

# Ajuste fiscal: elige tu propia aventura



## Resumen y conclusiones

La última semana nos proporcionó una ventana inesperada para ver dos formas muy distintas de atender el desequilibrio macro argentino actual: la que está acordada con el FMI, y la que se está gestando a partir de la sucesión de medidas que tomó el gobierno en las últimas semanas.

Llamativamente, la estrategia del gobierno es mucho más dura que la del Organismo y se parece más a la receta del mismo FMI en los años 80 y 90, hoy abandonada.

La vía elegida por el gobierno es cuestionable no solo por sus costos -implica un aumento de la inflación y disminución del nivel de actividad-, sino también por las dudas que surgen de su eficacia. Además de más riesgosa, es difícil ver cómo resuelve el principal problema que afecta hoy al gobierno: el restablecimiento de la percepción de solvencia fiscal que amenaza a la renovación de la deuda en pesos.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Tomas Ruiz Palacios**  
Estratega de Renta Fija

**Melina Costanzo**  
Analista

**Dan Gonen**  
Analista

+54 11 2206 2206

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

## Ajuste fiscal: elige tu propia aventura

---

La última semana nos proporcionó una ventana inesperada para ver dos formas muy distintas de atender el desequilibrio macro argentino actual.

La primera, explícita, es conocida y está desarrollada en el documento del FMI que analiza la primera revisión del programa. La misma centra la estabilización alrededor de un programa de consolidación fiscal que sirva de ancla para comenzar a estabilizar el resto de las variables.

En su primera revisión, el FMI enfatizó que el programa está bien establecido y señaló que los riesgos más importantes que hoy tienen los objetivos planteados son su ejecución por parte del gobierno, y no de diseño del programa. Un par de citas textuales ilustran este punto categóricamente:

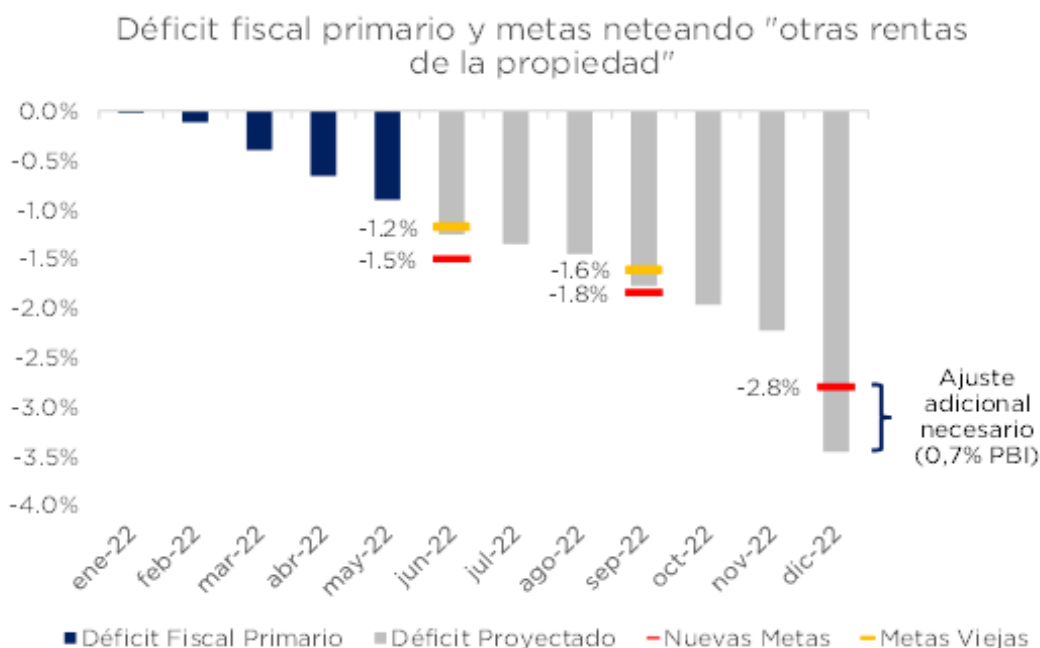
*“El programa con el Organismo aprobado en marzo pasado definió objetivos pragmáticos y realistas, junto con un conjunto de políticas calibradas cuidadosamente que, si son implementadas, van a fortalecer la estabilidad macroeconómica y comenzarán a tratar desafíos muy firmemente arraigados de la economía”*

*“La implementación rápida del programa sigue siendo esencial para enfrentar la alta inflación y asegurar una mejora en la recomposición de reservas. Alcanzar el déficit primario acordado para fin de 2022 va a requerir un ajuste fiscal en la segunda mitad del año que permita atender a las mayores necesidades de gasto en energía y asistencia social.”*

Al mismo tiempo, el Organismo también dio un margen de flexibilidad adicional al gobierno relajando el cumplimiento de las metas trimestrales, lo que de acuerdo con nuestras proyecciones le permitiría al gobierno cumplir con la meta de junio y septiembre con un moderado esfuerzo. Con el nuevo esquema, el grueso del ajuste fiscal se puede realizar en el último trimestre del año sin incumplir las metas intermedias.

