



## El orden de los factores sí altera el producto

### Resumen y conclusiones

A menos de una semana de las elecciones la digestión del resultado está probando ser mucho más lenta en el plano político, con reordenamientos y disputas particularmente intensas. Mientras tanto, los precios de los activos financieros se estabilizaron llamativamente rápido y reflejan una ponderación bastante clara del resultado que descuentan para el ballottage.

Tras la elección del domingo los precios de mercado de los activos asignan una mayor probabilidad a un escenario donde quien termina ganando es Massa. Este escenario está asociado a una postergación de una normalización de la economía con un aletargamiento parcial (e improbable) del status quo.

Esto es claro en el valor de CCL, y los activos denominados en pesos, cuyos precios recuperaron valor y hoy detentan paridades del 100%. No obstante, el tránsito entre las PASO y las elecciones generales dejó en claro que las preferencias electorales pueden cambiar rápidamente y que el determinante último del voto en esta coyuntura no es económico sino político, con la campaña electoral como principal determinante. El final sigue abierto

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 orden de los factores sí altera el producto

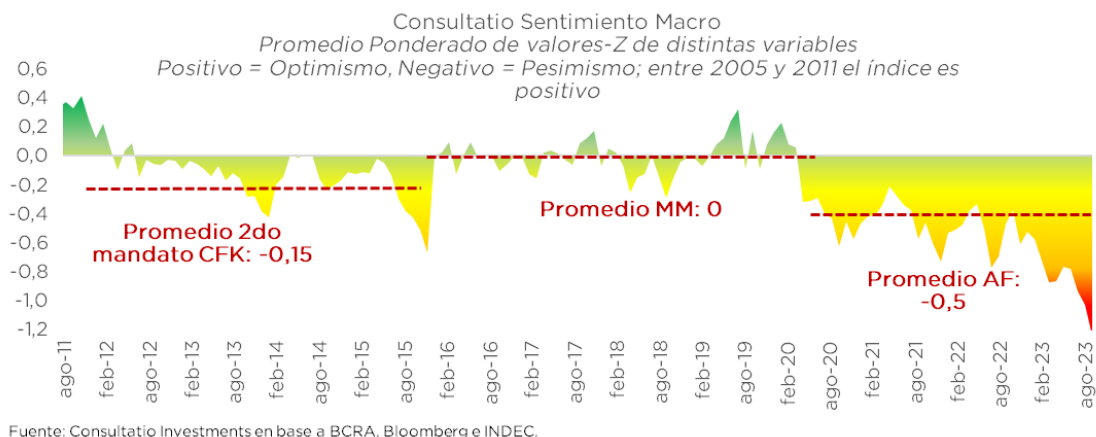
A menos de una semana de las elecciones la digestión del resultado está probando ser mucho más lenta en el plano político, con reordenamientos y disputas que hoy están siendo particularmente intensas en Juntos por el Cambio y La Libertad Avanza. Mientras tanto, en el mercado los precios de los activos financieros se estabilizaron llamativamente rápido, reflejando una ponderación bastante clara del resultado que descuentan para el ballottage del 19-nov.

Recapitemos lo que dejó en limpio el resultado de las elecciones. La elección del domingo ordenó varias sorpresas que habían surgido de las PASO, mostrando a un electorado mucho más conservador y alineado con lo que fue su historia. Las PASO - y lo que vino después del salto cambiario inmediato posterior- marcaron un punto de inflexión económico y político que es el que hoy define el horizonte: ¿por dónde es la salida a la posibilidad de una gran crisis?

A nivel económico, la devaluación post-PASO le imprimió una velocidad de vértigo al deterioro macro y la nominalidad, con costos importantes sobre los ingresos reales de la mayoría de los votantes. En el plano político, permitió una redistribución de los costos de la crisis que se venían dando hasta ese momento. Cruzado ese umbral, la aceleración de la crisis empezó a erosionar a Milei, cuyos incentivos políticos quedaron divorciados del de una población que se percibió al borde del abismo en la forma de un tipo de cambio real que en la previa de la elección alcanzó su máximo en 35 años. Simultáneamente, habilitó un lugar que fue hábilmente aprovechado por el gobierno, que supo presentarse como quien podía evitar la caída final después de haber sido quien condujo la situación hasta ahí.

