



El plan Caputo: corregir desequilibrios para después estabilizar

Resumen y conclusiones

Esta semana se conoció la primera tanda de medidas del gobierno. Con una fuerte corrección del tipo de cambio y un paquete de ajuste que incluye poda de gastos y suba de impuestos, la primera avanzada del plan recayó sobre los frentes cambiario y fiscal.

El mercado le dio una bienvenida inmejorable. Esta es una condición necesaria fundamental para cualquier programa que vaya a ser exitoso. Pero no es suficiente: el conjunto de medidas conocido hasta acá configura un plan de corrección de precios relativos que debe ser complementado con otras que permitan contener la aceleración vertiginosa de la inflación o, en otros términos, pensar en una estabilización.

Para calibrar los riesgos conviene no perder de vista que el fracaso de múltiples programas de estabilización ortodoxos en el siglo XX basados únicamente en el ajuste fiscal y monetario derivó de la incapacidad de lidiar con la inercia inflacionaria.

El riesgo de que la inflación se espiralice no puede ser subestimado y las herramientas que conocimos hasta aquí – credibilidad del ancla fiscal- seguramente necesitarán ser reforzadas en el futuro cercano. Las medidas que conoceremos la semana que viene tal vez ayuden a despejar estas inquietudes.

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

El plan Caputo: corregir desequilibrios para después estabilizar

Esta semana se conoció la primera tanda de medidas del gobierno. El núcleo de estas pasó por una fuerte corrección del tipo de cambio que en términos reales alcanzó los niveles máximos de la salida la convertibilidad y un paquete de ajuste fiscal de más de 5 puntos del PBI que incluye poda de gastos y suba de impuestos, el segundo mayor en la historia de Argentina. En otras palabras, la primera avanzada del plan recayó sobre los frentes cambiario y fiscal, mientras que sobre el frente monetario no hubo demasiadas novedades con excepción de la baja de tasa de pases.

La reacción de los precios revela a un mercado que le dio una bienvenida inmejorable al puntapié inicial del gobierno. Tal vez la reacción de la brecha cambiaria sea la evidencia más clara. Tras el salto del tipo de cambio oficial a \$800, la brecha se desplomó hasta un nivel cercano al 25% y el tipo de cambio libre (CCL) se mantuvo estable hasta el momento de escribir estas líneas en el orden de los \$1010. El modesto avance que vimos en términos de desmontar regulaciones para operar activos en moneda extranjera (el gobierno mantuvo la restricción de operar como máximo 200 millones diarios) es una señal de que el gobierno tampoco esperaba una sorpresa tan positiva.

Variaciones (ARS)	1D	1W	Pre balotaje	MTD	nov-23	oct-23	YTD
Lecer	0,5%	0,3%	12,7%	5,8%	12,1%	17,5%	141,8%
Boncer	8,4%	25,1%	67,9%	43,0%	23,5%	20,9%	320,7%
USD Link	5,1%	20,4%	58,9%	23,0%	38,4%	16,0%	274,1%
Variaciones (USD)	1D	1W	Pre balotaje	MTD	nov-23	oct-23	YTD
Bonares (CCL)	3,5%	5,1%	42,0%	9,8%	35,6%	-3,1%	49,3%
Globales (CCL)	2,7%	5,4%	32,8%	10,5%	29,4%	-0,2%	39,5%
Merval (CCL)	-2,2%	3,0%	32,7%	0,8%	44,4%	-1,5%	61,7%
Referencias	1D	1W	Pre balotaje	MTD	nov-23	oct-23	YTD
CER	0,3%	1,9%	7,4%	3,8%	10,3%	13,2%	136,2%
Dólar Oficial	0,1%	119,9%	126,1%	122,1%	3,0%	0,0%	351,9%
Dólar MEP (GD30)	-2,4%	3,5%	15,1%	17,5%	1,0%	6,7%	216,3%
Dólar CCL (SPY)	0,2%	1,8%	15,7%	20,7%	-3,2%	5,0%	192,6%

El plan Caputo: corregir desequilibrios para después estabilizar

Los títulos soberanos en pesos acompañaron de manera extraordinaria este sentimiento positivo. Con la inflación mensual ya corriendo por encima del 25%, la deuda ajustable por CER voló sin discriminar plazos y con subas promedio de 25% en la última semana. Si bien el anuncio del MECON de que se ofrecerán nuevos instrumentos de deuda a 30 días (que el mercado asume que serán a tasa fija) en la próxima licitación hoy pausó el rally, toda la curva comprimió fuerte y cotiza con rendimientos profundamente negativos.

