

2021: Balance primera mitad



Resumen y conclusiones

A principios de año publicamos “Pensando el 2021” con nuestra visión sobre cómo podía presentarse el primer año de recuperación post pandemia. Cumplida la primera mitad, es un buen momento para evaluar lo sucedido a la luz de esas previsiones.

El balance de lo que sabíamos, lo que no sabíamos y que no sabíamos que ignorábamos nos da bastante bien teniendo en cuenta el nivel de incertidumbre con el que arrancamos el año.

El curso de los acontecimientos fue por el sendero que marcábamos bajo el escenario “Status Quo”, al que otorgábamos la mayor probabilidad de ocurrencia. Las principales variables (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) se comportaron de manera muy acorde a nuestras previsiones.

Cuando bajamos estas estimaciones a comportamiento de precios de mercado, la performance es mas dispar. Los bonos ajustables por CER y los bonos a tasa fija estuvieron muy en línea con lo que anticipamos. Por el contrario, la dinámica de la deuda en USD y las tasas de instrumentos USD link nos tomaron por sorpresa. Sigue habiendo mucho para aprender.

Confiamos en que el repaso transparente de nuestros errores y aciertos de previsión pueda ayudar a nuestros lectores tanto como nos ayudó a nosotros a mejorar todos los días.

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

2021: Balance de la primera mitad

A principios de año publicamos “Pensando el 2021” ([link](#)) con nuestra visión sobre cómo podía presentarse el 2021. Cumplida la primera mitad, el balance preliminar muestra que la economía y los mercados se movieron bastante en línea con lo que anticipábamos entonces en el escenario “Status Quo”.

De cara a la segunda mitad, hacemos una revisión del planteo original y aprovechamos la oportunidad para actualizar la visión con la nueva información disponible.

Escenario macro: qué sabíamos, qué no sabíamos y qué no sabíamos que ignorábamos.

Lo que sabíamos

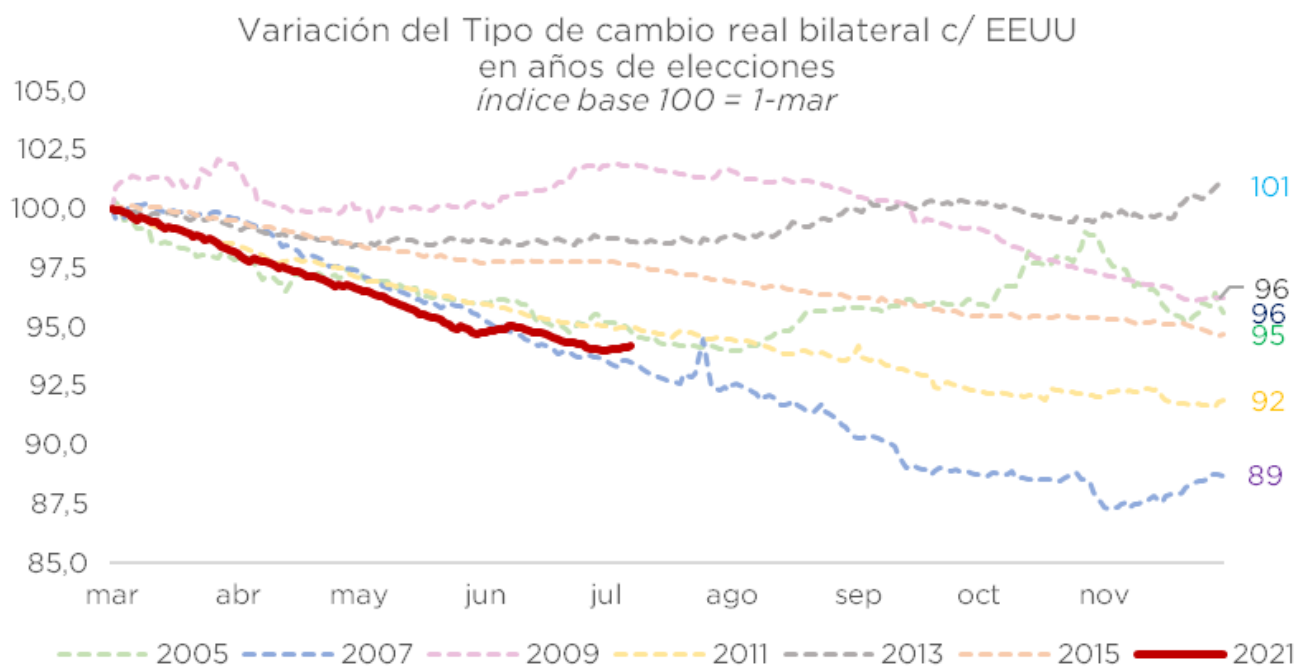
El rasgo más importante que marcábamos en ese momento era el carácter binario con que se presentaba el año. Post reestructuración de la deuda con el sector privado, la agenda argentina parecía dominada por tres factores que iban a definir la macro: i) el riesgo de una sequía; ii) la materialización y timing de la firma de un acuerdo con el FMI, y; iii) el resultado electoral.

