



Usted está aquí (pero es incierto hacia dónde se dirige)

Resumen y conclusiones

La sorpresa electoral del domingo es un tsunami político que abre más preguntas de las que podemos responder. Mas allá del debate que pueda surgir respecto de la orientación de su política económica, su consistencia interna o su capacidad personal para llevarla adelante en el mediano plazo, lo real es que la reacción inicial de mercado fue mala, lo que equivale a decir que no despertó la confianza de mercado que es insumo básico para avanzar en esa dirección.

Las consecuencias inmediatas del resultado electoral y la devaluación del gobierno sin ninguna medida que la acompañe es una aceleración inflacionaria que hoy se despliega sin ningún ancla visible que permita acotarla.

Intentar mirar mucho más allá del corto plazo en una situación de confusión como la de hoy no hace sentido, porque todos los escenarios están abiertos. Aun en el caso de que Milei finalmente termine ganando las elecciones -algo que hoy luce mucho más posible pero que perfectamente puede cambiar- es claro que lo que hoy conocemos del proyecto de Milei todavía está sujeto a varias iteraciones.

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

Usted está aquí (pero es incierto hacia dónde se dirige)

El resultado de las urnas el domingo provocó la desconfiguración de la estructura que organizó a la política argentina en los últimos 15 años, dejando un escenario mucho más incierto de lo esperado cuyas consecuencias de mediano plazo desconocemos. El hecho es relevante porque a la enorme incertidumbre económica que teníamos (que era importante pero conocida), se le incorporó a partir del domingo una dosis todavía mayor de incertidumbre política. El combo se completa con que para conocer el final de la historia falta todavía muchísimo tiempo de un gobierno que quedó muy debilitado para encarar cualquier corrección creíble, como quedó de manifiesto en la devaluación del tipo de cambio de esta semana.

La novedad de no saber qué dirección tomó el rumbo político quedó reflejada en la reacción de mercado. La primera evidencia fue la suba de los tipos de cambio libres con el CCL depreciándose 24% en términos nominales en una semana. El resto de los activos locales se unió a esta dinámica con los bonos soberanos en dólares anotando caídas de casi 10% semanal en el caso de la ley internacional, en tanto que las acciones medidas en USD cayeron inicialmente, aunque no de forma abrupta, y ya recortaron parte del shock inicial. El mundo pesos se mostró sorprendentemente estable con los títulos ajustables por CER que no se desplomaron con el triunfo del proyecto dolarizador. La curva USD link mostró un desempeño muy magro frente a la magnitud del salto del tipo de cambio oficial. (ver cuadro)

Variaciones (ARS)	1W	MTD	jul-23	jun-23	may-23	YTD
Ledes	1,6%	3,0%	5,1%	8,9%	7,5%	61,1%
Lecer	4,8%	10,9%	8,4%	9,6%	8,3%	79,6%
Boncer	2,5%	8,8%	9,1%	15,2%	12,4%	105,0%
USD Link	2,4%	15,6%	6,5%	8,2%	8,2%	92,6%
Variaciones (USD)	1W	MTD	jul-23	jun-23	may-23	YTD
Bonares	2,2%	4,6%	1,6%	31,2%	7,2%	16,7%
Globales	-9,7%	-4,8%	3,3%	23,9%	8,2%	22,4%
Merval (CCL)	-2,2%	-5,6%	-0,4%	15,8%	6,9%	28,9%
Referencias	1W	MTD	jul-23	jun-23	may-23	YTD
CER	1,2%	3,3%	7,0%	8,0%	8,7%	63,0%
Dólar Oficial	21,8%	27,1%	7,4%	7,1%	7,5%	97,6%
Dólar MEP (GD30)	9,2%	19,3%	7,8%	4,6%	7,9%	95,0%
Dólar CCL (SPY)	24,0%	34,9%	7,7%	4,7%	7,7%	116,0%

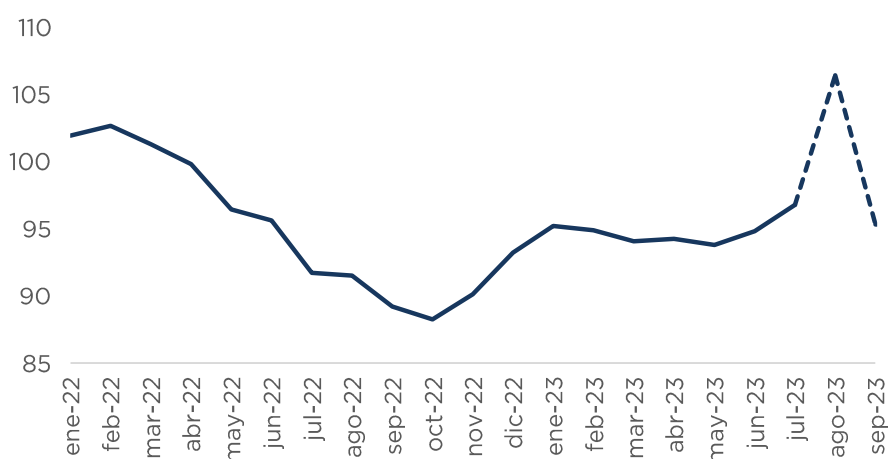
Usted está aquí (pero es incierto hacia dónde se dirige)