La curva de bonos ajustables tipo de cambio oficial no se quedó atrás y los bonos dólar link y duales registraron subas promedio del 20% y 18% en pesos respectivamente en la última semana, poniendo en evidencia que habían descontado un nivel de tipo de cambio menor como primer paso del proceso de unificación cambiaria. También para destacar, este segmento de fondos tuvo muy pocos rescates durante los primeros días, dejando entrever que la demanda de cobertura cambiaria no está agotada luego del salto que vimos esta semana.

Plan de corrección de precios relativos vs plan de estabilización

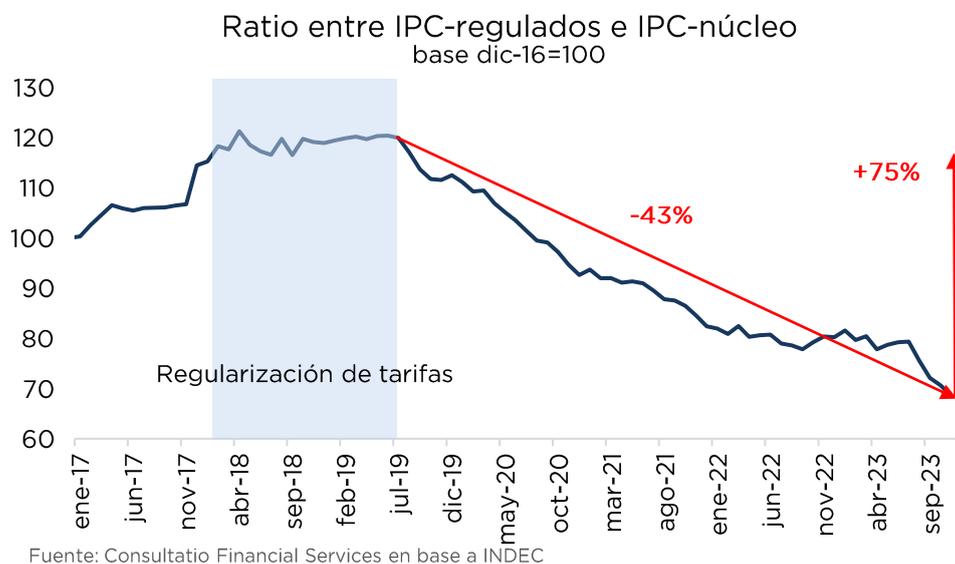
La buena recepción por parte del mercado es una condición necesaria fundamental para cualquier programa que vaya a ser exitoso. Pero no es suficiente, en un doble sentido: i) llevar adelante lo que conocimos hasta acá es en sí mismo un desafío gigantesco, y; ii) a ese conjunto de medidas que hoy configuran un plan de corrección de precios relativos hay que complementarlas con otras que permitan contener la aceleración vertiginosa de inflación que tendrá la economía en los próximos meses. Dicho de otra manera, un conjunto de medidas complementarias que permitan pensar en una estabilización.

La parte de corrección de precios relativos es clara. La corrección de tipo de cambio real y la recomposición de los precios regulados incluyendo la suba de tarifas de servicios públicos y el transporte (que son el corazón del ajuste fiscal) constituyen el primer pilar del programa. Es importante destacar que estos dos frentes no son independientes dado que muchos ítems (energía, por ejemplo) están dolarizados y tenían además un retraso de precios medidos en USD. En otras palabras: al aumento de tipo de cambio, hay que agregarle la recomposición de tarifas.

El plan Caputo: corregir desequilibrios para después estabilizar

Tras el salto de 118% en el tipo de cambio nominal, en términos reales se volvió a los niveles de mediados de 2002. Un nivel bastante alto, aunque ello será por poco tiempo: con un *crawling peg* establecido en 2% mensual y la inflación acelerándose al rango de 25-30% mensual, en apenas dos meses llegaremos a un tipo de cambio de 530 pesos a precios de hoy.

Por otro lado, cuando se evalúa la situación de los precios regulados en relación con la canasta núcleo, se encuentra un atraso 43% de los niveles de 2018-19. Su realineamiento implicaría un impacto directo de 16 puntos de inflación sin considerar efectos de segunda ronda. Liberar precios regulados de salud, educación y telecomunicación es la parte más fácil. El desafío es actualizar las tarifas a un nivel fiscal y políticamente sostenible, cuando por ejemplo un 80% del costo de generación de energía eléctrica está atado a la evolución del tipo de cambio oficial.