En función de estos parámetros, proyectábamos dos escenarios: uno que llamábamos “FMI clásico” de una probabilidad de ocurrencia que no lucía insignificante en enero, y un segundo que llamábamos “Status Quo” que era posible solo en el caso de que la cosecha no resulte afectada por la sequía (como finalmente ocurrió). Repasamos las principales características de cada uno en la siguiente tabla:

<u>Item</u>	<u>Escenario “FMI clásico”</u>	<u>Escenario “Status Quo”</u>
Acuerdo con FMI	Primera mitad del año	Post elecciones
Inflación	59% anual, concentrada en la primera mitad	46% anual, arrastrando inercia para 2022
Política monetaria	Contractiva	<u>Neutra</u>
Política fiscal	Contractiva	<u>Laxa</u>
Tipo de cambio	ARS/USD 116 oficial y 168 CCL al 30-jun (brecha 45%)	ARS/USD 99 <u>oficial</u> ; 163 CCL (brecha 64%)
Tasas de interés	BADLAR (50%)	BADLAR (36%)

2021: Balance de la primera mitad

La ausencia de sequía fue determinante para que el gobierno incline la cancha para transitar por el escenario status quo, donde el acuerdo con el FMI y el ajuste de algunos precios relativos eran postergables para después de las elecciones. Previsiblemente también, todo este andamiaje macro se sostiene a partir de un atrasar del tipo de cambio oficial, como ocurrió prácticamente en todos los años electorales, aunque en este caso con una intensidad mas marcada.



Fuente: Consultatio Investments en base a BCRA

La inflación también se comportó aquí bastante en línea con lo que preveíamos, acumulando 25% en la primera mitad. Lo importante, sin embargo, es destacar que la inercia inflacionaria fue más severa de lo que hubiésemos podido anticipar para la magnitud de ancla cambiaria que impuso el gobierno. Esto tal vez no sea tan relevante en los meses que quedan para fin de año, cuando el ancla cambiaria siga en pie y la inflación se siga desacelerando (más que nada en el 3T, ya que prevemos una nueva aceleración en el 4T), pero lo será luego de las elecciones, donde esperamos que los precios regulados empiecen a liberarse al igual que la depreciación del tipo de cambio.

2021: Balance de la primera mitad

Puesto en otros términos, lo que mostró el primer semestre es que estructuralmente la situación de la inflación se sigue deteriorando, aunque esto no sea plenamente visible por el conjunto de atenuantes pre-electorales que puso en juego el gobierno, pero que tendrá q ir retirando más tarde o mas temprano.

