



## Nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”

### Resumen y conclusiones

La semana termina hilvanando una serie de acontecimientos que, en conjunto, constituyen un nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”.

El canje de vencimientos de deuda 2024 por instrumentos más largos, la baja de la tasa de política monetaria, y el retiro del esquema de tasas mínimas para plazos fijos configuran una batería de medidas extraordinariamente oportunas que se refuerzan mutuamente.

De esta manera el gobierno logra avanzar en paralelo en varios objetivos clave que hoy persigue (reducir drásticamente el estímulo monetario, asegurar una desinflación lo más rápida posible y acelerar la salida del cepo) aprovechando todas las ventajas que ofrece la distorsionada coyuntura actual.

**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

## Nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”

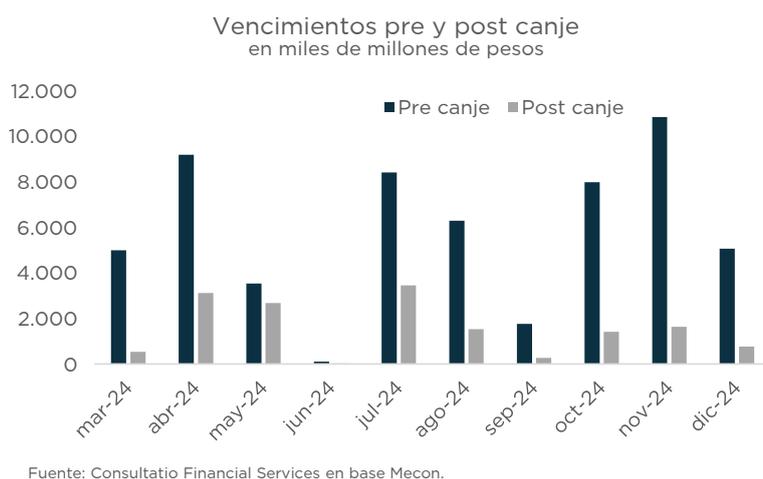
La semana termina hilvanando una serie de acontecimientos que, en conjunto, constituyen un nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”. Las novedades de i) el canje de vencimientos de deuda 2024 por instrumentos más largos; ii) la baja de la tasa de política monetaria, y; iii) el retiro del esquema de tasas mínimas para plazos fijos; todo anunciado en la víspera de la publicación del dato de inflación de febrero configuran una batería de medidas extraordinariamente oportunas que se refuerzan mutuamente para lograr varios objetivos clave que hoy persigue el gobierno: reducir drásticamente el estímulo monetario, asegurar una desinflación lo más rápida posible y acelerar la salida del cepo. Con este conjunto de medidas, el gobierno avanza en sus objetivos aprovechando todas las ventajas que ofrece la distorsionada coyuntura actual.

Empecemos por el canje anunciado el viernes pasado. Su objetivo es claro: despejar los vencimientos de manera tal que el riesgo de renovación de pesos sea el menor posible. Canjeando los vencimientos del sector público en primer lugar e invitando al resto del mercado a sumarse, el gobierno le da certeza al perfil de vencimientos. Por otra parte, al adelantar la renovación de la mayor parte de los vencimientos de la deuda de este año en el contexto de tasas “encepadas”, se asegura de hacerlo en un entorno de tasas mucho más bajas que lo que presumiblemente regirá cuando el gobierno empiece a liberar restricciones del cepo. Deuda en pesos más larga y con menor costo, mejoran la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo.

Repasemos los detalles. Los vencimientos en pesos del 2024 sumados implicaban un valor técnico de \$55,4 billones y un valor de mercado de aproximadamente \$59,9 billones. La oferta era para el sector público (principal tenedor de deuda en pesos), pero abierto para cualquier inversor con iguales condiciones. La canasta ofrecida incluyó cuatro bonos CER cupón cero con vencimiento a fin de 2025 (TZXD5), fin de 2026 (TZXD6), fin de 2027 (TZXD7) y mediados de 2028 (reapertura del TZX28). De esta manera, el Tesoro buscó despejar los vencimientos de este año e iniciar el camino hacia un entorno de tasas más normales, para facilitar el camino hacia la unificación.

## Nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”

El resultado del canje fue muy bueno. Si bien la aceptación del sector privado fue acotada (canjearon apenas 17,5% de sus tenencias), el gobierno logró una adhesión del 77% y despejó los vencimientos para 2024. Tras la operación, los vencimientos para lo que resta del año pasaron de \$58 billones a \$15 billones entre capital e intereses que estarían completamente en manos del sector privado. La vida promedio del perfil de vencimientos desde se estiró de 0,46 a 3 años y, no menos importante, se redujo la carga financiera implicando un ahorro de intereses por \$555.000 millones o 0,1% del PBI.



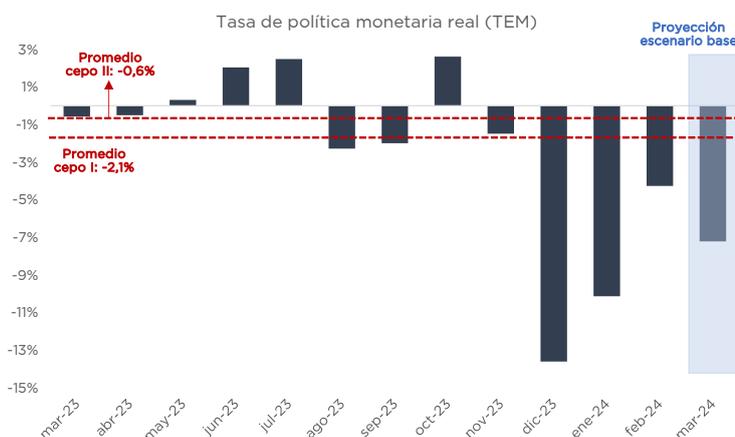
Al anuncio del mega canje le siguió un nuevo recorte de las tasas de interés de política monetaria y el desmantelamiento del esquema de tasas de interés mínimas que regía para los plazos fijos. El resultado fue inmediato: la tasa BADLAR cayó más de 35 puntos porcentuales, de 110% a alrededor de 74%. Una baja tan importante de la tasa de corto plazo volvió especialmente atractiva la pendiente de la curva de rendimientos. O dicho sin eufemismos: funcionó como una invitación imposible de rechazar para aquellos que tuvieran la posibilidad de estirar vencimientos (participar en el canje). En los precios de corte, ese atractivo también estuvo presente, como lo reflejó la cotización de la deuda hoy viernes en su debut.

La baja de la tasa de política monetaria es además subsidiaria de otro objetivo: bajar el costo real de los pasivos monetarios del banco central. O, en otras palabras: acelerar el saneamiento del estado patrimonial del BCRA.

El timing de la baja de tasas fue inapelable: el gobierno aprovechó la compresión de la brecha cambiaria mientras que el cepo se mantiene firme y lo hizo un día antes de que se conozca el dato de inflación de febrero, que registró una desaceleración notable.

## Nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”

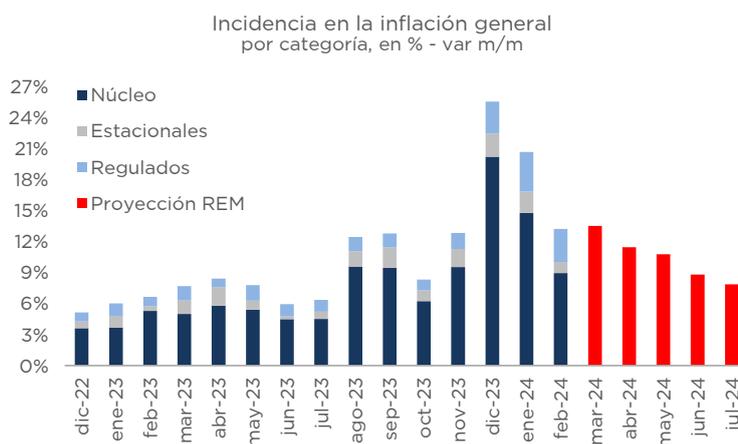
En términos reales, la tasa de política monetaria se tornó más negativa (estimamos un -7,2% promedio para marzo con una inflación proyectada en 15%), pero el gobierno espera que en los próximos meses la desaceleración de la inflación conduzca a un entorno de tasas más normalizado. Lo cierto es que, con esta baja, el Central se está ahorrando unos 550 mil millones al mes -alrededor de 5% de la base monetaria.



