



Puente a diciembre

Resumen y conclusiones

Finalmente se llegó a un acuerdo a nivel técnico con el Fondo, combinando las revisiones del primer y segundo trimestre. A pesar de que ninguna de las metas fue cumplida, el Fondo aprobará desembolsos por unos USD 7.500 millones de dólares. Además, le permite explícitamente al gobierno intervenir en la brecha.

La aprobación deja en claro que el programa era en realidad un compromiso de “mejor esfuerzo”, ya que la misma se dio con el incumplimiento de todas las metas. Sin embargo, un punto central para que se logre el acuerdo fue el anuncio del “paquete fiscal”.

En materia cambiaria, el paquete fiscal -que incluye el nuevo dólar agro y la devaluación fiscal- no resultará suficiente para que las reservas netas vuelvan a terreno positivo, incluso con los desembolsos del Fondo mediante. Pero en el frente fiscal, la recaudación esperada permitirá acercarse significativamente a la meta de déficit anual.

Con el acuerdo alcanzado, reafirmamos nuestra visión de que la macro “aguanta” hasta fin de año sin un salto cambiario, y los ajustes macroeconómicos deberán ser postergados para después de las elecciones.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

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

Puente a diciembre

Habemus acuerdo. En las últimas horas se anunció la aprobación del acuerdo nivel técnico (*Staff Level Agreement*) sobre las revisiones del primer y segundo trimestre combinadas del Programa con el FMI. Aunque está pendiente aprobación por parte del directorio que se reunirá tras el receso estival de dos semanas que comienza el lunes, el trámite debería ser una formalidad.

La aprobación del acuerdo da un mensaje contundente para poder pensar la dinámica macro de los próximos meses. Entre sus puntos más importantes, destacamos:

- Metas testimoniales: la aprobación dejó en claro que el programa era en realidad un compromiso de “mejor esfuerzo”, ya que la misma se dio con el incumplimiento de todas las metas;
- Combinación de revisiones: la quinta revisión prevista originalmente para principios de julio, respecto a las metas del primer trimestre, se combina con la sexta, de manera adelantada, sobre las metas del segundo trimestre, y se aprueban desembolsos por unos USD 7.500 millones. La revisión de las metas del tercer trimestre será llevada adelante en noviembre. De esta manera, el FMI transparenta que i) no va a interferir en la campaña electoral; ii) la próxima revisión se realizará con un nuevo gobierno ya electo.
- Libertad para intervenir: el Organismo también aprobó la posibilidad de que el gobierno intervenga en el mercado paralelo de tipo de cambio para prevenir “dislocaciones” temporarias, aún con reservas netas que ya eran negativas al momento de aprobarse. En lo que va del año, estimamos que la intervención con bonos alcanzó los USD 1.500 millones.

Paquete de “devaluación fiscal”, insumo clave del acuerdo

Un aspecto clave para la aprobación de las revisiones fue el paquete fiscal anunciado a comienzos de la semana. Cuando se analiza en detalle los puntos del paquete puede advertirse que se trata de un conjunto de medidas que se toman de una vez, y que no exigen monitoreo por parte del Organismo.

En líneas generales, el “paquete fiscal” anunciado (y su conformidad por parte del FMI) reafirma nuestra visión de que el escenario base es que la macro “aguanta” hasta el cambio de gobierno analizado en el reporte semanal “Julio vino con sorpresas” ([link](#)).

Puente a diciembre

Para lograr este objetivo el paquete ataca en simultáneo dos frentes, el cambiario y el fiscal. En materia cambiaria, no esperamos que altere significativamente el panorama de cara a diciembre: las reservas netas continuarán en terreno negativo. Pero en materia fiscal, el conjunto de medidas permite acercarse significativamente a la meta anual pactada. A continuación, analizaremos en mayor detalle el impacto de las medidas.

La “devaluación fiscal” ayudará a moderar la presión sobre las reservas internacionales hasta que lleguen los desembolsos del FMI, pero no cambiará significativamente la foto a fin de año. Y es que la situación de las reservas es extremadamente delicada: según estimamos, el stock de reservas netas se encuentra en un mínimo histórico de USD -8.100 millones.

