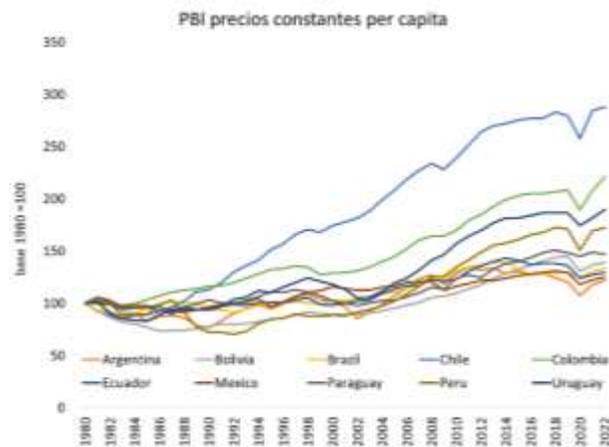


1 de Septiembre de 2023

La Macro post PASO

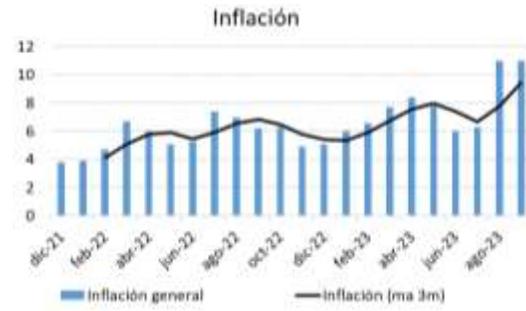
Al comenzar la década del 80 la Argentina era, paradójicamente junto con Venezuela, el país más rico de la región. Desde entonces, la economía argentina ha demostrado un desempeño absolutamente decepcionante. Dejando de lado la catástrofe venezolana, somos el país que menos creció y ya no ostentamos el liderazgo de la región. Discutir las causas del estancamiento argentino en el largo plazo podría llevarnos a un extenso e interesante debate, pero el corto plazo nos apremia. La Argentina está caminado por la cornisa desde hace varios trimestres. Con el correr de los meses la situación gana complejidad. El resultado de las PASO aceleró esta dinámica y nos dejó muy cerca del tropezón final.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del IMF.

La dinámica inflacionaria muestra un comportamiento alarmante. En el gráfico a continuación, vemos la escalada de la inflación desde la salida de la pandemia, tanto mensualmente como en su promedio de tres meses. Suponiendo un IPC del 11% para los meses de agosto y septiembre, sin ser pesimistas y en base a mediciones privadas de

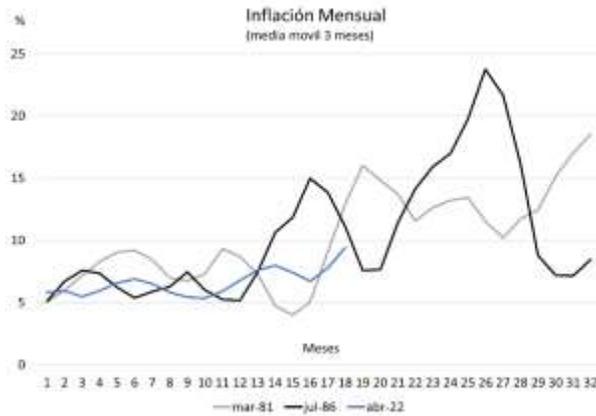
alta frecuencia, la inflación estaría ingresando en una nueva fase de nominalidad.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

Desde hace tiempo venimos escuchando los mismos problemas: déficit fiscal, emisión monetaria, atraso cambiario y brecha. Las dificultades parecen ser las mismas, pero la nominalidad crece. La economía argentina pasó de moverse a una velocidad crucero nominal del 4%-5% mensual en 2022 a un ritmo del 6%-7% en 2023, para entrar ahora a una inercia bastante más alta luego de la devaluación. Los problemas parecen ser los mismos, pero claramente no lo son. La inflación es ahora mucho más alta y, por ende, mucho más peligrosa.

