



## CEPOede así por un tiempo más

### Resumen y conclusiones

De visita en Washington el ministro Caputo jugó hábilmente las cartas para revertir el impacto que la semana pasada golpeó a toda la deuda emergente. En una charla que con inversores que, casualmente, coincidió con el día de presentación al Congreso del nuevo proyecto de la Ley de Bases, el ministro explicó su programa y dio certezas sobre la convicción del presidente de mantener el rumbo. El respaldo del FMI no hizo falta: en paralelo, el organismo publicó sus proyecciones de inflación y crecimiento para Argentina que son más optimistas que el 75% de los participantes del REM.

Las dudas respecto de la sostenibilidad de los avances logrados en materia fiscal y externa quedaron despejadas en una definición clave: el cepo continuará por algún tiempo más.

La situación geopolítica global siguió endureciendo las condiciones financieras internacionales. Con una economía que opera en autarquía como hoy Argentina el impacto es bajo. Pero supone un riesgo para 2025, donde debe asegurarse poder contar con acceso a financiamiento voluntario. Es un riesgo que monitorear en los próximos meses.

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

## CEPOede así por un tiempo más

Esta semana tuvimos la oportunidad de testear la sensibilidad de los activos locales frente a factores idiosincráticos y externos. El viento en contra que afectó a los activos argentinos durante fines de la semana pasada se frenó y las novedades locales impulsaron el rebote de los últimos días. El FMI publicó su reporte bianual con proyecciones de inflación y crecimiento que resultaron mucho más optimistas que la mediana del REM. Y en este contexto el ministro Caputo, rápido de reflejos, capitalizó el envío del paquete fiscal al Congreso tras una reunión con inversores en Washington en la que defendió la estrategia de ajuste. El timing fue clave: los globales recuperaron lo perdido en los últimos días y quedaron a centavos de los máximos históricos.

El FMI se convirtió en un aliado clave para el manejo de expectativas. En su reporte semestral sobre la evolución de la economía global (“World Economic Outlook”), el FMI proyectó una tasa de inflación para Argentina del 150% anual, que la ubicó por debajo del 25% de los relevamientos más optimistas del último REM publicado en marzo. Esto implicaría una tasa mensual promedio de 5.7% hasta diciembre, es decir, por debajo de los meses más benignos de las proyecciones de las consultoras locales.

En materia de crecimiento también fue optimista. Si bien corrigió fuertemente la expectativa de crecimiento para 2024 desde +2.8% en el reporte de octubre pasado a -2.8%, la mediana del REM estima una contracción del 3.5%. En otras palabras, el FMI espera que el programa económico que está llevando adelante el gobierno logre una rápida desinflación con un bajo costo en términos de producto.

En paralelo, el gobierno envió al Congreso el paquete fiscal que se discutirá junto a la Ley Bases. Su aprobación es una condición necesaria para el objetivo de equilibrio fiscal que hoy funciona como principal ancla de la desinflación. En concreto, el restablecimiento del impuesto a las Ganancias permitiría aumentar la recaudación del sector Público Nacional en torno a 0.5% del PBI en un contexto de depresión de los recursos impositivos por efecto de la recesión.

