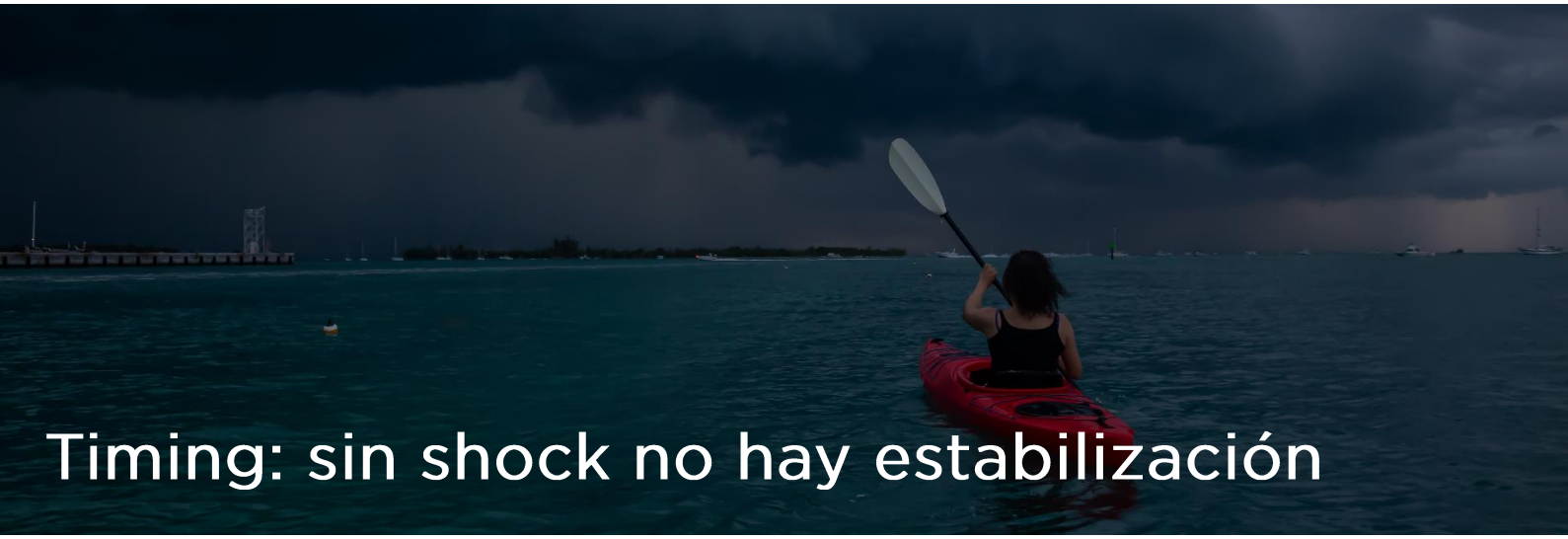


Timing: sin shock no hay estabilización

Resumen y conclusiones

Los anuncios de reducción de subsidios conocidos esta semana confirmaron que el nuevo ajuste es más agresivo que el que se preveía con Guzmán, pero que su implementación será escalonada.

La secuencia anunciada plantea interrogantes importantes para la dinámica macro de los próximos meses. El impacto neto del conjunto de medidas muy posiblemente resulte en un deterioro macro, antes que en una mejora: mayor déficit, mas inflación y menor nivel de actividad no deberían sorprender.

Las medidas sobre el frente cambiario siguen demorándose a la espera de un entendimiento con el FMI. El cambio de signo que mostró la intervención cambiaria del BCRA a partir del 10 de agosto no representa un cambio de tendencia desde nuestra perspectiva.

A la luz de estos hechos, entendemos que el escenario planteado en el último reporte de un cambio de régimen cambiario que incluya un desdoblamiento se ve reforzado.

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

Timing: sin shock no hay estabilización

Los anuncios de reducción de subsidios conocidos esta semana confirmaron que el ajuste planteado es más agresivo que el que se preveía con Guzmán. La principal novedad que agregó es que su implementación será más escalonada en el tiempo que lo que se anticipaba. Este último rasgo es un tema central para la dinámica macro de los próximos meses, ya que aún en el más optimista de los casos, ésta va a deteriorarse antes de mejorar.

