



## Atención PASO

### Resumen y conclusiones

Al igual que sucedió en 2019, el mercado le pone precio a los activos en función de lo que espera que vaya a suceder a partir del resultado electoral y no en función de lo que ve que está sucediendo en la macro. Este razonamiento es exactamente opuesto al que realiza el electorado para decidir su voto.

Para quienes fueron testigos de la peor jornada de mercado para activos argentinos en décadas, ni el tamaño que puede adquirir esta diferencia ni la relevancia de las PASO como evento necesitan recordatorio.

Hoy condiciones macro reflejadas en nuestro indicador Consultatio Sentimiento Macro muestran que, en conjunto, estas están en su peor momento desde 2005.

Esta situación, junto a una baja probabilidad de resultados electorales no *market friendly* justifican hoy el divorcio que vemos entre la salud de la economía/ la magnitud del desafío del próximo gobierno y el precio de los activos financieros.

La incógnita sobre la validez de la visión de consenso la conoceremos en apenas 3 semanas.

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

## Atención PASO

Para quienes fueron testigos de la peor jornada de mercado para activos argentinos en décadas, la relevancia de las PASO como evento de mercado no necesita aclaración. Para ellos, como para Mark Twain, la historia no se repite pero a menudo rima y por eso la expectativa por el resultado que conoceremos en poco más de 3 semanas es imposible de subestimar.

Visto en perspectiva, la sorpresa del resultado de 2019 que sacudió al mercado (y nobleza obliga, también a [analistas](#) y encuestadores) se interpreta hoy de otra manera: la idea de que el electorado decide en función de expectativas y/o discursos se hundió en la fragilidad de las condiciones macro. En los meses que siguieron, el oficialismo trataría de ajustar la campaña para moderar su impacto. De esa manera logró mejorar su performance, pero no torcer el resultado. Las condiciones materiales mandaron en ese momento. El resto es historia.

Actualizado este diagnóstico, tiene especial importancia hoy relevar en que condiciones macro irá ese electorado a la próxima elección. El calendario de publicación de indicadores económicos de los últimos 10 días nos dio la oportunidad de realizar un paneo prácticamente completo de la situación actual habida cuenta de las novedades de actividad, precios, sector externo y sector fiscal.

En la próxima sección, guiados por nuestro indicador “Consultatio Sentimiento Macro” mostramos que, en conjunto, la macro hoy se encuentra en un *nivel más o menos equivalente al peor momento de la pandemia*, y posiblemente se siga deteriorando de cara a las elecciones generales. Con este marco, ¿qué variable política (resultado electoral) podría resultar tan novedoso como para alterar las predicciones que podemos extrapolar desde la macro? Dedicamos la última sección de este reporte para responder esta pregunta.

### Consultatio sentimiento macro: en el mismo nivel que en el peor momento de pandemia

Nuestro Consultatio Sentimiento Macro es un indicador sintético de las condiciones macro relevantes para el mercado que incluye una variedad de indicadores de nivel de actividad, fiscales, externas, cambiarias, monetarias, de precios y políticas. Un resumen de su composición se muestra en la siguiente tabla:

