



La macro después del dólar soja

Resumen y conclusiones

El gobierno cierra el tercer trimestre del año mucho mejor de lo que todos (incluidos nosotros) esperaban. Los temas que dominaron la agenda hasta hace dos ministros atrás (renovación de vencimientos en pesos, brecha cambiaria récord, niveles de reservas críticos y empeorando), hoy están todos en un nivel más satisfactorio.

Sin embargo, cuando analizamos cuales fueron los determinantes que explicaron este comportamiento, vemos que la mayoría de ellos o bien no son recurrentes, o no tienen una perspectiva positiva en el corto plazo.

A este conjunto de factores se le agregan dos: la estacionalidad negativa que tiene la macro durante el segundo semestre, y el endurecido contexto internacional, que en el último mes presionó a las monedas emergentes.

Estos factores, en conjunto, anticipamos que acentuarán la presión sobre la brecha cambiaria a medida que nos acerquemos a fin de año.

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

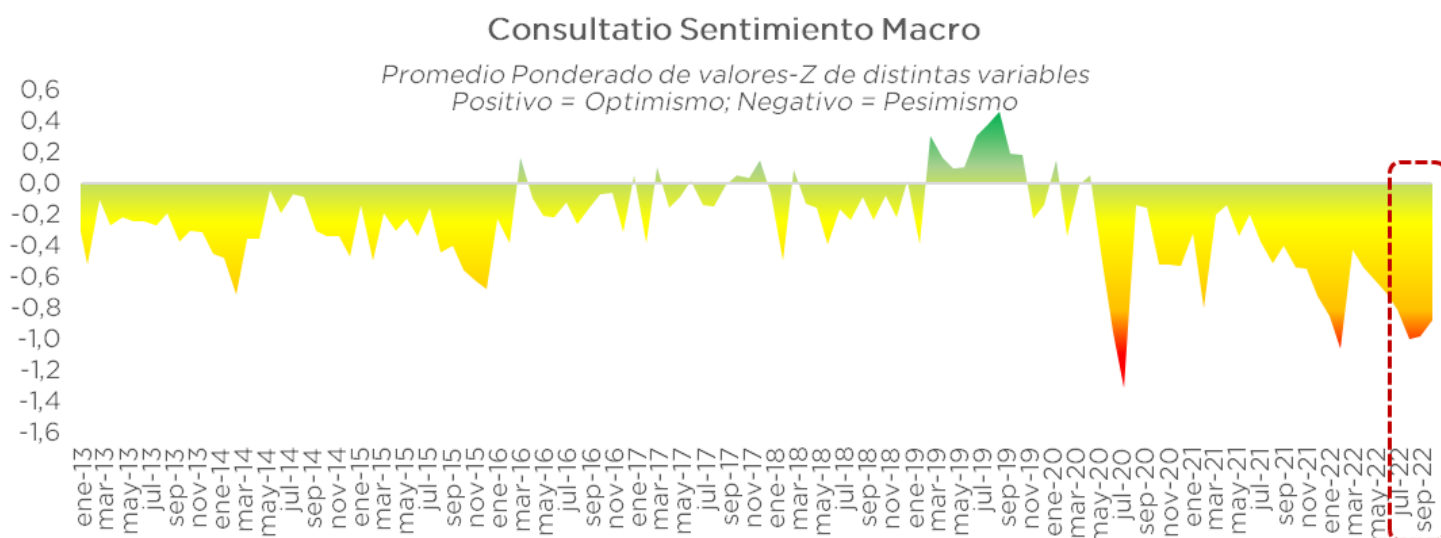
La macro después del dólar soja

El gobierno cierra el tercer trimestre del año mucho mejor de lo que todos (incluidos nosotros) esperaban. Los temas que dominaron la agenda hasta hace dos ministros atrás (renovación de vencimientos en pesos, brecha cambiaria récord, niveles de reservas críticos y empeorando), hoy están todos en un nivel más satisfactorio. La estabilización financiera, aunque precaria, es notoria cuando se la compara con lo que veíamos en junio o julio y, a su manera, redefine la agenda hacia adelante.

En este reporte aprovechamos la oportunidad para realizar una revisión integral de lo que cambió en los últimos dos meses, utilizando como termómetro nuestro indicador Consultatio Sentimiento Macro.

Consultatio Sentimiento Macro: ¿cómo cambió la macro con el nuevo ministro?

