



Segunda fase: ¿alcanza con el ancla fiscal?

Resumen y conclusiones

Enfrentado a demandas múltiples que no puede satisfacer en simultáneo el gobierno se vio forzado a priorizar y relegar. Los anuncios del viernes pasado revelan de manera muy clara cómo evalúa las prioridades, sus preferencias y su evaluación hasta aquí.

Aunque todavía no conocemos todos los detalles sobre cómo será implementado, este cambio de política concentra al mismo tiempo ventajas en el corto plazo (inflación) y desafíos para el mediano plazo (superávit fiscal requerido más alto). Simplificando, lo que el gobierno anunció básicamente que la forma de salir del cepo es acelerar la normalización del frente monetario y el fiscal. La reacción de mercado muestra que más allá del éxito que mostró hasta aquí, mirando para adelante esa estrategia no es obvia para todo el mundo.

El gobierno deberá hacer un esfuerzo extra para persuadir al mercado de su interpretación de la economía local. Será crucial que muestre cómo logrará el ajuste fiscal adicional y que coordine su discurso con el FMI sobre la hoja de ruta de renegociación del acuerdo. Aunque el futuro es incierto, hoy parece poco probable que haya un desembolso significativo para atender a esa inquietud de los bonistas.

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

Segunda fase: ¿alcanza con el ancla fiscal?

En una buena negociación nadie queda del todo conforme. Al anunciar el viernes pasado los lineamientos generales de la segunda etapa de su plan económico, el gobierno debe estar palpando este apotegma en carne propia como nunca en toda su gestión.

Los anuncios del viernes pasado proveen un ángulo extraordinario para ver desde donde el gobierno evalúa y valora sus objetivos y restricciones: ¿bajar la inflación y ampliar su apoyo político? ¿ordenar el frente externo a fin de poder acumular reservas? ¿consolidar el déficit fiscal y terminar de sanear el Banco Central? ¿dar certezas crediticias al mercado? En ese rompecabezas todo está conectado. Pero enfrentado a demandas múltiples que no puede satisfacer en simultáneo, el gobierno se ve forzado a priorizar y relegar. Lo que escuchamos el viernes en la conferencia de prensa de Caputo y Bausili, es la revelación de sus preferencias.

Los anuncios eran necesarios en nuestra visión. Un repaso más o menos exhaustivo de los motivos lo describimos en nuestro reporte del viernes pasado ([link](#)). Resumimos brevemente aquí nuestros tres principales argumentos.

Sin ancla fiscal no se puede, con el ancla fiscal no alcanza: el notable ajuste fiscal llevado a cabo en el primer semestre fue muy efectivo para anclar expectativas, bajar la inflación y producir una apreciación real muy pronunciada. Con todos los beneficios económicos (iy políticos!) que ello implica. Pero convirtió al gobierno en su principal víctima (ver reporte ¿y si la licuación se detiene?). Sin el beneficio de la licuación masiva hacia adelante, la dosis de ajuste para sostener el ancla debe ser mayor. Y, como se vio en los últimos meses, eso no es condición suficiente para acumular reservas en el corto plazo, aún con estacionalidad a favor.

El rumbo empezó a despertar interrogantes: las dificultades para acumular reservas despertaron inquietudes de mercado y el cepo no es la herramienta que lo resuelve: más bien es la que lo complica. El *status quo* que propone el gobierno empezó a quedar desafiado desde varios lugares: el FMI y referentes de mercado local públicamente propusieron una hoja de ruta distinta a la de Caputo, y el mercado empezó demandar cobertura cambiaria (ampliación de brecha y activos USDL).

Segunda fase: ¿alcanza con el ancla fiscal?

Segundo semestre y la carrera contra el tiempo: el gobierno llegó a la mitad del año con menos reservas de las necesarias para despejar una duda central: ¿cómo, con un tipo de cambio mucho más apreciado, logrará enfrentar la estacionalidad negativa del segundo semestre de forma tal de llegar a fin de año con un nivel de reservas que le permitan soñar con precios de bonos que sean refinanciables sobre bases de mercado?

Los esperados anuncios del gobierno no atendieron al foco de inquietud del mercado. Simplificando brutalmente, lo que el gobierno anunció es que la forma de salir del cepo (resolver el frente externo) es acelerar la normalización de los dos pilares restantes de cualquier régimen macro: el frente monetario y el fiscal.

