



Brecha cambiaria: el termómetro del plan de ajuste en tres velocidades

Resumen y conclusiones

Hasta aquí, el “Plan Massa” puede describirse como un plan de ajuste en tres velocidades: de shock, cuando se lo evalúa en el plano monetario, gradualista cuando lo hacemos en términos fiscales, y procrastinador en el plano cambiario. El facilitador de esta inconsistencia temporal en estos tres planos fue el “USD soja”, a nuestros ojos un caballo de troya que lleva consigo un adiós al régimen cambiario tal cual como lo conocemos y preanuncia un desdoblamiento más formal y más amplio.

El timing de esta secuencia está librado a la evolución que tenga la variable suelta de este rompecabezas: la brecha cambiaria, cuya gestión implícitamente estaba en manos de la mejora de expectativas que implicaba este cambio de rumbo de la política económica.

Tras la Comunicación “A” 7609 del BCRA, tres factores que quedaron en claro: 1) el agro siguió liquidando a muy buen ritmo, por lo que el éxito de corto plazo del USD soja no se vio afectado; 2) la grieta tácita entre el BCRA y Mecon ahora es explícita, y esmerila la capacidad mantener en el tiempo la inconsistencia entre las diferentes velocidades que antes mencionábamos, y; 3) la brecha empezó a ampliarse nuevamente, acortando los plazos de definiciones en el plano cambiario.

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

Brecha cambiaria: el termómetro del plan de ajuste en tres velocidades

Hasta aquí, el “Plan Massa” puede describirse como un plan de ajuste en tres velocidades: de shock, cuando se lo evalúa en el plano monetario, gradualista cuando lo hacemos en términos fiscales, y procrastinador en el plano cambiario. El facilitador de esta inconsistencia temporal en estos tres planos fue el “USD soja”, a nuestros ojos un caballo de troya que lleva consigo un adiós al régimen cambiario tal cual como lo conocemos (ver el último baile del MULC) y preanuncia un desdoblamiento más formal y más amplio.

El timing de esta secuencia está librado a la evolución que tenga la variable suelta de este rompecabezas: la brecha cambiaria, cuya gestión implícitamente estaba en manos de la mejora de expectativas que implicaba este cambio de rumbo de la política económica. En la medida en que la brecha logre disminuir, la necesidad de un ajuste cambiario es menor, en la medida en que se mantenga o aumente, la procrastinación cambiaria se vuelve más amenazada.

La novedad de esta semana vino a conmover justamente este punto. Con la confirmación del mandato de Miguel Pesce por 6 años en el Banco Central, se conoció la Comunicación “A” 7609 que básicamente limita la posibilidad de acceder a USD MEP a una parte importante de quienes hayan liquidado a través del régimen del USD soja. Endurecimiento del cepo, toma un millón.

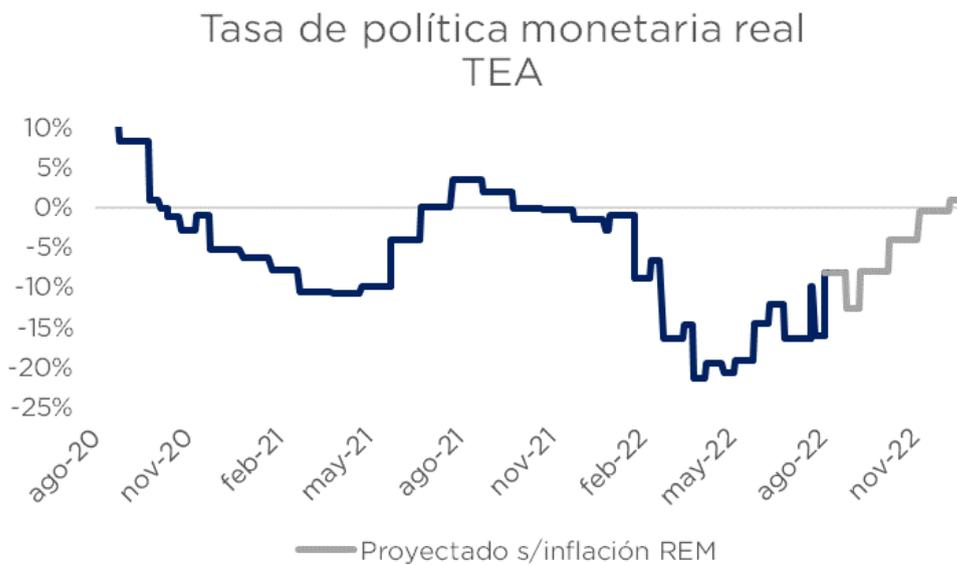
Pasados los primeros días de la medida, hay tres factores importantes que quedan en claro: 1) el agro siguió liquidando a muy buen ritmo, por lo que el éxito de corto plazo del USD soja no se vio afectado; 2) la grieta tácita entre el BCRA y Mecon ahora es explícita, y esmerila la credibilidad del ministro, y con ella la capacidad mantener en el tiempo la inconsistencia entre las diferentes velocidades que antes mencionábamos, y; 3) la brecha empezó a ampliarse nuevamente, acortando los plazos de definiciones de fondo en el plano cambiario.