El primer resultado que advertimos cuando analizamos nuestro indicador es que luego del mes crítico de julio donde hubo tres ministros, a partir del nombramiento de Massa se produjo una mejora. Dicho esto, el indicador sigue flasheando alrededor de niveles críticos que dejan en claro que, como apuntábamos, la estabilización todavía es muy precaria y difícil de proyectar.



Fuente: Consultatio Investments en base a BCRA, Bloomberg e INDEC.

La macro después del dólar soja

Cuando se analizan los componentes (ver cuadro abajo) surgen varias conclusiones, que resumimos a continuación:

- De los 6 bloques que componen el índice, 4 mostraron un deterioro y 2 mostraron mejoras;
- El corazón de la mejora está explicado en lo que sucedió en el frente cambiario en septiembre por efecto de la implementación del USD soja, una medida que el gobierno prometió no renovar, por lo que no podemos considerarla recurrente;
- En el frente fiscal también hubo una mejora modesta, pero que revierte una dinámica muy mala. Aquí, podríamos esperar que la mejora fiscal se acentúe hacia adelante con el gasto menos presionado en términos de subsidios por una caída en la demanda estacional de energía, pero la aceleración de la inflación empieza a instalar (cada vez más) demandas sociales que entran en conflicto con el emprolijamiento fiscal prometido;
- El bloque de nivel de actividad -uno de los principales sostenes del índice en los últimos trimestres- mostró un deterioro importante. Y la evidencia de indicadores de alta frecuencia que no están contemplados en el índice nos apunta a proyectar que este frente se seguirá deteriorando en el futuro inmediato;
- El deterioro del plano monetario es en parte el lado B de la mejora en el plano cambiario (aumento de oferta de dinero) y en otra parte, tal vez más importante, caída de la demanda de dinero (inflación).
- El bloque político siguió registrando una caída, llevando al subíndice a niveles cercanos a sus pisos histórico.

Sub - índice	Evolución reciente	Naturaleza del cambio	¿Qué esperamos hacia adelante?
Fiscal	Mejora	Recurrente	Incierto
Cambiario	Mejora	De una vez	Deterioro
Monetario	Deterioro	Recurrente	Deterioro
Actividad	Deterioro	Recurrente	Deterioro
Externo	Deterioro	Recurrente	Deterioro
Político	Deterioro	Recurrente	Deterioro

La macro después del dólar soja

Consultatio Sentimiento Macro: variación entre 28-sep y 30-jul

Indicador / Variables		Peso	Variables		Valores - Z			Fecha del último dato
			sep-22	jul-22	sep-22	jul-22	Dif.	
Indicador de Sentimiento Macro		100%			-0,9	-1,0	0,1	
Variables de Actividad	Total Actividad	18,0%			-0,2	0,4	↓ -0,6	
	EMAE	8,0%	0,0%	0,0%	-0,1	-0,1	→ 0,0	jul-22
	Empleo Registrado	7,0%	0,1%	0,4%	-0,2	0,7	↓ -0,9	jul-22
	Nivel IVA	3,0%	518.606	595.841	-0,1	1,2	↓ -1,2	ago-22
Variables Fiscales	Total Fiscales	18,0%			-0,5	-0,9	↑ 0,4	
	Rdo. Primario	10,0%	-0,3%	-0,4%	-0,7	-1,1	↑ 0,5	ago-22
	Nivel de Ingresos	3,0%	1.278.183	1.380.882	-0,7	-0,2	↓ -0,5	ago-22
	Nivel de Gasto Primario	5,0%	1.488.234	1.750.429	-0,1	-1,0	↑ 0,9	ago-22
Variables Externas	Total Externas	18,0%			-0,9	-0,6	→ -0,3	
	Bce. Comercial Cambiario	4,0%	-376	782	-1,1	0,1	↓ -1,2	jul-22
	TCRM	8,0%	88	92	-1,3	-1,1	→ -0,2	sep-22
	Precios de Exportaciones	3,0%	211	226	1,8	2,3	↓ -0,5	ago-22
	Precios de Importaciones	3,0%	157	167	-2,5	-3,3	↑ 0,7	ago-22
Variables Cambiarias	Total Cambiarias	18,0%			0,1	-1,7	↑ 1,7	
	Brecha CCL	6,0%	108,1%	120,6%	-2,7	-3,1	→ 0,4	sep-22
	Intervención MULC	6,0%	4.277	-1.284	3,4	-1,3	↑ 4,7	sep-22
	Nivel RRH Netas s/definición FMI	3,0%	4.184	2.482	-1,4	-1,5	→ 0,1	sep-22
	Nivel Dep. USD S Priv.	3,0%	14.950	14.649	0,4	0,3	→ 0,0	sep-22
Variables Monetarias	Total Monetarias	18,0%			-2,4	-2,0	→ -0,4	
	Asist. BCRA al Tesoro	3,0%	0	224.041	0,7	-0,4	↑ 1,1	sep-22
	Nivel BM + PR	6,0%	12.413.350	11.858.946	-3,4	-2,9	↓ -0,5	sep-22
	Tasa Política en t. reales	3,0%	-8,0%	-9,9%	-1,2	-1,5	→ 0,3	sep-22
	Inflación Mensual	6,0%	7,0%	5,3%	-3,5	-2,3	↓ -1,3	ago-22
Variables Políticas	Total Políticas	10,0%			-1,7	-1,3	↓ -0,5	
	Índice de confianza UTDT	10,0%	1,2	1,4	-1,7	-1,3	↓ -0,5	ago-22