Esta interpretación se refleja en nuestro indicador Consultatio Sentimiento Macro, donde puede verse que el último registro corresponde al peor valor de la serie (la ventana al abismo) pero en su composición se destaca un nivel de actividad que a pesar de la sequía se mantuvo lejos de la zona de colapso (ver [anexo](#)). En términos sociales, esto implicó que la parte más relevante del deterioro macro se manifieste bajo la forma de caída de salarios reales antes que de pérdida de empleo. Para ello, la política de abastecimiento de divisas (pérdida de reservas) que señalamos por primera vez [aquí](#) resultó un elemento clave.

## El orden de los factores sí altera el producto



Los resultados de la primera vuelta dejaron como favorito a Massa y alteraron en parte el escenario base del mercado, dando lugar a cambios en los precios de los activos. La nueva configuración de precios son indicativos de lo que el mercado espera que suceda en el ballottage: una (ajustada) victoria del ministro/candidato Massa.

El escenario Milei presidente, con el proyecto de dolarización como bandera de campaña, tenía como implicancia inmediata una fuerte devaluación del tipo de cambio oficial a partir de diciembre y el mercado buscó cubrirse como sea en la previa de los comicios. Al cierre del viernes, el CCL superó el umbral de los \$1,000, marcando una suba de 40% en un mes y de 8% en apenas una semana, mientras que el flujo neto acumulado a fondos dólar link entre principios de mes y el 20 de octubre sumaba unos 640 mil millones de pesos.

La reacción del mercado a la reconfiguración del escenario político no se hizo esperar. La gran ganadora fue la deuda CER: al cierre de ayer, los vencimientos más largos cotizaban un 8.7% por encima del cierre de la última rueda pre-elecciones, mientras que en promedio el tramo corto de la curva marcó una suba de 5.5%. La interpretación de esta reacción es que el mercado pondera en mayor medida un escenario en el que no habrá restructuración de la deuda en pesos, en el que el Banco Central continuará sosteniendo los precios y en el que la inflación continuará al alza.

## El orden de los factores sí altera el producto

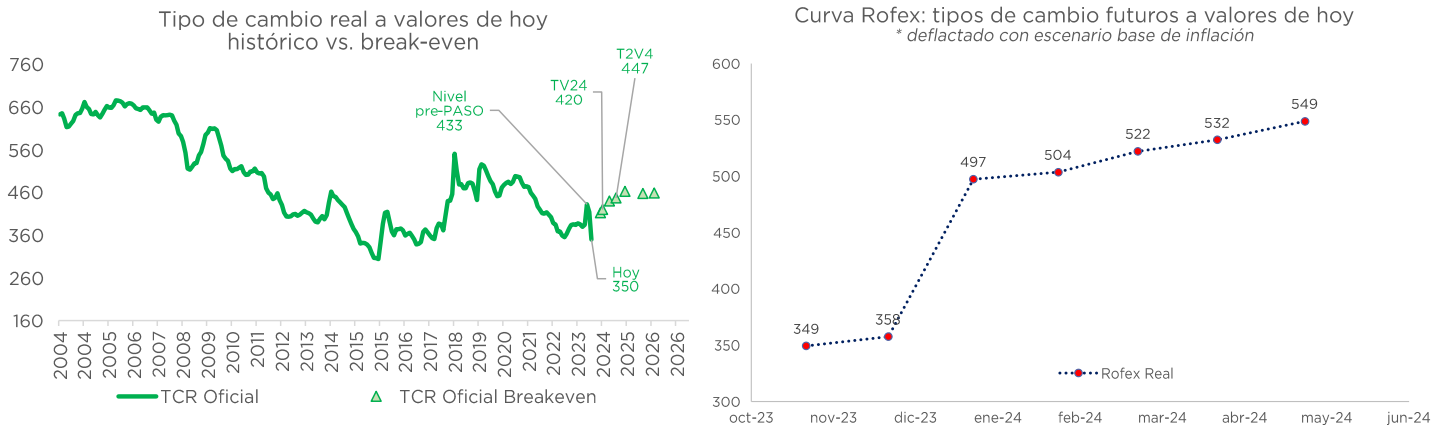
En sentido opuesto, los activos que permitían cubrirse de una eventual dolarización y de una fuerte devaluación del tipo de cambio oficial anotaron las mayores caídas. El CCL se desplomó más de 14% al cierre de ayer y en igual medida cayó la cotización del dólar MEP. A su vez, los bonos dólar link también cerraron a la baja, y acumularon una caída de 8% en la última semana. En igual sentido, los contratos de futuros se desplomaron hasta 30% el lunes post elecciones.