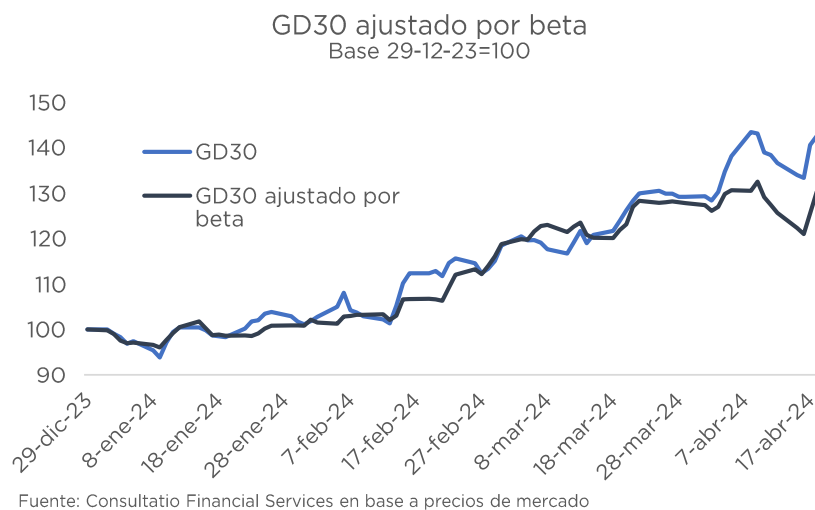
Además, el gobierno espera recaudar medio punto adicional con la combinación de la moratoria fiscal, el adelanto de Bienes Personales y el blanqueo, pero este resultado es más incierto pues depende de la voluntad de participación de los contribuyentes. Lo cierto es que un incremento de los recursos por 1 punto del PBI reduciría considerablemente la necesidad de recorte del gasto que ya no podrá seguir licuándose al ritmo de los últimos cuatro meses. Y, en consecuencia, el ancla fiscal se volvería más sólida.

## CEPOede así por un tiempo más

El timing fue perfecto: mientras Caputo defendía el programa fiscal, el FMI daba el visto bueno al programa económico y el proyecto enviado al Congreso le daba más previsibilidad a los resultados. En este contexto, los bonos soberanos en dólares rebotaron y retomaron el camino extraordinario que vienen recorriendo desde fines de 2023. Puesto en números, tras un ajuste fuerte, desde el martes 16 (último día de bajas) los globales registraron subas de hasta +7.5% en dólares y llevan acumulado una suba promedio de +35.9% en lo que va del año.

Vemos espacio para que el rally continúe. Los resultados evidenciados hasta ahora en términos de consolidación fiscal, acumulación de reservas y saneamiento del BCRA fueron en gran medida posibles gracias al cepo. De hecho, en la misma reunión en que defendió el ajuste fiscal, Caputo confirmó que la salida del cepo no es inminente (como argumentamos en nuestro último [weekly](#)). El ajuste, aunque sea por las malas, continuará a toda marcha. El mayor riesgo que vemos en el corto plazo es que la tolerancia al ajuste que viene mostrando la población no se sostenga.

Otro riesgo es que el contexto internacional que torne más negativo. En los últimos meses los precios respondieron a factores idiosincráticos, pero también han sido afectados (positiva y negativamente) por factores globales. El giro de la FED a fines del año pasado hacia un tono de recorte de tasas impulsó a los precios de los activos internacionales, en particular los de mayor riesgo. Los bonos High Yield aumentaron un 7% en lo que va del año y los bonos de Ecuador, un crédito comparable con Argentina, aumentaron hasta 47% YTD. Ajustando por beta, la impresionante suba de 43% del GD30 hasta la fecha se moderaría a 30%.



## CEPOede así por un tiempo más

Pero, el dato de inflación norteamericana de marzo resultó peor a lo esperado y obligó a revisar los pronósticos del mercado. A pesar de que la FED inicialmente mantuvo la proyección de tres recortes para lo que resta del año, las tasas se mantendrían altas por más tiempo hasta que los datos generen mayor confianza. Los activos emergentes sufrieron y Argentina no fue la excepción: los globales cayeron en promedio 5.2% desde la publicación del IPC de la FED hasta que el martes pasado retomaron la suba.

El hecho de que las condiciones financieras se endurezcan supone un desafío extra para Argentina, que necesita acceder a financiamiento externo para que su deuda sea sostenible a partir de 2025. En este contexto, se vuelve más apremiante que el gobierno pueda lograr el apoyo del Congreso para poder darle sostenibilidad en el tiempo a las mejoras que obtuvo en el frente fiscal, monetario y externo.

**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.