



Todavía queda mucho por jugar

Resumen y conclusiones

Esta semana conocimos datos macro de nivel de actividad, fiscales y externos que confirmaron que la economía alcanzó en julio con la asunción de Massa como ministro un punto de inflexión en términos de acumulación de desequilibrios y que a partir de ahí comenzó un periodo de ajuste liderado por el sector público.

Dicho esto, cuando se mira con mayor detalle los números fiscales la conclusión es que la foto con la que los estamos evaluando muy posiblemente exagere las virtudes de una mejora que podemos calificar de cíclica, temporal, no recurrente y prematura.

Es claro que la solución de la deuda tiene como condición necesaria la consolidación fiscal pero no es condición suficiente, y se vuelve especialmente claro cuando se lo pone en perspectiva. La pregunta clave es si esta dinámica real alcanza para revertir las presiones que hoy ejerce en el plano financiero la dinámica de la deuda en pesos. El primer test para responder a esta pregunta llega tan pronto como el lunes próximo, en una licitación especialmente relevante en términos de señales.

El riesgo latente de una corrección mayor en los precios de la deuda en pesos sigue firme, razón por la que seguimos favoreciendo un posicionamiento defensivo en términos de duration y de diversificación crediticia.

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

Todavía queda mucho por jugar

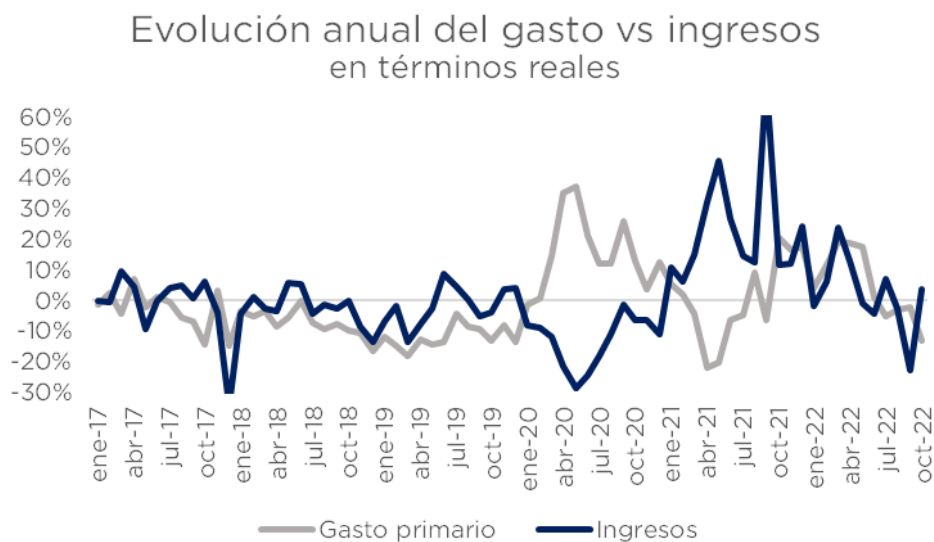
Esta semana conocimos datos macro de nivel de actividad, fiscales y externos que confirmaron que la economía alcanzó en julio un punto de inflexión en términos de acumulación de desequilibrios. Los datos fiscales y de nivel de actividad marcan que la economía está transitando un ajuste importante, liderado en los últimos 3 meses por el sector público.

A su manera y luego del desborde del primer semestre donde un combo de política fiscal expansiva y apreciación real que recalentaron la economía (suba de nivel de actividad, aumento de inflación y pérdida de reservas), el encuadre macro comienza a tomar una forma más afín a la que estaba implícita en el diseño del programa con el FMI comprometido en febrero pasado.

El debate hoy es si el ajuste llega a tiempo, o llega en la dosis correcta. Este es el tema que desarrollamos a continuación.

1 golondrina no hace el verano: 4 tampoco

El nivel de actividad cayó en septiembre 0,3% desestacionalizado, moderando la tasa de expansión interanual de 6,6% a 4,8%. Sin embargo, el mejor indicador para palpar el ajuste macro en curso lo provee el resultado del sector público, que en octubre mostró una caída del gasto primario en términos reales por cuarto mes consecutivo, con caídas en todos los componentes del gasto salvo gastos de capital y un nivel de recaudación que volvió a terreno positivo impulsado por derechos de exportaciones (efecto residual de “dólar soja”) e impuestos vinculados al ciclo (IVA y ganancias).