La situación de flujos tampoco deja de preocupar. El acuerdo desbloquearía fondos en agosto, permitiendo devolver el préstamo “puente” y cubriendo los vencimientos hasta noviembre. Entre noviembre y diciembre deberían llegar los fondos correspondientes a la séptima revisión, cubriendo los vencimientos a diciembre y recuperando el pago de capital hecho a fin de mes pasado. Esto ciertamente proveerá un alivio sobre las reservas, pero no es suficiente para que las reservas netas vuelvan a terreno positivo.

Pagos y desembolsos al FMI proyectados, en USD millones

	Pagos	Desembolsos
jun-23	2679	0
jul-23	2627	0
ago-23	800	7433
sep-23	914	0
oct-23	2627	0
nov-23	713	0
dic-23	914	3378

Puente a diciembre

De hecho, el Fondo redujo la meta anual de acumulación de reservas netas a diciembre (desde dic-21) de USD 8 mil millones a sólo mil millones. Y aún así, luce casi imposible de cumplir. A fin de 2021 las reservas netas -bajo metodología del FMI- se encontraban en unos USD 3.300 millones. Si bien nuestra estimación tradicional de reservas netas las ubica en -8.100 millones, la cifra que tiene en cuenta el Fondo no descuenta el desembolso no hecho en julio (unos 4.000 millones). Por lo tanto, alcanzar la meta implicaría acumular unos 7.400 millones hasta fines de diciembre.

Aún más difícil si tenemos en cuenta que el organismo aprobó las facultades del gobierno para intervenir en los mercados y así contener los dólares financieros (una práctica ya realizada).

Por su parte, la nueva edición del “dólar agro” apuntaló la liquidación del sector agropecuario llevándola a alcanzar algo más del 44% de lo pretendido por el gobierno (USD 2.000 M) en sólo 4 días, en tanto que el BCRA volvió a terreno positivo con compras por USD 735 M (o el 83% de lo liquidado). Sin embargo, la mayor acumulación de reservas podría estar siendo también ayudada por un freno temporal en los pagos de importaciones, por adecuación de los sistemas a las nuevas regulaciones.

Aún con el nuevo dólar agro y suponiendo que la aplicación del impuesto PAÍS sobre importaciones de bienes y servicios dará un respiro, el 2023 cerraría con reservas netas negativas en torno a USD 9.000 millones (es decir, caerían unos 900 millones desde su nivel actual). Podrían ser algo mayores si el dólar agro continúa a este ritmo.

Las implicancias para el frente fiscal son opuestas. El paquete de medidas implicará ingresos adicionales para el sector público nacional por 0.5% del PBI según nuestros cálculos, aunque podría ser algo mayor dependiendo del éxito del dólar agro. El grueso provendría del impuesto PAIS sobre la importación de bienes y servicios, mientras que el aporte del adelanto de ganancias de grandes empresas (no incluido en el paquete, pero parte de las medidas recientes) sería muy menor considerando que el 65% se coparticipa a las provincias.

Puente a diciembre

Recaudación "paquete fiscal"

ago-dic - millones de pesos, neto de coparticipación

	Como % del PBI
Impuesto "PAIS"	0.34%
Servicios	0.08%
Bienes	0.25%
Adelanto de Ganancias	0.04%
Dólar agro 340	0.10%
TOTAL	0.48%

Fuente: Consultatio Financial Services

La sequía golpeó fuertemente las arcas del Tesoro: los ingresos tributarios cayeron 7% real en el primer semestre, con los derechos de exportación a la cabeza. El FMI reconoce este impacto en su comunicado. Pero la caída de los ingresos totales fue más moderada, y de hecho fue menor a la contracción del gasto.

Descontando las rentas por colocaciones primarias permitidas por el FMI en 2022, la caída real de los ingresos fue de sólo 5.5%, apuntalada por un fuerte crecimiento en otras rentas de la propiedad y otros ingresos no tributarios, y especialmente por el IVA-DGI, que continúa creciendo por arriba de la inflación.

