

El mercado no lee encuestas

Resumen y conclusiones

La narrativa de consenso fue virando de manera lenta pero definida en las últimas semanas desde un triunfo categórico de Massa al día siguiente de las elecciones generales, a una probabilidad superior de un triunfo de Milei que hoy reflejan varias encuestas.

Más allá de la fiabilidad que puedan tener esos pronósticos, resulta llamativo la divergencia que esa visión tiene cuando la contrastamos con los precios de mercado de los principales activos. El lugar donde esto se ve más claramente es en el CCL, que retrocedió casi 15% desde el día previo a las elecciones, aunque se mantiene en niveles de pánico; y en la deuda en pesos que se mantiene en paridades cercanas al 100%.

A tan solo nueve días del balotaje, anticipar cuál será el rumbo que tomará el mercado es difícil. Lo que no debería sorprender es que, en un contexto en el que la incertidumbre que hoy despierta el cambio de gobierno siga sin despejarse, la presión sobre la brecha cambiaria se ve exacerbada por la dolarización de portafolios que es habitual en la antesala de cualquier elección.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

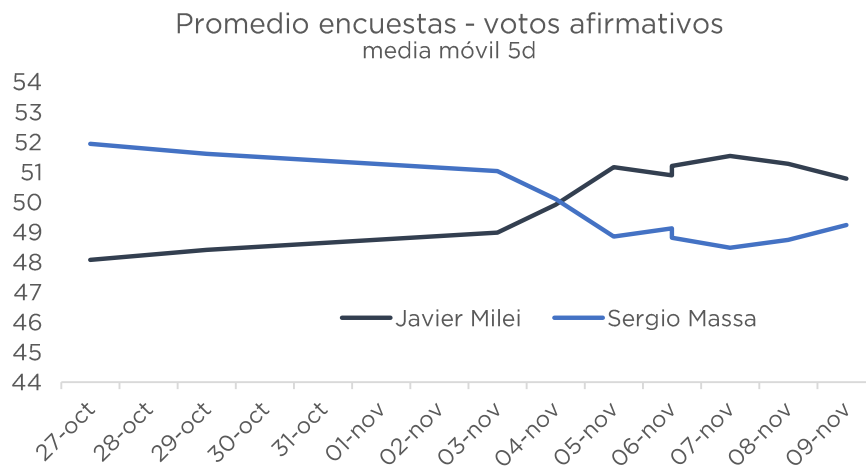
Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

El mercado no lee encuestas

La narrativa de mercado fue virando de manera lenta pero definida en las últimas semanas, desde descontar un triunfo categórico de Massa al día siguiente de las elecciones generales a una probabilidad superior de un triunfo de Milei que hoy reflejan varias encuestas. Mas allá de la fiabilidad que puedan tener esos pronósticos -que hasta aquí ha sido muy baja- lo que resulta llamativo es la divergencia que esa visión tiene cuando la contrastamos con los precios de mercado de los activos.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a https://fedetiberti.shinyapps.io/encuestas_app/

El lugar donde esto se ve más claramente es en el tipo de cambio y la deuda en pesos. En nuestro último reporte semanal ([link](#)) analizamos distintas alternativas de salida del actual régimen cambiario y mostramos que las consecuencias para el CCL, bonos CER y USD link eran muy distintas en cada uno de los casos.

De manera simplificada, exploramos 4 posibilidades: 1) un esquema “para adelante” que profundiza y generaliza el desdoblamiento que hoy rige de facto incorporando un nuevo tipo de cambio para importaciones y otro para los contratos que hoy están regidos por la “A3500” (deuda USD link, futuros), es decir, lo que hoy llamamos “tipo de cambio oficial”. La alternativa 2) es un esquema que llamamos “hacia atrás”: apuntar a simplificar la multiplicidad de tipos de cambio y acotarlo solo a dos (“oficial” y “CCL”), lo que implicaría un salto discreto importante para el actual TC oficial de forma tal de que pueda empezar a bajar la brecha. Estas dos alternativas -más afines, en principio, a Massa- son consistentes también con una salida lenta del cepo. Por el contrario, las alternativas 3) (unificación cambiaria relativamente rápida, o MULC) y la alternativa 4) (dolarización) son más asimilables a Milei y justificarían valuaciones mucho más agresivas de la deuda USD link.