A continuación, examinamos con mayor detalle las tres velocidades de ajuste.

Brecha cambiaria: el termómetro del plan de ajuste en tres velocidades

Ajuste monetario

Con el objetivo de moderar el desborde inflacionario y contener la brecha cambiaria, la semana pasada el BCRA llevó a cabo la novena suba de tasas en lo que va del 2022 y la tercera desde que asumió Massa. En este sentido, si efectivamente se cumpliera el sendero inflacionario esperado por el mercado (piso mensual de 6%), a fin de este año las tasas reales volverían a un terreno apenas positivo por primera vez desde septiembre del 2021.



Fuente: BCRA y REM.

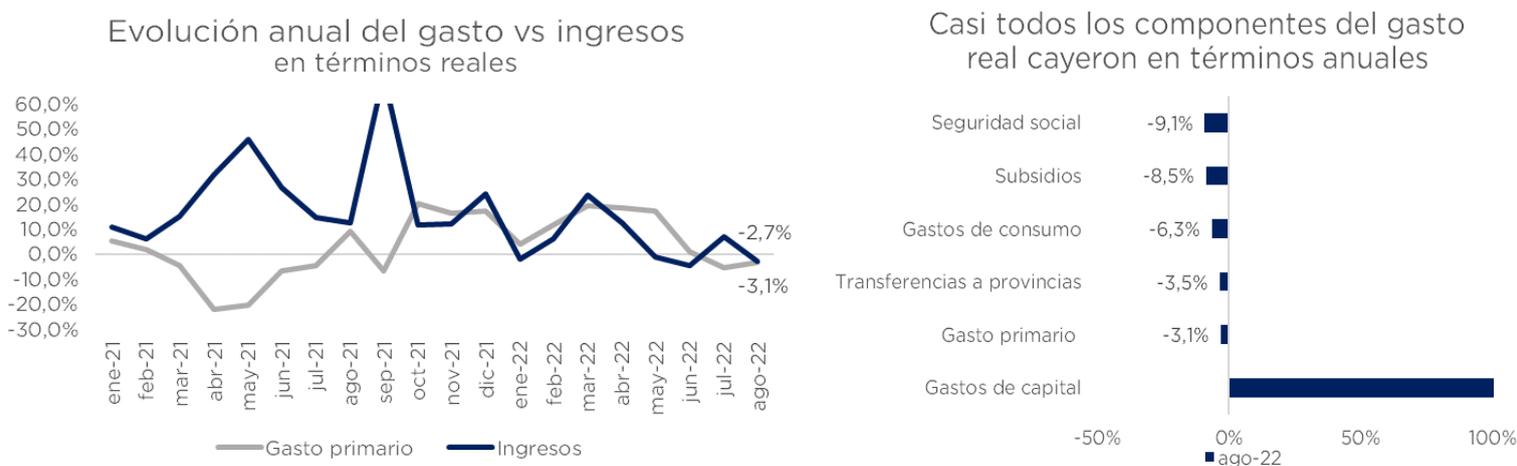
Sin embargo, el costo de adquisición de esta postura más “agresiva” es elevado. No solo porque aumenta el deterioro de la hoja de balance del BCRA, sino que también podría potenciar la inflación por subir la tasa de interés en presencia de dominancia fiscal sin atacar la inflación (ver informe [“Timing: Sin shock no hay estabilización”](#)). Todos estos efectos confirman que este accionar, además de ser un riesgo, no vale la pena si no se lo acompaña de un conjunto de acciones más amplias que permitan una baja efectiva del nivel general de precios.

Brecha cambiaria: el termómetro del plan de ajuste en tres velocidades

Gradualismo fiscal

Esta semana se dio a conocer el dato fiscal de agosto, el primero de Massa como ministro y al frente del plan de “emprolijamiento fiscal”. Los números muestran un deterioro que recuerda a la gestión Guzmán, pero que cuentan con un plus: la (muy) alta inflación como aliada.

En términos reales, y a pesar de que los nuevos datos reflejarían la ejecución de pagos de erogaciones que se habían frenado durante la gestión Batakis, el gasto mostró por segundo mes consecutivo una contracción real en todos sus componentes, con excepción de los gastos de capital. El dato puntual convalida el cambio, pero hay que destacar que los ingresos reales cayeron al mismo ritmo.



Fuente: MECON.