Variaciones (ARS)	1W	MTD	sep-23	ago-23	YTD
Ledes	2.0%	11.8%	4.6%	6.0%	93.9%
Lecer	5.5%	24.3%	8.7%	19.4%	161.3%
Boncer	8.7%	21.0%	-10.5%	16.8%	138.4%
USD Link	-7.9%	14.3%	-10.1%	26.4%	116.5%
Variaciones (USD)	1W	MTD	sep-23	ago-23	YTD
Bonares (CCL)	1.5%	0.1%	-13.5%	1.0%	3.6%
Globales (CCL)	-3.7%	1.1%	-15.8%	-3.9%	-1.2%
Merval (CCL)	1.6%	11.9%	-18.3%	1.2%	26.2%
Referencias	1W	MTD	sep-23	ago-23	YTD
CER	2.3%	11.0%	8.8%	6.2%	102.4%
Dólar Oficial	0.0%	0.0%	0.0%	27.1%	97.6%
Dólar MEP (GD30)	-14.6%	9.3%	4.9%	53.1%	172.9%
Dólar CCL (SPY)	-14.4%	6.9%	5.4%	41.3%	154.9%

En nuestra visión, esta dirección que tomó el mercado asigna una mayor probabilidad a un escenario donde quien termina ganando es Massa, lo que en el corto plazo posterga una normalización de la economía, con un aletargamiento parcial (y bastante difícil de sostener) del status quo. Esto es especialmente claro cuando repasamos las valuaciones de los activos locales en pesos, cuyos precios se recuperaron y hoy detentan paridades del orden del 100%.

Los precios de la curva dólar link refuerza esta visión. Tras la compresión de precios post elecciones, los bonos DLK implican un tipo de cambio real de indiferencia a abril de 2024 de \$420 a valores de hoy, es decir casi en el mismo nivel que la previa a las PASO y “apenas” un 20% por encima del valor actual. Más aún, los precios apuntan a una devaluación gradual (o *crawling peg*) y en línea con la inflación. Justamente por esto es que pareciera que la unificación cambiaria deberá esperar, y que la corrección del tipo de cambio oficial será más lenta y de menor magnitud que bajo una eventual presidencia de Milei. Los contratos ROFEX de dólar futuro no hacen más que convalidar este escenario.

## El orden de los factores sí altera el producto



Los precios de la curva DLK y los futuros ROFEX también reflejan que el escenario Massa presidente no está libre de un ajuste cambiario dado el atraso acumulado del tipo de cambio real -aunque significativamente menor del que ocurriría bajo una presidencia de Milei.

De hecho, los datos de la última semana muestran que los flujos hacia la industria FCI no sufrieron demasiado. Pese a la fuerte caída en los valores de cuota parte, los rescates a los fondos DLK fueron limitados y acumularon \$102.659 M desde el lunes, un monto chico en relación a las suscripciones del mes. Los fondos CER y t+1 acumularon suscripciones por \$38.316 M en el mismo período de tiempo. A pesar de la gran incertidumbre, el mercado renueva el atractivo de los títulos en pesos: el nuevo escenario base supone mantener el status-quo.