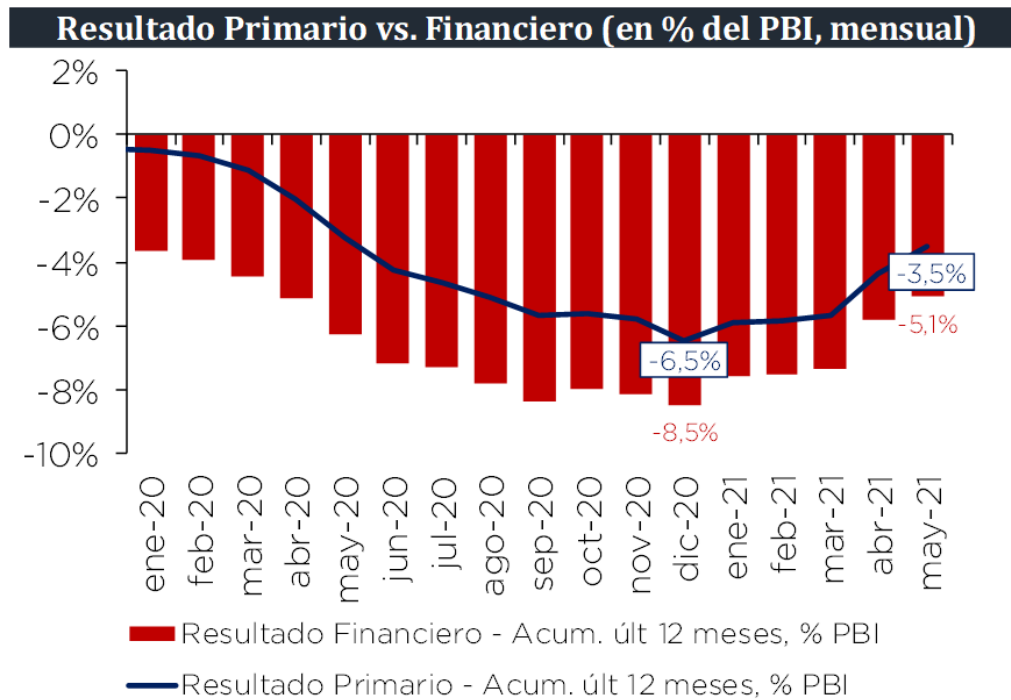
¿Qué no sabíamos?

La diferencia fundamental respecto de lo previsto estuvo en la política fiscal, que terminó siendo mucho más contractiva de lo que podía haberse anticipado en ese momento. A tal punto fue mas dura de lo esperado, que de alguna manera podemos decir que en el plano fiscal el gobierno se comportó en la primera mitad como si de hecho hubiese firmado un acuerdo con el FMI.

La mejora responde a cuatro factores: por el lado del gasto, i) la voluntad de gobierno expresada a fin del año pasado de reducir el gasto asociado a la pandemia; ii) la de ajustar jubilaciones y salarios por debajo de la inflación; y por el lado del lado de los ingresos iii) mejora cíclica asociada al rebote de nivel de actividad y iv) la introducción de nuevos impuestos (grandes fortunas). En conjunto, estas medidas le permitieron al gobierno pasar de un déficit acumulado de -8,5% del PBI a uno de -5,1% en tan solo seis meses. Esto es equivalente prácticamente a tener equilibrio primario durante los primeros 5 meses de 2021.

Este menor déficit fiscal tuvo una consecuencia importante, que contribuyó también positivamente: menor necesidad de monetización de déficit por parte del BCRA. Si bien no podemos decir que la política monetaria está siendo contractiva dado que todavía la economía está digiriendo la emisión récord de 2020, en el margen los agregados monetarios están cayendo a tasas anualizadas de 18% (aunque con una señal de alarma que se encendió en el último mes por el desarme de Pases). Por su parte, la tasa de interés es todavía muy negativa, pero la desaceleración que empezó a registrar desde Abril que empezó a impactar el ancla cambiaria con mas intensidad hizo que en términos reales este efecto se vaya moderando. En términos netos, el resultado de estos factores es que la política monetaria todavía está siendo moderadamente expansiva

2021: Balance de la primera mitad



También interesante de notar es que el gobierno prescindió por completo de la política monetaria durante la primera parte. Esto es llamativo desde nuestra perspectiva: la preferencia del gobierno por intervenir en el mercado monetario liquidando reservas escasas a precio de dólar paralelo (“rulo vip”) por sobre la de contener la suba de la brecha mediante la tasa de interés se explica solo por la necesidad de esterilizar el exceso monetario de 2020. No descartamos que este hecho sufra algún cambio en la segunda mitad. En pocas palabras: que para contener la brecha se utilice además de la venta de reservas, una suba de tasas de interés.

