

Comprando tiempo



Resumen y conclusiones

La aceleración inflacionaria conocida esta semana es el mejor termómetro de la velocidad del deterioro macro. Las medidas implementadas hasta ahora por el nuevo ministro (postergación de vencimientos en pesos y fuerte suba de tasas de interés) no implican, por ahora, un cambio de la dinámica sino una postergación aumentada de sus impactos.

El costo de esa adquisición es alto: el perfil de vencimientos de 2023 es cada vez más grande, está más y peor indexado e implica un impacto cuasifiscal que le resta valor al ajuste de subsidios anunciado la semana pasada.

En el plano cambiario es donde el tiempo corre mas rápido: el gobierno ya casi no cuenta con reservas netas. La inacción dada por la falta de medidas responde a una limitación macro (una devaluación del TC oficial no es viable en este contexto) y a otras políticas: avanzar en un esquema de desdoblamiento cambiario requiere de un aval del FMI, que recién esta semana comenzó a discutirse.

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

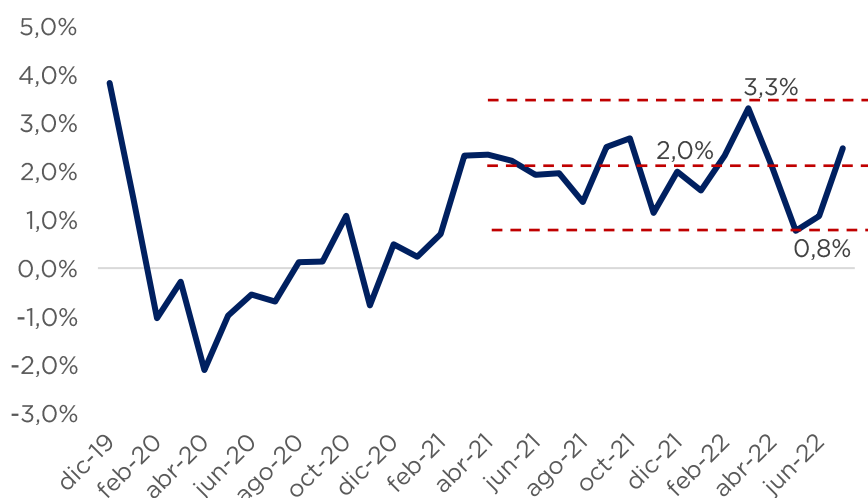
Comprando tiempo

Inflación: el mejor termómetro del deterioro macro

El dato de inflación conocido ayer confirma que este indicador es hoy el mejor termómetro del deterioro macro. El dato de julio mostró una inflación general de 7.4% mensual (vs 5.3% el mes anterior) y se trata del peor registro desde la salida de la convertibilidad, sin que haya tenido lugar en este caso un salto del tipo de cambio oficial. Por su parte, la inflación núcleo se aceleró todavía más rápido (7.3% vs 5.1% del mes anterior) y el índice de difusión de los precios cuando se excluyen los regulados es casi pleno.

La perspectiva en el corto plazo no es alentadora. Además de los aumentos ya anunciados de precios regulados (prepagas, tarifas, ¿combustibles?) que más temprano que tarde comenzarán a sincerarse, hay que advertir que el nivel de inflación en USD que registra la economía desde 2021 (desde Ene-21 a Jul-22 fue de 41.5%) no es soportable mucho tiempo más ni aún con los incomparables términos de intercambio actuales. El dato de inflación 0 de EE. UU. conocido esta semana solo agrava las cosas. En este contexto, no podemos descartar que en el corto plazo el tipo de cambio deje de actuar como ancla para convertirse en propulsor de la inflación minorista local.

Inflación mensual en USD



Fuente: Consultatio en base a INDEC y BCRA.

Comprando tiempo

Comprando tiempo: ¿para qué?

