



Descontando una estabilización autónoma

Resumen y conclusiones

A tres semanas de la sorpresa PASO, el mercado se encontró un nuevo equilibrio que combina incertidumbre política máxima, deterioro macro acelerándose y precios de activos financieros que casi no registran impacto, con la sola excepción del tipo de cambio.

Esta combinación sorprende a primera vista. La interpretación que reconcilia estos resultados es que el mercado está descontando un plan de estabilización clásico de cuatro pilares que se da de manera autónoma, donde la inflación se encarga de resolver el frente fiscal licuando el gasto, y también de ajustar el desequilibrio monetario, el cambio de gobierno hace su trabajo reseteando expectativas y -devaluación mediante- la normalización de las condiciones climáticas y el boom de vaca muerta restauran una oferta de divisas en 2024.

En esta interpretación, la macro que herede el nuevo gobierno estará en gran medida ya ajustada. La tarea del nuevo gobierno entonces no será estrictamente “ajustar” la macro que ya estará ajustada por las suyas, sino dar sostenibilidad a los nuevos niveles. Este desafío es gigantesco, pero diferente. En los precios de mercado actual, hay optimismo respecto de las chances de éxito en la ejecución política de esa labor. En pocos meses empezaremos a saber si estos precios decían la verdad.

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

Descontando una estabilización autónoma

¿Cuántos economistas de Chicago hacen falta para cambiar una lamparita? Respuesta: Ninguno. Si se necesita cambiar la lamparita, el mercado se encargará de hacerlo por su cuenta. Si reemplazamos “lamparita” por “ajuste macro” el chiste deja de ser gracioso para una o un argentino hoy, pero se vuelve increíblemente gráfico para describir la dinámica de un problema cuyo horizonte es estar abandonado a su suerte.

La digestión de la sorpresa electoral de las PASO nos dejó tres novedades que le dan contexto y verosimilitud a la metáfora:

1. La devaluación del tipo de cambio oficial acordada por el gobierno con el FMI para el día siguiente de las PASO y llevada a cabo sin ninguna medida complementaria que permita contener sus efectos negativos funcionó como un acelerador de todos los procesos de ajuste macro que ya estaban en curso (inflación, nivel de actividad, y ajuste externo);
2. El capital político del gobierno que llegó a la elección rozando mínimos históricos de confianza se terminó de evaporar. Y con ello, también gran parte de sus chances para lograr una mínima estabilización hasta final de su mandato, que se concretará en menos de 4 meses;
3. El resultado de la elección instaló como ganador al candidato del que menos idea hay/ más incertidumbre existe respecto de cómo puede llevar a cabo sus promesas de campaña.

Tomadas en conjunto, estas tres novedades -(1) salto al vacío cambiario que sirve como gatillo para disparar ajuste macro, (2) impotencia política para administrarlo en el corto plazo y (3) voluntad política del principal candidato de intervención mínima en el mediano plazo- dan como resultado una situación que a primera vista puede resultar llamativa, pero puesta en contexto adquiere sentido: el notable aumento de incertidumbre política y deterioro macro contrasta con un muy limitado impacto de precios en bonos y acciones.

Descontando una estabilización autónoma

Variaciones (ARS)	1W	Pre PASO	ago-23	jul-23	jun-23	YTD
Ledes	1,9%	4,5%	6,0%	5,1%	8,9%	65,7%
Lecer	4,0%	12,8%	19,4%	8,4%	9,6%	93,4%
Boncer	4,9%	10,1%	16,8%	9,1%	15,2%	120,0%
USD Link	3,9%	12,0%	26,4%	6,5%	8,2%	110,6%
Variaciones (USD)	1W	Pre PASO	ago-23	jul-23	jun-23	YTD
Bonares (CCL)	0,7%	-4,0%	1,0%	-0,8%	30,1%	19,7%
Globales (CCL)	-0,4%	-6,7%	-3,9%	3,3%	23,9%	23,6%
Merval (CCL)	3,9%	4,9%	1,2%	-0,4%	15,8%	38,2%
Referencias	1W	Pre PASO	ago-23	jul-23	jun-23	YTD
CER	1,4%	4,0%	6,2%	7,0%	8,0%	67,6%
Dólar Oficial	0,0%	21,8%	27,1%	7,4%	7,1%	97,6%
Dólar MEP (GD30)	0,8%	24,3%	31,5%	5,7%	4,6%	104,6%
Dólar CCL (SPY)	2,3%	29,8%	41,3%	7,7%	4,7%	126,2%

Antes de pasar a las interpretaciones, repasemos los principales rasgos de la reacción de mercado:

