



Siga, siga

Resumen y conclusiones

Los detalles de la revisión de las metas de junio del programa con el FMI confirmaron un triple secreto a voces:

- i) aún cumpliéndose formalmente el programa perdió su capacidad de anclar expectativas;
- ii) el FMI está jugando a que el tiempo pase;
- iii) lo relevante de la política económica de los próximos meses pasará por fuera de los compromisos que se establecieron en el acuerdo.

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

Siga, siga

Los detalles de la revisión de las metas de junio del programa con el FMI confirmaron un triple secreto a voces: i) aún cumpliéndose formalmente el programa perdió su capacidad de anclar expectativas; ii) el FMI está jugando a que el tiempo pase; iii) lo relevante de la política económica de los próximos meses pasará por fuera de los compromisos que se establecieron en el acuerdo.

Estas son mis metas: si no les gustan, tengo otras.

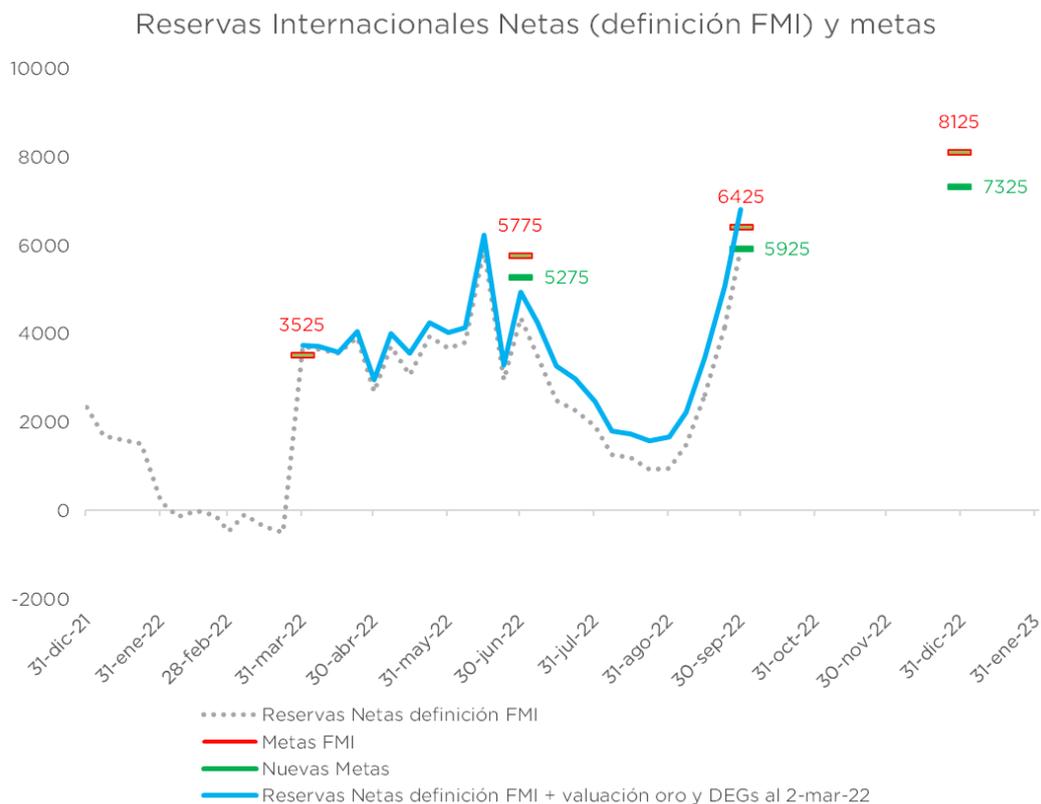
La fijación de las metas para el acuerdo realizada en febrero pasado ya había sido una sorpresa importante para todos aquellos que venimos observando acuerdos del FMI en las últimas décadas. Por lo laxo de sus objetivos fiscales, por los “errores” de diseño en relación a las metas monetarias que permitían que el gobierno pueda seguir financiándose en cantidades importantes a través del Banco Central y por la tímida aspiración de acumulación de reservas, el programa era de por sí inusualmente modesto.

Pero lo que no estaba previsto en ese momento era la capacidad del FMI para “correr el arco” a fin de que Argentina pueda cumplir esos objetivos de por sí básicos. A pocos días de aprobado, en ocasión de la primera revisión ya tuvimos un adelanto: la meta fiscal se cumplió artificialmente con el recurso de computar “rentas extraordinarias” por la emisión de deuda. A esa picardía - que se admitió para 2022 pero no se podrá repetir en 2023 - se le agregó una completamente inédita: la metodología de cómputo de las reservas netas.

Creemos que vale la pena explorar con algún grado de detalle este aspecto técnico, ya que la meta de reservas es la única que el gobierno no pudo cumplir en junio. En su definición estándar las reservas netas están valuadas a precio de mercado. Sin embargo, para el cómputo de las reservas en el caso argentino, las reservas netas se calculan a precios históricos de la fecha de la firma del acuerdo (2 de marzo de 2022).

Siga, siga

Dado que en la composición de las reservas netas se incluye Oro y DEGs (cuyos valores cayeron como consecuencia de la apreciación del USD a nivel global), el cambio de criterio representa una “ayudita” para Argentina de alrededor de USD 600 millones ya que “infla” contablemente las reservas. A eso se le agrega una baja de la meta del orden de los USD 500 millones por la falta de desembolsos por parte de organismos internacionales. En total el cumplimiento se facilitó en USD 1,100 millones. En el grafico siguiente, podemos ver el efecto.