## Atención PASO

### Consultatio Sentimiento Macro: variación entre 20-jul-23 y 29-jun-20

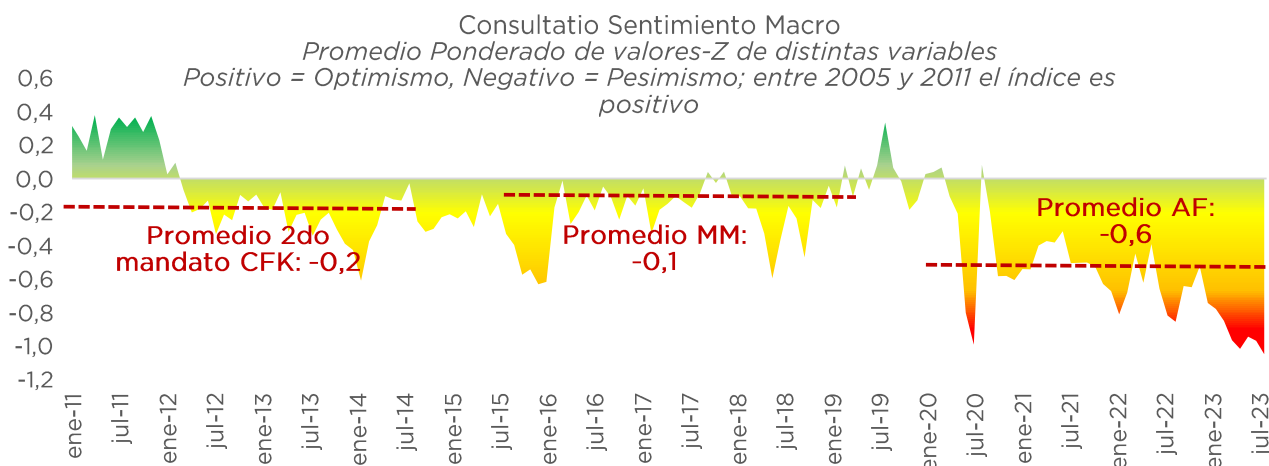
| Indicador / Variables                 |                                  | Peso         | Variables  |            | Valores - Z |             |               | Fecha del último dato |
|---------------------------------------|----------------------------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|-----------------------|
|                                       |                                  |              | jul-23     | jun-20     | jul-23      | jun-20      | Dif.          |                       |
| <b>Indicador de Sentimiento Macro</b> |                                  | <b>100%</b>  |            |            | <b>-1,1</b> | <b>-1,0</b> | <b>-0,1</b>   |                       |
| Variables de Actividad                | <b>Total Actividad</b>           | <b>18,0%</b> |            |            | <b>0,2</b>  | <b>-4,5</b> | <b>↑ 4,7</b>  |                       |
|                                       | EMAE (m/m)                       | 8,0%         | -0,1%      | -15,7%     | -0,2        | -8,4        | ↑ 8,2         | may-23                |
|                                       | Empleo Registrado (m/m)          | 7,0%         | 0,1%       | -0,4%      | 0,0         | -1,6        | ↑ 1,6         | may-23                |
|                                       | Nivel IVA                        | 3,0%         | 1.149.174  | 771.565    | 1,7         | -1,0        | ↑ 2,7         | jun-23                |
| Variables Fiscales                    | <b>Total Fiscales</b>            | <b>18,0%</b> |            |            | <b>-0,4</b> | <b>-0,7</b> | <b>↑ 0,3</b>  |                       |
|                                       | Nivel rdo. Primario              | 10,0%        | -3.035.154 | -4.188.491 | -0,6        | -0,9        | ↑ 0,3         | jun-23                |
|                                       | Nivel de Ingresos                | 3,0%         | 21.311.408 | 23.296.037 | -2,0        | -1,3        | ↓ -0,8        | jun-23                |
|                                       | Nivel de Gasto Primario          | 5,0%         | 21.836.699 | 25.930.091 | 1,1         | 0,1         | ↑ 0,9         | jun-23                |
| Variables Externas                    | <b>Total Externas</b>            | <b>18,0%</b> |            |            | <b>-0,3</b> | <b>-0,1</b> | <b>↓ -0,2</b> |                       |
|                                       | Bce. Comercial Cambiario         | 4,0%         | 1.934      | 300        | 1,2         | -0,4        | ↑ 1,6         | jun-23                |
|                                       | TCRM                             | 8,0%         | 95         | 118        | -1,0        | -0,1        | ↓ -0,8        | jul-23                |
|                                       | Precios de Exportaciones         | 3,0%         | 195        | 137        | 1,2         | -0,7        | ↑ 1,9         | jun-23                |
| Variables Cambiarias                  | <b>Total Cambiarias</b>          | <b>18,0%</b> |            |            | <b>-1,5</b> | <b>-0,3</b> | <b>↓ -1,3</b> |                       |
|                                       | Brecha CCL                       | 6,0%         | 97,7%      | 51,0%      | -2,1        | -0,8        | ↓ -1,4        | jul-23                |
|                                       | Intervención MULC                | 6,0%         | -1.781     | 287        | -1,7        | 0,1         | ↓ -1,7        | jul-23                |
|                                       | Nivel RRH Netas s/definición FMI | 3,0%         | -5.920     | 11.154     | -1,9        | -0,7        | ↓ -1,2        | jul-23                |
| Variables Monetarias                  | <b>Total Monetarias</b>          | <b>18,0%</b> |            |            | <b>-2,9</b> | <b>-0,8</b> | <b>↓ -2,1</b> |                       |
|                                       | Asist. BCRA al Tesoro            | 2,0%         | 1.278.000  | 1.090.690  | -2,5        | -2,1        | ↓ -0,4        | jul-23                |
|                                       | Nivel BM + PR                    | 8,0%         | 22.563.510 | 17.513.784 | -3,8        | -1,4        | ↓ -2,4        | jul-23                |
|                                       | Inflación Mensual                | 8,0%         | 6,0%       | 2,2%       | -2,2        | 0,1         | ↓ -2,3        | jun-23                |
| Variables Políticas                   | <b>Total Políticas</b>           | <b>10,0%</b> |            |            | <b>-1,7</b> | <b>1,5</b>  | <b>↓ -3,2</b> |                       |
|                                       | Índice de confianza UTDT         | 10,0%        | 1,1        | 2,8        | -1,7        | 1,5         | ↓ -3,2        | jun-23                |