Más allá de lo que descuentan hoy los precios de mercado, es claro que los precios no están escritos sobre piedra. En otras palabras: lo que dejó en claro el tránsito entre las PASO y las elecciones generales es que las preferencias electorales pueden cambiar rápidamente, que el determinante último del voto en estos niveles no es económico sino político, y que la forma en que se encare la campaña es determinante para los resultados. En medio del tembladeral político del que fuimos testigos esta semana, una vez más, es difícil proyectar resultados con nitidez.

## Anexo: Consultatio Sentimiento Macro

### Consultatio Sentimiento Macro: variación entre 30-sep-23 y 23-jul-22

Indicador / Variables		Peso	Variables		Valores - Z		
			sep-23	jul-22	sep-23	jul-22	Dif.
<b>Indicador de Sentimiento Macro</b>		<b>100%</b>			<b>-1.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.5</b>
Variables de Actividad	<b>Total Actividad</b>	<b>18.0%</b>			<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>↑ 0.0</b>
	Nivel EMAE	6.0%	151	152	0.9	1.0	↓ -0.1
	Nivel Empleo Registrado	7.0%	134	131	0.6	0.3	↑ 0.3
	Crecimiento de Salarios Reales	3.0%	-7.2%	-4.1%	-1.2	-0.8	↓ -0.5
	Nivel IVA	2.0%	1,381,545	1,328,154	1.1	0.8	↑ 0.3
Variables Fiscales	<b>Total Fiscales</b>	<b>18.0%</b>			<b>-0.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>↑ 0.2</b>
	Nivel de Resultado Primario	8.0%	-3,491,586	-5,412,746	-0.5	-0.9	↑ 0.4
	Nivel de Ingresos	3.0%	25,323,742	30,671,034	-2.4	-1.0	↓ -1.4
	Nivel de Gasto Primario	5.0%	28,728,639	34,806,228	1.1	0.0	↑ 1.0
	Nivel de Deuda Flotante	2.0%	1,885,806	1,941,382	-0.6	-0.7	↑ 0.1
Variables Externas	<b>Total Externas</b>	<b>18.0%</b>			<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>→ 0.0</b>
	Balanza Comercial	4.0%	880	782	0.2	0.1	→ 0.1
	Incremento de Deuda Comercial	2.0%	11,723	1,790	-1.3	0.6	↓ -1.9
	TCRM	8.0%	95	93	-1.0	-1.1	→ 0.1
	Precios de Exportaciones	2.0%	188	226	0.9	2.2	↓ -1.2
	Precios de Importaciones	2.0%	133	167	-0.6	-3.0	↑ 2.5
Variables Cambiarias	<b>Total Cambiarias</b>	<b>18.0%</b>			<b>-1.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>↓ -0.1</b>
	Brecha CCL	6.0%	158.4%	152.2%	-3.7	-3.5	↓ -0.2
	Intervención MULC	6.0%	-546	-604	-0.6	-0.7	↑ 0.0
	Nivel RRII Netas s/definición FMI	3.0%	-3,573	5,492	-1.7	-1.1	↓ -0.6
	Nivel Dep. USD S Priv.	3.0%	14,936	14,817	0.4	0.4	↑ 0.0
Variables Monetarias	<b>Total Monetarias</b>	<b>18.0%</b>			<b>-4.1</b>	<b>-1.5</b>	<b>↓ -2.6</b>
	Asist. BCRA al Tesoro	2.0%	0	527,683	0.6	-0.4	↑ 1.0
	Nivel BM + PR	8.0%	28,358,811	20,128,064	-3.8	-0.5	↓ -3.2
	Inflación Mensual	8.0%	12.7%	7.4%	-5.5	-2.6	↓ -2.9
Variables Políticas	<b>Total Políticas</b>	<b>10.0%</b>			<b>-1.4</b>	<b>-1.2</b>	<b>↓ -0.3</b>
	Índice de confianza UTDT	10.0%	1.3	1.4	-1.4	-1.2	↓ -0.3

\* 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 período.

**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.