Se toma el último dato que estaba disponible para cada variable a la fecha analizada.

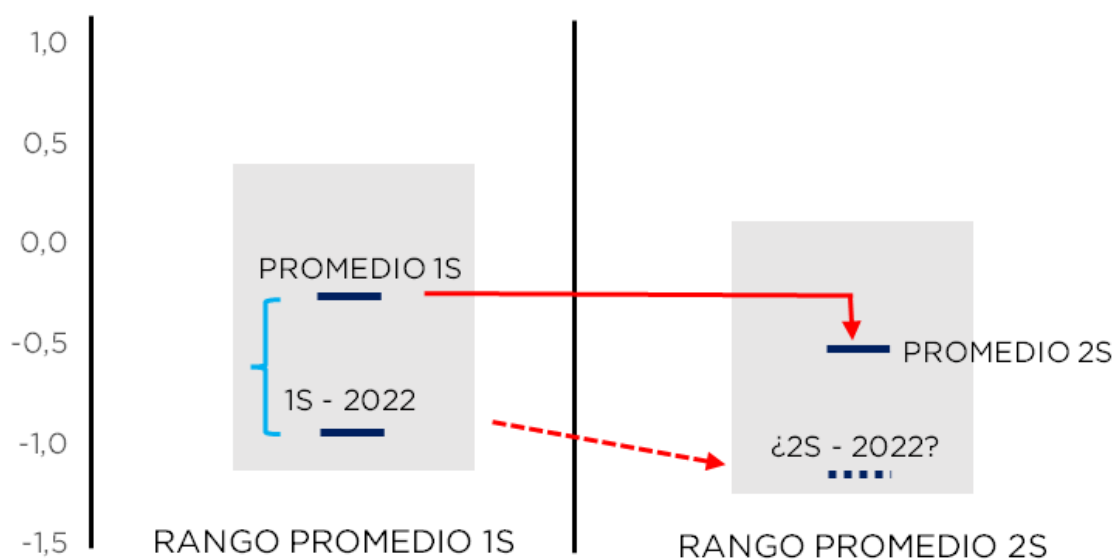
La macro después del dólar soja

La economía después del USD soja

El fin del USD soja -principal factor de estabilización de los últimos dos meses- renueva la incertidumbre sobre la perspectiva del régimen cambiario en un momento donde, estacionalmente, todas las variables macro empiezan a jugar en contra.