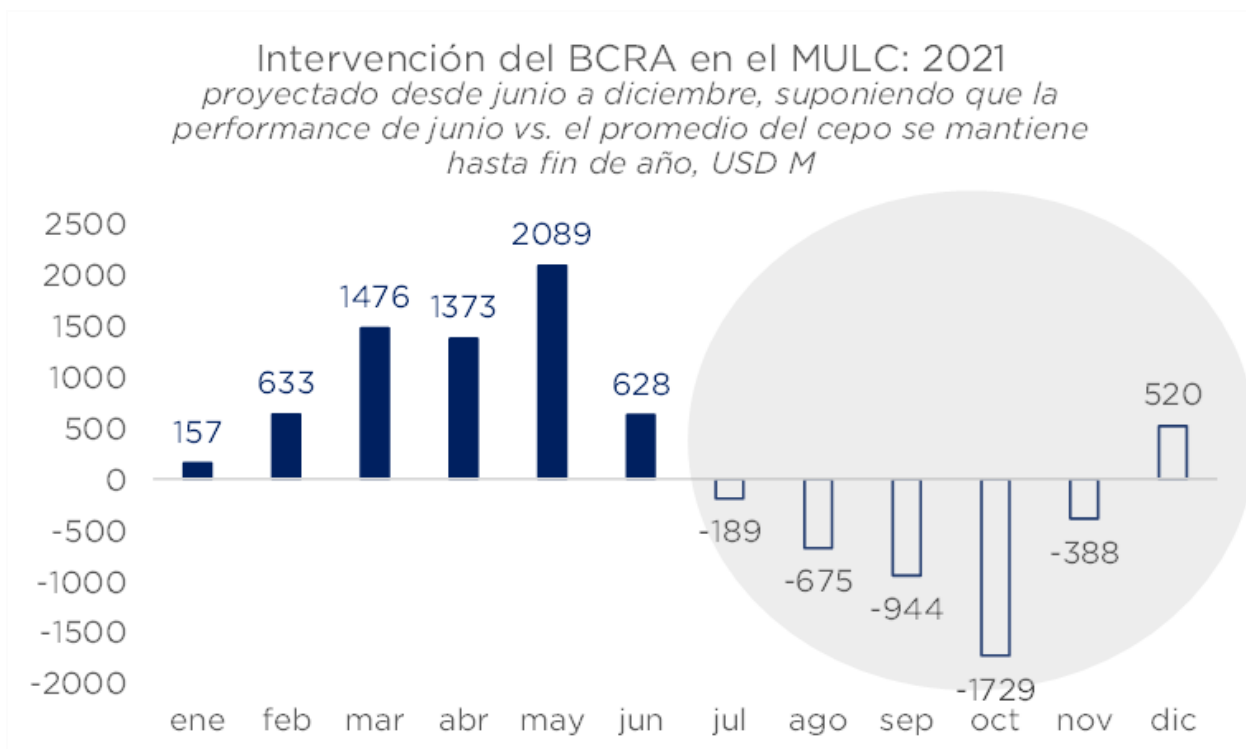
¿Qué no sabíamos que ignorábamos?

El factor que resultó más llamativo y diferente a lo que anticipamos fue la capacidad de acumular reservas que mostró el Banco Central con una brecha cambiaria tan significativa. Creemos que el resultado que se materializó fue excepcional, influido por: 1) una cosecha mayor a la prevista; 2) precios internacionales de materias primas alcanzando valores récord, justo en plena la temporada alta de la liquidación; y 3) el retraso en la velocidad de la reapertura de la economía por un calendario de vacunación dilatado (menores importaciones).

2021: Balance de la primera mitad

La importancia de determinar si esto fue un hecho excepcional o no es relevante porque afecta a la dinámica de reservas hacia adelante. En nuestra interpretación, lo que vimos en el primer semestre fue un adelantamiento de exportaciones, mas que una adaptación a un nuevo nivel de equilibrio de la brecha. Si los precios no siguen traccionando, lo que veremos en el segundo semestre debería ser una ralentización de la liquidación de exportaciones, y un menor ritmo de acumulación de reservas al previsto originalmente.