Mirando tristes episodios de nuestra historia, en el gráfico debajo, notamos la característica propia de la dinámica inflacionaria. A niveles de inflación más altos, mayor es la volatilidad del índice de precios y su tasa de crecimiento deja de ser lineal.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

La formación de precios en un régimen de alta inflación es un bicho complejo. Roberto Frenkel en su trabajo “Inflación e hiperinflación: el infierno tan temido” (1989) lo explica muy bien:

Cuanto más “sorpresiva” sea la información adicional y mayor su impacto previsible, mayor será la incertidumbre de las expectativas inflacionarias y mayor confusión (entendida como una mayor diversidad de expectativas inflacionarias). Hay, en consecuencia, más “equivocaciones” en las decisiones de precios. En estas circunstancias, las empresas tienden a cubrirse de las pérdidas de capital que resultarían de decidir tasas de aumento inferiores a la tasa de inflación. Este sesgo hacia arriba de las decisiones de precios en momentos de alta incertidumbre impulsa por su cuenta la aceleración inflacionaria.

El shock es la situación opuesta a la normalidad. La noticia tiene entidad suficiente para que resulte evidente que es irracional fundar la expectativa inflacionaria en las tasas pasadas, de modo que las expectativas inflacionarias descansan exclusivamente en conjeturas sobre el futuro.

¿Vamos derecho a una hiper? Mientras siga vigente el cepo, un shock hiperinflacionario no es el escenario más probable. Sin embargo, parecería que el Gobierno hace todo lo posible para acercarnos al escenario tan temido. Fijar el tipo de cambio nominal en 350 pesos sólo provocará que a fines de octubre estemos en el mismo lugar que antes de las PASO. Dicho en otras palabras, la inflación en dos meses se comerá a la devaluación rápidamente. Con lo cual, es posible que esto forje otro salto cambiario post generales de octubre.

Ahora la pregunta del millón, ¿Dónde iremos luego de otra potencial devaluación en octubre partiendo de una inercia inflacionaria superior al 10% mensual? Si estuviéramos en los zapatos del Gobierno, otro salto discreto aislado de un plan económico sería la peor decisión. El Gobierno debería cuanto antes retomar el crawling-peg hasta diciembre para evitar otra brusca apreciación del tipo de cambio real.

Pero esto no fue todo, para agregarle otra cuota de mala praxis, el Ministro de Economía anunció bonos no remunerativos por 0.6% del PBI. Esto compromete a los débiles números fiscales y agrega más presión a la olla inflacionaria. La herencia para el próximo gobierno se hace cada vez más pesada.

Las PASO propiciaron otro golpe a una macroeconomía que ya estaba en terapia intensiva. Los dólares financieros subieron fuerte en las últimas semanas y la brecha cambiaria es incluso hoy mayor que la previa a la devaluación. Como habíamos discutido en nuestro *Resumen* luego de las PASO ([ver acá](#)), la irrupción de Milei como ganador de las primarias no sólo cambió el panorama político, sino también económico. El mercado suele adelantarse a las futuras medidas. La cobertura natural ante la incertidumbre que acarrea el discurso de Milei en materia cambiaria y monetaria fue comprar dólares.

Los dólares financieros son un gran reflejo de nuestra coyuntura económica. El contado con liquidación en términos reales, esto es ajustándolo por la inflación argentina y la norteamericana, se ubica en niveles similares a los alcanzados en la salida de la convertibilidad, en plena crisis social. Esto significa que, con tan solo un poco de certidumbre, la Argentina está absurdamente barata al dólar libre.

No hace falta un dólar de 750 pesos para que las cuentas externas cierren. Hay varios motivos para ser optimistas en los próximos años si observamos las perspectivas futuras de las exportaciones argentinas sin sequía y con saldos exportables en petróleo y gas, y en un segundo orden de la minería. El tipo de cambio libre debería perder con la tasa de interés y con la inflación si el país logra encaminarse en un proceso de normalización. Deberíamos ver un contexto de apreciación de la moneda local si el país logra reducir la brutal incertidumbre actual.