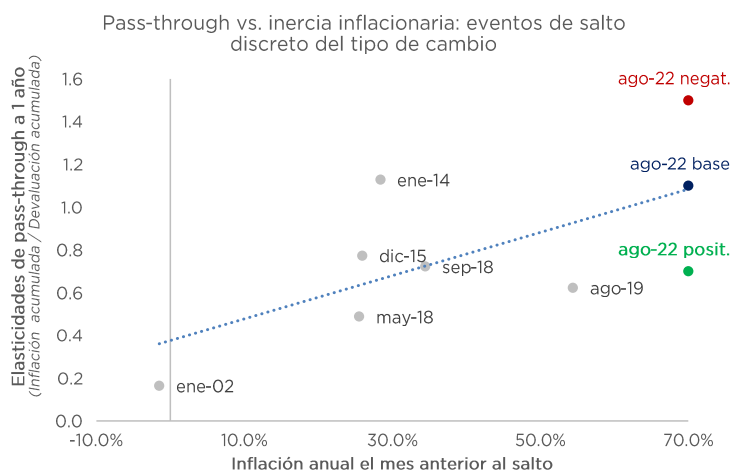
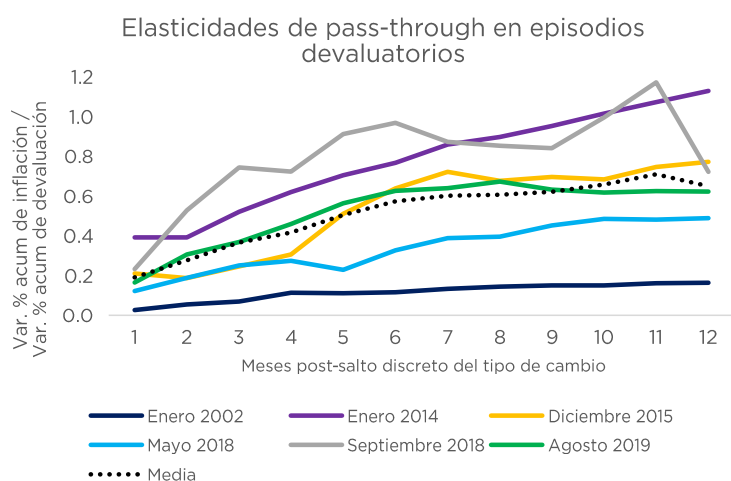
El frente cambiario es donde el tiempo parece estar corriendo mas rápido. La inacción oficial frente a la aceleración de la pérdida de reservas que se concretó en las últimas semanas y que dejó a las reservas netas prácticamente en cero, solo se entiende como resultado de las limitaciones del gobierno y políticas del gobierno, más que como una elección.



Fuente: Consultatio en base a BCRA.

La posibilidad de un salto discreto para equilibrar este desbalance no luce factible: sin un plan integral muy fuerte, dada la inercia inflacionaria actual la estadística marca que el pasaje a precios podría ser letal. Esto queda bien reflejado en los siguientes dos gráficos: i) el primero marca que, en promedio, el pasaje a precios tras un salto discreto acumula un 70% luego de un año; ii) el segundo marca que mientras mayor sea la inercia inflacionaria inicial, peor es ese pasaje a precios.

Comprando tiempo



Fuente: Consultatio.

Vemos, entonces, que todos los caminos conducen a un desdoblamiento. Pero para eso, es necesario contar con el aval del FMI porque imponer un régimen de tipo de cambio múltiple implicaría romper uno de los estándares expresamente fijados en el Memorándum de Entendimiento. Las negociaciones con el FMI recién comenzaron esta semana, y no esperamos una resolución inmediata aquí. En este punto es donde la demora del viceministro (candidato natural a funcionar de nexos con el FMI) se vuelve menos entendible y más preocupante.

