



El programa con el FMI, un caso de iatrogenia económica

Resumen y conclusiones

El clima de éxito que rodeó a la aprobación de la segunda revisión del programa con el FMI contrasta fuertemente con el deterioro macro que tuvo la economía argentina desde que se firmó el acuerdo.

Más allá de los problemas de diseño, de implementación o de mala suerte (shocks) que pudo haber tenido al momento de lanzarlo (que hoy se revirtieron y juegan a favor), hay un elemento que sobresale sobre todo los demás: la falta de un tratamiento expreso para bajar la inflación. Mirado así, este resultado no puede ser sorpresa.

La gravedad del dato de inflación de agosto es difícil de subestimar, no solo por su magnitud sino por sus características. Y en los próximos meses, donde los precios regulados comenzarán a ajustarse, no debería sorprender que la situación se vuelva aún peor.

La velocidad de nominalidad que adquirió la economía ya es la mayor que se registra en los últimos 30 años, desde la salida de la hiper. Seguir discutiendo mecánicamente el cumplimiento de metas de un programa que no la tome como un problema central es un error que puede terminar pagándose muy caro.

Tal vez sea un buen momento para revisar los objetivos del programa con el FMI y empezar a tomarse la inflación más en serio.

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

El programa con el FMI, un caso de iatrogenia económica

Durante mucho tiempo, el esperado acuerdo con el FMI se pensó como una forma de estabilizar expectativas, una condición necesaria fundamental para cualquier experiencia de ordenamiento macro. Sin embargo, por razones de diseño del programa, de implementación de este y también de shocks como el impacto de la guerra sobre materias primas (este factor es por lejos el menos relevante de los tres), eso nunca sucedió.

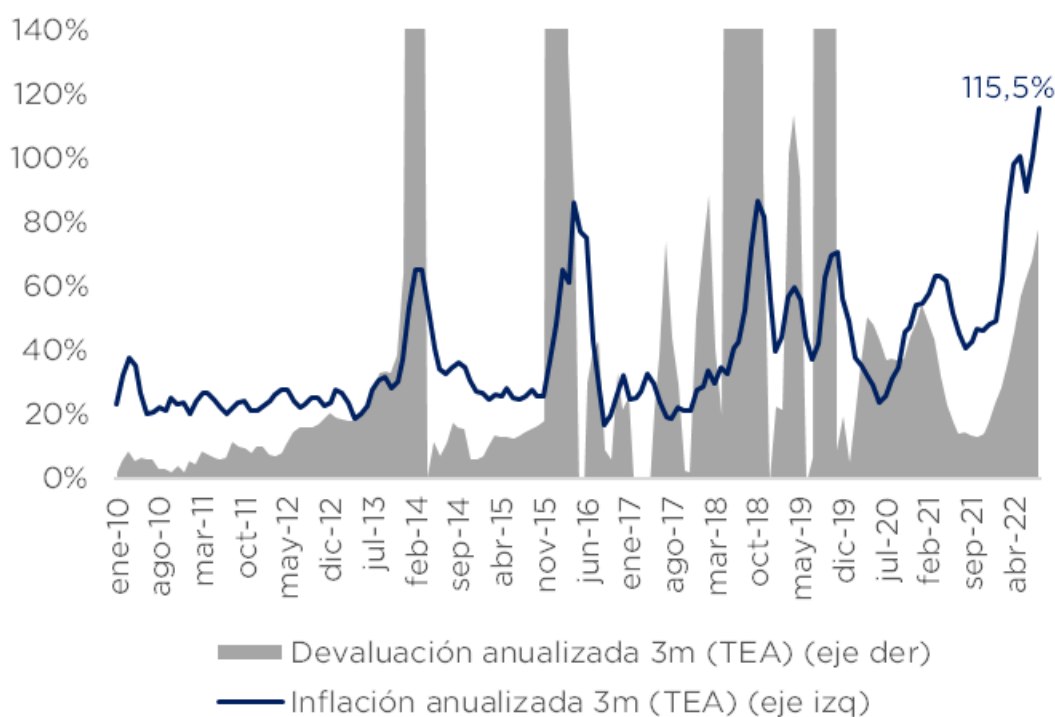
Y no solo eso. En muchos aspectos la dinámica macro no solo no mejoró durante este período sino que consistentemente se volvió peor. Entre las muchas variables que contribuyen a ese resultado, hay una que tiene un rol sobresaliente: el (no) tratamiento de la inflación.