El mercado no lee encuestas

La evolución de los precios desde las elecciones muestra que el mercado sigue descontando un ajuste cambiario en línea con el escenario “hacia atrás” o con una unificación cambiaria extraordinariamente exitosa y no inmediata (la deuda USD link soberana rinde en promedio -35% mientras que su equivalente ajustable por CER rinde +6%).

A eso podemos agregar que la chance de un triunfo de Milei en los precios hoy es mucho menor la que se percibía el día anterior a las elecciones generales. Como puede verse en el cuadro siguiente de retornos, la deuda USD link subió en promedio apenas 1.3%, bien por debajo del 10.3% que retornó la deuda ajustable por CER. En el escenario que tienen implícito estos precios, la alternativa de “dolarización” es la que está más claramente descartada: reflejar esa posibilidad implicaría que toda la deuda en pesos se empiece a acercar al 30% de paridad que hoy tiene la deuda en USD. De este análisis podemos deducir que el mercado o bien espera que gane Massa, o bien que gane un Milei que implementa un plan distinto al que está anunciando en la campaña.

Variaciones (ARS)	1W	Pre elecciones	MTD	oct-23	sep-23	YTD
Ledes	1,7%	8,2%	2,4%	15,8%	4,6%	105,5%
Lecer	0,6%	10,4%	2,7%	17,5%	8,7%	124,3%
Boncer	-0,9%	10,3%	1,6%	20,9%	-10,5%	142,0%
USD Link	5,7%	1,3%	8,3%	16,0%	-10,1%	138,0%
Variaciones (USD)	1W	Pre elecciones	MTD	oct-23	sep-23	YTD
Bonares (CCL)	3,1%	2,9%	4,8%	-3,1%	-13,5%	5,1%
Globales (CCL)	3,6%	0,0%	5,3%	-0,2%	-15,8%	2,7%
Merval (CCL)	-3,3%	-8,2%	6,1%	-1,5%	-18,3%	17,9%
Referencias	1W	Pre elecciones	MTD	oct-23	sep-23	YTD
CER	2,7%	8,0%	3,5%	13,2%	8,8%	113,7%
Dólar Oficial	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	97,6%
Dólar MEP (GD30)	0,1%	-15,1%	1,8%	6,7%	4,9%	171,4%
Dólar CCL (SPY)	-1,3%	-15,1%	1,1%	5,0%	5,4%	153,0%

El mercado no lee encuestas

La caída del CCL en las últimas dos semanas refuerza esta interpretación. Luego de haber alcanzado una brecha récord en la previa de las elecciones generales, en la última semana retrocedió -1,3% puntos hasta \$880. Si bien sigue siendo un nivel altísimo, refleja un nivel de pánico menor. Además de los escenarios que se están descontando, en este resultado también están influyendo factores técnicos de mercado, a saber: 1) la liquidación de exportaciones del “Dólar Todo” (mix de CCL y tipo de cambio oficial que rige para todas las exportaciones durante noviembre); 2) freeze regulatorio de las operaciones de CCL que limitan el monto diario a ARS 200 millones, y 3) liquidación de los USD resultantes de la licitación de 5g que llevó a cabo el gobierno.

A tan solo nueve días del balotaje, anticipar cuál será el rumbo que tomará el mercado es difícil. Más aún si consideramos las múltiples restricciones que hoy registra la operatoria de los principales activos de cobertura. Lo que no puede descartarse es que, en un contexto en el que la incertidumbre (tanto económica como política) que hoy despierta el cambio de gobierno siga sin despejarse, la presión sobre la brecha cambiaría se vea exacerbada por la dolarización de portafolios que es habitual en la antesala de cualquier elección.

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.