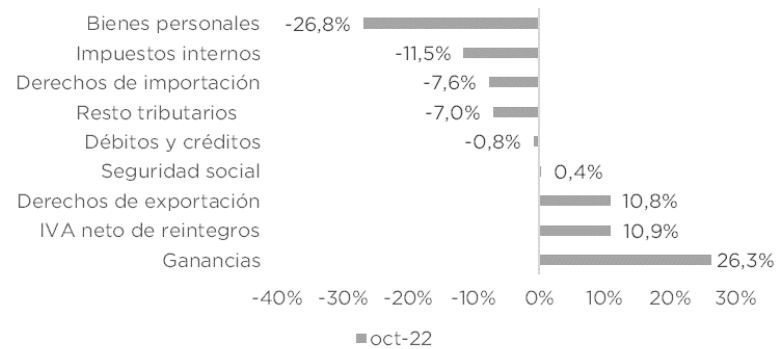
Fuente: MECON.

Todavía queda mucho por jugar

Casi todos los componentes del gasto real cayeron en términos anuales



Evolución de los ingresos tributarios reales en términos anuales



Fuente: MECON.

La asunción de Massa como ministro claramente representó un punto de inflexión en la dinámica de 2022 en el sentido que la acumulación de desequilibrios comenzó a revertirse. Dicho esto, cuando se mira con mayor detalle los números fiscales la conclusión es que la foto con la que los estamos evaluando muy posiblemente exagere las virtudes de una mejora que podemos calificar de: cíclica, temporal, no recurrente y prematura.

Decimos que es “cíclica” porque la mejora se logró sin la ayuda de ninguna medida estructural que la vuelva sostenible. Más allá del cambio en la política de subsidios que fue anunciado, pero todavía no es palpable en las cuentas públicas, el ajuste del resto de los ítems está en gran medida influido por la aceleración de la tasa de inflación que pasó del 64% interanual en julio pasado a 88% en octubre. Sostener estos resultados hacia adelante va a demandar de un músculo político muy importante, especialmente en el ciclo electoral que está a punto de comenzar.

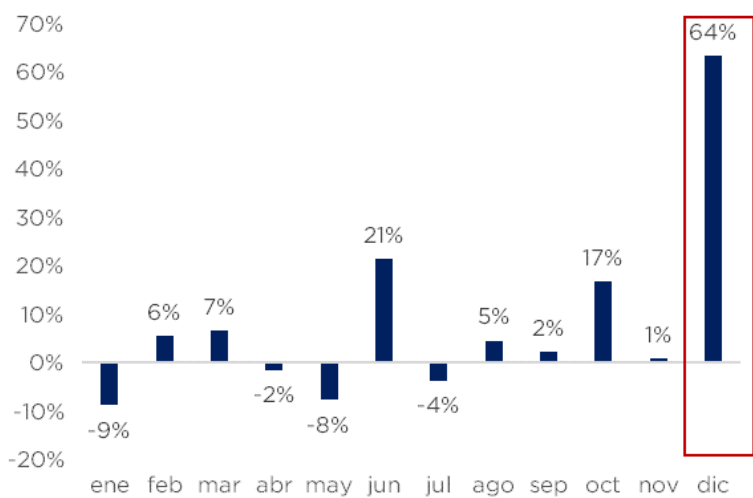
Decimos que es “temporal”, porque con una parte sustancial de gasto que está indizada con rezagos a la inflación, es claro también que en el momento en que la inflación comience a desacelerarse este factor que hoy “mejora la foto” comenzará a jugar en sentido contrario. Dicho esto, esta “temporalidad” puede durar todavía algún tiempo, ya que las condiciones para una desaceleración sostenible de la inflación en los próximos meses lucen hoy remotas.