	Electricidad	Gas	Agua
Aumento final previsto	190%	88%	150%
Cronograma de aumentos	Tres aumentos bimestrales a partir del 31 de agosto.		Actualizaciones en octubre, noviembre, enero y marzo.
Cantidad de usuarios que perderán el subsidio	4,5 MM	3,8 MM	1,5 MM
AHORRO FISCAL ESPERADO 2022	**$ 47.500 MM (0,06% del PBI)**		**$ 2.000 MM**
AHORRO FISCAL ESPERADO 2023	**$ 455.000 MM (0,46% del PBI)**		**$ 45.000 MM (0,05% del PBI)**

(*) En los tres casos, la segmentación de tarifas se define por nivel de ingresos, por consumo y por región geográfica.

(**) Hasta el momento no se definió nada respecto al transporte y los subsidios a este rubro podrían alcanzar los $ 600.000 MM en 2022.

Fuente: Consultatio en base a la secretaria de Energía.

El hecho de que los efectos fiscales de la reducción de subsidios no iban a tener impacto inmediato era conocido ya la semana pasada, así como también que el gobierno había dispuesto medidas complementarias para mitigar esto (suba fuerte de tasas de interés y canje de deuda en pesos por otra más diferida e indexada y postergación de medidas cambiarias) hasta tanto la reducción del déficit empiece a tener efecto (ver nuestro reporte "Comprando tiempo" (link).

Timing: sin shock no hay estabilización

Sin embargo, cuando se baja a proyecciones las implicancias de estos anuncios, se advierte que el llamado "giro ortodoxo" del gobierno plantea interrogantes cada vez más importantes sobre las variables macro claves en el corto plazo (inflación, actividad, tasas de interés y tipo de cambio).

Con el conjunto de medidas planteadas hasta aquí, la situación a fin de año muy posiblemente sea peor que la situación inicial en varios sentidos, que analizamos a continuación:

Posición fiscal

El deterioro se ilustra bastante claro con algunos números estilizados. El ajuste fiscal anunciado por la quita de subsidios es de ARS 50,000 millones hasta fin de año. Asumamos por un momento que no hay aumento de otros gastos, sólo para no volver más ácido el argumento y entonces que ese valor puede tomarse como reducción del déficit. Estos ARS 50,000 millones se comparan contra una ampliación del déficit cuasifiscal derivado del aumento de 950 puntos básicos de la tasa de interés sobre Leliqs y Pases de ARS 137,000 millones. En el neto, estamos ARS 87,000 arriba del déficit inicial, solo por estos dos elementos. El resultado consolidado del sector público (fiscal + cuasifiscal) hasta fin de año va a haberse deteriorado en una magnitud equivalente a 0.4% del PBI.

Reforzamos entonces la conclusión de nuestro último reporte: una suba de tasas como la que vimos requiere una dureza mayor en el ajuste del gasto primario para compensar el aumento del componente cuasifiscal del déficit. Como vimos, en lo que queda de 2022, ni siquiera alcanza a cubrirlo.

Expectativas / Credibilidad

El compromiso de déficit primario de 2.5% que ratificó el ministro Massa para 2022 todavía está muy lejos del 3.3% que anticipa el consenso de mercado con prácticamente dos tercios del año ya transcurridos. Esto agrega un problema de credibilidad importante y también puede esmerilar el apoyo del FMI.

Timing: sin shock no hay estabilización

El incumplimiento tan abultado y creciente de la meta fiscal en el programa firmado, sumada al de reservas es un inconveniente serio para la discusión de medidas cambiarias que todavía no comenzaron, pero que son inevitables. Sin apoyo explícito del FMI, cualquier programa de estabilización es mucho más difícil.

Inflación

Con un déficit fiscal proyectado más grande y límites muy concretos sobre la capacidad de tomar en el mercado nueva deuda en pesos (el stress de mercado que tuvo lugar en junio está demasiado fresco), la credibilidad de la promesa de que no se va a recurrir a financiamiento del Banco Central hasta fin de año queda bastante menguada.