La propuesta de creación de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) en cabeza del Tesoro como reemplazo de Pases en el Banco Central le aporta independencia a la política monetaria a costa de un compromiso de superávit fiscal de equilibrio más alto. Aunque todavía no conocemos todos los detalles sobre cómo será implementado, este cambio de política concentra al mismo tiempo ventajas en el corto plazo y desafíos para el mediano plazo. Repasemos los principales:

Independencia BCRA: el balance del BCRA mejora y la creación de dinero por intereses de pasivos remunerados virtualmente desaparece. Esto libera una herramienta clave en la batalla de anclar expectativas: la posibilidad de subir tasas de interés sin que esto comprometa el objetivo de bajar la inflación (creación de dinero). Si bien el Banco Central logró mejorar mucho la situación en los últimos meses, hasta hoy la situación de dominancia fiscal era tan grande que una suba de la tasa de interés (como la que hoy sería necesaria para contener el crawl al 2%) hubiese comprometido el objetivo de desinflación.

Superávit fiscal requerido es hoy más alto: traspasar los pasivos remunerados (pases) del BCRA al Tesoro no es gratis. Hacia adelante, el Tesoro deberá tener un nivel de ahorro mayor para atender, al menos, a los intereses de esa deuda (si se rescatan, porque en caso contrario, al capitalizar, no se pagan y no computan base caja). A esto nos referimos antes cuando decíamos que el gobierno deberá aumentar la dosis fiscal para mantener los resultados en el resto de los frentes macro (monetario y externo). En vez de llevar el crawl a donde está la inflación, el gobierno está intentando llevar la inflación al crawl.

Cuando incorporamos todo, vemos que en sus anuncios el gobierno redobla una apuesta de manera muy clara: con el ancla fiscal alcanza. El resto de las variables se acomodarán a ese compromiso.

Segunda fase: ¿alcanza con el ancla fiscal?

Cuando atendemos a la respuesta de los precios, se advierte que todavía queda trabajo por hacer para convencer al mercado con esa interpretación.

Retorno total (ARS)	1D	1W	MTD	jun-24	Máx. abr-24	YTD	1Y
Lecaps	0,0%	0,3%	0,3%	1,5%	12,8%		
Boncer	0,6%	1,5%	1,5%	1,3%	1,4%	47,7%	318,6%
USD Link	0,2%	4,7%	4,7%	15,2%	15,5%	38,0%	282,0%
Duales	-0,1%	0,5%	0,5%	4,5%	7,3%	38,4%	286,1%
Retorno total (USD)	1D	1W	MTD	jun-24	Máx. abr-24	YTD	1Y
Bonares	2,0%	-2,2%	-2,2%	-5,4%	-11,5%	28,2%	61,5%
Globales	0,1%	-2,2%	-2,2%	-4,9%	-10,8%	28,1%	53,1%
Bopreales	-0,3%	-0,9%	-0,9%	-0,3%	-2,0%		
Merval	1,7%	-2,5%	-2,5%	-12,7%	-3,2%	21,3%	34,7%
Referencias	1D	1W	MTD	jun-24	Máx. abr-24	YTD	1Y
CER	0,1%	0,8%	0,8%	6,9%	21,0%	126,9%	280,2%
Badlar	0,1%	0,6%	0,6%	3,2%	7,6%	43,4%	143,9%
Dólar oficial	0,0%	0,5%	0,5%	2,3%	5,0%	13,3%	253,4%
Dólar CCL	-1,1%	2,7%	2,7%	11,8%	31,4%	43,0%	171,1%

Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

El impacto sobre los bonos en pesos no fue significativo. Las Lecaps subieron 0,3% en la semana y los bonos ajustables por CER rebotaron desde niveles muy castigados. La demanda de activos de cobertura fue muy clara (USD link +4,7%, CCL +2,7% y flujos a fondos USDL por +106,000 millones). Los bonos en USD sintieron el impacto, con caídas de 2,5%, en línea con el Merval que también retrocedió esta semana en un nivel similar.

El trabajo hacia adelante para persuadir al mercado de esta interpretación incluye varios puntos. El primero, mostrar de dónde saldrá el ajuste fiscal adicional al que se logró con la licuación en el primer semestre. El nombramiento de Sturzenegger parece alineado en esa dirección. El segundo es alinear el discurso con el FMI respecto de cuál es la hoja de ruta de cara a la firma del próximo acuerdo. ¿De ahí saldrán los USD que tranquilizarían la renovación de vencimientos del 2025? La historia está por escribirse, pero hoy es difícil de imaginar que pueda haber un desembolso macroeconómicamente relevante para atender a la inquietud de los bonistas con el resto de los indicadores macro en una condición tan precaria como la actual.

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.