En lo inmediato, la única certeza que tenemos es que la transición presidencial será en un contexto de una aceleración importante de la inflación. El recorrido hacia ese entorno se agilizó en la apertura del lunes con la devaluación del tipo de cambio oficial acordada por Massa con el FMI que, según declaró el propio ministro, pedía un salto del 100% que finalmente se fijó en 22%. Si bien el accionar del gobierno destrabaría los desembolsos de unos USD 8.000 M, no deja de ser un golpe de gracia político para el oficialismo y sin un plan de estabilización por detrás tiene como consecuencia elevar la nominalidad de forma dramática.

Las novedades en términos de precios de esta semana refuerzan esta visión. Y es que, tras conocerse que el Central convalidó un salto discreto, el pasaje a precios fue inmediato con ajustes en varios rubros. Además de los aumentos de precios regulados que ya estaban en agenda (transporte, prepagas, tarifas, colegios y comunicación) para agosto, se conocieron aumentos en alimentos y bebidas (especialmente carnes y lácteos), neumáticos (+25%), naftas (+14%) y medicamentos (entre 15% y 20%), entre otros. Por su parte, varios gremios pidieron adelantar la reapertura de paritarias para compensar la aceleración de los precios. En este contexto, el piso de inflación de los próximos meses arranca holgadamente con dos dígitos, y probablemente lleguemos a las elecciones generales con una inflación anual en torno al 140%.

En el mar de incertidumbres, la certeza de que la inflación se acelerará implica a su vez que el efecto de la devaluación no sólo se licuará, sino que podría dejar el tipo de cambio real en un nivel inferior al previo a la devaluación.

Tipo de cambio real multilateral
índice en promedio mensual

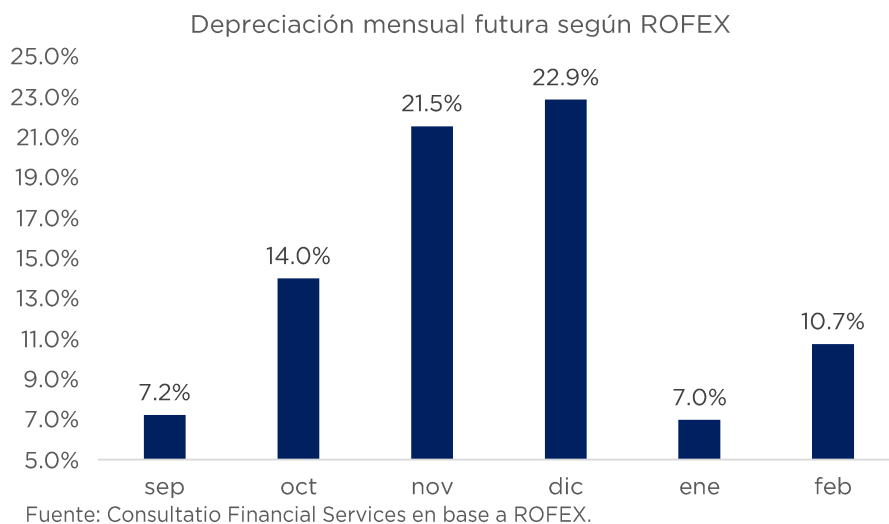


Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Usted está aquí (pero es incierto hacia dónde se dirige)

Esto último es consecuencia tanto de un altísimo pasaje a precios (*pass-through*) como de la fijación del tipo de cambio hasta fines de octubre, como confirmó el ministro Massa.

Consumir el salto cambiario en menos de 10 semanas no solo es un récord, sino que plantea otro interrogante: ¿Cuándo es el próximo? El gobierno planteó que hasta octubre planea mantener un tipo de cambio fijo, pero el mercado ni siquiera compra que se pueda mantener fijo hasta entonces: los futuros de Rofex cotizan a 432 pesos para fines de a octubre, 525 en noviembre y 645 a fin de año, lo que implicaría dos saltos superiores al 20% en los últimos dos meses del año. Este comportamiento es el previsible de un salto cambiario que se tomó como medida totalmente aislada. Este escenario de impotencia oficial para tomar medidas de política económica muy posiblemente se extienda hasta la transición presidencial.



