado a la marcha de la pandemia en Argentina, cuyo manejo por parte del Gobierno hasta aquí registra escasos antecedentes peores a nivel global.

Parados hace dos meses, la posibilidad de proyectar una aceleración del ritmo de vacunación que permita duplicar la cantidad de vacunados en menos de 45 días y una disminución vertical en la cantidad de casos en pleno pico de bajas temperaturas era un escenario difícil de imaginar. Sin embargo, es lo que está ocurriendo.

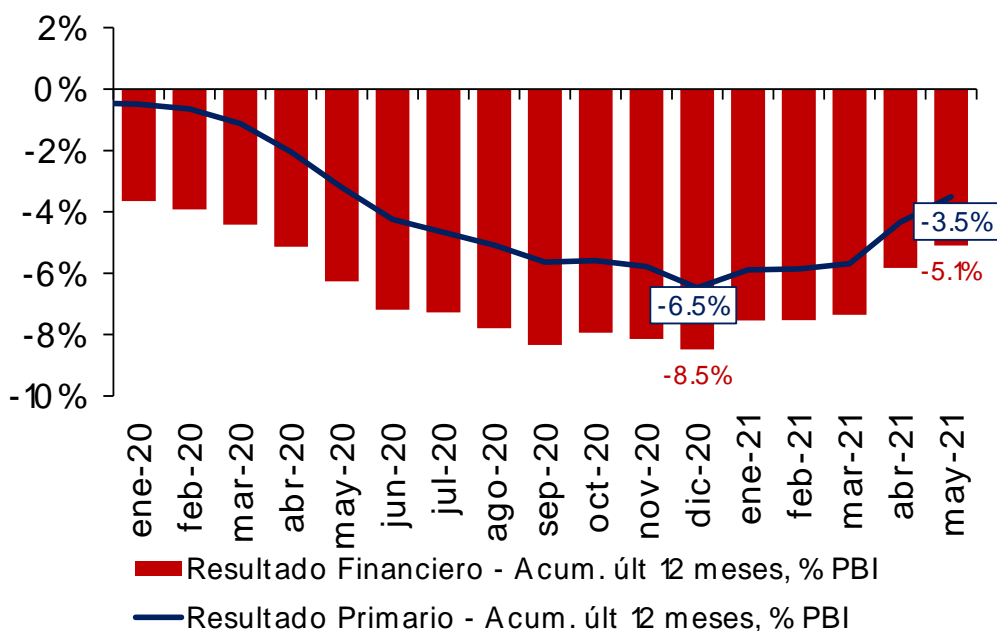


La situación dista de ser color de rosa y es claro que hasta que el invierno no pase, no se puede cantar victoria. Pero es indiscutible también que hubo una mejora material durante el último mes. Asimismo, ésta se logró ejecutando la estrategia opuesta a la que ensayó el mismo Gobierno durante 2020: un confinamiento estricto breve, con restricciones moderadas de impacto económico limitado. Queda para otro momento analizar si esto se hizo porque el Gobierno no quiso o no pudo otra cosa, o si por el contrario fue el resultado de una curva de aprendizaje. Lo cierto es que el efecto de esta estrategia que está en la mesa hoy y su impacto sobre el crecimiento 2021 será positivo.

El invierno ya llegó

Variables macro: salando las heridas

El último grupo de riesgos donde vimos mejoras fue el macro. La performance fiscal de los primeros 5 meses del año conocida esta semana dio una sorpresa tan positiva (0,13% de déficit primario acumulado en el año electoral) que puso al ministro al borde de tener que pedir disculpas al interior de su coalición. En una entrevista en C5N distinguió entre la reducción de déficit llevada a cabo por el gobierno de Macri (ajuste fiscal) y la reducción de déficit llevada a cabo en los últimos meses por el gobierno de Fernández (ajuste fiscal).



Mas allá del malabar conceptual (el ministro argumenta que la caída interanual de 20% en términos reales del gasto agregado se explica por el retiro de estímulos asociados a la pandemia, pero que el resto de los componentes del gasto siguen creciendo), lo que está experimentando la economía ajuste fiscal importante que se explica por caída de gasto agregado y suba de impuestos. Nótese que éstas son al mismo tiempo. En la literatura clásica, esto se conocía como un ajuste por partida doble.

El invierno ya llegó

Este desempeño fiscal y una política agresiva de endeudamiento en pesos (también llamada hoy “financiamiento neto positivo”) se tradujo en una monetización del déficit mucho menor, permitiendo reducir el exceso de pesos que se imprimieron por la pandemia en 2020. En los últimos dos meses, vimos la menor asistencia al Tesoro de todo el gobierno de Fernández, solo comparable con los dos meses de abstinencia que siguieron al giro en U que produjo el Gobierno luego de que el tipo de cambio se le disparara a ARS/USD 190 el año pasado.



En el plano de deuda también es destacable la forma en la que el Gobierno se está preparando para despejar la montaña de vencimientos en pesos que se concentraban entre julio y agosto. Con un canje preventivo de TC21 que hasta ahora contó fundamentalmente con participación de manos públicas (el 90% del 64% del stock renovado se explica por ANSES), comenzó a desarmar la montaña de vencimientos que se concentraban en esos dos meses, a la vez que amplió la base de financiamiento permitiendo que los bancos puedan integrar encajes en Letras del Tesoro.

El invierno ya llegó

¿Cambia algo lo que debemos esperar para después de las elecciones?

Pregunta para los precios de mercado: con el frente financiero más descomprimido, mejores condiciones sanitarias y la mejora de fundamentals macro, ¿cambia algo la perspectiva para 2022?

La respuesta de mercado no es clara: acciones y bonos registraron mejoras importantes y la presión cambiaria que puede medirse en la curva USD link claramente aflojó. Sin embargo, todo esto convivió con una ampliación de la brecha cambiaria de 63% a 77% en los últimos dos meses, que se explica por una aceleración del tipo de cambio libre de 11,8% vs una devaluación del TC oficial de 2,8%.

Esta escapada de la brecha es muy llamativa, sobre todo en el contexto de que el gobierno está tratando a toda costa de bajar la inflación. La suba de la brecha impacta fuerte sobre las expectativas, al tiempo que reduce la efectividad del ancla cambiaria (la devaluación del oficial corre a menos de la mitad de la velocidad de la inflación).

En el neto, la percepción es que la mejora existe pero es temporaria. La promesa de una economía menos desequilibrada en 2022, con compromiso de acuerdo con el FMI cerrado en el primer trimestre, todavía no parece descontado en los precios.

INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

PARTNERS COMERCIALES

María Eugenia Campoy
mcampoy@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres / Juan Manuel Baños
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 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 cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.