Nos preocupa en este sentido el gobierno no haya podido contener la ampliación de la brecha aún en un contexto favorable como fue la primera mitad. Esperamos que el gobierno enfrente una mayor presión por parte del mercado en la segunda mitad del año, aunque que también que ponga más recursos sobre la mesa (reservas internacionales y tasa de interés) para evitar que la paridad siga escalando de cara a las elecciones. El nivel de 80% debería representar un techo para no provocar un shock negativo de expectativas que afecte al resto de los mercados.



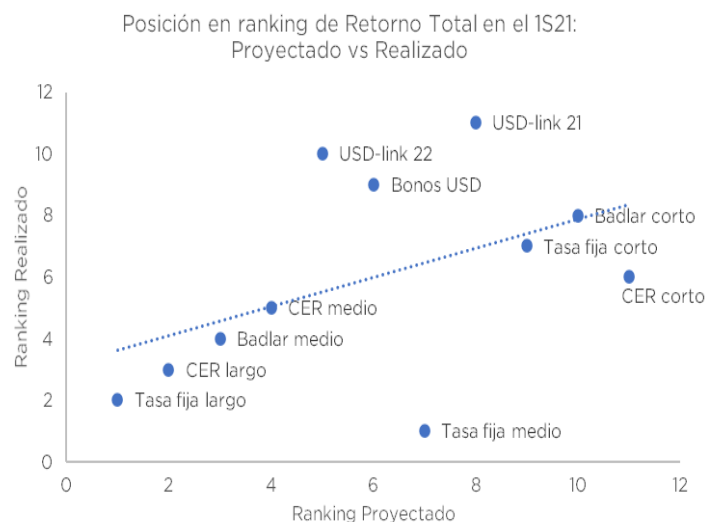
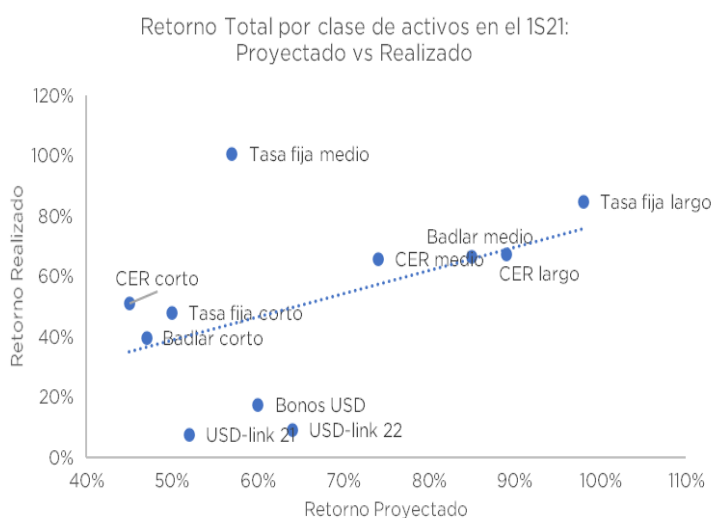
2021: Balance de la primera mitad

Para 2022 la lógica de la proyección de la brecha es totalmente distinta: está determinada por el tipo de acuerdo que vaya a firmar el gobierno con el FMI. Las negociaciones con el Club de París y la performance fiscal y monetaria hasta aquí dejan entrever que el margen para la heterodoxia al que puede aspirar el gobierno es muy limitado. En este punto, ratificamos nuestra visión que, con matices propios, Argentina va a seguir en gran medida la línea de lo que hicieron la mayoría de los países que firmaron acuerdos de facilidades extendidas con el FMI.

¿Qué sucedió en términos de mercado?

En nuestro reporte 2021: como pararse frente a un año binario del 7 de enero presentamos nuestras proyecciones para cada una de las clases de activos. Tal como indicamos en dicho ejercicio, los retornos totales proyectados se componían de dos fuentes principales: (i) el *carry* o devengamiento: es la velocidad a la que “carretea” el instrumento, y estaba dado por la tasa o spread de ese momento de los instrumentos y el ajuste (inflación, tasa de interés, tipo de cambio oficial o contado con liqui), que venía dado por el escenario macro que proyectábamos en enero y que comentamos en la sección anterior; (ii) la ganancia o pérdida de capital: resultante de nuestras proyecciones de rendimientos de salida (o *exit yields*).