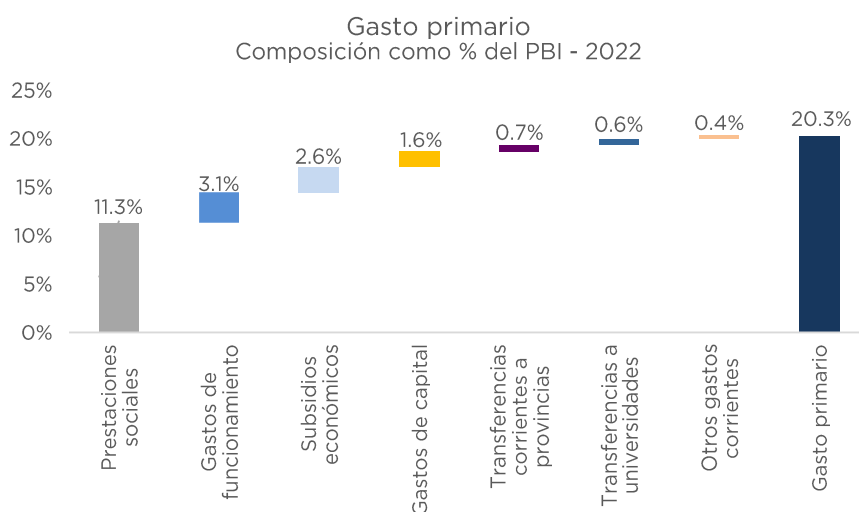
La aceleración de la inflación lleva la nominalidad un nivel más alto y conlleva un considerable riesgo de espiralización si las expectativas no se anclan, y el norte de una inflación entre 180 y 200% anual no se puede descartar para 2023. El problema es que no existen anclas creíbles, y hasta que el nuevo gobierno asuma tendremos más incertidumbres que certezas. En este sentido, las propuestas del espacio que lidera Javier Milei refuerzan este escenario de espiralización. No solo porque (aun abstrayéndonos de los detalles) su implementación es muy incierta, sino también porque la ejecución de una dolarización es algo muy distinto de “el anuncio” de una dolarización. Para quienes estén interesados en este punto, pueden ampliar en un *paper* publicado hoy por el prestigioso economista Iván Werning, disponible [aquí](#).

Usted está aquí (pero es incierto hacia dónde se dirige)

El hecho de que el tipo de cambio haya sido la principal víctima del triunfo de Milei es un corolario de la incertidumbre alrededor de su proyecto de dolarización: ¿A qué tipo de cambio se realizaría? ¿De dónde saldrían los dólares para poder llevarla a cabo? Las reservas netas del Banco Central hoy son negativas en torno a los USD 10 mil millones. Además, para rescatar los pasivos en pesos (base monetaria más pasivos remunerados) al tipo de cambio de mercado actual se necesitarían unos 35 mil millones de dólares adicionales.

Uno de los argumentos del equipo económico de Milei es que el BCRA cuenta en su activo con títulos públicos cuyo valor no sería nulo (incluyendo adelantos transitorios y letras intransferibles que no cotizan), pero se asume que cotizarían a una paridad semejante a la actual e incluso mayor. Pero esto implicaría inundar el mercado con bonos, lo que ciertamente reduciría sus precios. Este supuesto clave es, como mínimo, difícil de asumir cuando se tiene en cuenta la reacción negativa del mercado (desconfianza) a la novedad electoral.

La dolarización además implica de antemano la consolidación fiscal y la unificación cambiaria. Pero las declaraciones que ha hecho el candidato respecto a lo que sucederá con el gasto son muy vagas y han variado en el tiempo. Tan sólo unos meses atrás Javier Milei expresaba que en el primer año llegaría al superávit fiscal mediante un recorte de entre 13 y 15 puntos del gasto, específicamente eliminando la obra pública, las transferencias a las provincias y los subsidios económicos, y las empresas públicas deficitarias. Pero estos ítems no superan los 6 puntos del PBI en el presupuesto 2023, y el grueso del gasto primario de la administración nacional se encuentra en las prestaciones sociales.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon e INDEC

Usted está aquí (pero es incierto hacia dónde se dirige)

Más recientemente, referentes del espacio suavizaron el número a 3.8% del PBI, un número más realista pero que no está libre de dificultades y nuevos interrogantes. La eliminación de todos los subsidios al gas y la electricidad, por dar un ejemplo, implicaría que se multipliquen por 4 las facturas del 70% de los hogares.

La lista de interrogantes no termina aquí, pero lo que resulta claro es que tal vez sea demasiado temprano para tomarlos al pie de la letra. Dicho de otra manera: en el caso de que finalmente termine ganando las elecciones (algo que hoy luce mucho más posible pero que perfectamente puede cambiar) es claro que lo que conocemos del proyecto de Milei todavía está sujeto a varias iteraciones.

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.