



Habemus pactum

Resumen y conclusiones

Los anuncios del día de hoy en relación al entendimiento con el FMI tienen una virtud principal: despejan el escenario extremo de default, y con ello acotan considerablemente la incertidumbre que hasta ayer nomás prevalecía en gran parte del mercado.

Si levantamos la mirada para considerar los efectos de mediano plazo, surgen tres líneas de interrogantes en términos políticos, económicos y de mercado.

Políticos: ¿cuánto es el respaldo político que tendrá el acuerdo con el paso del tiempo? El en corto plazo sólo podremos medirlo a través del alineamiento que logre Alberto Fernández detrás de esta postura en el Congreso dentro de su propia coalición y de la oposición en los próximos días.

Económicas: Si bien el acuerdo es efectivo para contemplar la posición negociadora de las partes, es menos claro cómo la postergación de 2,5 años de definiciones sobre temas clave detrás del estancamiento de los últimos 10 años pueda gatillar un shock de expectativas que permita despejar la incertidumbre y potenciar el crecimiento en el mediano plazo.

En términos de mercado, las implicancias para los precios de activos financieros lucen son positivas para los bonos, neutras para el tipo de cambio e inciertas para las acciones.

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

Habemus pactum

Los anuncios que hicieron hoy el Gobierno y el FMI con los avances en su entendimiento de cara a un acuerdo tienen una virtud principal: acotan la incertidumbre sobre la posibilidad de escenarios extremos en el corto plazo derivados de un default que, con altísima probabilidad, se hubiese convertido en prolongado.

Despejado el horizonte en el corto plazo, la pregunta natural es sobre las implicancias que tiene para el mediano plazo. En este punto los interrogantes son mayores. A continuación analizamos algunas implicancias en tres categorías: políticas, económicas y de mercado.

1. Política: ¿Cuánto volumen político hace falta para sostener los compromisos?

El hecho de que el acuerdo con el FMI se haya alcanzado más de dos años después de haber asumido el Gobierno y 15 meses después de cerrada la reestructuración con acreedores privados es elocuente de la falta de unanimidad que hay en el Gobierno sobre la vía elegida.

Hoy puede advertirse que el Presidente pudo prevalecer con su posición y lograr así una enorme victoria política interna, cuya resiliencia habrá que testear trimestre a trimestre con las revisiones del acuerdo que vaya a firmarse.

Si bien las metas fiscales no son las más exigentes en el corto plazo, implican un sendero de consolidación que no será gratis. Y menos aún cuando se ponen en conjunto con la reducción de la asistencia monetaria del BCRA y sobre todo el objetivo de tasa de interés real positiva. Para ilustrar el punto: la tasa de pasivos de 32% o la de Leliq de 40% actual quedan todavía bastante por debajo de la que resultaría de considerar la inflación anualizada del último mes (45%), o la del último año (50%) o con la estimada para 2022 (piso 55%).

Habemus pactum

El cambio de régimen macro que implica estos compromisos es material y demandará una convicción bastante mayor para sostener el camino elegido que la que vimos en los zigzagueos coqueteando el default de la última semana.

La duda es clara: ¿cuánto es el respaldo político que tendrá el acuerdo con el paso del tiempo?. El en corto plazo solo podremos medirlo a través del alineamiento que logre AF detrás de esta postura en el Congreso dentro de su propia coalición y de la oposición en los próximos días.

2. Economía: ¿sirve el gradualismo 2.0 para despejar incertidumbre?

Una de las cosas que más desconcierto inicial generó fue el formato del acuerdo, que no es ni un EFF ni un stand by clásico, dados los descalces temporales entre los compromisos que se establecieron y los plazos de repago de la deuda.

En términos muy resumidos, los lineamientos anunciados consisten en: i) una serie de metas fiscales, monetarias y cambiarias (reservas) cuantitativas con un horizonte de 2.5 años; ii) un esquema de revisiones trimestrales de cuya aprobación depende la liberación de desembolsos para cubrir los vencimientos; iii) un período de gracia de tres años semi-retroactivo (el Fondo aportaría en DEGs unos USD 4,500 más o menos equivalentes a los pagos que realizó Argentina durante 2021) que actúa como endulzante para que Argentina salga de la situación crítica de reservas en la que se encuentra hoy, y iv) la ausencia de cualquier compromiso de reforma estructural.

Las dos partes negociadoras pueden cantar victoria con los términos acordados: el gobierno puede decir (con fundamentos) al electorado que logró mejores condiciones que cualquier otro país en circunstancias similares y también decirle a la parte de su coalición de gobierno que era renuente al acuerdo que evitó la crisis y logró patear para la próxima administración mas de dos tercios del ajuste fiscal necesario para lograr el equilibrio fiscal.

