



El futuro ya llegó

Resumen y conclusiones

La preocupación por un eventual salto cambiario pasó a un segundo lugar a partir del éxito que cosechó el dólar soja y la implementación del sistema SIRA de control de importaciones.

Con ese elemento más controlado, la preocupación se centra hoy en la dinámica de la deuda en pesos, donde esta semana empezaron a verse más claramente signos de fatiga.

La narrativa de mercado es relativamente complaciente en este punto: anticipa que la situación podría volver a tensarse en el verano, momento en el cual los vencimientos aumentan sensiblemente y que la experiencia de la intervención del BCRA en junio debería servir como referencia para evitar una disrupción tan aguda como que se registró en dicho mes.

En el presente reporte exploramos nuestras diferencias con esa visión.

Como sucede siempre, anticipar el timing de este tipo de eventos es una tarea imposible. Por ello, desde nuestro equipo de inversiones juzgamos que lo más prudente es en vez de tratar de adivinar el momento en el que van a ocurrir, estar preparado para cuando eso suceda. Por ello ratificamos el posicionamiento defensivo que han tenido nuestros fondos comunes hasta hoy.

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 futuro ya llegó

“Un gobierno puede intentar fijar el valor de su moneda de diversas maneras ... sin embargo todos esos instrumentos están sujetos a límites ... [Ante una situación insostenible] el gobierno que intente evitar la depreciación de su moneda puede terminar encontrándose con sus reservas agotadas y su capacidad de endeudamiento acercándose a un límite”

En 1979, el premio Nobel de Economía Paul Krugman comenzaba de esta forma uno de los papers más citados de la literatura económica: “A Model of balance of payments crises”. La conclusión más importante que desarrolló allí fue que el mercado no iba a esperar hasta el día que las reservas se agotaran por completo, sino que iba a adelantarse a esa situación provocando una corrida sobre el tipo de cambio. La corrida sobre el tipo de cambio o sobre los bonos, es la forma financiera en la que se manifiesta la percepción de insostenibilidad macro futura.

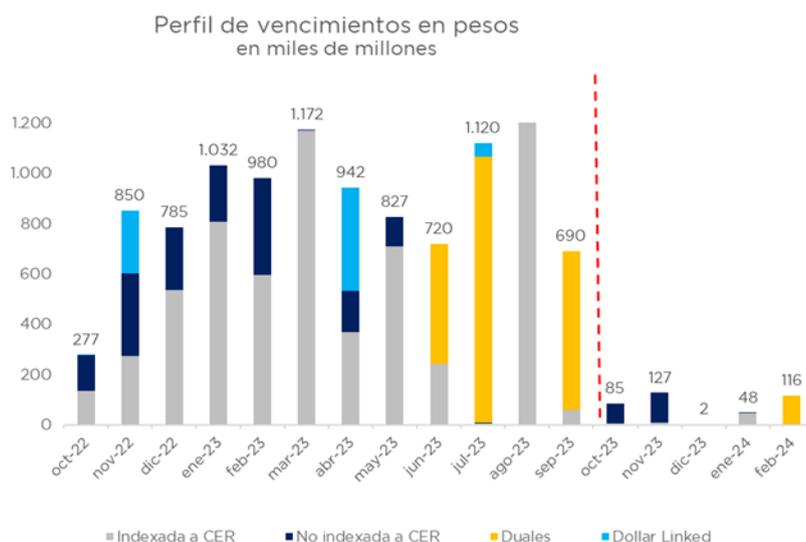
Tipo de cambio o bonos en pesos: ¿cuál pestaña primero?

Tradicionalmente, la forma en que se resolvieron los desequilibrios macro importantes en Argentina fue a través de un salto cambiario. Fue la forma por excelencia de licuar desequilibrios nominales. Sin embargo, en este caso, por varias razones que incluyen la indexación notable que han adquirido los contratos del sector público en los últimos 20 años desde la salida de la convertibilidad, es posible que ese espejo histórico no sea el más fiel para anticipar por dónde puede transitar la coyuntura en los próximos meses.

Desde una perspectiva de corto plazo la acumulación de reservas que permitió la implementación del USD soja alejó la posibilidad de una devaluación brusca. Con mayores reservas netas y un esquema de control de importaciones más estricto implementado a través del SIRA, el gobierno ganó muchos grados de libertad en el control de la situación cambiaria. Así, tanto por razones electorales como estructurales, la posibilidad de un salto cambiario en los próximos meses es muy baja hoy.

El futuro ya llegó

En los términos de Krugman esto desplaza la atención al límite de la capacidad de endeudamiento: la situación de los bonos en pesos. De acuerdo con la narrativa de mercado actual, durante el verano las chances de que volvamos a experimentar un temblor como el de junio en la curva pesos es alta. Esta visión estática que a Krugman le llamaría tanto la atención está centrada en el análisis de una variable: el perfil de vencimientos.



Fuente: Consultatio en base al MECON.