\* Se toma el último dato que estaba disponible para cada variable a la fecha analizada.

Notas: los valores-z indican la cantidad de desvíos estándar a la que se encuentra la variable en un momento del tiempo respecto del promedio de todo este año.

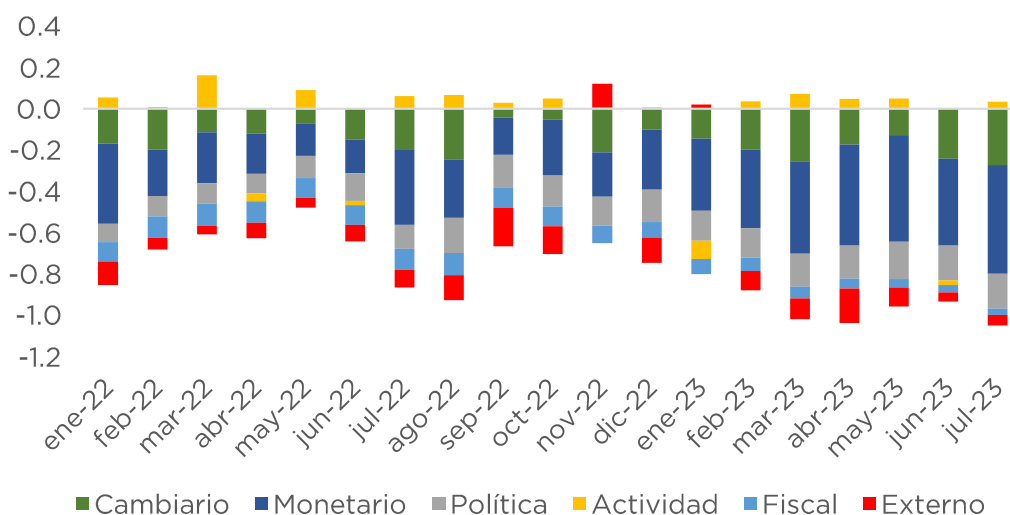
En los últimos 10 días tuvimos una actualización de prácticamente todos los componentes del índice, ya que se conocieron los últimos datos de actividad, fiscales, externos y de inflación que son las variables que se conocen con una frecuencia menor. El primer resultado relevante que advertimos al actualizar el índice es que se encuentra en su peor nivel histórico, es decir, desde 2005.

## Atención PASO



Repasemos los principales componentes del índice. En el plano monetario, el deterioro observado viene de la mano del creciente protagonismo del BCRA para atender las necesidades financieras del fisco en forma de asistencia directa (adelantos transitorios y utilidades) e indirecta (compra de títulos en pesos en el mercado secundario). Esta semana se confirmó un nuevo giro al Tesoro por \$ 190 mil millones en términos de adelantos transitorios y utilidades. Así, el financiamiento del Central al Tesoro se aceleró y, en lo va del año, implicó una expansión monetaria de \$ 4 billones. La contracara de la estrategia del Central para atender al Tesoro es el incremento sostenido del stock de pasivos remunerados que en los últimos años se multiplicó casi por siete y pasó de \$ 2 billones a fines de junio de 2020 a \$ 16 billones a mediados de julio de este año.