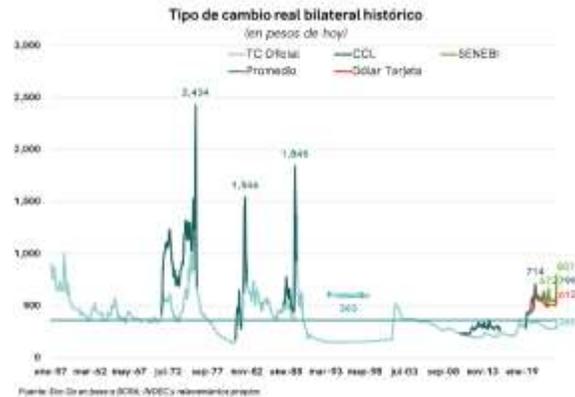


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

¿Hay que vender dólares para pasarse a inversiones en moneda local y/o comprar activos domésticos? Hoy estamos en medio de una carrera de nominalidad. Esa carrera no sabemos ni cómo ni cuándo termina. El dólar hoy parece caro, pero en un escenario de descontrol nominal (nos gusta más ese término que decir hiper) puede estar mucho más caro.

Para visualizar este escenario, podemos ver la serie histórica del dólar libre en términos reales de la consultora Eco Go. En escenarios de descontrol nominal como en los periodos del 1975, 1982 y 1989/91, el dólar financiero puede volverse mucho más caro en relación a los precios actuales. ¿Este es el escenario más probable? No parecería ser el caso, pero a medida que pasan los meses la dinámica económica y política nos acercan cada vez más.

Es tan dañino este escenario que el mercado naturalmente se cubre comprando dólares.



Fuente: Eco Go.

¿Qué esperar de las elecciones de octubre? Creemos que si Bullrich entra a ballottage el mercado puede tener una lectura positiva, su plan es bastante conocido, dará algo más de certidumbre lo que podría provocar una caída del dólar en términos reales, es decir, el dólar perdería contra la inflación y la tasa. Es tanta la incertidumbre que con muy poco se puede revertir la pésima confianza de estas semanas. De confirmarse otro resultado muy favorable para Milei, pensamos que los niveles de incertidumbre en principio continuarán muy altos. Pero vale remarcar un punto importante, hoy Milei y su plan económico es una gran caja vacía, llena de incertidumbre. Con lo cual, dando algunas señales de pragmatismo, sin pedir demasiado, podría moderar las expectativas y contener el tipo de cambio. Massa nos parece que la tiene más complicada para cambiar las expectativas. Desde su llegada al gobierno como Ministro encaró una agenda, o digamos unos parches, algo más sensatos en materia fiscal pero sin avanzar en el frente cambiario. Sin embargo, las últimas medidas tomadas fueron desgastando fuertemente su reputación. La cosecha y la mala praxis erosionaron su credibilidad, esto obligaría a un potencial Massa ganador a tener que hacer un gran esfuerzo para

anclar el tipo de cambio y reducir la incertidumbre.

En términos de carteras de inversión, hay un punto clave. La Argentina se encuentra inmersa en un mar de incertidumbre y volatilidad en el corto plazo. Nunca mejor aplicada la frase: “Nadie sabe nada”. No pierda su valioso tiempo en leer proyecciones del tipo de cambio o afirmaciones contundentes de lo que nos espera durante este periodo de transición. Con lo cual, si no esta dispuesto a tolerar estos niveles de riesgo, las tasas de interés globales están en niveles más que interesantes para ahorrar en el exterior. Como usted sabe, los bonos de afuera nos gustan.

Ahora bien, esta volatilidad brinda buenas oportunidades para aquellos más atrevidos. Además, como remarcamos, Argentina tiene una buena historia que contar en el mediano plazo. Los fondos son un buen instrumento dado que su manejo activo permite sacar provecho de las oportunidades de mediano plazo y la volatilidad de corto plazo. Nuestro fondo local de bonos en dólares ([ver acá](#)) subió un 22% (en moneda dura) en 2023, mientras que nuestro fondo de acciones locales ([ver acá](#)) creció nada menos que un 214% en pesos y un 34% en dólares en lo que va del año.



Fuente: <https://www.cycfondos.com.ar/>

Buen fin de semana

Juan José Battaglia

juan@sekoia.com.uy

Ian Weber

ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino

tomasmingino@sekoia.com.uy

CYC Dólares Renta Fija



Fuente: <https://www.cycfondos.com.ar/>

CYC Renta Mixta