## Ajuste fiscal: elige tu propia aventura

El siguiente cuadro ilustra el déficit primario de los primeros meses del año, lo proyecta en base a nuestro escenario base y lo compara contra las metas del FMI. La particularidad es que depuramos tanto del déficit como de las metas el artilugio de “otras rentas de la propiedad”, de manera de mostrar la dinámica más genuina. De esta manera, la meta del FMI de diciembre, que en verdad es de 2,5% del PBI, se muestra como de 2,8% (al “netear” el 0,3% de dicho concepto). Aclaración: debido a la demora en la implementación de la segmentación tarifaria, la posibilidad de que la meta fiscal de septiembre no se cumpla es considerable.

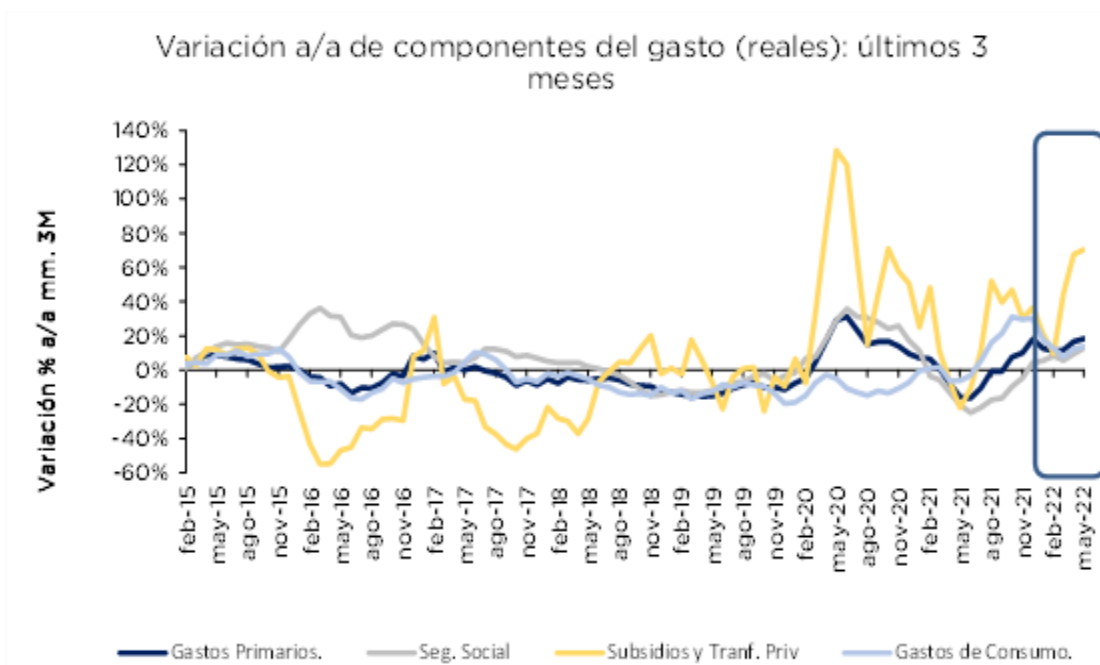


Consultatio Financial Services en base a Mecon.

La segunda vía de ajuste, si bien no es expresa, puede leerse en el conjunto de decisiones de política económica tomadas por el gobierno durante la erupción de la crisis de la deuda en pesos de las últimas tres semanas. La vía oficial está centrada tres pilares: i) apretón monetario (suba de tasas y esterilización con pasas/leliq), ii) devaluación/desdoblamiento cambiario de facto (importaciones empujadas -¿por tres meses?- al mercado de tipo de cambio no oficial) orientadas a restablecer el equilibrio externo evitando una devaluación, y iii) que el desequilibrio fiscal ajuste “por las suyas” como producto de las dos medidas anteriores (licuación real del gasto).

## Ajuste fiscal: elige tu propia aventura

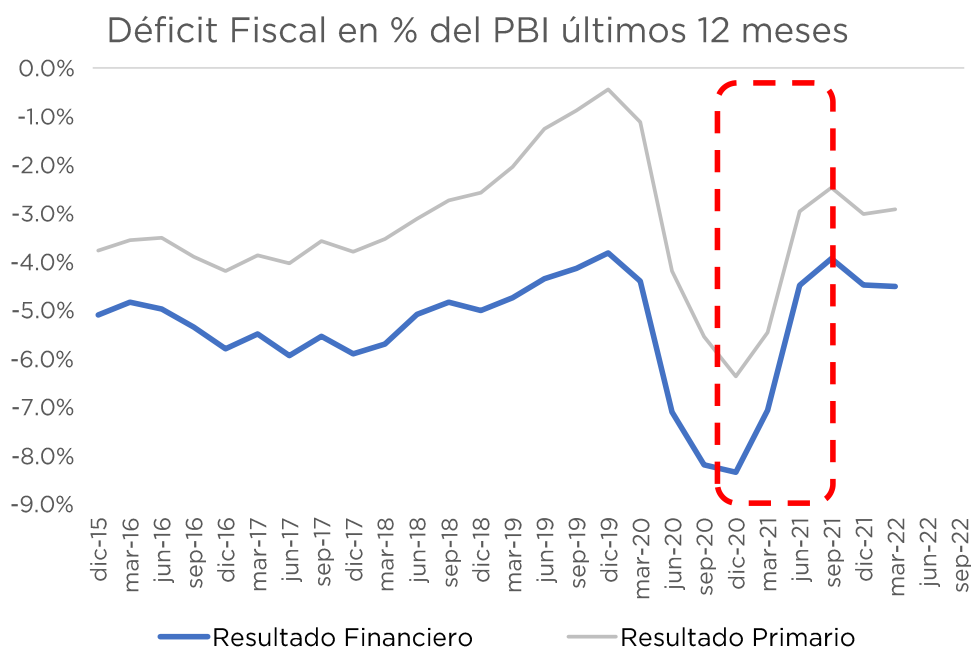
Este tercer pilar asume, sin embargo, un supuesto que será muy difícil de cumplir: que habrá margen político para dejar que el gasto corra por debajo de la inflación (lo cual, en lo que va del año, no fue posible).