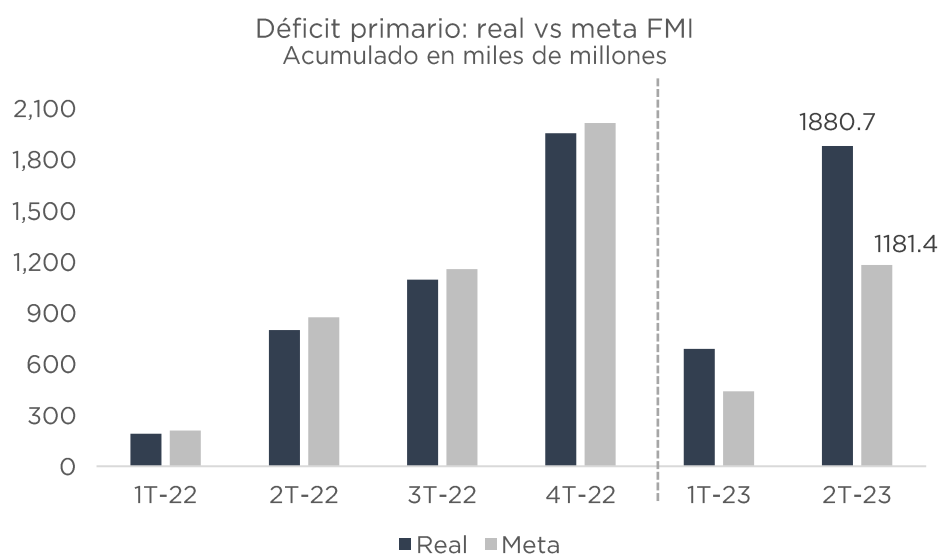
Contribución al sentimiento macro  
por indicador



## Atención PASO

Una buena noticia en el frente monetario es que la inflación se desaceleró nuevamente en junio, como comentamos en nuestro último informe “[Una buena antes de las elecciones](#)”. Pero tal como discutimos allí, la baja respondió principalmente a factores microeconómicos transitorios y hacia adelante esperamos una nueva aceleración. No obstante, este componente ayudó a moderar el impacto negativo del indicador monetario.

En materia fiscal, hace apenas unas horas se conoció el resultado primario de junio, que mostró un déficit de \$ 611,7 mil millones de pesos, llevando el acumulado del primer semestre a \$ 1,88 billones -unos 700 mil millones de pesos por encima de la meta del primer semestre. De esta manera, se confirmó que ninguna meta del segundo trimestre fue cumplida.



La performance de los ingresos mejoró en el margen gracias a que se asignaron la mayoría de los recursos adicionales por el dólar soja de mayo en el mes pasado, aunque aun así resultaron 0,3% por debajo de su nivel un año atrás, ajustando por inflación. Por su parte, el gasto volvió a contraerse en términos reales (-2,7% a/a), con prestaciones sociales que volvieron a marcar una fuerte caída (-10,7% a/a real). En el primer semestre, el gasto se contrajo 6% real contra igual período de 2022. Pero ello no resultó suficiente para que el componente fiscal de nuestro indicador tenga una incidencia tan positiva. Esta situación podría revertirse en los próximos meses dados los ingresos fiscales que provendrían de los impuestos a las importaciones, un nuevo dólar soja y el adelanto “extraordinario” de ganancias. Pero aun así consideramos dificultoso que el déficit cierre el año en el 1,9% del FMI pautado con el Fondo.

## Atención PASO

Otra buena noticia de los últimos días es que la actividad económica en su conjunto se mantiene más resiliente de lo esperado frente al impacto de la sequía. En abril este impacto finalmente se hizo presente: el sector agropecuario se contrajo 30,3% mensual sin estacionalidad (desestacionalización propia), y en mayo cayó un 9,3% adicional. Pero la economía en su conjunto apenas cayó 1,8% en abril y 0,1% en mayo.