A continuación, podemos apreciar los retornos proyectados vs los realizados.



2021: Balance de la primera mitad

Como se puede observar en el gráfico de la derecha, el ranking de retornos proyectados por clase de activos terminó siendo bastante atinado respecto de los retornos que se terminaron materializando.

Tal como esperábamos, la *duration* en pesos rindió sus frutos: tasa fija largo, CER largo y Badlar medios, ejemplificados con el TO26, DICP y BDC24, ocuparon el 2do, 3er y 4to puesto en el ranking, cuando nosotros esperábamos que sean el 1ero, 2do y 3ero (nada mal). ¿Cómo se explica la precisión? En el caso de los bonos CER largos, nuestra expectativa de *exit yield* acabó siendo mucho más optimista de lo que finalmente sucedió (proyectamos el DICP rindiendo 6,2% vs el 8,8% en el que terminó), pero eso se compensó, como vimos, en un mayor *carry* como consecuencia de una inflación que terminó siendo, en términos anualizados, 10 puntos superior a la prevista (como comentamos en la sección anterior). En el caso de los TO26, dado que no hay ningún ajuste, la precisión se debe a nuestra proyección de *exit yield* de 41%, que terminó siendo solo 4 puntos inferior a la YTM de 46,6% en la que terminó el semestre (dado que esperábamos tasas reales más bajas, la proyección de inflación implícita hacia adelante estuvo bastante en línea con la que espera el mercado). Finalmente, en el caso de los Badlar medios esperábamos un spread de salida menor (650 pbs sobre Badlar vs los 1075 pbs que terminaron siendo al 30-jun) y, además, una suba de algunos puntos en la tasa de referencia, evento que no ocurrió; por eso el retorno de los Badlar medios que proyectábamos en 85% anualizado fue de poco más de 60%, y terminó 4to en el ranking en vez de 3ero, como esperábamos.

Contrariamente, los instrumentos con poca *duration* resultaron perdedores, tal como esperábamos. Los bonos CER cortos, que esperábamos sean lo peor del primer semestre, terminaron “no tan mal”, en la 6ta posición, beneficiándose de una inflación 10 puntos mayor en términos anualizados a la que esperábamos en el entonces escenario “Status quo”.

Los bonos tasa fija y Badlar cortos, que proyectábamos en los puestos 9 y 10, acabaron en la 7ma y 8va posición, pero eso solo se explica por los principales errores de nuestro ejercicio: los bonos en USD y los bonos USD-link, que comentamos a continuación.

2021: Balance de la primera mitad

En el caso de los bonos en USD, el error fue grosero: esperábamos un retorno anualizado en pesos para el primer semestre de 60%, pero terminó siendo de solo 20%. La explicación no radica en nuestra proyección del contado con liqui, que la situamos en un nivel de \$163, solo 4% (8% anualizado) debajo de los \$170 en los que terminó ubicándose el CCL Cable vía GD30; por el contrario, la realidad sí nos terminó llevando a un terreno mucho más pesimista en cuanto a la *exit yield* del GD30, que nosotros veíamos en 15,0% (era 12,5% con el escenario FMI) pero terminó siendo del 19,5%.

Por último, el caso de los USD-link es aun más grave: esperábamos retornos anualizados en pesos de entre 50 y 60%, pero terminaron siendo del orden del 10%. Este error tiene una naturaleza diferente al de los bonos en USD, con una explicación clara y sencilla: tal como dijimos al principio, en enero no nos imaginábamos una cosecha tan buena por el lado de los precios y cantidades. Esto se tradujo en un ritmo de depreciación bastante inferior al que esperábamos (veíamos el TC oficial en \$99,0 y terminó siendo de \$95,7 al 30-jun), lo que claramente afectó al carry de los bonos USD-link. Pero, además, hubo un efecto todavía mayor: pensábamos que los USD-link podían rendir bastante negativo (-15% y -13% los 21s y 22s), básicamente porque no preveíamos la recuperación tan significativa en las reservas netas. Lo llamativo es que esto último, aunque sí sirvió para alejar los temores de una devaluación y elevar el rendimiento de los bonos atados al dólar oficial, no se incorporó en las valuaciones de los bonos en USD. Mucho para aprender.

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.