

## Segundos afuera

### Resumen y conclusiones

Llegados al balotaje la incertidumbre que observamos en las últimas semanas respecto a quién resultará ganador y qué programa llevará adelante no sólo no se disipó, sino que se profundizó.

Las proyecciones de las encuestas hoy están dissociadas de lo que implican los precios de mercado, una situación inédita hasta ahora. Mientras que las primeras muestran a Milei como favorito, los precios de mercado reflejan a Massa como ganador.

Hasta aquí, la única certeza es que independientemente de quien resulte ganador este domingo, el status-quo es insostenible. La necesidad de un ajuste fiscal, de un rediseño y relanzamiento del acuerdo con el FMI y la modificación del régimen cambiario son tres frentes sobre los que veremos cambios muy pronto. Y la suba de inflación junto con el deterioro del nivel de actividad económica en 2024 son dos certezas que también pueden abstraerse del resultado del domingo.

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

## Segundos afuera

Llegados al balotaje la incertidumbre que observamos en las últimas semanas respecto a quién resultará ganador y qué programa llevará adelante no sólo no se disipó, sino que se profundizó. Las proyecciones de las encuestas hoy están disociadas de lo que implican los precios de mercado, una situación inédita hasta ahora.

Hasta aquí, la única certeza es que independientemente de quien resulte ganador este domingo, el status-quo es insostenible. La necesidad de un ajuste fiscal, de un rediseño y relanzamiento del acuerdo con el FMI, la modificación del régimen cambiario son tres frentes sobre los que veremos cambios muy pronto. Y la suba de inflación junto con el deterioro del nivel de actividad económica en 2024 son dos certezas que también pueden abstraerse del resultado del domingo.

El mercado ha llegado a cada instancia de la carrera electoral posicionado de manera direccional y esta vez no fue la excepción. Lo llamativo en este sentido, es que se diferencia completamente de la información que dan las encuestas. El resultado de la primera vuelta dejó como favorito a Massa, y alteró rápidamente la configuración de precios de los activos locales.

Durante la rueda de hoy, el CCL se mantuvo en el orden de los \$855 (bien por debajo del umbral de los \$1,000) convalidando una brecha cambiaria de 140%, mientras que la deuda CER se consolidó en rendimientos promedio de un dígito y el Merval extendió su tendencia bajista. El mercado parecería descontar con una mayor probabilidad un eventual triunfo de Massa, o que bien gane un Milei que implemente un plan distinto al anunciado durante la campaña. Recordemos que hace una semana, en la previa al debate presidencial, la historia era distinta: la distribución de probabilidad asignada por el mercado era 50/50.

		PRE PASO 11-ago	PRE GRALES 20-oct	POST GRALES 2-nov	PRE BALOTAJE 16-nov	Probabilidad implícita	
		Expectativa Bullrich	Expectativa Milei	Expectativa Massa	Expectativa Balanceada	Gana STM	Gana JM
FX	CCL	598	1052	896	855	100%	0%
	Brecha	108%	200%	156%	142%	100%	0%
	Rofex dic-23	530,5	820,3	636	665	84%	16%
Deuda ARS	YTM T2X5	9,4%	13,7%	7,2%	10,0%	57%	43%
	YTM TX26	7,2%	12,2%	10,2%	10,2%	100%	0%
	YTM TV24	-22,8%	-49,0%	-35,7%	-38,7%	77%	23%
	YTM TDA24	-22,4%	-48,7%	-38,9%	-53,2%	0%	100%
Resto	Px GD30	35,7	29,1	28,9	30,9	0%	100%
	Riesgo País	1917	2416	2546	2394	0%	100%
	Merval USD	807	784	734	732	100%	0%
	Promedio					62%	38%

## Segundos afuera

---

En los párrafos siguientes desarrollamos algunas reflexiones sobre los cambios que anticipamos en algunos de los frentes que consideramos clave, y que condicionarán fuertemente a los demás.

### Política fiscal

Independientemente de quien se consagre como ganador este domingo, la economía demanda un ajuste fiscal inmediato. El país no ha mostrado superávit primario desde 2009 y financiero desde 2008, y su financiamiento ha provenido principalmente del BCRA. Con una economía convulsionada, cualquier intento de estabilización debe partir de la premisa de alcanzar rápida y sosteniblemente el equilibrio fiscal. Ambos candidatos han dado señales en este respecto, aunque sus definiciones han sido generalmente imprecisas y muchas veces contradictorias.

En el contexto actual el ancla fiscal es la única posible. El problema es que para que empiece a tener efectos hace falta tiempo, que solo puede ser mitigado pero no eliminado a través de un shock fuerte de credibilidad, algo que ninguno de los dos candidatos tiene hoy, por razones diferentes. La tarea de comunicar bien las medidas será clave aquí y eso lo veremos muy pronto, ya que sin anuncios importantes en las primeras semanas de mandato del nuevo presidente, el riesgo de desborde (luna de miel muy corta) es alto.