El ministro Caputo declaró que la inflación está viajando hoy a un ritmo de 1% diario, lo que anualizado es una tasa superior al 3700%. Esto es 48hs después de la corrección cambiaria y antes de que los precios regulados empiecen a impactar sobre los índices. En las previsiones de consenso que además fueron reconocidas por el propio gobierno la inflación seguirá muy alta en al menos dos a tres meses (¿25% mensual?, equivalente a 1450% anualizada) la economía estará caminando por la cornisa de la hiperinflación durante ese periodo, sin que conozcamos todavía ninguna herramienta adicional a la credibilidad que pueda generar el ancla fiscal para contenerla.

El plan Caputo: corregir desequilibrios para después estabilizar

Explícitamente, el gobierno ha dicho que las paritarias serán libres (no hay acuerdo de precios y salarios) y tampoco ha insinuado ninguna herramienta para limitar la indexación de la economía. O para decirlo en términos más clásicos: desagio. El riesgo de que ese tránsito por la cornisa de la hiperinflación tome vida propia es hoy muy alto, y las herramientas que conocemos hasta acá son exclusivamente ortodoxas.

El ajuste fiscal constituye el segundo pilar del programa, y su tamaño estimado en más de 5% del PBI únicamente tuvo precedente en 1985 durante el plan Austral. La magnitud del ajuste constituye tal vez la principal ancla dentro del programa que está llevando adelante el nuevo gobierno, pero no está libre de desafíos: cerca de 2 puntos del ajuste dependen de aprobación parlamentaria. Además, el escenario planteado no incluye el potencial efecto de la recesión sobre los ingresos tributarios: una contracción del PBI de entre 3 y 4% podría derivar en una pérdida de recursos de al menos medio punto. Y la aceleración inflacionaria también puede condicionar la recaudación por el rezago entre el evento económico y la cobranza del tributo ligado a este (lo que se conoce como “efecto Olivera-Tanzi”).

Cuando componemos este cuadro se advierte que una característica central del paquete anunciado es que se trata de un plan de corrección de desequilibrios antes que un plan de estabilización. En esencia, el paquete anunciado contiene elementos típicos de un programa de estabilización ortodoxo, como lo son el ajuste fiscal y la voluntad de eliminación del financiamiento monetario del BCRA, pero no contempla casi ninguna herramienta para lidiar con la inercia y expectativas inflacionarias que quedan librados exclusivamente en la credibilidad que inspire la sostenibilidad del ajuste fiscal en el tiempo.

El fracaso de múltiples programas de estabilización ortodoxos en el siglo XX basados únicamente en el ajuste fiscal y monetario derivó de la incapacidad de lidiar con la inercia inflacionaria, y la recesión derivada de la licuación de los salarios reales y la suba del desempleo los volvió insustentables. Los planes de estabilización exitosos en bajar la inflación de los años 80, como el de Israel en 1985, y muchos de los ensayados en Latinoamérica combinaron tanto elementos de ortodoxia económica como herramientas de desagio, acuerdos de precios y salarios y otras políticas de ingreso para volver el ajuste macro más sostenible políticamente. Por otro lado, la incapacidad de sostener la disciplina fiscal en algunos programas heterodoxos, como el Austral, fue el principal ingrediente que condujo a su fracaso.

El plan Caputo: corregir desequilibrios para después estabilizar

Tal vez el principal consenso entre las distintas corrientes económicas es que para que la estabilización resulte exitosa y sea duradera el cambio de régimen fiscal-monetario debe ser creíble en el largo plazo. Esto es clave para cualquier gobierno, pero especialmente para uno que acaba de comenzar. Nótese en este sentido que el gobierno puso en juego todo su capital político en la credibilidad del programa. De hecho, el programa ni siquiera fue consensuado con el FMI, que se limitó a comunicar su apoyo a la dirección de las medidas. Con esta configuración, el gobierno está asumiendo plenamente el *mismatch* de plazos políticos entre los costos económicos iniciales y los beneficios que el ancla fiscal/credibilidad debería producir en el tiempo.

En los próximos días conoceremos seguramente otro conjunto de medidas que son CENTRALES para poder evaluar las chances de éxito de estas medidas. Nos referimos al conjunto de medidas de desregulación que el gobierno publicará en un decreto la semana que viene. Su importancia es imposible de subestimar, especialmente a la luz de lo que fue la experiencia de Macri en 2015-2019, donde se intentó un ajuste macro prácticamente sin elementos que permitan realizar reformas estructurales.

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 descritos, 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.