Todavía queda mucho por jugar

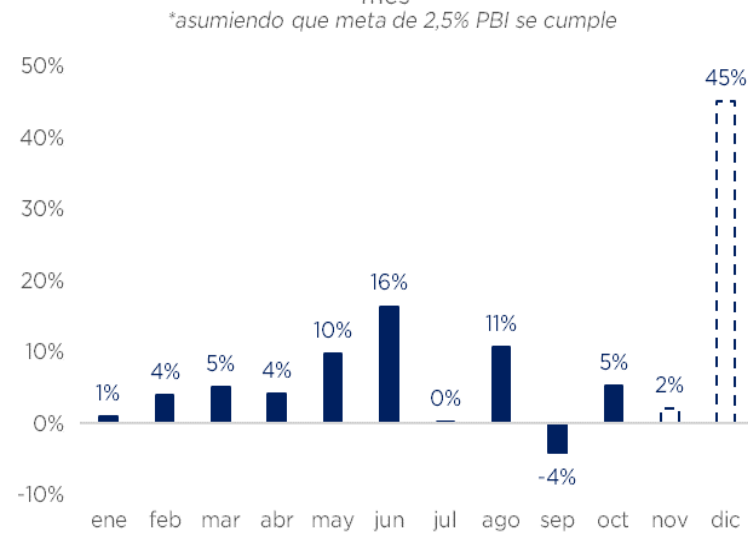
El atributo de “no recurrente” es tal vez el más evidente: el impulso que tuvo sobre la recaudación la implementación del “dólar soja” fue indisoluble para lograr estos resultados. Si bien es muy posible que el gobierno implemente nuevamente este mecanismo (el lunes próximo podría haber novedades para la cosecha remanente 2022 y seguro en 2023 se implementará de nuevo), es claro que no pueden destacarse las virtudes de este recurso ignorando que la cosecha es una sola, que los beneficios de la liquidación con régimen especial se perciben en términos fiscales que si salen en la foto pero que no sucede lo mismo con los costos de la medida: emisión de pesos, deterioro del balance del BCRA e inflación.

Por último, el carácter de “prematureo”: una parte muy sustancial del déficit fiscal del año se concentra en diciembre. De la misma manera que hasta que no se juega el último partido no sabremos si estamos clasificados (¡Fuerza Argentina mañana!), en términos fiscales no sabremos si realmente hubo ajuste fiscal hasta que no se conozca el dato de diciembre.

Porcentaje del déficit primario anual s/ mes únicamente años pares/no electorales, desde ene-07 y excl. 2020



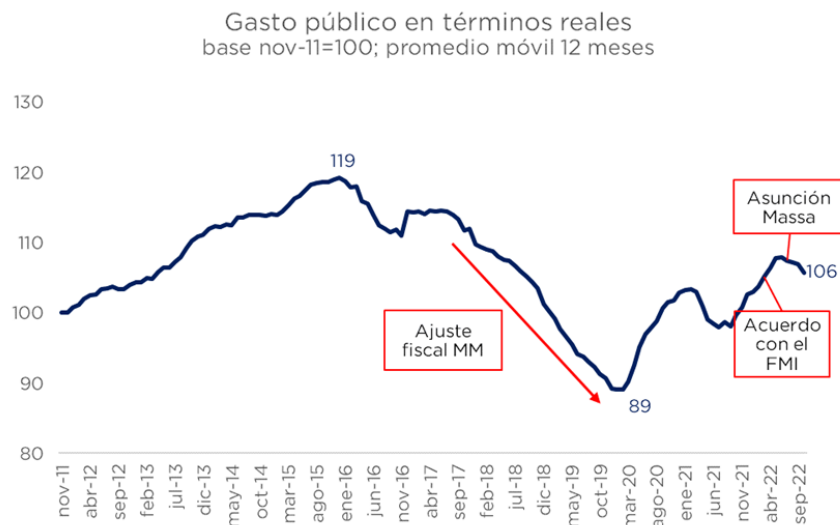
2022: porcentaje del déficit fiscal primario por mes*



Fuente: Consultatio.

Todavía queda mucho por jugar

Una forma de ganar claridad es muchas veces poner las cosas en perspectiva. Si evaluamos la evolución del gasto público medido en términos reales desde 2011, vemos que el ajuste de los últimos cuatro meses tiene la virtud de revertir una tendencia explosiva, pero todavía está muy lejos de ser un punto de llegada. El camino que queda por recorrer es todavía muy largo, y todavía no entramos en modo electoral. En su intervención de esta semana, el ministro Massa se ocupó específicamente de estos dos puntos al declarar que: 1) la meta fiscal de 2,5% para 2022 va a ser cumplida, y que 2) el gasto no va a acelerarse por motivos electorales en 2023. Las posibilidades de que los resultados logrados hasta aquí fructifiquen en una reducción de la incertidumbre están directamente ligados a la credibilidad de estas dos promesas.



Fuente: MECON.

El mercado ajusta a otra velocidad: 4 hechos estilizados del último mes y un desafío cada vez más cercano

Puede discutirse la velocidad o la forma, pero el ajuste fiscal va en la dirección correcta. La pregunta es si alcanza para revertir las presiones que hoy ejerce en el plano financiero la dinámica de la deuda en pesos. El primer test para responder a esta pregunta llega tan pronto como el lunes próximo, en una licitación especialmente relevante en términos de señales donde el gobierno debe renovar vencimientos por \$ 262.000 millones.

Todavía queda mucho por jugar

Los vencimientos totales para el año 2023 ascienden a 13,9% del PBI, distribuidos 8,7% en el primer semestre, con 88% de ellos indexados a inflación y/o tipo de cambio oficial, es decir, no licuables.

La estrategia que ideó hasta aquí el equipo económico consistente en ofrecer postergación de vencimientos e indexación dual de la nueva deuda empezó a mostrar sus límites en el último mes, donde vimos encenderse cuatro luces color naranja, que resumimos a continuación:

1. Debilitamiento de la curva de pesos: desde los mínimos alcanzados en septiembre, los rendimientos de la curva CER se siguieron ampliando y cotizan hoy en niveles comparables a los que registraban luego del pico de la crisis de deuda de junio pasado.



Fuente: Consultatio.

Para el caso de Boncer, deuda dólar link y duales donde no está el Banco Central sosteniendo las cotizaciones desde el 12-oct pasado, los resultados fueron peores. Esta performance de la deuda ajustable por CER le impidió al gobierno ofrecer este tipo de instrumentos en las licitaciones, limitando así los grados de libertad para la renovación de vencimientos.

Todavía queda mucho por jugar

ARS	1D	1W	MTD	Octubre	Septiembre	Agosto	YTD
Ledes	0,7%	2,1%	5,0%	6,2%	3,7%	4,2%	52,6%
Lecer	0,5%	2,2%	4,5%	5,8%	5,6%	5,5%	72,5%
Boncer	0,3%	2,2%	1,2%	-1,2%	8,3%	6,7%	46,9%
Dollar Linked	0,3%	1,8%	1,8%	0,3%	7,1%	2,6%	44,3%
Badlar	-1,0%	2,2%	4,8%	3,2%	4,9%	5,0%	57,5%
Duales	0,4%	0,6%	1,0%	-0,6%	9,3%	7,8%	-
ROFEX a 3 meses	0,0%	0,2%	-2,1%	-4,3%	-1,6%	-2,9%	-8,8%

Fuente: Consultatio.

- Mayor protagonismo del BCRA:** la performance mediocre de la deuda en el último mes se ve maquillada por la intervención del BCRA. El monto por el que intervino sosteniendo los precios en el mercado secundario alcanza los \$ 280.000 millones, parejamente distribuidos entre instrumentos con vencimiento en 2023 y 2024. Es claro que esta estrategia tiene límites: por más que el BCRA quiera salir a “ponerle el pecho”, es evidente que “no tiene espalda” infinita y que allí donde el BCRA no está, los precios muestran su peor cara.



Fuente: Consultatio.

Todavía queda mucho por jugar

3. Los canjes pierden efectividad: una parte sustancial de la calma financiera de los últimos 3 meses se logró a partir del canje de instrumentos por nuevos bonos duales con vencimiento 2023. Este mecanismo se volvió a utilizar hace dos semanas, pero con una efectividad menor: con una participación básicamente del sector público, el ahorro de flujos y despeje de vencimientos fue mucho menor. Por otro lado, a medida que pasa el tiempo, comienza a poblarse de manera excesiva de vencimientos los meses previos a las elecciones, aumentando la vulnerabilidad monetaria y cambiaria.
4. Dificultad para renovar vencimientos en las ultimas licitaciones: aún con vencimientos bajos logrados a partir de los canjes, el tesoro tuvo que conceder bastante en términos de precios para poder renovar los vencimientos del último mes. El caso del bono orientado a bancos en la última licitación ilustra bien el caso: i) en la reapertura tuvo que pagar mayor tasa (48,5% vs 43,25%) de la licitación anterior; ii) eliminó el techo de la tasa y iii) cambió el mecanismo de ajuste a una tasa flotante (BADLAR).

Es claro que la solución de la deuda tiene como condición necesaria la consolidación fiscal pero no es condición suficiente. Cuando se compara la velocidad del ajuste real vs lo que queda pendiente y se la pone en el contexto de las demandas que imponen la renovación de los vencimientos de la deuda, esto queda especialmente de manifiesto. El riesgo latente de una corrección mayor en los precios de la deuda en pesos sigue muy firme, razón por la que seguimos favoreciendo un posicionamiento defensivo en términos de duration y de diversificación crediticia.

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.