El programa con el FMI nunca fue un programa antiinflacionario. Eso se supo desde un principio y ambas partes convivieron bien con desentenderse de ese tema. A tal punto que ni siquiera la incluyeron como uno de los objetivos del programa. Pero lo que debió haber sido menos evidente para las partes en ese momento era que los efectos no deseados o ignorados (iatrogenia) del plan ideado para no encararla se iban a ser tan grandes y se iban a pagar tan rápido.

El 7% de inflación de agosto conocido esta semana debe haber sido una verdad incómoda en medio del clima celebratorio que todavía acompaña a la aprobación de las metas de junio en las reuniones que las autoridades mantuvieron con Organismo en Washington. Con la segunda revisión del programa ya en el bolsillo, y una muy buena perspectiva de volver a aprobarlas en septiembre como consecuencia de la milagrosa recuperación de reservas que sobrevino a la implementación del USD soja, la cachetada del 7% debió doler más: con todos los casilleros tildados, la situación solo sigue empeorando.

El programa con el FMI, un caso de iatrogenia económica

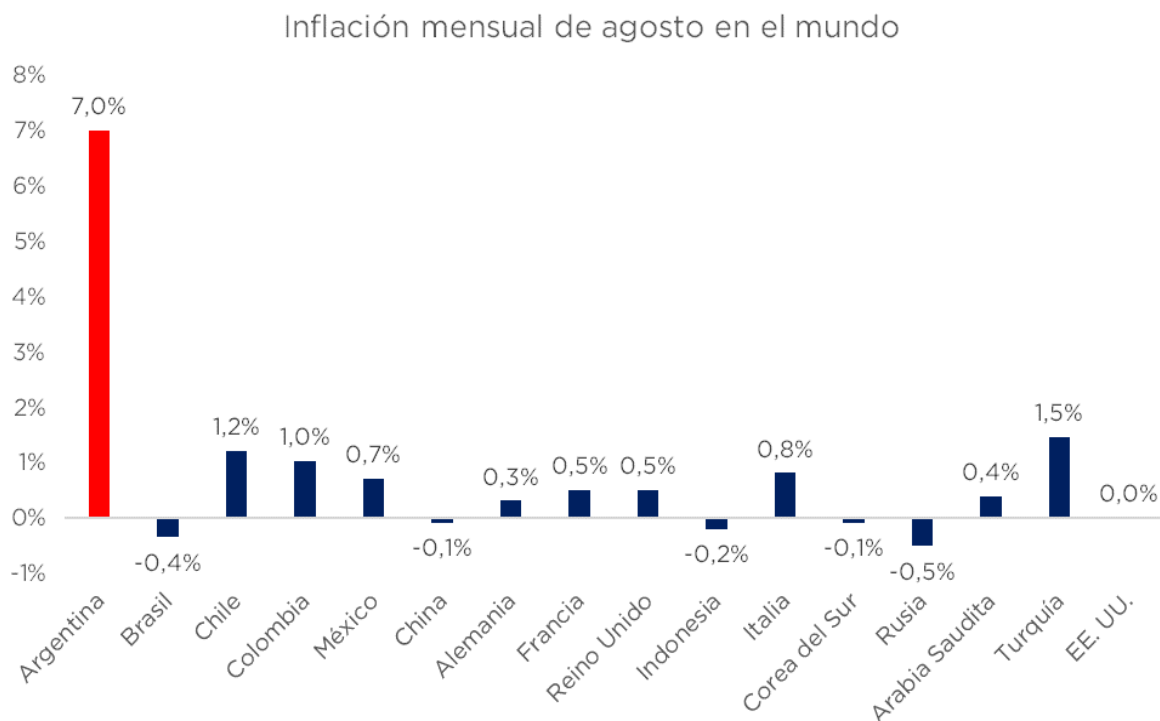
La inflación de tres meses anualizada (una medida de mayor frecuencia que se utiliza para palpar la dinámica inflacionaria) a principios de año era de 48.1%. En febrero, durante la negociación del acuerdo, el mismo indicador ya había alcanzado 62%. Esa aceleración de 14 puntos entonces no importó. Con el dato de inflación de agosto conocido esta semana, el valor trepó a 115.5%, es decir, poco menos del doble de lo que registraba al momento del acuerdo.



La importancia de este deterioro es difícil de subestimar. Si prestamos atención al gráfico, vemos que aceleraciones tan importantes como estas de la inflación estuvieron acompañadas de saltos en el tipo de cambio, cosa que durante este periodo no sucedió. La aceleración de la inflación en este caso viene asociada también a una inflación en USD récord.