Continuous Performance Criteria

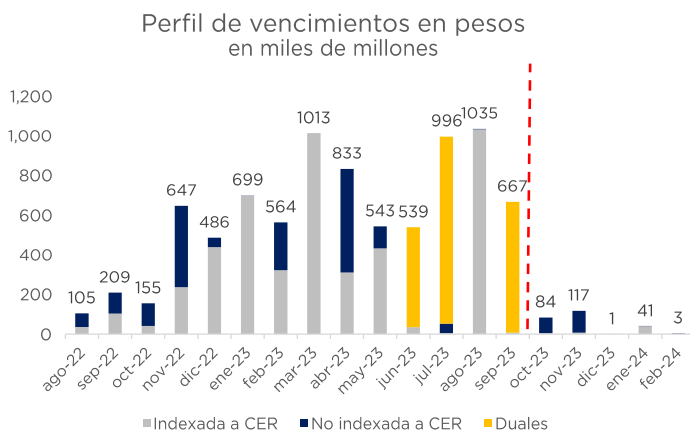
23. Consistent with commitments in IMF arrangements, we will seek not to: (i) impose or intensify any exchange restrictions, (ii) introduce or modify Multiple Currency Practices (MCPs), (iii) conclude bilateral payment agreements that are inconsistent with Article VIII; and (iv) impose or intensify import restrictions for balance of payment reasons (continuous performance criteria).

Comprando tiempo

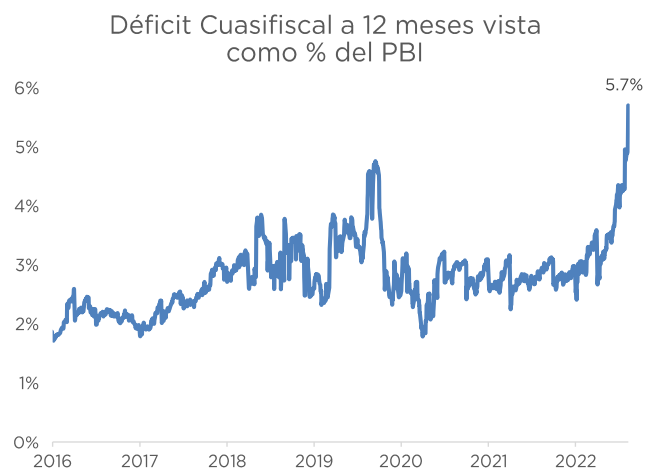
Supertasa e indexación: el alto costo de comprar tiempo

El canje de esta semana logró despejar el horizonte de vencimientos de corto plazo, minimizar el riesgo de renovación, en tanto que la fuerte suba de tasas apunta a contener la brecha cambiaria y moderar el desborde inflacionario.

El costo de esa adquisición es, sin embargo, elevado: el perfil de vencimientos de 2023 es cada vez más grande, está peor indexado y potencia el costo cuasifiscal de la suba de tasas al nivel máximo de los últimos años. Para ponerlo en cifras: i) \$ 768.891 millones que antes eran licuables, ahora quedaron muy indexadas; ii) el perfil de vencimientos de 2023 aumentó en \$ 2.432.356 millones; iii) el déficit cuasifiscal a 12 meses vista como porcentaje del PIB actual es el más grande de los últimos años (5,7%), e incluso ajustando por la variación proyectada del PIB (dada la alta nominalidad esperada) nos da un 5% de déficit cuasifiscal estimado para 2023. Todos estos efectos desinflan el anuncio de recorte de subsidios realizado la semana pasada.



Fuente: Consultatio en base al MECON.



En resumen: ahora tenemos muchas más certezas para el corto plazo al costo de más dudas para el mediano/largo. Por este motivo optamos por un posicionamiento en la curva CER de duration acotada, en tanto que no elegimos dollar linked dado que las chances de desdoblamiento son elevadas y el pasaje a precios sería muy fuerte (por ello los dollar linked podrían ser castigados tras el evento).

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernan Rodríguez
hrodriguez@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.