

14 de agosto de 2023

## ¿Y ahora qué hacemos?

Los resultados de las PASO fueron un baldazo de agua fría. Las encuestas, como de costumbre, pasaron bastante lejos. Los demás indicadores o variables que monitoreamos anticipaban un triunfo rotundo de la oposición: salario real, salario en dólares, indicadores de confianza en el Gobierno y resultados electorales en Latinoamérica en la era post COVID. Todos estos indicadores anticipaban un triunfo rotundo de la oposición. Sin embargo, al visualizar la oposición, la mayoría imaginábamos un gran triunfo de Juntos por el Cambio (JxC). La brillante elección de Milei y la catastrófica elección de JxC es un gran shock electoral. Que JxC haya hecho todo lo necesario para perder no le quita sorpresa al resultado electoral, por lo menos para nosotros.

Pensemos juntos lo que puede acarrear este resultado electoral, desde la macroeconomía en general hasta los diferentes activos en particular. Intentaré resumir el debate interno (bastante cálido en esta oportunidad) que tuvimos esta mañana en nuestra reunión semanal de los lunes. Las opiniones resumen, lo mejor posible, la visión del equipo de research, de nuestros traders y directores de la empresa. Mucho mejor escuchar varias voces que sólo una.

Comencemos por la política. El resultado marca algunas cosas claras. La primera es que los votos son de la gente. No son de las coaliciones electorales ni de los políticos, estas PASO lo volvieron a dejar bien en claro. No hay pérdida de tiempo más grande que intentar pronosticar donde van a ir los votos

de Larreta, donde irán los votos del electorado que se sume de las PASO a octubre o proyectar si el 30% de Milei es algo más cercano a su piso o a su techo. No perdamos nuestro valioso tiempo en sinsentidos. Entonces, ¿qué lectura política traen las elecciones para el precio de los activos?

La primera es negativa. Argentina fue en las últimas décadas un país con gran inestabilidad económica, pero con gran estabilidad política producto del bipartidismo. Acá coqueteamos con la hiperinflación y defaultamos nuestra deuda con frecuencia, pero no hay juicio político y los Presidentes cumplen sus mandatos electorales más allá de la coyuntura macroeconómica. En el cuadrante opuesto está Perú, con una tan llamativa inestabilidad política como llamativa estabilidad económica. En este punto estamos bastante peor hoy que el viernes pasado, simplemente por la incertidumbre que conlleva el ganador de las PASO y su fuerte irrupción en la política bipartidista tradicional.

Vayamos a la lectura positiva. La inmensa mayoría del electorado le dio la espalda al populismo o, por lo menos, al populismo fiscalmente irresponsable. La sociedad votó en su mayoría conceptos claros como bajar el déficit del Estado, no desperdiciar los recursos públicos, normalizar el mercado cambiario a pesar que esto implicará una dolorosa devaluación y cambiar radicalmente la forma bajo la cual la Argentina se relaciona con el resto del mundo. Este potencial nuevo rumbo nunca podría ser una mala noticia para el precio de los activos en el largo plazo, todo lo contrario.

Pasemos a la economía. La distinción natural es el corto y el mediano plazo. En el corto coincidimos que habrá que ponerse el casco. La irrupción de Milei como ganador de las primarias no sólo cambia el panorama político, sino también económico. El mercado suele adelantarse a las futuras medidas económicas. En el caso que Milei sea electo están son conocidas: reducción del gasto, baja de impuestos, liberar el cepo como paso previo a la dolarización de la economía. Este último punto es clave en el comportamiento de las variables. Más allá que la dolarización nos parece una pésima idea para la Argentina, su aplicación es extremadamente compleja y no creemos que pueda implementarse en el corto plazo, el mercado se adelanta. Esto se traslada al mercado de cambios. Es esperable una mayor dolarización de los flujos en pesos ante una probabilidad de dolarización, aunque este no sea el escenario base. ¿Por qué? Básicamente porque para dolarizar a un tipo de cambio razonable a nuestra economía o, mejor dicho, a nuestro sector público le faltan entre 30.000 y 40.000 millones de dólares. ¿De dónde vamos a sacar este monto si le estamos pidiendo plata a gritos a Qatar, la CAF y China para poder pagarle al FMI? La respuesta natural del mercado sería un mayor tipo de cambio esperado. Para aplicar una dolarización o un esquema de tipo de cambio fijo, cuantas menos divisas cuente el país al inicio del esquema más alto resulta el tipo de cambio de conversión. Si bien hoy la dolarización luce lejana, lo normal es que el mercado se cubra.

De corto plazo, el dólar libre será la mala noticia, la inestabilidad cambiaría contagia negativamente el resto de las variables macroeconómicas. Pero con el correr de nuestra reunión, abrió el mercado de cambios

mayorista con una sorpresiva devaluación del dólar (BCRA3500) y se anunció una fuerte suba de tasas. De manual, a mayor tasa de interés más contención de la brecha. También de manual, la devaluación del oficial es una gran noticia para amortiguar el drenaje de las reservas y, por ende, para el riesgo país. La contracara será un mayor castigo a la actividad vía una merma de las importaciones.