Habemus pactum

Del lado del FMI, puso sobre la mesa un conjunto (hasta donde se sabe) relativamente vago de compromisos macroprudenciales (reducción del déficit, reducción del financiamiento monetario del BCRA al Tesoro y tasas de interés reales positivas), no incluyó ninguna reforma estructural y, al igual que el Gobierno, pateó lo sustancial de la negociación (el repago íntegro de la deuda) para discutirlo con la próxima administración.

Si bien el esquema es efectivo para contemplar la posición negociadora de las partes, es menos claro cómo la postergación de 2,5 años de definiciones sobre temas clave detrás del estancamiento de los últimos 10 años pueda gatillar un shock de expectativas que permita despejar la incertidumbre y potenciar el crecimiento en el mediano plazo.

Para el FMI esta posición es casi una opción gratis. Mas que esto era difícil de pedir y más allá de si lo obtiene o no, cuando lo tenga que negociar nuevamente (2024) las condiciones económicas y políticas serán otras. Del lado de Argentina, el valor de la opcionalidad y la postergación es menos evidente para el sector privado que para el gobierno.

En cualquier caso, es claro también que lo que vimos hoy es el anuncio de la primera parte de una zaga que seguramente tendrá varias temporadas.

3. Mercado: ¿qué implica esto para el precio de los activos?

La reacción positiva de mercado de hoy al acuerdo que incluyó bonos subiendo 8%, acciones +5% y tipo de cambio implícito (CCL) apreciándose 3% hasta ARS/USD 225 refleja a nuestro criterio un elemento central: despejar la incertidumbre que resulta de eliminar el escenario extremo de default con el que varios miembros prominentes del gobierno coquetearon hasta último momento.

Habemus pactum

Digerido este primer impacto, creemos que las implicancias son distintas para las diferentes clases de activos. Empezando por el tipo de cambio, vemos un escenario donde el impacto del acuerdo con el FMI es acotado y no contribuye dramáticamente a reducir la brecha. En nuestro escenario base, el gobierno no cuenta hoy con reservas ni herramientas de política (tasas de interés) para sostener este nivel de tipo de cambio real y cumplir con el objetivo de acumulación de reservas que anunció. Por esta razón, a pesar del anuncio del ministro hoy donde descarta la posibilidad de salto cambiario, seguimos viendo la necesidad de una aceleración marcada (aunque menor que en el escenario donde no había acuerdo con el FMI) del tipo de cambio desde los niveles actuales.

En relación al CCL, creemos que la clave está en la nominalidad de la economía. Con pocas reservas en el banco central, las variables determinantes para fijar el valor del CCL son oferta y demanda de dinero (demanda de dinero vs pasivos monetarios del BCRA). Si no asumimos cambios drámaticos en la demanda de dinero para los próximos meses, una proyección estilizada de los pasivos monetarios del BCRA nos advierte que el CCL no está hoy en niveles de sobreacción cambiaria.

En el cuadro que incluimos a continuación, que NO ES una proyección, pueden contemplarse distintos escenarios de CCL para Dic-22 en distintos escenarios de déficit, aumento de deuda en pesos y acumulación de reservas el CCL termina el año alrededor de 350 pesos, un valor que 55% mayor al actual, lo que en términos prácticos es lo mismo ajustado por inflación proyectada.

La disminución de la brecha cambiaria puede ser impulsada por la suba de tasas de interés y también por una reducción en la tasa de inflación, que contribuya a recomponer la demanda de dinero. Pero la reducción de la inflación ya vimos que no es algo que pueda lograrse rápidamente, y a riesgo de ser pesimistas, creemos que es un proceso que no va a registrar mejores en el muy corto plazo.