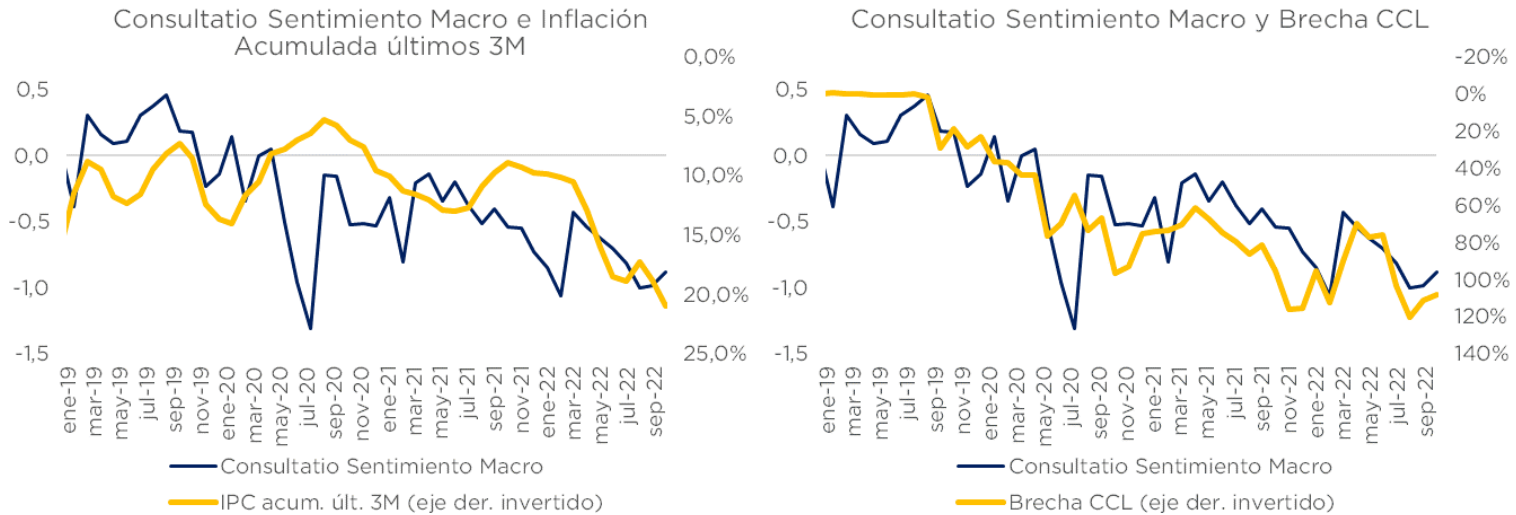
Como es largamente conocido, el segundo semestre en general y el último trimestre del año en particular concentran una serie de variables que típicamente presionan sobre los fundamentals macro. Para tener una medida cuantitativa del peso de la estacionalidad negativa, podemos ver que el promedio del índice Consultatio Sentimiento Macro en los segundos semestres, es 0.2x inferior al de los primeros semestres. Y este año no debería ser la excepción, además de que el punto de partida ya es muy malo.

Consultatio Sentimiento Macro: Valor promedio de cada semestre en años de cepo

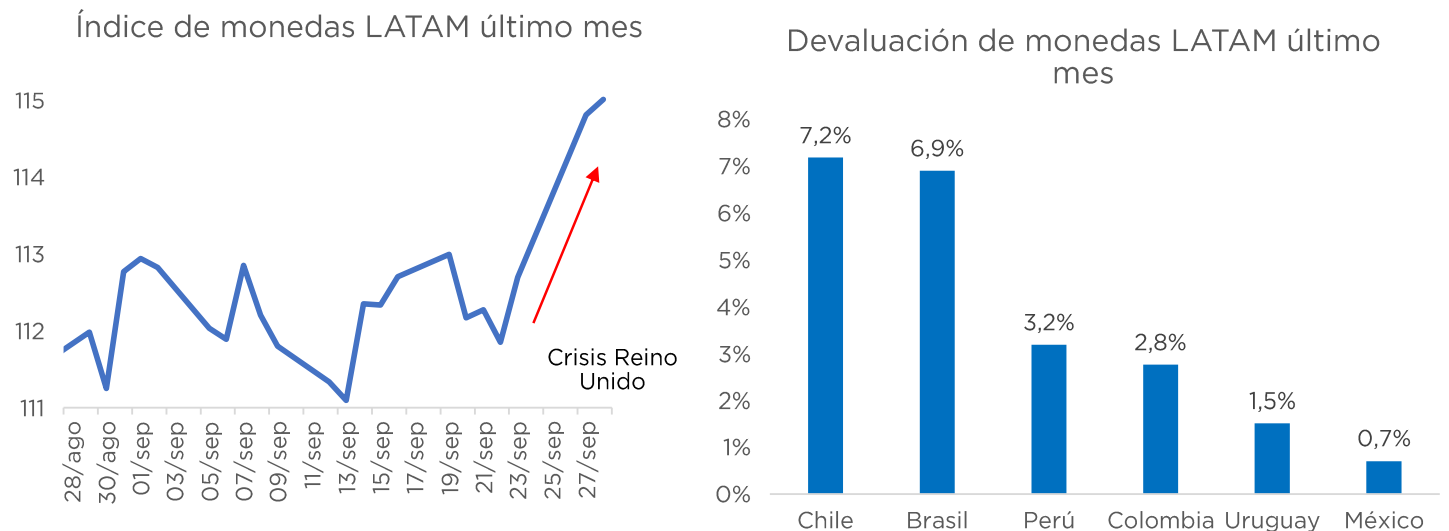


La macro después del dólar soja

Si en línea con lo que esperamos la salud macro se sigue deteriorando, sería previsible que este comportamiento este asociado a una inflación y brecha mayores.



