



Resumen y conclusiones

La publicación del staff report del FMI con la aprobación de la séptima revisión conocida esta semana es un documento extraordinariamente útil para calibrar expectativas respecto de los planes del gobierno. Las promesas volcadas en el documento son numerosas y surgen nuevos interrogantes a partir de los recientes desarrollos políticos. Analizamos las implicancias en tres frentes:

- Frente fiscal: se mantiene el objetivo de alcanzar el superávit primario de 2% del PBI, pero la eliminación del capítulo fiscal de la Ley Ómnibus y el retiro del proyecto de reversión de Ganancias comprometen 1 punto del PBI dentro del ajuste de 5 puntos propuesto.
- Frente monetario: el comunicado vaticina el regreso de la política monetaria restrictiva y elimina la posibilidad de vías alternativas de financiamiento monetario al Tesoro.
- Frente cambiario: se ratifica el carácter temporario de la política cambiaria actual y establece un objetivo de levantamiento de cepo hacia fin de año, aunque deja interrogantes sobre la hoja de ruta.

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

Staff Report: zona de promesas

La aprobación del staff report del FMI con la aprobación de la séptima revisión conocida esta semana es un documento extraordinariamente útil para calibrar expectativas respecto de los planes del gobierno. Esto es además especialmente relevante esta semana, donde tuvimos muchas novedades importantes en prácticamente todos los frentes de la macro, tales como: i) exclusión del paquete fiscal en la ley ómnibus y postergación de la recomposición de tarifas eléctricas (frente fiscal); desapalancamiento del balance del banco central a través de la colocación de bonos del Tesoro (frente monetario); concreción exitosa de la primera serie de BOPREAL (frente cambiario).

En una semana tan intensa de negociaciones políticas donde promesas, compromisos y restricciones políticas se están reescribiendo permanentemente, la hoja de ruta que se comprometió del FMI es tal vez la mejor referencia que contamos hasta que el polvo de las negociaciones se asiente mejor y permita ver hacia adelante con mayor perspectiva.

A continuación, analizamos en detalle el documento en los tres frentes principales de la macro: fiscal, monetario y cambiario.

FRENTE FISCAL: compromiso claro, ejecución incierta.

En el frente fiscal el comunicado del Fondo trajo pocas novedades. La meta propuesta sigue explícitamente los objetivos anunciados por el gobierno en diciembre, aunque el producto a obtener (superávit primario de 2%) no se alcanza con el mismo orden de factores de entonces. Los eventos políticos de esta semana agregan dudas la viabilidad de esta hoja de ruta, con el riesgo de volverlas obsoletas dependiendo de cómo evolucionen las negociaciones en el Congreso respecto del capítulo fiscal omitido esta semana.

La eliminación del capítulo fiscal de la Ley Ómnibus y el retiro del proyecto de reversión de Ganancias comprometen 1 punto del PBI dentro del ajuste de 5 puntos propuesto. El propio FMI reconoce las dificultades de implementación que se elevan de la falta de apoyo en el Congreso y que se deberán buscar vías alternativas en su defecto.

Staff Report: zona de promesas

Entre las novedades, se reconoce el compromiso de sostener el valor real de las jubilaciones en niveles de diciembre de 2023 y de incrementar las prestaciones sociales para morigerar el impacto social del ajuste, lo que supone un costo fiscal neto de 0.6% del PBI (incremento de 0.7% y licuación de sólo 0.1% de las jubilaciones por los aumentos discrecionales que se plasmaban en el paquete fiscal). Por otro lado, se proyectan medidas adicionales por 0.3% del PBI que serían presentadas más adelante para compensar eliminación de la suba temporal de retenciones no agrícolas, lo cual quedo obsoleto en vistas de la caída del paquete fiscal. La actualización de impuesto a los combustibles podría ir en esta vía, aunque por sí sólo generaría ingresos adicionales al Tesoro por menos del 0.2% del PBI.