Ingresos reales

Variación a/a en términos reales, netos de coparticipación

	1 semestre	jun-23
Ingresos totales	-9.4%	-0.3%
Ingresos totales exc. rentas¹	-5.5%	1.0%
Tributarios	-7.0%	-1.3%
IVA neto de reintegros	7.2%	14.2%
Ganancias	-7.9%	-18.0%
Seguridad Social	1.4%	-1.4%
Débitos y créditos	1.6%	-2.8%
Bienes personales	12.6%	15.9%
Impuestos internos	1.4%	11.5%
Derechos de exportación	-54.3%	0.4%
Derechos de importación	-16.2%	-6.8%
Resto tributarios	-19.4%	-12.6%
Rentas de la propiedad¹	42.1%	48.6%
Otros ingresos corrientes	13.4%	18.6%

¹Se excluyen rentas por colocaciones primarias entre ene-22 y abr-22

Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon e INDEC

En materia de gasto, el gobierno viene haciendo los deberes: cayó todos los meses desde que asumió Massa -con excepción de enero. De hecho, en el primer semestre la contracción del gasto en términos reales fue de 6% contra igual período de 2022.

Puente a diciembre

Los subsidios económicos cayeron 15,2%, con una incidencia de 2 puntos. La segmentación tarifaria fue clave para este resultado, pero se queda corta: un 70% de los usuarios de energía eléctrica (los segmentos medios y bajos) tuvieron una caída real en sus facturas. Fueron las prestaciones sociales, por su tamaño, las que explicaron más del 75% de la contracción del gasto: cayeron 8% en el primer semestre. Un resultado especialmente sorprendente para un año electoral.

Variación real del gasto: primer semestre



Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon e INDEC

La reciente dinámica de los ingresos y el gasto junto al conjunto de medidas que forman parte del paquete permitiría que el déficit primario cierre el año muy cerca de la meta. Contemplando una moderación en la caída del gasto social (e incluyendo el bono a jubilados de agosto), el déficit cerraría en 2.2% del PBI frente a una meta del 1.9%.

Esto implica que se deberá realizar un esfuerzo adicional en materia de gasto, y el FMI lo reconoce explícitamente en su comunicado. En particular, demanda esfuerzos para reducir el gasto en salarios del sector públicos, un mayor ajuste de las tarifas energéticas, una continua “racionalización” de las transferencias a provincias (que acumulan 5 años de superávit primario) y a empresas estatales, y una mayor focalización del gasto social.

Puente a diciembre

Hace tan solo algunas semanas, pensábamos la transición hasta fin de año en base a dos escenarios alternativos, uno en el que se evita un salto cambiario y la macro “aguanta” y otro en el que el resultado de las PASO deriva en una devaluación desordenada en agosto, y nos inclinábamos por la macro “aguanta” hasta el recambio gubernamental ([link](#)).

Con el acuerdo alcanzado, reafirmamos nuestra visión de que “aguanta”. Las novedades conocidas esta semana en materia de negociación con el Fondo justifican esta creencia y dejan en evidencia la voluntad del gobierno para postergar los ajustes para después de las elecciones.

Dicho esto, no esperamos que se revierta la expectativa de deterioro de los fundamentals macro y como señalamos en nuestro informe “Una buena antes de las PASO” ([link](#)), esperamos que la inflación vuelva a acelerarse. El probable impacto del “paquete fiscal” sobre los precios reafirma nuestra expectativa. Frente a este panorama, la curva CER luce como el instrumento más atractivo entre las distintas alternativas en pesos que hoy ofrece el mercado local, independientemente del timing que asuma el sendero de ajuste.

CER: lo más atractivo hasta noviembre

Bono	YTM actual	Escenario “aguanta”		Escenario “no aguanta”	
		Retorno total en ARS	Retorno total en USD	Retorno Total	Retorno total en USD
Cer corto	12,8%	39%	15%	75%	37%
Cer 24/25	9,8%	45%	20%	42%	11%
Cer largo	9,6%	54%	27%	55%	21%
Tasa fija	92,9%	30%	7%	31%	3%
Badlar sob.	18,2%	42%	17%	33%	4%
Badlar CABA	6,9%	37%	13%	44%	13%
Dólar link 23	-29,4%	22%	0%	56%	22%
Dólar link 24	-6,3%	39%	14%	-16%	-34%
Duales 23	-13,0%	29%	7%	61%	26%
Duales 24	-3,9%	45%	20%	18%	-8%

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.