Además, hay otra lectura muy positiva de corto plazo, es que el equipo económico de Massa optó por devaluar y subir la tasa, básicamente seguir dentro del acuerdo del FMI, a pesar que estas medidas afecten directamente sus chances electorales. Usted bien podrá decir que no tenía mucha alternativa y tiene razón, pero no deja ser una buena noticia. Hacer un poquito, muy poquitito, del trabajo sucio es mejor que no hacer nada. Seguir bajo un acuerdo con el FMI es mejor que romper con el FMI. Y otra cuestión no menor, el Massa Ministro de Economía aplicó una mini dosis de pragmatismo, más que bienvenido considerando que este pragmatismo afecta directamente las chances del Massa Candidato.

Con respecto a la macro de mediano plazo, mucho para agregar no tenemos. Milei corre con ventaja, pero para nada las elecciones están definidas. La macroeconomía de mediano plazo dependerá de las alternativas planteadas al inicio. ¿Vamos a mayor inestabilidad política y simplemente pasaremos del populismo de izquierda al populismo de derecha o realmente hay un cambio en la sociedad que ahora, según las PASO, estaría dispuesta a tolerar un esfuerzo en el corto plazo para lograr la ansiada

estabilidad en el mediano plazo? Intentar responder esta pregunta no nos haría muy diferentes a los encuestadores.

Vayamos al precio de los activos. Los bonos hard dólar comenzaron a operarse en el exterior bien negativos, pero al conocerse la suba de tasas y la devaluación la caída se moderó un poco, lo cual luce muy razonable. No es un dato menor, que los tres candidatos que quedaron en carrera manifiestan públicamente su intención de respetar el pago de los bonos soberanos. Querir y poder pagar son cosas distintas, pero el manifestar públicamente las intenciones de pago es un dato bienvenido. Para poder pagar además de la intención se necesitan las correcciones macroeconómicas.

Un dato a seguir en el futuro será la dolarización. Al dolarizar la economía el mecanismo de absorción ante los shocks externos (o una sequía, por ejemplo) deja de ser el tipo de cambio y pasa a ser la deuda externa, como por ejemplo viene pasando en Ecuador. Este es un punto en contra para los bonos, pero para ello falta mucho. Estamos algo más negativos que el viernes con respecto a los bonos soberanos, pero diría levemente más negativos en el corto plazo. Con respecto a las acciones la lectura es similar. Luego de la buena suba del mercado durante el último tiempo, de corto plazo hoy estamos algo más pesimistas que el viernes. Pero solo de corto plazo. Luce natural una corrección. Con respecto a los bonos corporativos argentinos en dólares, seguramente algo deberían retroceder. Sin embargo, los cupones corrientes son buena cobertura ante moderadas bajas. Los corporativos que nos gusta y usted ya conoce bien, los conservaríamos en cartera.

En la curva de pesos nos resulta interesante la Lede a tasa fija, que quedó con una TIR muy atractiva luego de la suba de tasas. Para los que no quieren riesgo de crédito, la caución es una alternativa interesante. Luego de la devaluación ganaron atractivo los bonos CER sobre los dólares link cortos del Tesoro, ahí la letra CER de noviembre parece una buena opción dado que agarrará parte de la creciente inflación, recuerde que el CER ajusta con rezago. Los bonos dólar link corporativos largos los mantendríamos, dado que esta devaluación real será solo un parche a mediano plazo.

¿Tasa o dólar? La corrección del dólar libre de hoy más la suba de tasas naturalmente hace el carry trade atractivo. Tengo mayor cobertura de tasas y más elevado nivel de entrada de tipo de cambio, la tasa luce atractiva. ¿Y los riesgos de la tasa? La inestabilidad nominal, devaluar en un contexto de inflación de inicio del 7% mensual, conlleva riesgos no menores. Básicamente coquetear con una carrera descontrolada entre inflación y devaluación, sino pregúntele a Celestino. Diría que la inestabilidad nominal, nombre elegante para un desborde inflacionario, es el principal riesgo de corto plazo no sólo para hacer carry trade, sino que es el gran riesgo económico y político de corto plazo.

Déjeme ponerlo en términos vulgares de una mesa de operaciones. Hoy hay mucha inestabilidad nominal para quedarse vendido en dólares, pero al mismo tiempo la tasa está muy alta para quedarse comprado. Para aquellos que quieran hacer carry trade un humilde consejo, piensen a mediano plazo. Si la operación sale bien en el corto, bienvenido. Si la operación sale mal, hay que estar

dispuesto a mantener la tasa corriendo unos meses más. Hacer carry es una apuesta parecida a comprar bonos en dólares o comprar acciones, estamos apostando a que Argentina normaliza su situación, básicamente a que el tipo de cambio real libre (contado con liqui en términos reales), se aprecia.

Seguramente tendrá más dudas ahora que antes de leer el reporte. A nosotros nos sucedió algo similar en nuestra reunión. Simplemente la incertidumbre es tan grande que lo mejor que podemos hacer es pensar y plantear distintos escenarios con ustedes, pero jamás intentar adivinar lo que va a pasar por el simple concepto de incertidumbre. Dejemos eso a los encuestadores.

Buena semana.

**Juan José Battaglia, intentando resumir la discusión entre nuestro equipo de research, traders y directores.**

[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)