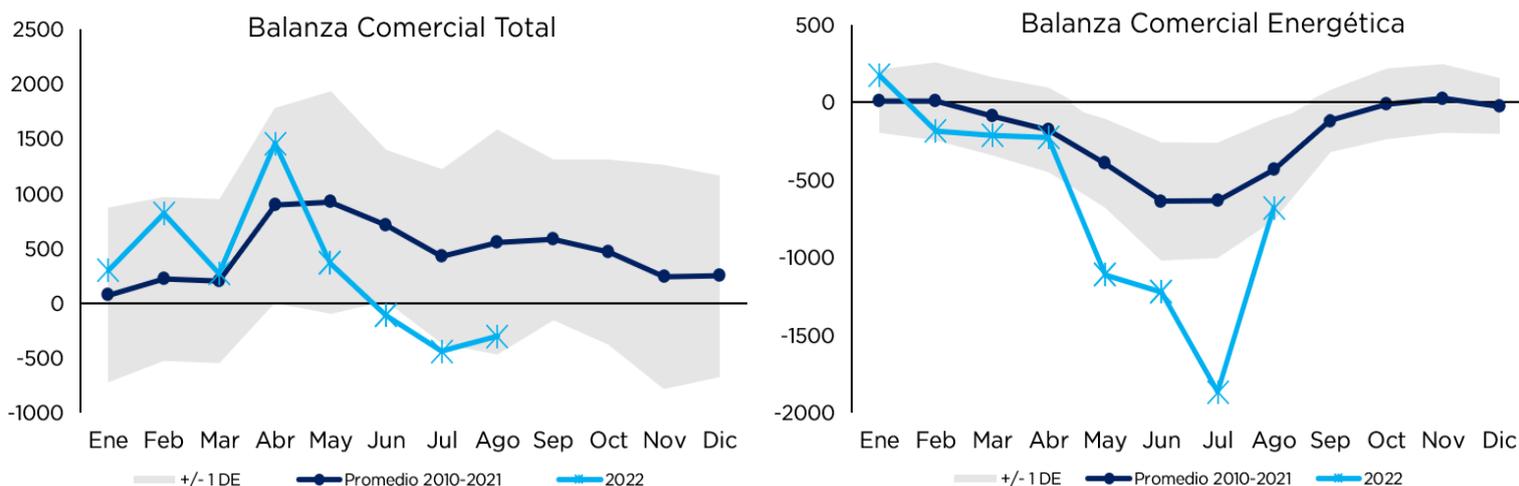
Hacia adelante en lo que respecta al gasto, en términos de subsidios habrá un alivio por la caída en la demanda estacional de energía (recordemos que la segmentación tarifaria tendrá poco impacto en 2022), pero septiembre ya avanza con refuerzos a asignaciones familiares, lo que sumará presión. Para peor, el no tratamiento de la inflación (que en agosto dio una ayuda extra) instala un gran desafío con los salarios y jubilaciones corriéndola por detrás. Por el lado de los ingresos, además de la alta nominalidad, la desaceleración de la actividad prevista para el segundo semestre supondría un problema.

Brecha cambiaria: el termómetro del plan de ajuste en tres velocidades

El ritmo de ajuste que aceleró Massa a partir de agosto será puesto en jaque en lo que resta del año. Salvo que se negocie una revisión sobre esta meta, la velocidad gradualista adoptada por el ministro no parece ser suficiente para cumplir lo pactado con el FMI.

La procrastinación cambiaria

Esta semana conocimos el resultado de la balanza comercial de agosto, el cual fue deficitario en USD 300 MM, acumulando así tres meses seguidos en rojo, algo que no ocurría desde 2018. Un punto interesante es que la balanza comercial energética mejoró bastante: de ser negativa en julio por USD 1.867 MM, un número históricamente muy alto, en septiembre pasó a un rojo de USD 680 MM, una cifra bastante menos extraordinaria para la época (ver gráfico de abajo).



Fuente: INDEC.

Si vemos que esta dinámica se pudo revertir fuertemente en septiembre gracias al USD soja, podemos concluir que el atraso del dólar oficial es lo que viene pesando sobre la balanza comercial. La restricción externa es un problema de tipo de cambio real. Y la solución temporal del USD soja, no resuelve sino que posterga por relativo poco tiempo una definición de fondo.

Brecha cambiaria: el termómetro del plan de ajuste en tres velocidades

Como venimos sosteniendo en reportes anteriores (ver [link](#)), no vemos condiciones para que el gobierno pueda cerrar la brecha cambiaria a través de un salto discreto del tipo de cambio A3500. Por el contrario, reforzamos nuestra visión de que más temprano o más tarde, dada la dificultad de volver atrás con el esquema de USD soja, el régimen de tipo de cambio actual irá mutando a uno de tipos de cambio múltiples, o más sencillamente: desdoblamiento cambiario.

Las implicancias de este cambio de régimen no son obvias para los activos USD link, ni para la capacidad del gobierno de seguir financiándose a través de ese tipo de instrumentos.

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.