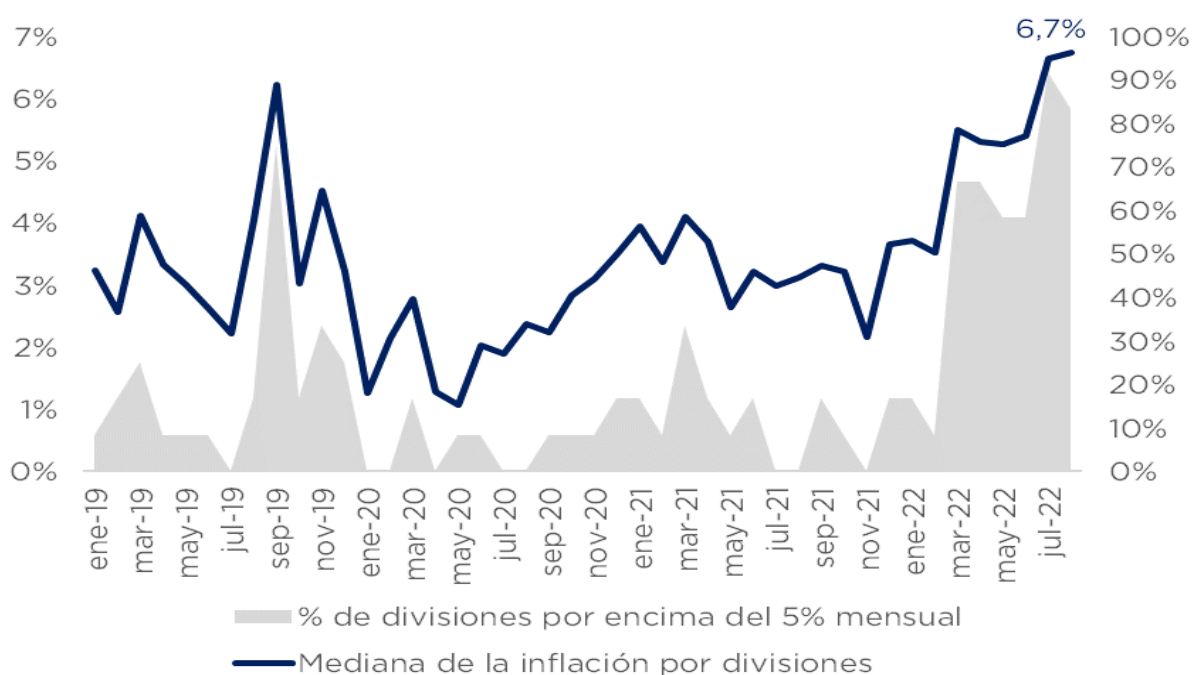
El programa con el FMI, un caso de iatrogenia económica

Es importante destacar que las condiciones internacionales no jugaron un rol aquí, o lo jugaron a favor. De hecho, a diferencia de lo que sucedió en febrero donde las materias primas volaron como consecuencia de la guerra y presionaron sobre la inflación, en este caso los precios de materias primas estuvieron cayendo globalmente y provocaron que en muchos países los índices de inflación se desplomen. A modo de ejemplo: en el mundo desarrollado la inflación en agosto fue 0% en EE.UU., +0.3% en Alemania, +0.5% en Inglaterra. Y en el universo de mercados emergentes el mismo dato en agosto fue -0.3% (deflación) en Brasil, -0.1% (deflación) en China, +0.7% en México, +0.8% en Uruguay y +1.0% en Colombia.



El programa con el FMI, un caso de iatrogenia económica

Otro factor relevante es el índice de difusión de la inflación. El resultado de 7% no es producto de un componente aislado, sino de una generalización muy fuerte del proceso inflacionario. Como se advierte en el gráfico siguiente, la mediana de la inflación prácticamente se duplicó desde principios de año y el porcentaje de divisiones que corren arriba del 5% mensual pasó del 17% al 83%.



Un último factor para destacar es que los precios regulados (+6.3%) siguen tirando el promedio hacia abajo, volviendo más digerible el dato. Este es un factor que seguramente jugará en contra en los próximos meses, con efectos de segunda ronda que no serán despreciables.

El programa con el FMI, un caso de iatrogenia económica

Para poner en perspectiva la situación actual, vale la pena extender unas cuantas décadas la misma medición de inflación anualizada de tres meses. Allí nos daremos cuenta que la nominalidad que adquirió la economía en los últimos meses (y que muy posiblemente se acelerará en los meses siguientes con ajuste de precios regulados) es la peor que tuvimos desde la salida de la hiper de principios de los 90. Tal vez sea un buen momento para revisar los objetivos del programa con el FMI y empezar a tomarse la inflación más en serio.



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 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.