Con estos condimentos, el escenario actual se parece bastante a lo que Sargent y Wallace denominaron en 1981 en la literatura económica "Una desagradable aritmética monetarista". Lo que se describe en ese artículo es el caso de una economía donde una suba de la tasa de interés puede terminar resultando en un aumento de la tasa de inflación por realizarse en presencia de dominancia fiscal (monetización del déficit). El caso parece aplicar casi literalmente a la coyuntura económica argentina actual.

El deterioro del frente inflacionario es otro problema serio para el esfuerzo de consolidación fiscal: reducir subsidios en un contexto de inflación alta y creciente es un desafío que demanda medidas cada vez más duras y convicción creciente en el tiempo.

Nivel de actividad

Evitar un ajuste importante en el nivel de actividad en un escenario de (i) ajuste fiscal; (ii) inflación creciente que impacta sobre el salario real; (iii) condiciones monetarias más estrictas que afecten al financiamiento del sector corporativo sería casi un milagro.

A estos factores hay que agregar el endurecimiento del control de las importaciones que se dispuso en la última semana de junio hasta septiembre, que muy posiblemente se extenderá en el último trimestre del año.

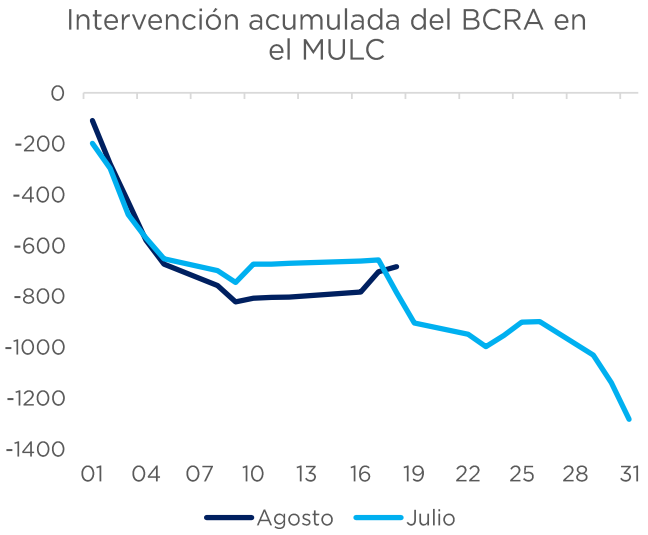
Timing: sin shock no hay estabilización

Cambiario

Así como una golondrina no hace al verano, el cambio de signo que registró la intervención del BCRA a partir del 10-ago del BCRA en el MULC tras perder más de USD 800 MM en los primeros 9 días tampoco marca un cambio de tendencia.

Para explicar este cambio, los argumentos más repetidos fueron tres: i) como la dinámica lucía insostenible, comenzaron a pisar importaciones para demostrar estabilidad; ii) la "súper tasa" contrajo la demanda de importaciones; iii) el nuevo régimen 70/30 de liquidación de soja comenzó su implementación y vemos los resultados.

Mes de agosto		Racha negativa BCRA	Racha positiva BCRA
Promedio diario en millones de USD	Pagos Energia	-90	-41
	Liquidación Campo	152	152
	Volumen	324	292
	Resultado BCRA MULC	-118	+23



Fuente: Consultatio elaboración propia.

Cuando se evalúan en detalle, vemos que ninguno de estos tres argumentos es convincente: i) si bien el volumen del MULC se redujo, el cambio no fue drástico; ii) los efectos de la suba de tasas no deberían haber sido tan inmediatos, y debería haber afectado también al contado con liquidación, cosa que no vimos; iii) la liquidación del campo se mantuvo estable, insensible todavía a la suba de tasas. La tabla de la izquierda marca que el principal componente fue que los pagos de energía aminoraron, en tanto que el de la derecha marca que la dinámica viene siendo muy similar a la del mes pasado. Es decir, el problema persiste.

Timing: sin shock no hay estabilización

A la luz de estos hechos, entendemos que el escenario planteado en el último reporte de un cambio de régimen cambiario que incluya un desdoblamiento se ve reforzado.

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 Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 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 d e 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 deasumir, 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.