Bajar el déficit no será el mandato exclusivo del nuevo presidente. Además de eso, deberá reducir el tamaño del sector público, a fin de poder volver menos agresivos los ajustes en el resto de los frentes que permitan un aumento de la productividad de la economía.

Lo que resulta claro hasta aquí es que este no ha sido un tema que haya tenido protagonismo en la campaña. En el caso de Milei, su discurso ha sido consistente en el sentido de que el ajuste fiscal que llevaría adelante vendría exclusivamente por el lado del gasto, aunque su definición de que sólo “la política” sufrirá el ajuste es difícil de reconciliar con los datos. Massa, por su parte, anticipó en el presupuesto 2024 un déficit primario de 0.9% del PBI y semanas más tardes envió una separata al Congreso con una lista de gastos tributarios y otros beneficios fiscales de dónde podrían obtenerse recursos para alcanzar superávit primario de 1% del PBI, pero esto implicaría la promulgación de nuevas leyes y la negociación con grupos de interés, lo cual sería de mínima temporalmente inconsistente.

## Segundos afuera

### Relación con el FMI

Definida la elección, la *re-renegociación* del acuerdo con el Fondo estará a la cabeza de la agenda oficial. El punto de partida es desafiante. Desde su inicio, Argentina o incumplió abiertamente las metas cuantitativas o sólo las cumplió a través de “trampitas” que difícilmente se vuelvan tolerables en adelante. Hasta ahora, la disposición del Fondo de hacer vista gorda frente a la conducta de Argentina fue sustanciada por un problema de partida: el diseño del acuerdo en 2022 fue en beneficio de los negociadores, no de la economía.

Meta	Status en cada revisión						Comentario
	1°	2°	3°	4°	5° & 6°	7°	
Déficit primario	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Cumplimiento en 2022 por contabilización de rentas de la propiedad “ficticias” e incremento de deuda flotante.
Asistencia monetaria	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Cumplimiento en 2022 por venta de DEGs al Tesoro y posterior devolución de AATTS; cumplimiento en 2023 por compras en el mdo. secundario
Acumulación de reservas	Green	Red	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Cumplimiento en 2022 por contabilización de financiamiento neto del FMI y dólar soja.

Cumplimiento	Green
(In)cumplimiento parcial	Yellow
Incumplimiento	Red

En las últimas semanas los miembros del directorio del FMI aprobaron un incremento del 50% de las cuotas de los países miembros y llamaron al desarrollo de propuestas de realineamiento de las cuotas para mediados de 2025. En principio, esto es una buena noticia para Argentina porque reducirá los sobrecargos de interés, que dependen de la magnitud adeudada en exceso de la cuota del país. Sin embargo, esta señal de mayor integración multilateral y predisposición del Fondo para con sus miembros no significa una continuidad de la laxitud con la que el organismo lidió con Argentina. Por el contrario, los llamados a exigir el cumplimiento de lo acordado (por parte del segundo del Tesoro de EEUU) auguran un endurecimiento de la posición del Fondo, y ello impactará en cualquier rediseño del acuerdo.

## Segundos afuera

---

Dicho esto, el punto de partida no es indiferente a quien se consagre presidente. La credibilidad del ministro Massa para con el Organismo es muy baja tras haber incumplido todas las metas y haber actuado en dirección opuesta a lo comprometido durante la campaña con el “plan platita”. Por su parte, algunas de las ideas de Milei están más alineadas a la visión del Fondo y él no carga con el peso de una relación desgastada como en el caso de Massa. En 2024 los pagos netos comprometidos al Fondo ascienden a más de 4 mil millones de dólares.

### Régimen cambiario

Con Massa ganando la elección, el primer paso probablemente venga bajo la forma de una modificación de la paridad cambiaria del A3500 (baja probabilidad) o de una reversión de llamado “dólar fernet” (70% dólar oficial y 30% CCL). Y es que, con una inflación promedio de 11% en los últimos tres meses y un tipo de cambio oficial fijo, el efecto del salto cambiario post PASO se agotó hace tiempo. De hecho, la vuelta del crawling peg a un 3% mensual no será suficiente. La situación extremadamente delicada de las reservas internacionales es la mejor evidencia de ello: aún con un saldo neto positivo en lo que va de noviembre, el BCRA sigue sin hacer pie y las reservas netas se encuentran cerca de un mínimo histórico de USD -11,000 M.

En el caso de Milei, aventurar el futuro es más incierto dada la insistencia que ha mostrado alrededor de la dolarización, que es muy difícil de instrumentar en el corto plazo. De cualquier manera, una liberación del cepo que converja hacia la unificación cambiaria más o menos rápidamente es una posibilidad con probabilidad muy alta.

Dicho esto, no es evidente que la corrección cambiaria se de en el marco de un plan de estabilización y que por lo tanto sea efectiva. Por ello ratificamos que, incluso asumiendo la posibilidad de una devaluación del tipo de cambio oficial, un cambio del régimen cambiario es inevitable. Ensayando algunos caminos posibles que pueda tomar la política cambiaria a partir del cambio de gobierno, identificamos cinco alternativas (esquema “hacia adelante”, “hacia atrás”, “hacia arriba”, dolarización y “desdoblamiento clásico”) que fueron explicadas en detalle en nuestro informe “Hacia un nuevo régimen cambiario” (ver [link](#)).

