



## Hacia un nuevo régimen cambiario

### Resumen y conclusiones

En tan sólo dos semanas conoceremos quién será el nuevo presidente de la República Argentina y el mercado ya comienza a cuestionarse cómo sigue la película el día después de las elecciones. Uno de los principales interrogantes es qué sucederá con el régimen cambiario, y la respuesta al mismo difiere radicalmente dependiendo de quién sea elegido en la segunda vuelta.

Incluso asumiendo una victoria de Massa, no resulta evidente hacia qué régimen nos podríamos dirigir. La única certeza es que la situación actual es insostenible, con una brecha cambiaria rondando el 150% y con reservas netas negativas que ya alcanzan los -11 mil millones de dólares.

Ensayando algunas posibles direcciones que pueda tomar la política cambiaria desde el 10-dic, podemos identificar cinco escenarios alternativos. Un escenario “hacia adelante”, que implicaría una profundización del régimen actual con distintas combinaciones de TC oficial y CCL para el comercio y el mantenimiento del dólar oficial para los contratos; un escenario “hacia atrás”, con devaluación mediante pero manteniendo el cepo; un escenario “hacia arriba”, con unificación cambiaria; un escenario de dolarización; y finalmente uno de “desdoblamiento clásico”, con un tipo de cambio comercial superior al actual y otro financiero más depreciado.

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

## Hacia un nuevo régimen cambiario

Comienza la cuenta regresiva para la segunda vuelta de los comicios y en tan sólo dos semanas conoceremos finalmente quién ocupará el sillón de Rivadavia en los próximos 4 años, un interrogante para el que el mercado no tuvo una respuesta clara en los últimos meses. Apenas 3 meses atrás, el mercado parecía convencido de una posible victoria de Juntos por el Cambio y ello se reflejaba tanto en la brecha como en el precio de los activos.

La sorpresa de Milei fue incorporada muy rápidamente en los precios, y tras los resultados de la primera vuelta, el mercado modificó rotundamente su escenario base; ante una menor probabilidad de dolarización, la brecha se desplomó y los bonos en pesos recuperaron terreno. Como comentamos en nuestro último weekly (ver [link](#)), los precios de mercado hoy asignan una mayor probabilidad al escenario en el que el ministro Massa se consagra presidente.

		PRE PASO	PRE GRALES	PRE BALOTAJE
		Expectativa Bullrich	Expectativa Milei	Expectativa Massa
FX	CCL	597,6	1051,7	895,9
	Brecha	108%	200%	156%
	TC Oficial	287,35	350,00	350,00
	Rofex dic-23	530,5	820,3	636
Deuda ARS	YTM T2X5	9,40%	13,70%	7,20%
	YTM TX26	7,16%	12,20%	10,20%
	YTM TV24	-22,80%	-49,0%	-35,70%
	YTM TDA24	-22,40%	-48,7%	-38,90%
Resto	Px GD30	35,7	29,05	28,9
	Px AL30	29,6	24,5	25,4
	Merval USD	807	784	734

## Hacia un nuevo régimen cambiario

En este contexto, es natural que ahora el mercado se cuestione cómo sigue la película el día después de las elecciones y uno de los principales interrogantes es qué sucederá con el régimen cambiario. Lo que sí queda claro es que, gane quien gane, la situación actual es insostenible y un cambio de régimen es inevitable. Hoy el tipo de cambio de 350 pesos equivale a un tipo de cambio real - ajustado por la inflación internacional - de 482 pesos el día después de las PASO y el contrato en Rofex para fines de diciembre lo ubica a 636 pesos, un nivel claramente inferior al *priceado* el viernes anterior a la primera vuelta.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA.

Por supuesto, los escenarios potenciales difieren radicalmente dependiendo de quién sea elegido en la segunda vuelta. Incluso asumiendo el escenario Massa presidente, no resulta evidente hacia qué régimen nos podríamos dirigir. Como en toda elección económica, cualquier decisión no estará libre de costos y existen numerosas aristas que las autoridades económicas deberán evaluar. Pero con reservas netas que ya se ubican en los -11 mil millones de dólares, mantener el status quo no resulta viable.

Además de generar incentivos para el sector exportador, condición necesaria pero no suficiente para acumular reservas, entre otras cosas el nuevo régimen cambiario deberá sopesar qué efectos tendrá sobre la deuda comercial y financiera del sector privado y también sobre la deuda pública atada a la evolución del dólar oficial "A3500".

## Hacia un nuevo régimen cambiario

Hoy el stock de bonos dólar link equivale a unos USD 7,200 millones a precios de mercado y el stock de duales suma otros 46,600 millones. Además, la deuda comercial de importadores de bienes y servicios se ubica en los 54,000 millones - unos 24,000 millones por encima del promedio entre 2017 y 2021. Para peor, dos tercios de esa deuda ya es exigible, no tiene vencimiento pactado o vence en menos de 3 meses.