### ¿Cómo sigue la inflación después de febrero?

Los datos de inflación de febrero sorprendieron al mercado con una desaceleración de la inflación mucho más marcada de lo que se anticipaba. La pregunta es la de siempre: ¿es sostenible esta caída? Veamos.

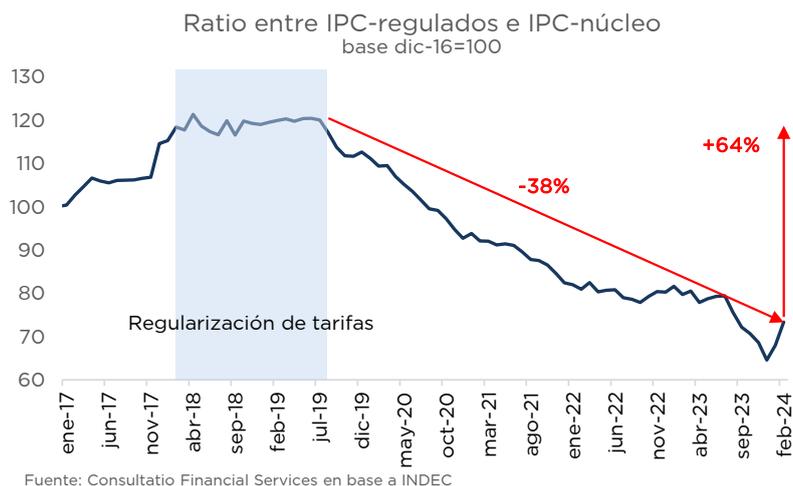
La medición de febrero mostró una clara desaceleración de la inflación núcleo que se habría extendido a los primeros días de marzo, según puede anticiparse en los indicadores de alta frecuencia. Este dato reafirma el consenso del mercado que anticipa una velocidad de caída muy marcada para los próximos meses, como puede verse reflejado en las proyecciones del REM.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC y BCRA

## Nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”

En nuestra perspectiva, si bien somos constructivos en que la recesión económica, el apretón monetario y el ritmo de devaluación al 2% van a contribuir para que la inflación se siga desacelerando, somos más cautos para proyectar la velocidad de esa desaceleración. En nuestra visión, el ajuste de precios relativos (tarifas) que está en carpeta del gobierno es un shock muy fuerte que tendrá impacto directo y de segunda vuelta sobre los precios regulados, que hoy tienen un atraso muy significativo.



Las correcciones de las tarifas energéticas -fundamentales para lograr el equilibrio fiscal- y de otros precios regulados, como la educación, implicarán unos 13 puntos adicionales sobre la inflación general como impacto de primera ronda y al menos otros 4 cuatro puntos de efecto de segunda ronda. La velocidad de corrección de estos desequilibrios determinará a su vez la velocidad de descenso de la inflación, y el gobierno tiene incentivos económicos y políticos para que el ajuste se realice lo más temprano posible. En este sentido, compartimos la visión del mercado de que difícilmente se retorne a un solo dígito antes de julio.

Por otro lado, diferimos con la visión optimista implícita en las proyecciones de consenso del REM de que no habrá salto cambiario este año. El continuo atraso del tipo de cambio real y un potencial ensanchamiento de la brecha (en especial cuando finalice el esquema 80-20) nos llevan a creer que esto deberá ocurrir antes de la unificación y levantamiento del cepo, y creemos que esto tendrá un efecto temporal sobre los precios. Frente a este contexto, nuestra visión es que la desaceleración de la inflación será un poco más gradual o no tan abrupta como lo descuenta el REM.

## Nuevo capítulo de la “Peso Squeeze Masterclass”

---

Por último, al descomprimir el exceso de oferta de pesos (primaria y secundaria) todas estas medidas contribuyen positivamente a acelerar la salida del cepo y, así, a la normalización de las tasas de interés en términos reales. Sin embargo, no vemos esto como un resultado inmediato, a pesar de la voluntad que el gobierno expresa en este sentido. Como bien señaló el presidente, para dar ese paso haría falta un stock de reservas bastante más alto (USD 15,000 millones en la estimación del presidente, [link](#)) que tardará un tiempo en ser acumulado vía compras u obtenido vía préstamos (nuevo acuerdo FMI, financiamiento de mercado). Por esta razón, aunque no lo profundizamos en este documento, entre los activos en pesos que mejor captan este escenario destacamos a los títulos ajustables por CER con vencimientos largos.

**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.