La caída mensual del EMAE en abril fue puramente explicada por el agro: en promedio, el resto de los sectores se mantuvo sin cambios (0% m/m). Pero en mayo el PBI no agropecuario logró crecer 0,3%, contrarrestando parcialmente el impacto del agro. En este entorno de alta inflación, y ayudado por un empleo privado que continúa al alza, es el consumo privado quien ha traccionado la economía de los últimos meses. Esto se ha hecho evidente en el sector de comercio minorista y mayorista, que creció 3,9% frente a diciembre de 2022 -sin estacionalidad-, superando con creces al resto de los sectores. Y el sentimiento macro tomó nota: la actividad es el único sector con una contribución positiva.

### Variaciones mensuales sin estacionalidad

|        | PBI   | Agro   | PBI no agro |
|--------|-------|--------|-------------|
| ene-23 | 0.8%  | 4.1%   | 0.6%        |
| feb-23 | 0.3%  | -3.2%  | 0.6%        |
| mar-23 | 0.2%  | -6.6%  | 0.7%        |
| abr-23 | -1.8% | -30.3% | 0.0%        |
| may-23 | -0.1% | -9.3%  | 0.3%        |

Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC

En el frente externo y cambiario tanto la situación de stocks como de flujos fueron llevadas al límite. En términos de stocks, las reservas internacionales netas se encuentran en mínimos históricos que estimamos en -USD 7.790 millones. La posición de reservas es extremadamente delicada, pero el gobierno todavía no agotó todos los cartuchos: suponiendo que se utilizan los pasivos del BIS y el repo de SEDESA además del stock remanente del tramo activado del swap, podemos argumentar que aún tiene algo de margen para intervenir en el MULC.

## Atención PASO

Los flujos también están complicados. Aun descontando una nueva edición de dólar agro y mayores impuestos sobre las importaciones, la estacionalidad del segundo semestre implica generalmente una mayor caída o una menor acumulación de reservas que en el primer semestre, y esto es especialmente cierto en años electorales.

Esto más temprano que tarde tendrá implicancias sobre el tipo de cambio oficial, pero no deberíamos apresurarnos a ver el salto: las últimas medidas (impuestos a importaciones, nuevo dólar agro y adelanto de pago de ganancias) confirman que el gobierno extremará todas las medidas para evitar convalidar un salto cambiario y que la macro “aguante” al menos hasta el cambio de gobierno. Cuando miramos la situación de reservas, si bien es dramática, muestra que este escenario es posible. Lo que vaya a resultar del dilatado acuerdo con el FMI, cuya renegociación es todavía incierta, será clave para validar este supuesto.

|  | USD           | Yuanes        | Total          |
|--|---------------|---------------|----------------|
| <b>1. Reservas prestadas (1.1 + 1.2)</b>           | <b>15.234</b> | <b>17.992</b> | <b>33.226</b>  |
| <b>1.1 "Inutilizables"</b>                         | <b>10.285</b> | <b>11.662</b> | <b>21.947</b>  |
| <i>Encajes</i>                                     | 10.285        |               | 10.285         |
| <i>Swap PBoC</i>                                   |               | 11.662        | 11.662         |
| <b>1.2 Utilizables</b>                             | <b>4.949</b>  | <b>6.330</b>  | <b>11.279</b>  |
| <i>Repo SEDESA</i>                                 | 1.808         |               | 1.808          |
| <i>Obligaciones con OOII</i>                       | 3.141         |               | 3.141          |
| <i>Swap PBoC</i>                                   |               | 6.330         | 6.330          |
| <b>2. Reservas internacionales brutas</b>          | <b>11.117</b> | <b>14.322</b> | <b>25.439</b>  |
| <b>3. Reservas internacionales netas (2-1)</b>     | <b>-4.117</b> | <b>-3.670</b> | <b>-7.787</b>  |
| <b>4. DEGs</b>                                     | <b>69</b>     |               | <b>69</b>      |
| <b>5. Oro</b>                                      | <b>3.823</b>  |               | <b>3.823</b>   |
| <b>6. Reservas líquidas (3-4-5)</b>                | <b>-8.010</b> | <b>-3.670</b> | <b>-11.680</b> |
| <b>Poder de fuego actual (1.2 - 6)</b>             | <b>-3.061</b> | <b>6.330</b>  | <b>3.269</b>   |
| <b>Poder de fuego potencial* (1.2 - 6 + 4 + 5)</b> | <b>832</b>    | <b>14.322</b> | <b>15.154</b>  |