El ajuste de subsidios económicos se mantiene en 0.7% del PBI, pero de acuerdo al FMI el gobierno se comprometía a incrementar las tarifas de la electricidad en un 200% y las de gas en 150% a partir de febrero. En las últimas horas se conoció que se mantendrán los subsidios de la electricidad para los niveles medios y bajos, que hoy apenas cubren un 7% del costo de generación, por lo menos hasta marzo o hasta que se presente la nueva “canasta básica energética”. Y en el caso del gas los ajustes tarifarios se demorarían hasta fines de febrero. Mientras tanto los subsidios económicos se mantendrán muy elevados a raíz del incremento de los costos post-devaluación -con lo que la meta luce ambiciosa.

De suma relevancia es la propuesta de alcanzar un superávit primario de 2.5% del PBI desde 2025 en adelante, y el gobierno deberá reflejarlo en el Presupuesto 2025, siendo esta una de las nuevas metas estructurales.

FRENTE MONETARIO: no hay plata.

El capítulo monetario es tal vez el más novedoso dentro del plan de estabilización propuesto por el gobierno y discutido con el FMI. En este, se reconoce explícitamente que se modificará el esquema de política monetaria a más tardar abril, para eventualmente reemplazar al crawling mensual de 2% como ancla complementaria al ajuste fiscal. El propósito es apoyar la desinflación y apuntalar la demanda de dinero, y podría inferirse que podemos esperar tasas más altas ya sea mediante un cambio en la tasa de política monetaria o mediante el control de agregados monetarios.

Staff Report: zona de promesas

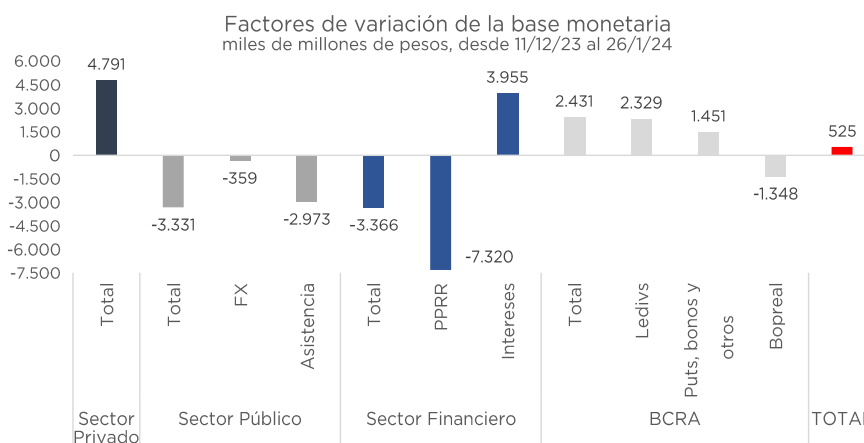
En ningún momento se hace alusión al proyecto de dolarización y el objetivo de apuntalar la demanda de pesos parece ir en el sentido opuesto. La comunicación de las autoridades en este aspecto parece diferir dependiendo el público -en los últimos días el propio Milei ratificó que el objetivo sigue siendo la dolarización, pero los precios de los activos y la gran adhesión que tuvo la licitación de esta semana parecen indicar que el mercado no le cree, al menos en el corto plazo.

Otra novedad es el endurecimiento de la meta de asistencia monetaria, cuya definición se amplió para incluir no sólo la distribución de utilidades y adelantos transitorios si no que también a las compras del BCRA en el mercado secundario, la colocación de letras intransferibles y el ejercicio de puts.

A su vez, el objetivo de asistencia monetaria cero se convierte en neto, es decir, incluye las recompras del Tesoro de títulos en manos del BCRA deben compensar el ejercicio de puts, la colocación de letras intransferibles y las compras en el secundario, aunque hay cierta ambigüedad en el comunicado pues se menciona “el compromiso a eliminar la distribución de utilidades y la intervención en el mercado secundario”, lo cual entra en conflicto directo con el mantenimiento de bids en la última licitación.