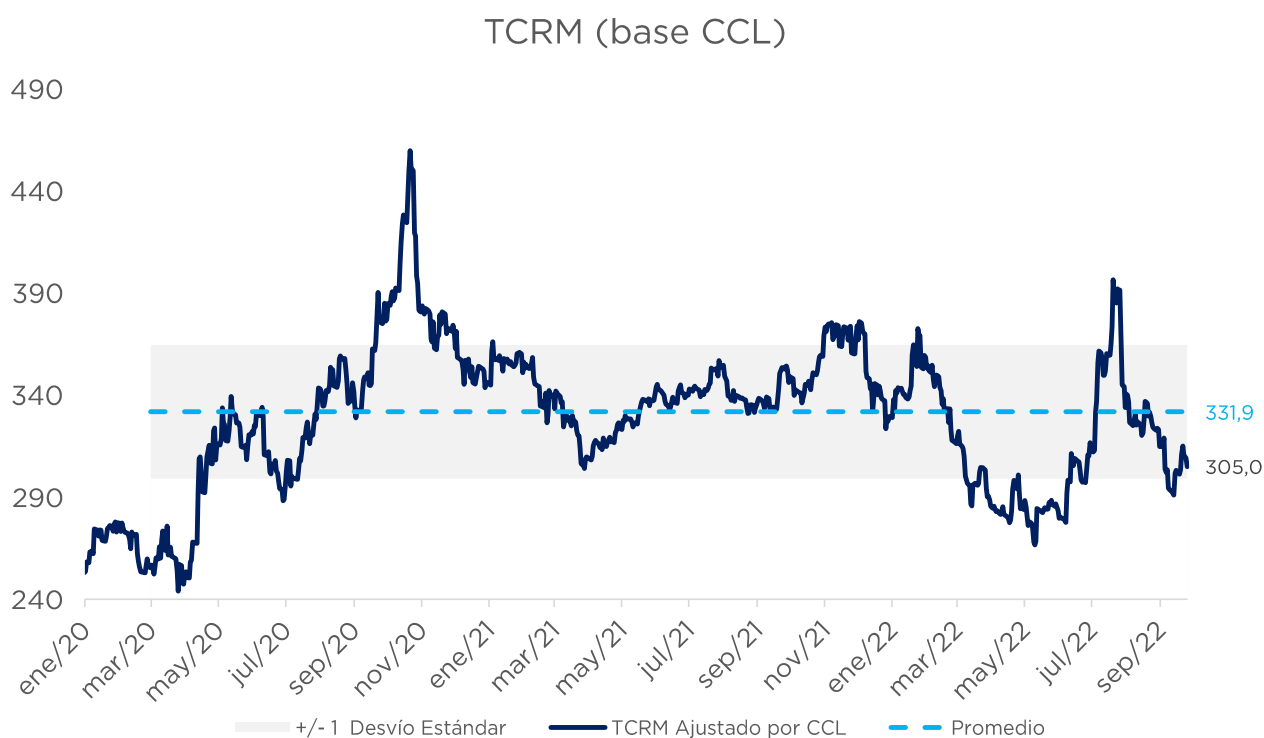
A nuestro diagnóstico de la coyuntura local, ya por sí muy complejo, se le suman las luces de alerta que se encendieron en el último mes tras el fortalecimiento del dólar a nivel global. Si bien esta tendencia ya lleva un tiempo, esta dinámica se agravó fuertemente en el último mes tras la crisis de la Libra, fomentando el llamado “vuelo a la calidad” que es tan nocivo para las economías emergentes.



La macro después del dólar soja

Nuestra visión es que la pax cambiaria de los últimos dos meses no tendría mucho margen para mantenerse. La limitada sostenibilidad de la mejora macro alcanzada, la cual fue explayada en este documento, sumado al augurado deterioro estacional y el viento en contra del plano internacional son sus principales determinantes.

Si nos guiamos por la evolución que ha tenido el tipo de cambio real multilateral ajustado por brecha (ver gráfico), estos riesgos que estamos señalando no parecen estar plenamente reflejados en los precios actuales.



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.