Consultatio Financial Services en base a Mecon.

Llamativamente, la estrategia del gobierno es mucho más dura que la del Organismo y se parece más a la receta del mismo FMI en los años 80 y 90, hoy abandonada. Entendemos que esto no es el resultado de un cálculo del gobierno sobre de los méritos de cada vía, sino el producto de sus limitaciones políticas: tomar medidas explícitas como las que sugiere el FMI en su documento requiere hoy un nivel de consenso interno que el gobierno no tiene. Por esta razón, va a buscar el mismo resultado a través de un ajuste silencioso, como el que surge de este combo que implementó para cumplir con las metas trimestrales que vencieron ayer. A su manera, es una re-edición de la estrategia que implementó entre Nov-20 y Jun-21, cuando sin hacer grandes anuncios de recortes, redujo el déficit 4 puntos del PBI en 7 meses. El elemento disparador de ese momento fue la disparada del tipo de cambio.

## Ajuste fiscal: elige tu propia aventura



Consultatio Financial Services en base a datos de mercado

La vía elegida por el gobierno es cuestionable no solo por sus costos, sino también por las dudas que surgen de su eficacia. En otras palabras: la estrategia oficial es mucho más riesgosa que la vía que propone el FMI, ya que es difícil ver cómo resuelve el principal problema que afecta hoy al gobierno: el restablecimiento de la percepción de solvencia fiscal que amenaza a la renovación de la deuda en pesos.

La misma suba de tasas que modera el incentivo de dolarización de los portafolios de pesos que se desarmaron en las últimas semanas es la que encarece la esterilización gigantesca de \$ 750,000 millones que llevó a cabo en junio el BCRA, agravando el déficit cuasifiscal.

Del lado de las medidas cambiarias las dudas son incluso mayores. La exclusión de un segmento relevante de las importaciones del MULC (tipo de cambio oficial) implementada esta semana funciona como una devaluación/desdoblamiento de facto del 100% para esos bienes, que a partir del lunes pasado tendrán que pagar la brecha cambiaria para conseguir los USD para ser comprados.



## Ajuste fiscal: elige tu propia aventura

Pero adicionalmente al impacto inflacionario (una parte de las impto muy posiblemente ya están priceadas por encima del tipo de cambio oficial), lo que más preocupa de esta medida es el impacto en el nivel de actividad. Recordemos que el cepo cambiario actual limita totalmente la posibilidad de adquirir dólares libres (MEP, por ejemplo) a aquellas compañías que tienen (o tuvieron en los últimos 90 días) acceso al MULC. El riesgo de que se intensifique la escasez de ciertos productos aumenta, entonces, la posibilidad de que estas empresas ya no tengan incentivos de cumplir esta norma (ya que de cualquier manera no tienen acceso al MULC). Un último detalle de timing: el shock que recibirá el nivel de actividad comienza justo cuando arranca el semestre estacionalmente más débil del año.

Dependiendo de la magnitud e intensidad en el tiempo que tengan estas medidas, estimamos que la economía podría desacelerarse entre 3 y 4 puntos porcentuales en su velocidad de crecimiento: en vez de terminar el año con un crecimiento punta a punta de 3.8%, este bajaría a casi cero (el ejercicio supone que se reducen importaciones por un monto equivalente a las reservas netas que faltan comprar para cumplir la meta cambiaria de fin de año con el FMI). Sostenida por algún tiempo, el “problema de crecimiento” planteado por el presidente esta semana para justificar las medidas será un problema resuelto.

Este debilitamiento de la demanda agregada con aceleración de la inflación puede tener un impacto significativo sobre las cuentas públicas: con estanflación, el ajuste fiscal pretendido se vuelve más incierto y doloroso. Como señalamos en nuestro último reporte, hasta aquí las medidas que tomó el gobierno para contener la crisis de la deuda en pesos son formas distintas de comprar tiempo, pero no son una solución de fondo. El factor clave para poder asegurar la renovación de la deuda de pesos en condiciones más normales es tomar medidas que ayuden a despejar la incertidumbre que hoy prevalece sobre la solvencia del sector público.

**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 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.