Siga, siga

Otro detalle que sorprendió del documento fue la dispensa (waiver) que se dio tras la implementación de un tipo de cambio múltiple. En su versión original, el acuerdo contenía expresamente una limitación para implementar tipos de cambio diferenciados. Estrictamente, esto estaba ya incumplido desde el origen con el “dólar solidario”, aplicable a consumos en el exterior con tarjetas de crédito para la compra de USD ahorro. Sin embargo, este desvío tuvo un giro notable en septiembre cuando se implementó el “dólar soja” que explícitamente definía un valor distinto al del USD oficial. La reacción del organismo fue hacer la vista gorda a este tema, emitir su waiver y adelantar que la meta de reservas de septiembre ya está cumplida. La respuesta del gobierno fue implementar dos nuevos tipos de cambio: “dólar Qatar” y “dólar Coldplay”, además de anunciar una ampliación del cepo con control de importaciones.

Habiendo aprobado la revisión de esta manera, el organismo aprobó los desembolsos de USD 3,800 millones de septiembre y prácticamente aseguró también el de USD 5,800 millones de diciembre.

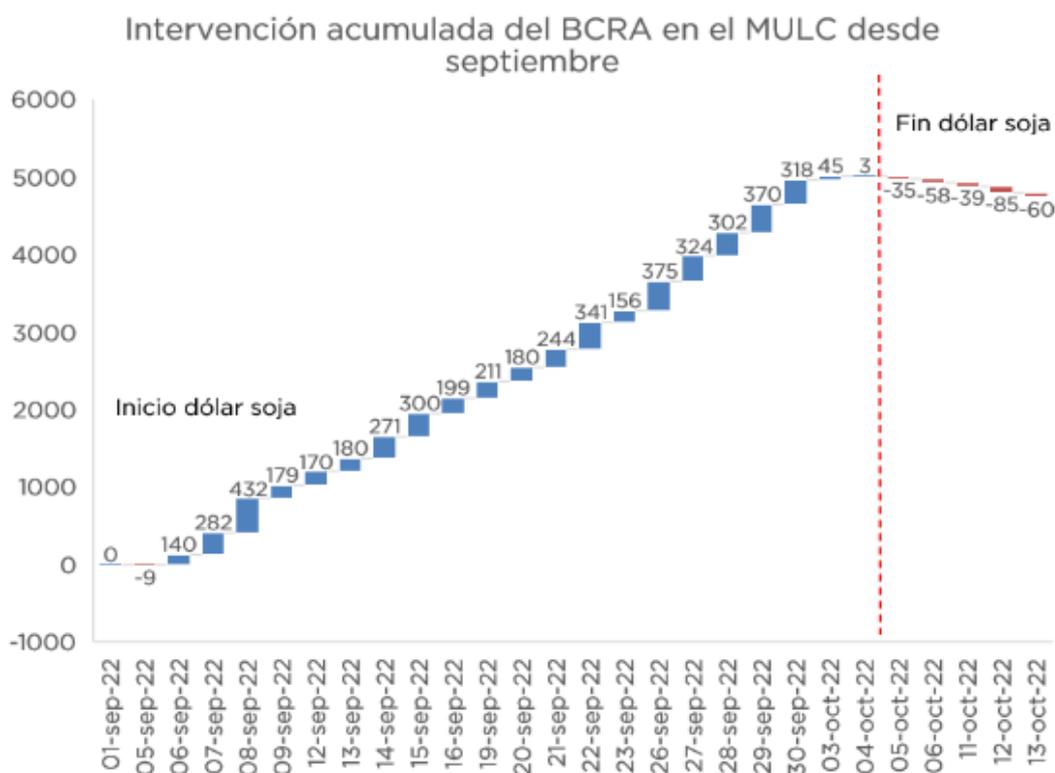
Lo que viene: (más) catenaccio cambiario

La aprobación de las metas de junio y la pre-aprobación de las de septiembre con todas sus dispensas contrastan con el deterioro macro registrado entre junio y septiembre (la inflación mensual subió de 5.3% en junio a 7.0% en agosto - hoy conoceremos el dato de septiembre - mientras que la inflación para los próximos 12 meses esperada por el REM subió de 70% a 94%) y dejan un mensaje claro: la macro y las expectativas van por un lugar distinto al del programa con el Fondo.

Con el acuerdo habiendo perdido casi completamente su capacidad de anclar expectativas, el gobierno depende mucho de sí mismo para estabilizar la dinámica. El colchón de reservas acumulado en septiembre es una gran ayuda, pero al ritmo que comenzó a perder reservas una vez vencido el “dólar soja” el stock actual apenas le permite llegar con reservas positivas a febrero. Mas allá de “incumplir la meta” de diciembre, esta situación representa un desafío importante para el status quo cambiario actual.

Siga, siga

En estas condiciones, lo que esperamos es mayores controles cambiarios orientados a cuidar el stock de reservas y nuevas “diferenciaciones” (nuevos tipos de cambio) que permitan frenar el ritmo de pérdida de reservas que hoy puede anticiparse.



A medida que se profundice la proliferación de USD diferenciados, el control de importaciones y otras limitaciones para el acceso al MULC (esta semana se extendió hasta 2023 la limitación a empresas para acceder al MULC para atender deudas denominadas en USD), el dólar A3500 (dólar oficial) va a ir adquiriendo un valor cada vez más testimonial. Este es un riesgo importante para el atractivo que tiene la curva USD link, que hasta aquí funcionó como una fuente importante de financiamiento para el gobierno y una forma de captar los pesos sobrantes que hoy inundan la economía.

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.