- Desde el día anterior a las PASO, la deuda denominada en pesos (Lecer, Boncer) tuvo un gran desempeño con subas de paridades (baja de rendimientos) que superaron ampliamente el devengamiento del índice de inflación en curso y dieron cuenta de que son percibidas como refugio válido para protegerse de la inflación futura;
- La deuda USD link rindió menos que la devaluación desde las PASO, pero esto se debe a que en gran medida este comportamiento ya venía siendo anticipado. Si evaluamos la performance desde principios de mes o desde principios de año veremos que superaron a la devaluación del tipo de cambio oficial;
- Los bonos en USD cayeron un 5.5% en promedio, una performance que resulta espectacular si se ajusta por el aumento de incertidumbre política que surgió de las PASO y que está en línea con la mejora del 20% promedio que vienen registrando desde principios de año;
- Suba de 4.9% de acciones medidas en USD desde las PASO, que orillan el 40% en lo que va del año;
- Salto de 30% del tipo de cambio libre, por encima del 22% del tipo de cambio oficial

Descontando una estabilización autónoma

¿Cómo se reconcilian todos estos hechos en apariencia contradictorios? Nuestra interpretación de este comportamiento es que el mercado está descontando un “caso de plan de estabilización endógeno” que funcionaría como cualquier plan de estabilización, solo que es llevado a cabo autónomamente. Veamos.

Los 4 pilares de un plan de estabilización clásico consisten en:

1. Plano fiscal: un ajuste rápido y fuerte que lleve el resultado fiscal a niveles percibidos como sostenibles;
2. Plano monetario: la fijación de un límite claro a la oferta monetaria y medidas que permitan absorber el exceso de oferta de pesos previo;
3. Plano externo: un ajuste que permita disponer de oferta de divisas;
4. Plano de expectativas: un shock de credibilidad que le dé sostenibilidad a las medidas implementadas.

Si prestamos atención una parte importante de estos cuatro pilares está, a su manera, ya lanzada. En el plano fiscal, la aceleración de la inflación está haciendo el trabajo sucio de ajuste fiscal. Las medidas de estímulo fiscal anunciadas por Massa el domingo pasado ralentizan en parte el proceso, pero también lo refuerzan. Lo que queremos decir es que por su naturaleza las medidas anunciadas por Instagram (un shock fiscal temporario de 0.5% del PBI, acotado en el tiempo y con controles de precios que contribuyen a estrangular la oferta agregada) van a tener un efecto inflacionario casi instantáneo. Por ello, la licuación real del gasto (ajuste fiscal) está casi asegurada en el corto plazo. En 2024, sin la sequía que costará para el fisco 1 punto del PBI este año, el déficit primario inercial que queda por ajustar es de 1.7% (ver nuestro [informe](#) para más detalles).

En el plano monetario, la fijación de un límite para la financiación del fisco se asume que se dará por la vía de la dolarización (Milei) o de la declaración de la independencia del BCRA (Bullrich). Desde el punto de vista del ajuste del exceso de pesos, una gran parte del trabajo ya está hecho por la inflación (la base monetaria es menos de 5 puntos del PBI, la tasa de las Leliqs es negativa en términos reales y lo será más cuando la inflación se acelere, y la deuda del Tesoro que no es licuable por estar indizada a inflación o tipo de cambio representa menos de 6 puntos del PBI) y/o se completará con la aceleración inflacionaria esperada para los próximos meses.

Descontando una estabilización autónoma

En el plano externo, el ajuste de la paridad cambiaria unido a: 1) la normalización de las condiciones de lluvias para el agro; 2) el ahorro de divisas por efecto del gasoducto Néstor Kirchner y el aumento de nivel de actividad en Vaca Muerta, y; 3) la incipiente maduración de algunos proyectos de minería va a producir una mejora de más de USD 25,000 millones en 2024. Estamos proyectando aquí el cambio de un resultado comercial que, bien calculado, es cero en 2023 (USD 11,000 millones proyectado base caja, pero el aumento de deuda por importaciones por el mismo monto) a un valor de USD 26,000 millones en 2024 (sin variación de deuda comercial).

En el plano de expectativas, el recambio de gobierno se interpreta como un reseteo de expectativas que permite barajar y dar de nuevo, y así darle sostenibilidad a algunos de los cambios que se proyectan.

La disparada de los tipos de cambio libre también es consistente con esta interpretación: como sucede habitualmente, el tipo de cambio se está adelantando a un nuevo nivel de nominalidad (mayor inflación), que es prácticamente la única certeza que tenemos de este combo de incertidumbre y mayor fragilidad macro.

En esta interpretación, la macro que herede el nuevo gobierno estará en gran medida ya ajustada. Tal vez el eslabón más débil de todo ese razonamiento es la corrección de precios relativos, que hoy es la principal víctima de toda la aceleración inflacionaria, y anticipa un descenso de la inflación que no será inmediato. Dicho esto, la tarea del nuevo gobierno no será estrictamente “ajustar” la macro que ya estará ajustada por las suyas, sino dar sostenibilidad a los nuevos niveles. Este desafío es gigantesco, pero diferente. En los precios de mercado actual hay optimismo respecto de las chances de éxito en la ejecución política de esa labor. En pocos meses empezaremos a saber si estos precios decían la verdad.

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.