

19 de octubre de 2023

La macroeconomía de la transición

Las perspectivas sobre la economía argentina conllevan una gran dicotomía entre el corto y el mediano plazo. En el corto plazo, luce inevitable que las condiciones empeoren en los próximos meses, aun haciendo las cosas bien, las cosas van a empeorar antes de mejorar. En términos técnicos, incluso implementando un programa de estabilización que resulte exitoso, por varios meses la actividad y el salario real se verán afectados. Y este sería el escenario optimista dado que los planes de estabilización suelen tener más casos de fracaso que de éxito tomando las experiencias en América Latina¹. En el *Resumen* de hoy nos centraremos en el corto plazo, pero permítanos dejarle un breve comentario optimista sobre el mediano plazo. Al final del día, sin perder de vista las urgencias de corto, los inversores deberíamos mirar con un horizonte de más largo plazo.

El mediano plazo

En el mediano plazo, las expectativas son alentadoras. El sector agroindustrial ya es el motor de generación de divisas. El año próximo debería generar un saldo exportable de USD 20.000 millones por encima del año corriente fuertemente afectado por sequía. El potencial de crecimiento del agro está intacto en el largo plazo. Para dimensionar su potencial, entre 2004 y 2022 la producción del complejo sojero se múltiplo por 1.5 veces en Argentina, mientras que la producción en Paraguay, Uruguay y Brasil se multiplicó por casi 3 veces en dicho periodo.

El sector de hidrocarburos es otro de los grandes participantes que moverá el sector externo. Desde 2012 hasta 2022, Argentina importó casi USD 35.000 millones en gas. El gasoducto permitirá llevar esas importaciones a cero, salvo algunos meses de invierno donde se necesite cubrir la demanda. Por otro lado, desde las exportaciones, Vaca Muerta le dejará al país un saldo creciente exportable de crudo no convencional. Para dimensionar esta oportunidad de mediano plazo, de un déficit externo de energía de

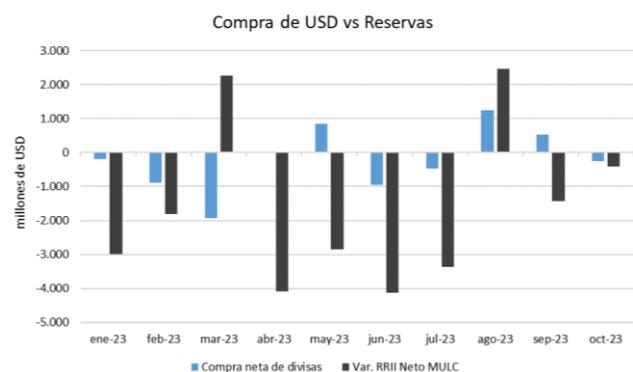
¹ Recomendamos este trabajo donde se estudian los programas de estabilización en América Latina entre 1970 y 2020.

USD 4.800 millones en 2022, el sector pasaría a exportar de forma neta más de USD 6.000 millones en 2025. Estamos hablando de un crecimiento neto mayor a los USD 10.000 millones en sólo 4 años. Con un horizonte más largo, el sector exportador tiene muchísimo potencial adicional con la minería.

A mediano plazo la Argentina tiene una buena historia por contar, pero esa historia todavía debe escribirse. El corto plazo apremia y las perspectivas no son muy alentadoras.