Habemus pactum

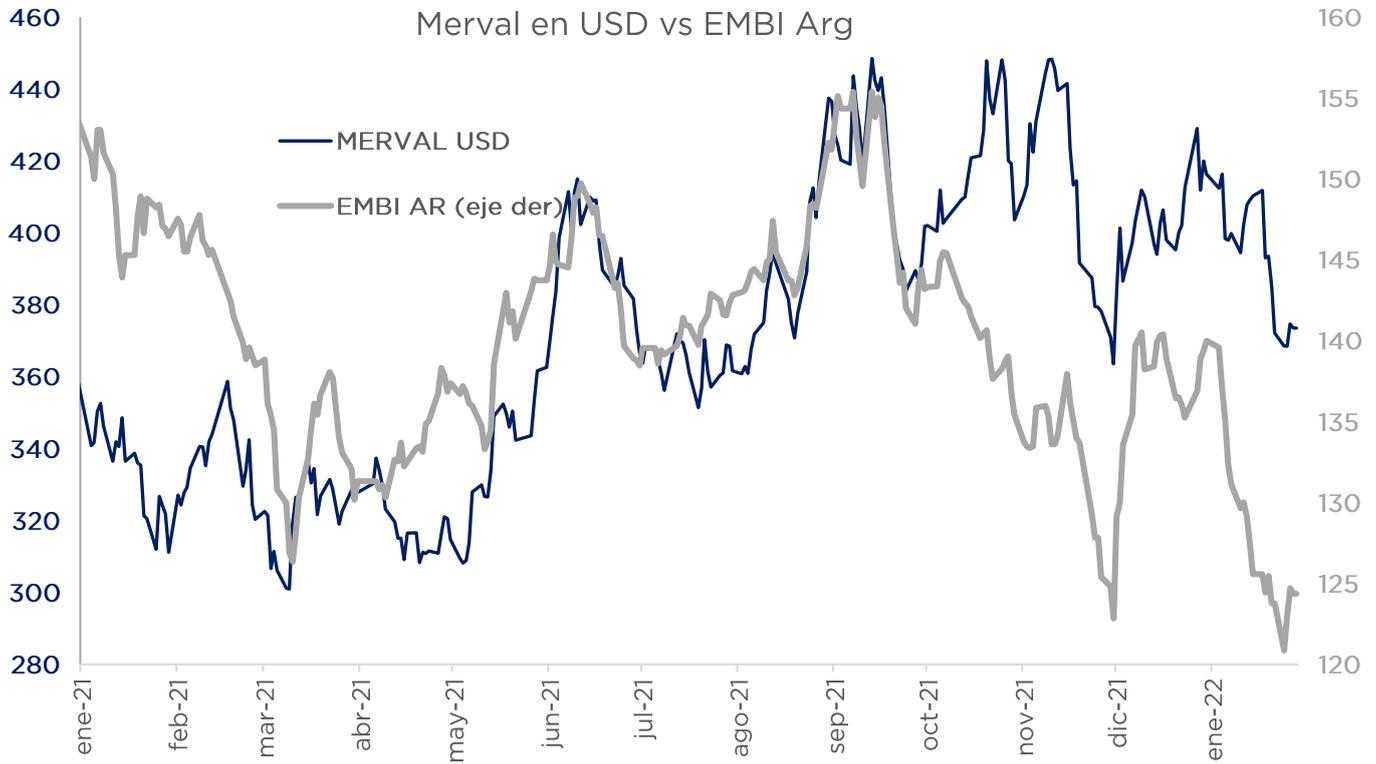
| Escenario | Supuestos | | | Resultados | | | |
|-------------------------------|------------------|------------------------------|---|-----------------------|----------------------|-------------------------|------|
| | (i) Déficit Prim | (ii) Mix Financiam. Rollover | (iii) Tasa Leliq Prom. % deuda neta PBI | Crec. a/a dic PR + BM | CCL implícito dic-22 | Brecha implícita dic-22 | |
| Base | 3.00% | 107% | 0.5% | 42.1% | 72% | 345 | 125% |
| Base con ayuda de bancos | 3.00% | 120% | 1.3% | 42.1% | 65% | 331 | 116% |
| Base bancos sin suba de tasas | 3.00% | 120% | 1.3% | 40.0% | 62% | 325 | 112% |
| FMI | 2.50% | 115% | 0.5% | 42.1% | 65% | 331 | 116% |
| Base compra RRII* | 3.00% | 107% | 0.5% | 42.1% | 85% | 371 | 143% |

* En vez de suponer intervención en MULC por -0,3% del PBI asumimos +0,5%, consistente con comprar USD 2500 M (vs venta de USD 1500 M en base)

En el caso de los bonos, cuyas caídas en lo que va del año alcanzaban a ayer 12% y los dejaban muy cerca de los mínimos post reestructuración, es donde vemos el impulso mas claro. Es evidente que el cambio de régimen macro que promueve el gobierno es positivo para el crédito soberano y que aún contemplando una reestructuración en 2024 con una quita de VPN relevante, si se logra bajar la tasa de descuento a niveles lógicos de 14%, los bonos tienen un potencial de suba importante.

En el caso de las acciones, es más difícil ser igual de categórico. En primer lugar, las acciones no estaban tan castigadas como los bonos, y por otro lado los distintos sectores tienen perspectivas muy distintas en los diferentes escenarios. Ejemplo: una subida del tipo de cambio impactará diferente a bancos que no tiene posibilidad de cubrirse frente a riesgo cambiario que a compañías de energía, donde la necesidad de bajar subsidios/recomponer tarifas es más difícil de postergar.

Habemus pactum



INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres
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 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.