\* Estimación en base al diferencial ajustado de pagos e importaciones devengadas  
Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA e INDEC

Ensayando algunas posibles direcciones que pueda tomar la política cambiaria desde el 10-dic, podemos identificar cinco escenarios alternativos. Un escenario “hacia adelante”, uno “hacia atrás”, un escenario “hacia arriba”, un escenario de dolarización y finalmente uno de “desdoblamiento clásico”.

1. **Esquema “hacia adelante”:** Si bien el abandono del esquema actual parece inminente por sus múltiples inconsistencias (brecha en 150%, complejidad y multiplicidad de tipos de cambio), existe la opción de que se profundice. Es decir, que con el paso del tiempo más rubros (incluso las importaciones, aunque con un mix diferente) empiecen a incorporarse al tratamiento del dólar exportador que permite liquidar el 30% de las divisas al CCL, mientras que el 70% restante sigue rigiéndose al tipo de cambio oficial. En este caso, el dólar A3500 continuaría rigiendo los contratos de futuros y ajustando los bonos del Tesoro, además de servir para indexar sobre una base impositiva a otras operaciones como puede ser el consumo con tarjetas de crédito en el exterior.

## Hacia un nuevo régimen cambiario

Esta parecería una alternativa probable para un eventual gobierno de Massa, pero el problema hacia adelante es que no habría incentivos para mantener a los bonos del gobierno como mecanismo de cobertura. De ser así, esos pesos irían a la brecha y el gobierno correría el riesgo de un problema de financiamiento.

2. **Esquema “hacia atrás”:** Este escenario implica la vuelta a lo conocido, es decir un régimen simplificado con dos tipos de cambio - un tipo de cambio oficial (A3500) más depreciado por donde se canalizan tanto los stocks como los flujos, y el CCL para el tratamiento de operaciones financieras libres. En este caso, podemos asumir una brecha menor, pero la persistencia del cepo cambiario. El riesgo en este sentido es que, si bien parece una mejor alternativa que el régimen cambiario actual, no necesariamente significa la resolución del problema externo que hoy se ve bien reflejado en la situación extremadamente delicada de las reservas internacionales. Además, tanto la deuda comercial y financiera del sector privado como la del propio gobierno se encarecería. Únicamente los exportadores que necesitan pagar importaciones tienen acceso a las LEDIVs, instrumento del BCRA atado a la cotización del A3500. El grueso de los importadores debe cubrirse del riesgo cambiario mediante deuda USD-L o vía futuros.
3. **Esquema “hacia arriba”:** Otra alternativa sería la unificación cambiaria (con una devaluación del tipo de cambio oficial mediante) con abandono total del cepo. Esta opción parece completamente vedada no solo por los costos que conlleva, sino también por las limitaciones del contexto actual. En primer lugar, la corrección cambiaria se trasladaría de forma inmediata a los precios (*pass-through*) y podría generar una espiralización de la inflación, a la par que incrementaría fuertemente el costo de la deuda comercial y financiera. Por su parte, la acumulación previa de reservas internacionales es una condición necesaria para llevarla a cabo y evitar un *overshooting*.
4. **Dolarización:** El escenario Milei presidente incluye la promesa de una dolarización, que incluso en los últimos días insistió que no abandonará a pesar de su acercamiento a algunos sectores de JxC (ver [declaraciones](#)). El proyecto dolarizador no sería fácil de concretar: ¿de dónde saldrían los dólares para poder llevarlo a cabo? Las reservas netas del BCRA se encuentran en un nuevo mínimo histórico, y para rescatar los pasivos en pesos (base monetaria más pasivos remunerados) al tipo de cambio de mercado actual se necesitarían unos USD 34,000 millones adicionales.

## Hacia un nuevo régimen cambiario

---

Si además tenemos en cuenta los bonos en pesos del Tesoro, la implementación de una dolarización (y el efecto de esta) es aún más desafiante.

5. **Esquema “desdoblamiento clásico”**: En un desdoblamiento clásico se distinguen dos tipos de cambio, uno comercial más apreciado por donde se canalizan las operaciones de la cuenta corriente (importaciones y exportaciones) y otro financiero por donde se cursan las operaciones de financiamiento o de capital. Actualmente, esto está invertido. La convergencia hacia un esquema de desdoblamiento clásico supondría incentivos para el sector exportador, pero mayores costos en términos de deuda financiera. Existe un problema además de implementación: ¿se tomaría el mismo cambio para el stock existente de deuda comercial y otro para la nueva deuda? ¿qué sucedería con los contratos que se rigen por A3500?

Las dos salidas a las que apuntan las agendas de los candidatos presidenciales (profundización del régimen actual o dolarización) son completamente heterodoxas. En otras palabras, además de ser muy distintas entre sí, hay pocos países que sirvan de ejemplo no solo de éxito sino también de implementación. En este sentido, lo normal quedó afuera y Argentina está convergiendo hacia lo desconocido.

**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.