

14 de junio de 2019

El Mercado y las Coaliciones

El sábado 18 de mayo la ex presidenta anunció que Alberto Fernandez será el candidato, abriendo todo tipo de especulaciones sobre como abriría el mercado al lunes siguiente. Desde el anuncio hasta el lunes de esta semana, los seguros de default (CDS 5 años) sobre la deuda argentina cayeron desde 1.250 a 1.115 puntos básicos. El martes de esta semana el actual presidente anunció a Miguel Ángel Pichetto como su compañero de fórmula, los CDS cayeron otros 100 puntos básicos en tan sólo 3 ruedas.

En teoría, mientras más amplias sean las coaliciones, más consensuados los acuerdos y menor es la subordinación a decisiones personalistas. El mercado parece haber comprado esta teoría y el perfil más moderado de Alberto Fernandez (en relación a la ex presidenta) podría también explicar la caída del riesgo país. También en teoría, mientras más amplias sean las coaliciones mayor la probabilidad de llevar a cabo las reformas estructurales necesarias. La figura de Pichetto y su experiencia legislativa amplían las posibilidades de generar acuerdos en el Congreso, fortaleciendo la gobernabilidad de un eventual segundo mandato de Macri. El mercado parece haber comprado esta teoría. Las coaliciones, en uno u otro sentido, parecen gustarle al mercado. Otra lectura de la recuperación de estas semanas podría ser que dados los precios, tanto de los bonos como de las acciones, el mercado necesitaba alguna excusa para salir a comprar.

Lo cierto es que el Gobierno parece haber comprado tiempo con la elección de Pichetto. Si bien, según los "expertos", el caudal de votos directos que le traería no es demasiado, el mecanismo indirecto es el más relevante, bajó el riesgo país y cayó de forma marcada el dólar. A esto se le suma la tranquilidad cambiaria de mayo, la recuperación en las encuestas del presidente fue importante en el último mes. Crea usted o no en las encuestas, lo cierto que estamos frente un mecanismo que se retroalimenta. Encuestas favorables al oficialismo traen calma cambiaría que a su vez posicionan mejor al presidente en la próxima encuesta. En el mecanismo inverso, el avance de la fórmula Fernandez pone nervioso a los

inversores, el dólar sube y mejora aún más el posicionamiento del frente opositor.

Por esta dinámica, la elección de Pichetto creo que fue un gran acierto por parte del Gobierno, la dinámica cambiaria es fundamental. El dato de inflación de mayo (3.1%) no trajo sorpresas, triste pero esperado. Para los meses subsiguientes la calma del dólar es fundamental. La devaluación dejó una inflación en alimentos que hoy alcanza el 65% interanual. La alta inflación trajo otro efecto tremendamente costoso, un incremento de la inercia. Los contratos de la economía ajustan a mayor frecuencia, haciendo más complejo reducir la inflación. Los precios corrigen mirando para atrás y no para adelante. Por eso me parece un acierto la decisión de interrumpir transitoriamente la corrección tarifaria, dado que es uno de los principales mecanismos bajo los cuales opera la inercia. Sin entrar en detalle, otras medidas del Gobierno como financiar la compra de autos en este contexto (sector consumidor crónico de divisas) o no negociar con el FMI la posibilidad de no vender los U\$ 60 millones por día cuando el dólar esta calmo, me parece realmente inexplicable.

Los precios regulados en mayo aumentaron un 3.7%, contribuyendo en 0.88 puntos a la medición mensual dada su ponderación en la canasta de consumo. En los próximos meses el peso de los incrementos en precios regulados irá perdiendo fuerza. Con lo cual, la paz cambiaria es fundamental para reducir el ritmo de la inflación núcleo. Esta creció al 3.2% en mayo. Una inflación núcleo levemente por debajo de 3% junto con la pausa en los precios regulados podría dejar en la próxima medición una inflación cercana al 2.5%. Aún en el mejor de los casos, paz cambiaria mediante, el gobierno sólo podrá mostrar una reducción muy gradual de la inflación al ritmo anualizado del 35%. Poco para mostrar en términos eleccionarios, pero importante en términos macroeconómicos que la dañina inercia vaya bajando lentamente. Reitero, todos puntos claves para la paz cambiaria.

Creo que no veremos otra recuperación como la que experimentamos esta semana antes de las PASO, salvo alguna sorpresa en las listas de último momento. Con lo cual, en términos de activos locales en cartera, el estómago personal es clave. El año próximo entre intereses y amortizaciones en

dólares frente a privados hay que afrontar entre U\$ 13.000 y U\$ 20.000 millones (dependiendo renovación de letes), de los cuales el próximo gobierno podrá contar con U\$ 6.000 millones del último desembolso del FMI. Las necesidades brutas de dólares rondarán entre el 1.5% y 2.5% del PBI.

Con lo cual, con el mercado voluntario de deuda abierto el programa financiero luce amigable. De ganar el oficialismo, creo que tendrá una ventana de tiempo en la cual la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda quedará en segundo plano, veremos si esta vez aprovecha la oportunidad. Pero con el mercado voluntario de deuda cerrado el programa financiero luce desafiante. De ganar la oposición, la situación será compleja. El tipo de cambio subirá, los ratios de deuda empeorarán y el mercado difícilmente se abra. En lo personal creo que en este escenario la oposición intentará mostrar una carta inicial de pragmatismo para abrir el mercado de deuda y empezar rápido la negociación con el FMI, dado que los beneficios de una reestructuración son muy bajos y los costos incalculables para un gobierno que comienza (recordar que el gobierno anterior puso un cepo para intentar de forma tosca conservar dólares y poder seguir cumpliendo con los vencimientos). Aún en esta visión positiva en cuanto al accionar de la oposición, la incertidumbre en dicho escenario es altísima, con lo cual veremos los precios bastante más abajo que los actuales.

En resumen, como hace meses, las elecciones marcarán el rumbo de los precios. Dada la bocanada de aire fresco que tuvo el gobierno esta semana, posiblemente llegue algo mejor a las PASO. A estas alturas y tan cerca de agosto, creo que veremos algo de volatilidad en torno a cómo vayan las encuestas, pero difícilmente recuperaciones como las que vimos esta semana. Hora de ir eligiendo con qué porcentaje de activos domésticos transito las elecciones.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar