



Operación CCL

Resumen y conclusiones

El ministro Massa desconcertó al mercado con el anuncio de una operación de recompra de deuda en USD y marcó una reversión marginal en la suba de 56% que acumulaban los bonos desde los mínimos de octubre.

Las razones de la reacción negativa están en la desconexión entre los objetivos declarados y los instrumentos utilizados. Una perspectiva mas amplia permite comprender que lo que el gobierno está haciendo no es una administración de pasivos sino generar instrumentos para poder intervenir en los tipos de cambio paralelos, su verdadera (y legítima) preocupación a la hora de anclar expectativas inflacionarias.

En los dos últimos reportes destacamos la magnitud e impactos de las presiones monetarias a las que hoy está sometida la economía argentina. Resolver esos desequilibrios demandará tiempo y muy posiblemente acarreará costos en términos de inflación y nivel de actividad que no se condicen con las necesidades que cualquier gobierno puede tener en un año electoral. La recompra de bonos en USD no forman parte de la solución y corren el riesgo de introducir dosis de iatrogenia económica considerables.

José M. Echagüe
Estratega

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Operación CCL

1 acto: con el dato de inflación de diciembre, el gobierno profundiza la expectativa de desaceleración de la inflación; el contado con liqui (CCL) sube.

2 acto: en la siguiente reunión del BCRA no sólo no baja tasas: sube 200pbs la tasa de pasos para garantizar la esterilización del sobrante de pesos de diciembre; el CCL sigue subiendo.

3 acto: El gobierno extiende el incentivo de tasas a los títulos del tesoro y da un premio en la licitación de esta semana para lograr mayor financiamiento neto de parte del sector privado (el sector público había canjeado todas sus tenencias dos semanas antes); el CCL sigue subiendo.

4 acto: el BCRA interviene diariamente desde octubre comprando títulos en pesos para sostener cotizaciones y evitar una huida de activos en pesos; el CCL sigue subiendo.

5 acto: el ministro anuncia una recompra de deuda en USD para “reducir vencimientos a partir de 2025”; el contado con liqui baja 20 pesos y el precio en USD de los títulos cae.

¿Cómo se llama la obra?: hay más de una respuesta posible, pero seguro ninguna es “Administración de pasivos”.

El ministro desconcertó al mercado con el anuncio de recompra de deuda pública en USD. El precio de mercado de la deuda argentina que en promedio había acumulado una suba de 59,2% desde los mínimos de octubre 2022, había trepado 18,5% en lo que iba del año hasta el momento del anuncio (4,7x veces el promedio de la deuda emergente) para caer 2,2% desde el momento en que se anunció la medida (la deuda emergente siguió subiendo).

Operación CCL

	Var desde mínimos oct	Var en 2023 hasta el anuncio	Var desde anuncio
AL29	52,0%	27,8%	-1,3%
AL30	65,3%	22,7%	0,7%
AL35	54,4%	21,1%	-1,7%
AE38	44,8%	7,3%	-2,5%
AL41	49,0%	7,3%	-0,4%
GD29	70,1%	20,1%	2,3%
GD30	69,4%	21,1%	1,4%
GD35	53,3%	16,6%	-5,4%
GD38	48,3%	16,8%	-4,9%
GD41	48,3%	16,8%	-4,9%
PROMEDIO(*)	56,3%	18,5%	-2,2%
Bonos EM (EMB)	13,5%	3,9%	0,4%
Dólar MEP (GD30)	13,1%	4,3%	-1,1%
Dólar CCL (GD30)	10,0%	4,0%	-1,5%
Dólar Blue	28,5%	7,0%	0,5%

(*) Promedio ponderado por monto en circulación.

Fuente: Consultatio Investments en base a fuentes de mercado.

Las razones de la reacción negativa están en la desconexión entre los objetivos declarados y los instrumentos utilizados, y podemos resumirlos alrededor de los siguientes 3 puntos:

- **Precios:** El desempeño espectacular que venían teniendo los títulos no demandaba de una ayuda extra. El objetivo de bajar la prima de riesgo se estaba cumpliendo sobre bases de mercado y se detuvo a partir del anuncio;
- **Asignación de recursos escasos:** Comprometer hoy USD 1.000 millones (equivalente a un sexto de reservas internacionales netas o a un mes y medio de importaciones) para despejar el perfil de vencimientos de 2025 en adelante mientras hay dudas relevantes respecto de la capacidad de renovar el equivalente a USD 38.000 millones de deuda en pesos que vencen en 2023 es un ordenamiento de prioridades polémico;

Operación CCL

- Costos presentes, beneficios inciertos: Aún pensando con optimismo desmedido que es posible llevar el precio de los títulos a los máximos históricos que tuvieron al momento de emitirse, la prima de riesgo bajaría a 1.100 pb desde 1.835 pb. Eso implicaría hoy un costo de financiamiento de 14%, un valor que sigue siendo prohibitivo para acceder a financiamiento voluntario.

La conclusión preliminar de estas inconsistencias no es que el gobierno no sabe lo que está haciendo, sino que está revelando su preferencia de hacer otra cosa de la que dice: está generando instrumentos para moderar la suba de los tipos de cambio paralelos (CCL) que en lo que va del año subieron 4,0% (ver cuadro) y amenazan con desbocar las expectativas de inflación que tanto había costado encuadrar.

Cuando se comprende la iniciativa desde ahí, todo se vuelve mucho más entendible. El diagnóstico oficial es correcto: la reciente desaceleración de la tasa de inflación mensual fue una gran noticia, especialmente cuando se la encuadra en el contexto adverso en el que se produjo. Pero es muy difícil de proyectarla en el tiempo. Si a eso le agregamos subas fuertes en el tipo de cambio como las que vimos en las últimas semanas, el *momentum* de la baja puede esfumarse antes incluso de que el desequilibrio monetario que hoy caracteriza a la economía termine de imponerse en la dinámica futura.

En los dos últimos reportes destacamos la magnitud e impactos de las presiones monetarias a las que hoy está sometida la economía argentina. Resolver esos desequilibrios demandará tiempo y muy posiblemente acarreará costos en términos de inflación y nivel de actividad que no se condicen con las necesidades que cualquier gobierno puede tener en un año electoral. Pero las cartas están jugadas de esa manera. Una alternativa es implementar medidas de corto plazo como las de la recompra de deuda que moderen o disimulen esas presiones. El riesgo de iatrogenia económica por las distorsiones que produce es altísimo en ese camino. La otra es sincerar el diagnóstico y ordenar expectativas alrededor de una salida que sea sostenible para todos. Ese es el desafío que tienen hoy gobierno y oposición.

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.