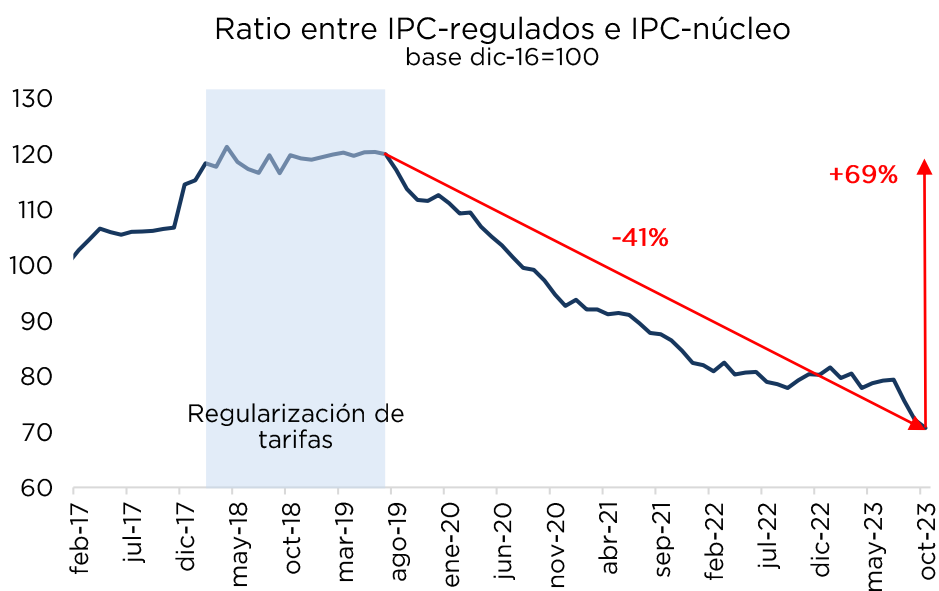
## Segundos afuera

### Inflación

La fuerte distorsión en los precios regulados augura una aceleración inflacionaria independientemente del ganador de las elecciones, y existen otros factores que mantendrán la inflación muy elevada por lo menos durante 2024: déficit fiscal acelerado en los últimos del año con el “plan platita” y financiado por el BCRA, la inexistencia de anclas y el atraso cambiario. La prolongación del actual régimen de alta inflación crónica dependerá del éxito del plan de estabilización que cualquier candidato lleve adelante y nuevamente aquí la credibilidad es clave.

Tras el sinceramiento de tarifas, durante la segunda mitad de la gestión de Mauricio Macri los precios regulados se reacomodaron y mantuvieron una relación estable frente a los precios incluidos en la canasta “núcleo”. Desde las PASO de 2019, y con pocos meses de excepción, los precios regulados paulatina pero sostenidamente se atrasaron frente a los demás precios minoristas. Realignar los precios relativos, una necesidad en cualquier programa creíble de estabilización, implicaría un salto de 69% en los precios regulados, con un impacto directo en la inflación de al menos 19 puntos considerando efectos de segunda ronda.

Además de los precios de bienes y servicios regulados, el indefectible ajuste del tipo de cambio implicará un traspaso a precios que dependerá del orden de magnitud de la corrección y de si éste es parte de un plan de estabilización creíble o una mera “corrección sin plan” como vimos el día post-PASO. Llevar el tipo de cambio real al nivel del 14-ago. hoy implica una devaluación real de 35%.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC

## Segundos afuera

---

### Actividad

La actividad económica durante 2023 se mantuvo resiliente a pesar del fuerte impacto de la sequía y la escasez de divisas. Frente a previsiones iniciales de una contracción anual entre 3 y 4% promedio, hoy la economía apunta a cerrar el año con una contracción anual de sólo 1%, pero si excluimos el sector agropecuario, la actividad económica terminará con crecimiento nulo o incluso levemente positivo. Esta resiliencia tuvo dos patas: 1) la priorización del sostenimiento de actividad económica vs acumulación de reservas que desarrollamos unos meses atrás en nuestro weekly (ver [link](#)); 2) el fuerte crecimiento de la deuda comercial de los importadores, que incluyendo a los servicios, hoy se ubica en 23 mil millones por encima del stock promedio entre 2017 y 2022 y hoy parece estar alcanzando un techo.

Frente a la dificultad de continuar acumulando deuda comercial y el impacto recesivo de cualquier plan de estabilización, es casi un hecho que la actividad económica sufrirá en el corto plazo independientemente de quien resulte ganador. Las perspectivas en el mediano plazo varían dependiendo del programa que finalmente se termine adoptando: un programa que facilite la inversión privada y apunte a reducir creíblemente la inflación, o un programa que continúe con los parches que llevaron al estancamiento económico que lleva más de una década.

**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.