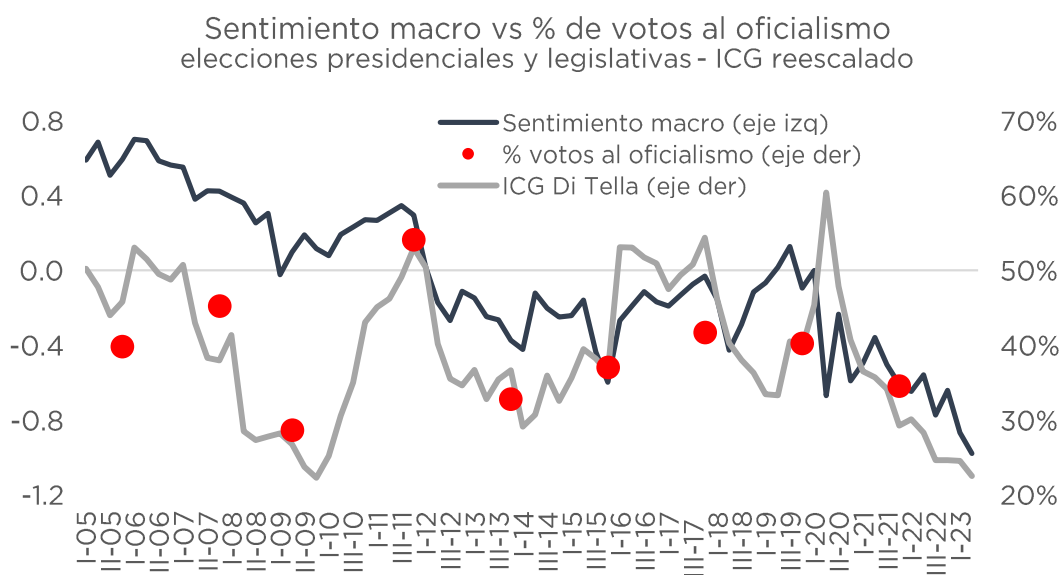
\*Con activación del resto del SWAP y uso del oro y DEGs.

## Atención PASO

### ¿Qué podemos esperar de las PASO?

Cuando analizamos la performance de bonos, acciones y tipo de cambio, vemos que el mercado está yendo por un sendero completamente bifurcado de las condiciones macro. Al igual que sucedió en 2019, el mercado le pone precio a los activos en función de lo que espera que vaya a suceder y no en función de lo que ve que está sucediendo. Es exactamente lo opuesto a lo que hizo el electorado para decidir su voto.

Si las condiciones macro siguen resultando una buena base para proyectar resultados (ver gráfico), con estos valores del indicador el margen de sorpresa debería ser bajo en lo que a las chances del oficialismo se refiere.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a Universidad Di Tella y Dir. Nac. Electoral

Con el partido de la macro casi completamente jugado, ¿qué incertidumbre podría surgir de la “política” para que lo que descuentan los precios hoy no se cumpla? A riesgo de sobre simplificar, lo que descuenta el mercado es un cambio en el rumbo de la política económica que permita detener y comenzar a revertir la acumulación de desequilibrios que caracterizó a la economía Argentina en los últimos 20 años.



## Atención PASO

---

Por ello, i) una muy buena performance de Milei que lo proyecte a un ballottage ii) una buena performance de Massa que sugiera una línea de continuidad con el gobierno actual, o; iii) una victoria de alguno de los pre-candidatos de Juntos por el Cambio que contenga una actitud no cooperativa por parte de quien pierda serían tres escenarios que amenazan lo que hoy está descontado en la valuación de consenso de mercado.

Creemos que la probabilidad de estos tres escenarios debería ser baja. En ese contexto, las PASO no deberían ser un evento de mercado de primera magnitud. Pero como aprendimos que como economistas no somos buenos pronosticando, nos reservamos un margen para el escepticismo. Suponemos que Taleb [estaría de acuerdo con nosotros](#), aunque seamos economistas.

**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.