Algo de esto se vio en la última semana. Sin prácticamente enfrentar vencimientos de deuda, y ayudado por restricciones cambiarias que no dejan mucha alternativa a los inversores, el MECON colocó \$1,35 B en la licitación de los nuevos bonos CER cupón cero. El financiamiento neto conseguido se utilizó en su totalidad para la recompra de deuda al BCRA (T5X4), desapalancando la hoja de balance de la autoridad monetaria y bajando su exposición al sector público. De la misma manera, se logró un efecto adicional: el gobierno estiró la duration de los vencimientos en pesos (algo que será reforzado con el compromiso con el FMI de un canje de la deuda en pesos a más tardar en marzo) además de contribuir al cambio de composición de la deuda, que pasa desde el BCRA al sector privado. Todo ello sin contrapartida monetaria.

Staff Report: zona de promesas



En la estrategia de financiación, un punto relevante del comunicado es que se propone una rotación desde instrumentos USD-link a instrumentos CER mientras se busca gradualmente la colocación de instrumentos a tasa fija y la extensión de la duration de la curva del Tesoro. En este aspecto, se confirma que el gobierno presentará en marzo una propuesta de canje de los vencimientos de este año.

FRENTE CAMBIARIO: dolarización postergada.

En la comunicación de la política cambiaria existen algunos puntos relevantes que permiten conocer en mayor profundidad los planes del gobierno. Se ratifica el mantenimiento temporario de la tasa de devaluación (crawling peg) de 2% mensual como ancla complementaria al ajuste fiscal y que en adelante se podría esperar una evolución consistente con el objetivo de acumulación de reservas que permita evitar la erosión de la competitividad ganada tras el ajuste de diciembre.

Con la propuesta de que el ajuste monetario reemplace al ancla cambiaria, cabría esperar una aceleración del ritmo de crawling en los próximos meses. Además, se reconoce la apreciación del tipo de cambio real hacia mediados de año para ubicarse en los “niveles de equilibrio” (reconociendo que la devaluación efectiva fue superior con el establecimiento del impuesto PAIS a las importaciones).

Adicionalmente, se propone la eliminación del esquema 80-20 para las exportaciones para fin de junio (coincidente con el fin de la cosecha gruesa) y se establece como meta estructural la presentación de una hoja de ruta para eliminar los controles de capitales hacia fin de año, y la eliminación del impuesto PAIS con el propósito de unificar el mercado cambiario.

Staff Report: zona de promesas

Esto último puede tornarse dificultoso, en vistas de la preponderancia que adquirió este tributo en las cuentas fiscales -en enero representó el 6.1% de la recaudación frente a un 1.5% un año atrás- y en especial considerando que se está discutiendo la posibilidad de coparticiparse con las provincias, lo que en la práctica lo volvería virtualmente imposible de eliminar en el corto plazo.

Respecto al frente externo, el organismo reconoce que el accionar del gobierno permitió empezar a normalizar los flujos y evitar una “crisis de balance de pagos” y apoyó el manejo del gobierno respecto a la delicada situación de la deuda comercial con la emisión del BOPREAL.

El gobierno logró completar la emisión de la serie 1 de BOPREAL en esta semana, alcanzando los 5,000 millones de dólares. Uno de los factores que contribuyó a su éxito fue la suba de la brecha cambiaria, que ubicó el tipo de cambio implícito del bono por debajo del CCL.

En este sentido, el propio BOPREAL resulta clave para que la brecha no se dispare como discutimos en nuestro weekly ([link](#)), además de contribuir a compensar el efecto expansivo de las compras de divisas que viene realizando el BCRA. Las nuevas series difieren respecto de la primera en que no son aceptables para el pago de impuestos ni son rescatables anticipadamente, por lo que no es certero que alcancen el mismo nivel de adhesión.

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.