El corto plazo

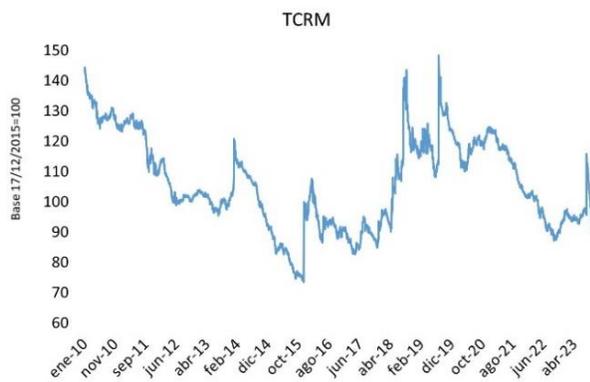
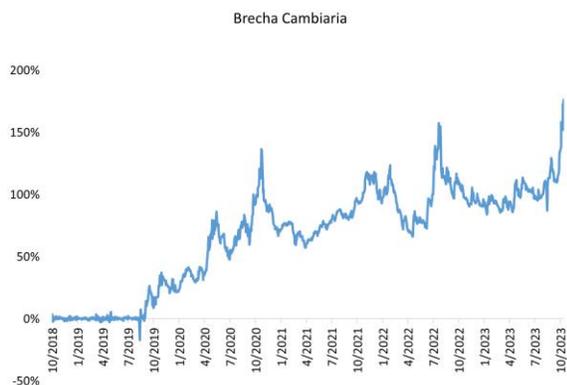
El resultado de las PASO, sumado a la mala praxis en la política económica, aceleró la dinámica de la crisis económica. Nos encontramos con un Banco Central absolutamente quebrado. Las reservas netas son negativas por USD 7.500 millones, la posición de divisas del Central es totalmente endeble. A comienzos de noviembre deben efectuarse nuevos pagos al FMI, con lo cual las reservas netas caerán a un preocupante stock negativo de USD 10.500 millones. En el grafico a continuación vemos la dinámica del mercado de cambios. Aun con devaluación camufladas mediante el dólar agro y dólar soja en varias versiones, las reservas no paran de caer. En agosto se vieron beneficiadas por el desembolso del FMI, pero desde entonces la dinámica continúa siendo negativa. Los dólares que en agosto y septiembre el BCRA pudo comprar por el MULC, los terminó perdiendo por pagos de deuda y por ventas de divisas en el MEP y el CCL.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

https://equilibra.ar/wp-content/uploads/2023/08/DT4_JW-GP-MR.pdf

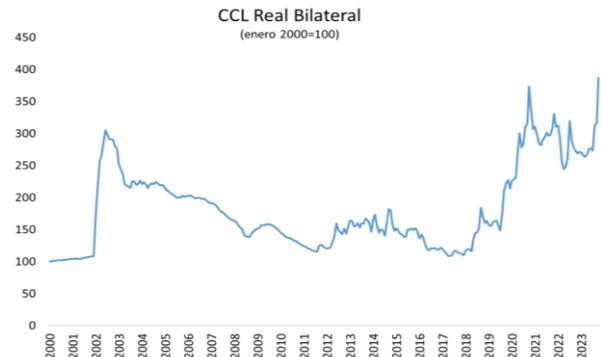
A pesar de las ventas diarias del Central en el CCL y el MEP, la brecha sigue en aumento. La brecha cambiaria ya se ubica por encima del 170%, niveles record para la gestión actual. La devaluación post PASO del dólar oficial dejó en evidencia algo bien claro en la literatura económica. La devaluación por fuera de un plan económico consistente es tirarse un tiro en el pie. La brecha es hoy más alta y el tipo de cambio real está más atrasado que antes de la deva producto de la inexplicable política de dejar clavado dólar oficial con una inflación mayor al 10% mensual. La inercia inflacionaria también subió otro escalón. No solamente el gobierno devaluó sin un plan fiscal detrás, sino que además implementó un programa de estímulo fiscal mayor a un punto del producto financiado con emisión monetaria. Difícil echar más leña al fuego. En un mundo donde prácticamente no existen las hiperinflaciones y es realmente complejo entrar en este escenario, la Argentina parece estar haciendo mucho esfuerzo para lograrlo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

El dólar financiero en términos reales, o el CCL deflactado por inflación, es el mejor termómetro de la

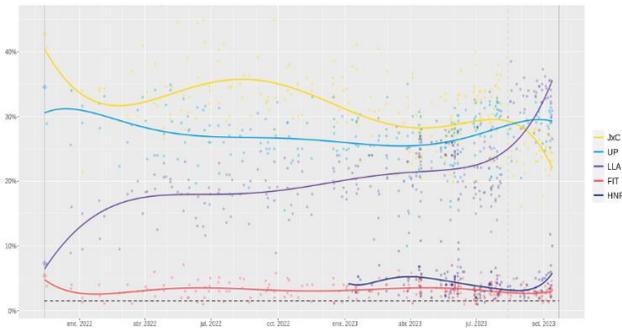
incertidumbre económica. Como se observa en el gráfico a continuación, el tipo de cambio libre de hoy ya superó con creces el máximo alcanzado en el colapso de la convertibilidad. También logró el techo del tipo de cambio real en la pandemia. Hoy la Argentina está barata al dólar libre, absurdamente barata. El tipo de cambio libre nada tiene que ver con el tipo de cambio de equilibrio (por ponerle algún nombre) necesario para que la macroeconomía funcione adecuadamente con un sector externo equilibrado. El tipo de cambio actual refleja básicamente la inmensa incertidumbre que acarrea una potencial hiperinflación. El dólar en términos reales está extremadamente alto, pero en un escenario de hiper puede estar muchísimo más alto, como nos enseñaron las tristes experiencias de 1975, 1982 y 1989/90.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y otras fuentes.