El paréntesis que abrió el canje lanzado por Massa comenzará a cerrarse en noviembre. A partir de allí, comienza otra etapa donde el nivel de vencimientos a renovar aumenta significativamente. Si a esta visión le agregamos que la “muralla invisible” que se erigió a partir de la crisis de deuda en junio le impidió al gobierno colocar deuda más allá de las elecciones, el problema de la acumulación de vencimientos se vuelve más preocupante.

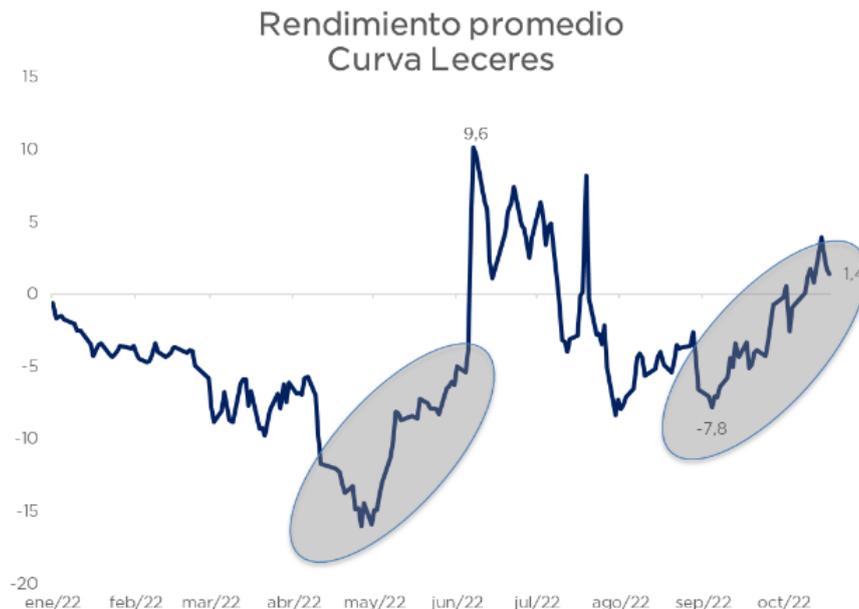
Decimos que esa visión de mercado es complaciente por dos razones: la primera porque sería llamativo que el mercado no se adelante a incorporar en los precios actuales ese problema futuro. Algo de eso ya está de hecho sucediendo hoy. Y la segunda, porque creemos que la rápida recuperación que tuvieron los bonos en ese momento estuvo explicada en factores que hoy no son reproducibles.

El futuro ya llegó

A continuación, desarrollamos las diferencias que vemos entre la situación actual y la experiencia de junio.

1. La previa:

La dinámica de la corrección previa a la crisis de deuda de junio es tal vez lo que guarda mayor similitud con la situación actual. Cuando miramos la evolución que han tenido los precios de los bonos en pesos en las últimas semanas, vemos que ritmo del deterioro (suba de rendimientos) fue muy similar en los dos casos.



Algo similar vemos en lo que sucede en las licitaciones primarias. El siguiente cuadro muestra como el tesoro empezó a tener que convalidar una tasa cada vez mayor respecto del BCRA para poder garantizar la colocación de sus instrumentos.

El futuro ya llegó



2. Las mismas herramientas hoy no funcionarían igual:

Las dos grandes herramientas que sirvieron para superar la crisis en junio fueron: 1) intervención del BCRA para proveer liquidez al mercado y; 2) despejar vencimientos a través del canje por los bonos duales.

Hoy estas dos herramientas son hoy mucho menos efectivas. En el caso de la intervención del BCRA, porque su hoja de balance está mucho más deteriorada, como puede verse de manera resumida en la tabla siguiente:

El futuro ya llegó

La capacidad de intervención del BCRA frente a una crisis es mucho más cuestionable

Balance del BRA	Antes 31-May	Después 30-Sep	Var.	Situación
RRII Netas*	6900	7679	779	Levemente Mejor
RRII Netas - definición FMI	3667	5919	2252	Mejor
Activo neto de LLII y AATT	82374	90112	7738	Mejor
BM + Leliq + Pases	79133	87615	8482	Peor
Pasivo	151249	161759	10510	Mucho peor
Activo neto de LLII y AATT - Pasivo	-68875	-71647	-2772	Mucho peor
Activo neto - (BM + Leliq + Pases)	3241	2497	-744	Peor
PN Contable	7412	7786	374	Levemente Mejor
BM / RRII Brutas	91	109	20%	Peor
(BM + Leliqs + Pases) / RRII Netas	229	343	50%	Peor
BM / RRII Netas	1378	2465	79%	Mucho peor
[BM + (Leliqs + Pases)*60%] / RRII Netas	826	1479	79%	Mucho peor
Cobertura de RRII**	8.7%	6.0%	-3%	Peor

* RRII Brutas - Encajes USD - Swap China - Oblig con OOII; se suma la porción del próx giro del FMI que computa a RF

** RRII Netas / (BM + Leliqs + Pases)

La segunda herramienta utilizada fue la implementación de un canje por bonos duales que despeje vencimientos de corto plazo. Sin embargo, esta herramienta es difícilmente reproducible hoy porque la normalización de las curvas que se registró llegó hasta la “muralla invisible” de las elecciones. A partir de ese momento, como se observa en el gráfico siguiente, la curva de rendimientos siguió “rota”. Plantear un canje a tasas de mercado con rendimientos de CER+25% sería equivalente a admitir una promesa de pago incumplible.

