

27 de octubre de 2023

Algunas notas sobre el resultado del domingo

En el *Resumen* de la semana anterior ([ver acá](#)) destacamos que ante la menor probabilidad de ocurrencia de un escenario, mayor es el impacto que este pueda tener en el mercado en caso de materializarse. En castellano, la sorpresa mueve los precios. Si pasa lo que todos esperábamos las valuaciones no deberían verse afectadas, la información ya estaría en los precios. El ballotage entre Massa y Milei era el escenario más descontado por el mercado, pero el orden y la magnitud de la diferencia de votos fue la gran sorpresa. La diferencia de más de 7 puntos le da una importante ventaja al oficialismo de cara al ballotage.

En este resumen, dejamos algunos datos y breves puntos de vista sobre nuestra interpretación de los resultados del domingo.

- El dólar descomprimió un poco. El contado con liquidación (CCL) bajó un 12/14% aproximadamente desde el viernes por la tarde. Que Milei haya perdido su condición de favorito y la dolarización sin dólares sea un escenario menos probable claramente tiene algo que ver. Pero hay otros motivos. En primer lugar, el viernes pasado el CCL había saltado casi 100 pesos en la última rueda previa a las elecciones producto del efecto pánico. La descompresión posterior es natural. En segundo lugar, hay dos grandes flujos de oferta que veremos en el dólar libre. Por decreto el Gobierno permitió que 30% del monto de las exportaciones se pueda liquidar al CCL, básicamente otra devaluación del dólar comercial. No sólo es un incentivo a liquidar dado que subió el tipo de cambio efectivo para el exportador (de aproximadamente 515 contra 350), sino que además eso influye directamente en la brecha cambiaria a través de una mayor oferta de dólares. El 30% de las exportaciones (el monto final será algo menor por cuestiones operativas) es un volumen muy grande para nuestro mercado de bonos. A su vez, esta semana se definió la licitación para el 5G, en donde se adjudicaron dos lotes de USD 350 millones para Claro y Telecom, y un lote de USD 175 millones para Telefónica. Según circulares de ENACOM, la regulación permite que estas empresas liquiden dólares que tengan en el mercado local o en el exterior vía MEP/CCL en un plazo de 20 días, lo cual abre un potencial flujo importante de oferta.
- En ciertas ocasiones, el orden altera el producto. El resultado favorable a Massa obliga a ambos candidatos a moverse al centro, dando un poco de lugar al siempre bienvenido pragmatismo. Massa buscando un discurso de unidad y anticipando en una conferencia de prensa que el objetivo es buscar un superávit primario del 1% para 2024. Luego del despilfarro fiscal de los últimos meses, Massa tendrá la difícil tarea de convencer al mercado que en diciembre empieza otra etapa. Milei, por su parte, en su discurso post-elecciones se mostró muy conciliador y buscó la apertura de su espacio político. Este es un punto clave para un eventual gobierno de La Libertad Avanza. Su discurso económico estaba íntegramente centrado en pasar “la motosierra” al gasto, pero sin ni siquiera conocer los números fiscales en detalle o volcado en generar una hiperinflación como único mecanismo posible para luego facilitar la dolarización. Un acuerdo con un sector del PRO podría traer algo más de certidumbre en relación al eventual programa económico.
- El teorema de Baglini, concepto que sostiene que el grado de responsabilidad de las propuestas de un partido o dirigente político es inversamente proporcional a sus posibilidades de acceder al poder, parece que de a poco empieza asomar.
- Con respecto al precio de los activos en el corto plazo, los bonos soberanos acumulan una caída del 3/4% esta semana. La rotunda derrota de Juntos por el Cambio impactó en el precio de los bonos dado que este programa representaba una opción pro mercado de menor incertidumbre. De todas formas, hay otro factor más importante que creemos está empezando a considerar el mercado. La Argentina en las últimas décadas

experimentó una gran inestabilidad económica, pero al mismo tiempo mantuvo la estabilidad política. Podemos ubicar a nuestro país en el cuadrante opuesto a lo sucedido en Perú. La estabilidad en el sistema político se explicó principalmente por el bipartidismo. El bipartidismo en América Latina tiene, a priori, dos cualidades. En primer lugar, ayuda a la gobernabilidad. Un oficialismo con minoría parlamentaria tiene mayores probabilidades de ser destituido por el Congreso, como vimos en los casos de Perú o Ecuador durante los últimos años. En segundo lugar, las mayorías o consensos parlamentarios son condición necesaria para las reformas. Claramente no son condición suficiente, pero sin ello luce muy difícil avanzar en la dirección que necesita el país para normalizar su crédito externo. Los recientes resultados electorales parecen haber roto, por lo menos en el corto plazo, este status quo incorporando una mayor incertidumbre para las valuaciones.

