



El ajuste macro necesita ajustes

Resumen y conclusiones

Esta semana tuvimos novedades macro y de mercado claves que nos permiten tomar el pulso de la marcha del programa económico del gobierno. Los resultados hasta aquí han excedido las expectativas en varios frentes de los que el resultado fiscal y velocidad de la desinflación son tal vez los dos ejemplos más notables. Dicho esto, vemos que sin modificaciones al programa económico el riesgo hacia adelante es que el gobierno se convierta en víctima de su propio éxito.

En el corto plazo, la rápida desinflación supone dos grandes desafíos: 1) el ancla fiscal es altamente dependiente de la licuación y ii) la licuación monetaria encontró esta semana un límite: que el Banco Central mantenga el sostén de las curvas de pesos (bids) atenta directamente contra la premisa central de ponerle del gobierno de ponerle fin a la emisión monetaria para financiar al Tesoro.

Frente a este contexto el gobierno se verá forzado a realizar ajustes a su propio programa económico para otorgar mayor calidad al ajuste fiscal y navegar hacia un entorno de tasas normalizadas.

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 ajuste macro necesita ajustes

Esta semana tuvimos la oportunidad de conocer un amplio número de indicadores macro que nos permiten evaluar con mayor fiabilidad los resultados de la estrategia adoptada por el gobierno durante sus primeros cuatro meses.

La estrategia de combinar shocks de devaluación + baja de tasas + ajuste fiscal dio lugar a una fuerte licuación de saldos reales y pasivos remunerados del BCRA. La estrategia viene dando frutos: luego del ajuste inicial que provocó el ajuste de precios relativos, la inflación empezó a desacelerarse más rápido de lo anticipado.

Los resultados fiscales del primer trimestre que conocimos esta semana fueron contundentes. Esta semana el gobierno anunció por cadena nacional que por primera vez en 16 años se logró superávit fiscal en el primer trimestre del año: el resultado primario base caja alcanzó el 0.6% del PBI y el superávit financiero al 0.2%. La disposición a alcanzar el equilibrio en las cuentas fiscales “cueste lo que cueste” fue bienvenida por el mercado, pero la sostenibilidad de estos resultados genera crecientes dudas: la mejora fiscal está amenazada por la baja de la inflación.

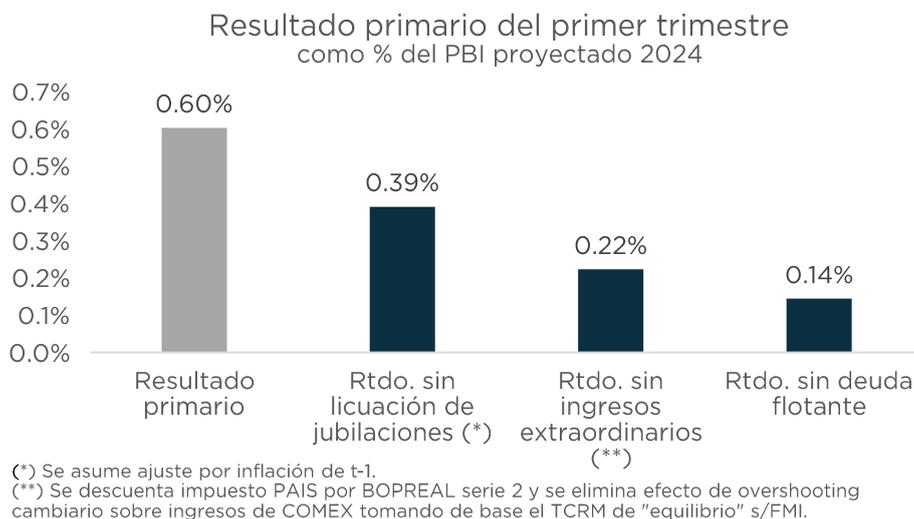
Cuando se analizan los detalles se advierte que buena parte del ajuste dependió de factores transitorios. Por el lado de los ingresos, la sobreacción del tipo de cambio oficial dio lugar a un fuerte salto de los tributos relacionados al comercio exterior que ya no se repetirá. Hoy el tipo de cambio real se ubica en niveles pre-PASO y, en la medida que se mantenga el ritmo de crawling por debajo de la inflación, tanto los derechos de exportación como los de importación perderán peso en la recaudación (neto de mayores cantidades exportadas por la recuperación del agro). Y los ingresos del impuesto PAIS sobre la emisión del BOPREAL serie 2 y 3 tampoco son recurrentes.