Las elecciones y el precio de los activos

Vayamos ahora a las elecciones del domingo y que podemos esperar en esta transición de un Gobierno a otro. Para imaginar cómo se moverán las variables luego del resultado electoral, primero debemos describir que es lo que espera el mercado para el domingo. Para nuestra sorpresa, notamos que las expectativas de mercado están muy alineadas con las encuestas, más allá del desastroso track record de las mismas. Las encuestas, en promedio, dan como escenario más probable un balotaje entre Massa y Milei, como segundo escenario dan ganador a Milei en primera vuelta y el tercer escenario con bastante menor probabilidad de ocurrencia es un balotaje entre Milei y Bullrich.



Fuente: Encuestas de intención de voto Wikipedia.

Comencemos por el final. A menor probabilidad de ocurrencia de un escenario, mayor es su impacto en el mercado en el caso de ocurrir. Es castellano, la sorpresa mueve los precios, si pasa lo que todos esperábamos los precios mucho no deberían moverse dado que ya lo anticipaban. Si Bullrich entra en balotaje creemos que sería una bocanada de aire fresco para las acciones y los bonos en dólares. Para poner un ejemplo, los bonos tenían paridades 25% más altas en el viernes pre PASO cuando JxC lideraba las encuestas. Con lo cual, de meterse Bullrich en balotaje de forma competitiva para noviembre seguramente los activos subirían varios escalones y el dólar en términos reales (contra la inflación o la tasa) se calmaría marcadamente. ¿Por qué? Básicamente porque es la única candidata que más o menos sabemos lo que va a hacer, la que menor incertidumbre conlleva.

El escenario Milei-Massa es básicamente lo que venimos viendo desde agosto. Un candidato que gasta pesos con financiamiento monetario como si no hubiera mañana y otro candidato cuyo único objetivo parece ser impulsar una suba del tipo de cambio para asumir con un dólar lo más alto posible y una economía completamente rota.

Creemos que el escenario Milei ganador este domingo en primera vuelta conlleva dos escenarios dicotómicos. El primero claramente negativo, que básicamente es no ver cambios en la postura de un presidente electo versus un candidato. Si el discurso sigue focalizado en la motosierra del gasto, pero sin ni siquiera conocer los números fiscales en detalle o en generar una hiper como único mecanismo posible para luego facilitar la dolarización, mucho lugar para el

optimismo no queda. Sin embargo, Milei podría ser otro ejemplo del 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. Con muy poco, Milei puede dar señales de certidumbre a los mercados. Cuando hablamos de mercado hablamos del precio del dólar libre, que al final del día es la madre de todas las batallas.

Tenemos una historia muy linda para contar en el mediano plazo. Nuestras exportaciones tienen un potencial enorme de crecimiento y todos los candidatos a Presidente por fuera de una ínfima minoría trotskista hacen campaña con la conducta fiscal, algo que hasta las pasadas elecciones era mala palabra. Hay aire de cambios. Sin embargo, en el corto plazo habrá que ponerse el casco. Hasta los planes de estabilización mejor diseñados tienen un alto grado de fracaso en los primeros intentos.

La volatilidad de corto plazo también es una oportunidad para el manejo activo de cartera. Nuestro fondo de acciones argentinas ([ver acá](#)) subió un 450% en pesos y un 70% en dólares en el último año. Nuestro fondo local de renta fija en dólares ([ver acá](#)) subió un 25% en dólares también en los últimos doce meses. El manejo activo de cartera en estos escenarios volátiles e inciertos es clave. Para aquellos conservadores, hoy tenemos la mejor oportunidad de rendimientos en bonos internacionales en casi dos décadas, gran ventana de oportunidad para aquellos que quieran ver la película argentina desde afuera.

¡Muchas Gracias!

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino

tomasmingino@cucchiara.com.ar