- Los bonos soberanos también sufrieron dado que un triunfo del oficialismo incrementa las probabilidades de una nueva reestructuración de deuda. Si bien Massa ha manifestado muchas veces su intención de cumplir con los compromisos, parte de su espacio político tiene una gran facilidad para romper contratos y coquetea constantemente la idea del default sin medir costos.
- Las expectativas de unificación cambiaria se desplomaron y las probabilidades de reperfilamiento de los contratos en pesos bajaron. Todavía es pronto para saber si Massa iría a un desdoblamiento y una devaluación discreta del dólar oficial o si seguiremos con estos esquemas de cepos, parches y tipos de cambios múltiples. El primer escenario provocó un desplome de los contratos de futuros de dólar. Por contrario, los bonos atados al CER tuvieron un muy buen desempeño en la semana, básicamente porque en un eventual Gobierno de Massa la deuda en pesos no debería reperfilarse. Durante estos últimos trimestres el BCRA compró deuda en pesos en el mercado secundario para darle salida al sector privado, a costa de monetizar e incrementar la inflación futura. El stock de deuda en pesos en manos privadas en relación al producto cayó marcadamente como resultado de esta estrategia. Parecería que no tiene mucho sentido desviarse en el inicio de un nuevo Gobierno cuando las necesidades financieras del Tesoro serán una variable de suma relevancia. Los bonos dólar link también cayeron producto de la menor expectativa de unificación. De todas formas, esta baja se vio muy amortiguada por una menor probabilidad de incumplimiento de los contratos en pesos. Con respecto a las acciones, tuvieron en la semana un desempeño levemente negativo. Acá no vemos tanto valor en el corto plazo. El trade electoral se terminó y pensamos que para ver el valor de las acciones crecer es necesario cambio rotundo en la política económica (primero veo y luego pago).
- Creemos que la incertidumbre de acá al ballotage será algo menor en comparativa al periodo PASO- generales por cuatro motivos: 1) La mencionada mayor oferta de dólares en el CCL. 2) La espera es más corta (4 vs 11 semanas). 3) Ambos candidatos van a correrse al centro como estrategia electoral. 4) No se repetirá el salto cambiario que se implementó luego de las PASO.
- Recién luego del ballotage tendremos más indicios del programa económico a partir de diciembre. Todavía el debate público es entre candidatos. De ganar Milei, necesitará armar un gobierno casi de coalición junto con parte del PRO para contar con gobernabilidad, dada su minoría parlamentaria. De ganar Massa tendrá fuertes discrepancias dentro de su propia coalición. Su campaña de responsabilidad fiscal, normalización cambiaria y política económica con mayor dosis de pragmatismo tendrá que ser negociada con un kirchnerismo fortalecido luego del resultado en la Provincia de Buenos Aires, incluidas muchas intendencias. En sentido contrario, si Massa se decide realmente a cambiar la agenda económica y buscar un plan de estabilización, tiene una ventaja con respecto a otras fuerzas políticas: la negociación de las paritarias con los sindicatos y el control “de la calle” en la dura transición que implica un programa de estabilización.

- Como mencionamos en el último resumen, en el mediano plazo, las expectativas son más alentadoras. Tenemos una historia más atractiva para contar al respecto de los próximos años. Nuestras exportaciones tienen un potencial enorme de crecimiento y todos los candidatos a Presidente por fuera de una ínfima minoría trotskista hacen campaña con mayor conducta fiscal, algo que hasta las pasadas elecciones era mala palabra. Sin embargo, el mediano plazo es una historia que todavía debe escribirse. El corto plazo ya está escrito y debemos ponernos el casco. Hasta los planes de estabilización mejor diseñados tienen un alto grado de fracaso en los primeros intentos.

¡Muchas Gracias!

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmingino@cucchiara.com.ar