El futuro ya llegó

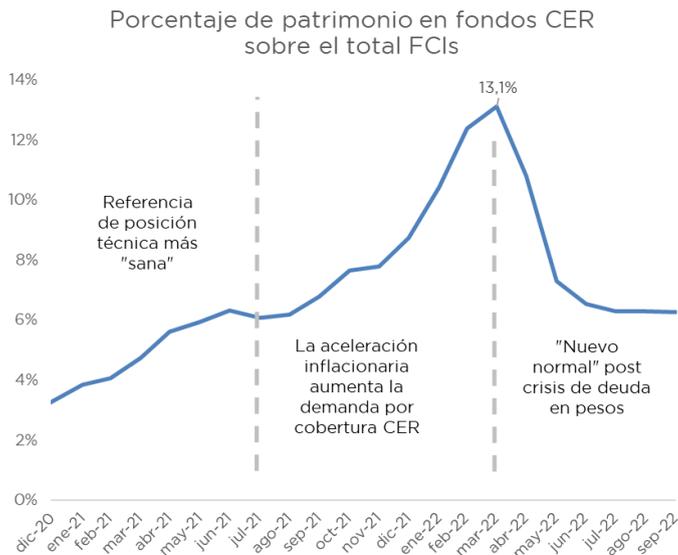


3. Hoy no hay signos de posición técnica tan negativa:

Muy temprano en la crisis de junio dejamos en claro nuestra visión de que se trataba de una corrección impulsada fundamentalmente por un aspecto “técnico” ([link](#)). El trade de la deuda ajustable por CER había ido demasiado lejos con una posición técnica que simplemente no era acorde al tamaño del mercado local para ese tipo de instrumentos, además de que los principales tenedores de esta clase de fondos eran compañías que típicamente se posicionaban en activos de menos riesgo. Si bien había temores justificados sobre la dinámica de la deuda en el corto plazo, lo que se vio en ese entonces fue el comienzo de una limpieza de la posición técnica de la curva CER.

En el contexto actual entendemos que la situación es diferente. La proporción de fondos CER sobre el total volvió a su nivel previo, los inversores corporativos hoy mantienen niveles de liquidez en money markets mucho más en línea con lo habitual y los inversores institucionales. La suba de rendimientos parece reflejar mucho más plenamente una preocupación por los “fundamentos” que la crisis de liquidez que afectó a la deuda en pesos en junio pasado.

El futuro ya llegó



El mercado en modo *between rock and a hard place*

Los datos fiscales conocidos esta semana aportaron una novedad a este panorama: el sector fiscal está haciendo progresos en términos de consolidación pero a un ritmo demasiado lento. Por ello, la posibilidad de que la situación financiera encuentre un ancla en la performance fiscal es muy baja en nuestra visión. El gobierno deberá encarar la situación de los vencimientos antes de que el contexto se haya tensado en exceso.

La dinámica de la deuda de pesos hoy es un problema más urgente que el cambiario. Y la segunda novedad de política económica de esta semana (BCRA mantuvo tasas de interés) también va en la misma línea. El principal atractivo que tienen los papeles del tesoro en este contexto de inflación muy alta es su capacidad de funcionar como seguro contra la inflación. La mejora de los rendimientos de las colocaciones de plazo fijo compitió contra este atractivo y dificultó las colocaciones del tesoro. La consecuencia es clara: para que el Tesoro pueda seguir colocando deuda, la tasa de interés real deberá ser más negativa.

Si bien el monto de los vencimientos es una variable importante, no es la única. Entre los otros factores que inciden en como se vayan a dar los hechos en el los próximos meses se destaca uno: los políticos, o en términos más de mercado, el nivel de consenso que pueda lograr el gobierno con la oposición acerca de lo que vaya a suceder a partir de 2023.

El futuro ya llegó

Sobre este tema, si bien luce difícil de imaginar acuerdos amplios hoy, es importante recordar que los mayores consensos políticos se lograron en los momentos más difíciles. Y que la oposición hasta aquí no ha sido impermeable a las iniciativas del gobierno.

Un último comentario respecto de la variable más difícil de anticipar: el timing. Como sucede siempre, anticipar el timing de este tipo de eventos es una tarea imposible. Por ello, desde nuestro equipo de inversiones juzgamos que lo más prudente es en vez de tratar de adivinar el momento en el que van a ocurrir, estar preparado para cuando eso suceda. Por ello ratificamos el posicionamiento defensivo que han tenido nuestros fondos comunes hasta hoy.

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.