De hecho, el impuesto PAIS alcanzó el 13% de la recaudación del Tesoro en marzo, y si el objetivo de mediano plazo es la unificación cambiaria, el ancla fiscal se ve amenazada tal como discutimos en nuestro weekly ([link](#)).

La historia del gasto es aún más reveladora. Durante el primer trimestre el gasto primario se contrajo 35% contra igual período de 2023 en términos reales, pero esta fuerte reducción respondió principalmente al efecto licuación. Las jubilaciones y pensiones explicaron por sí solas un 38% de la caída del gasto primario y un 40% de la mejoría del resultado financiero. Con la indexación a partir de este mes, ya no se podrá contar con este efecto.

El ajuste macro necesita ajustes

En paralelo, la deuda flotante aumentó en más de medio billón de pesos desde fines de diciembre, y no incluye todo el atraso de pagos al sistema energético (unos USD 2,200 M de los que ARS 600 mil millones se cancelarán con bonos, según informes de la prensa). Sin estos efectos temporarios, el resultado primario pasaría de 0.60% a 0.14% del PBI en el período con estacionalidad más favorable para el gasto.



Esta alta dependencia de los resultados en la licuación (no sólo de jubilaciones) hoy se ve amenazada: los últimos datos de alta frecuencia muestran una evidente desaceleración que llevaría al dato de abril a un solo dígito. En línea con lo estimado por el propio BCRA, las mediciones privadas apuntan a una inflación promedio del 9% mensual. Y algunos indicadores de alta frecuencia son incluso más optimistas, con un registro de deflación en la última semana que llevaría a la medición mensual a un nivel por debajo del 8%.

El progreso que se está viendo en materia de baja de inflación no sólo amenaza el ancla fiscal, sino que también tiene implicancias sobre el frente financiero y monetario, como pudimos testear esta semana: a partir de la difusión de indicadores de alta frecuencia que señalaban una caída fuerte de la inflación, las tasas reales empezaron a subir. Puesto distinto: los títulos ajustables por CER sufrieron pérdidas a lo largo de toda la curva. Frente al resbalón de los precios, el Banco Central se vio forzado a emitir 1.35 billones para recomprar el bono cupón cero TZXD5, que contaba con el bid del BCRA si su precio caía más del 2% respecto al precio de emisión (una herramienta heredada de la gestión anterior y que no se eliminó). De esta manera, el gobierno rompió su promesa central de ponerle fin al financiamiento monetario del Tesoro.

El ajuste macro necesita ajustes

A las recompras en el mercado secundario le siguió un nuevo recorte de tasas de interés de política monetaria desde un nivel de 80% TNA a 70%. El timing no fue casual. El recorte de tasas dejó en evidencia que la normalización de las tasas de interés se pospone y buscaba ser un incentivo al sector privado para participar de la licitación del Tesoro.

En los hechos, la invitación no resultó lo suficientemente atractiva. A pesar de la baja de tasas y de emitir a tasas muy superiores a las del mercado secundario, el Tesoro no logró obtener financiamiento neto. El MECON casi no rechazó posturas y colocó \$2.7 B frente a vencimientos de \$2.8 B.

Pretender evitar un ajuste natural de los precios de mercado frente a un contexto de menor inflación resultó en una ampliación de la oferta de pesos que no se pudo esterilizar. El Tesoro necesitaba lograr financiamiento neto por el monto emitido por el BCRA en recompras para luego recomprarle bonos en su poder o dólares, y neutralizar este efecto. En consecuencia, la emisión monetaria de esta semana fue superior a todo el superávit financiero del primer trimestre.

Frente a este proceso de desinflación acelerada, el gobierno se verá forzado a realizar ajustes a su programa económico. El ajuste fiscal deberá mostrar un salto cualitativo, con una menor dependencia de la licuación y una mayor previsibilidad de los recortes y de los ingresos.

La baja de la inflación también tiene consecuencias sobre el financiamiento y la estrategia monetaria: la licuación no es permanente y antes o después las tasas deberán normalizarse, con lo que el gobierno deberá revisar el esquema heredado de bids en las licitaciones del Tesoro que hoy atenta directamente contra la promesa de eliminar la emisión monetaria.

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.