

El imposterergable shock postergado

Aunque el Dólar tomó fuerza contra casi todas las monedas, gran parte de lo ocurrido en la Argentina se debe a temas propios de su economía. El problema no es el tipo de cambio sino la alta tasa de inflación, en el marco de un fenómeno de expansión monetaria cuyo correlato es el déficit fiscal. Seguramente esto cambiará en los próximos meses, cuando se cierre el acuerdo con el FMI para acceder a la línea financiera *stand by*.

Y finalmente, en un par de semanas varios fondos de inversión externos dijeron *basta para mí*, desarmaron su posición en LEBAC y pidieron los dólares de vuelta. La relación riesgo de tipo de cambio/retorno estaba comenzando a desequilibrarse, y la reglamentación del Impuesto a la Renta para los sujetos extranjeros que invierten en LEBAC bajó aún más el retorno potencial medido en dólares; si a esto agregamos el alza en las tasas de la deuda del Tesoro de los Estados Unidos (la primera semana de mayo la Yield del Bono a 10 años volvió a superar el 3% luego de 4 años), el combo fue "agrandado" por demás.

Quien hasta abril no había salido de las LEBAC, si mide su beneficio en dólares, apenas salió hecho... El acumulado de ganancia para quien esté colocado en las LEBAC más cortas desde diciembre de 2015

será, el 16 de mayo, del 96,1% (con una tasa promedio mensual del 2,35%). En el mismo período, el Dólar se apreció un 85% en términos nominales frente al Peso. Es decir, se ganó un 6% en 29 meses, equivalente a una tasa nominal anual del 2,45%; y eso sin tener en cuenta el impuesto retroactivo a enero del 5% sobre la Renta Financiera.

Desde el 15 de diciembre de 2017 hasta el 15 de mayo de 2018, el Peso Argentino se depreció un 41,3% frente al Dólar: eso da una tasa anualizada del 100%. En retrospectiva, el negocio del *carry trade* y de las LEBAC se terminó en diciembre de 2017.

Cabe aclarar que el fuerte salto en el precio del Dólar se dio en solo 25 días (entre el 20 de abril y el 15 de mayo), período en el cual subió un 23% frente al Peso. Aunque el Dólar ha tomado fuerza contra casi todas las monedas, si miramos lo que ocurrió con nuestro principal socio comercial advertiremos que gran parte de lo ocurrido se debe a temas propios de la economía argentina que, dado los grandes desequilibrios imperantes, es muy vulnerable a cambios en el contexto financiero internacional.

El Real brasileño se depreció frente al Dólar solo un 10,88% entre el 15 de diciembre de 2017 y el 15 de mayo de 2018. Es cierto..., Brasil tiene muy baja inflación. En

"Lo que pase con el mercado bursátil en los próximos seis meses dependerá exclusivamente del contexto internacional y de las alianzas o disputas políticas locales".

el acumulado de los cuatro primeros meses de 2018, la inflación brasileña no llega al 1% anual (su principal indicador, el INPC, presenta una suba acumulada de 0,69%), mientras que en los últimos 12 meses, el indicador inflacionario del país vecino fue del 1,7%. Mientras tanto, en el primer cuatrimestre del año, nuestro país acumula un incremento en su índice de precios al consumidor del 9,6%, y del 25,5% durante los últimos 12 meses.

Esta misma diferencia en la tasa de inflación podría replicarse con todos los principales socios comerciales de nuestro país. Por lo tanto, si se mira una serie más larga, la mejora de nuestra competitividad vía precios por la suba del tipo de cambio (esto es: *hacernos más baratos en dólares* en relación a otros países) no es tan significativa como podría suponerse al observar solo el salto nominal en el precio del Dólar. La alta tasa de inflación que la Argentina tiene desde hace más de 10 años permite que el Dólar siempre vaya quedando “barato”... La inflación es lo que provoca que, cada tanto, el Dólar tenga que pegar un salto, y no al revés. La causa de la inflación, claramente, es otra... La suba del Dólar es una consecuencia.

En el **Gráfico 1** se puede observar que desde el 17 de diciembre de 2015, día de la salida del denominado “cepo cambiario”, el tipo de cambio real multilateral solo subió un 2,8%, pese a que en términos nominales el Peso se depreció frente al Dólar un 80%. Si se considera el mejor valor desde el punto de vista de la competitividad (el que hace que la Argentina esté más barata), desde que asumió el actual Gobierno, el actual tipo de cambio real multilateral se apreció un 4,55%. Por último, el mayor atraso en el tipo de cambio se dio a inicios de mayo de 2017. Como se puede observar, todo lo que hizo el Dólar fue recuperar terreno.

Es importante destacar que el problema es y sigue siendo la alta tasa de inflación, no

Gráfico 1
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (BCRA)



17 de diciembre de 2015 = 100

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

el tipo de cambio. A pesar de los intentos del Banco Central (BCRA) a través de su política de metas, la inflación no se ha podido reducir a niveles menos distorsivos. Tener una inflación núcleo en torno al 1,7% promedio mensual (ésta es la media geométrica desde enero de 2017), genera una gran distorsión en los precios relativos, que justamente es parte de lo que se está tratando de corregir.

La política de metas de inflación del BCRA no ha resuelto el problema; de hecho, puede que en algún punto los haya agravado. Sobre esto se hizo referencia el año pasado, en esta misma columna (**LA BOLSA HOY N° 115**). Claramente, la corrección de tarifas de servicios públicos está teniendo cierto impacto en los precios; sin embargo, el incremento tarifario no puede explicar por sí solo una tasa de inflación núcleo tan elevada y persistente... Hay otros factores, ya que, a pesar de las LEBAC y de la alta tasa de interés puesta por el BCRA, la Base Monetaria viene creciendo al 25% anual —por momentos, incluso bastante por encima del 30%— y M2 al 29%; algo que no es compatible con una tasa de inflación por debajo del 18%.

Sin embargo, el trasfondo de todo este fenómeno de expansión monetaria tiene

como correlato el déficit fiscal. Ya sea por “Adelantos Transitorios” o para comprar divisas provenientes de deuda tomada por el Tesoro, el factor que explica la expansión de la Base Monetaria es el déficit fiscal. Todo lleva a suponer que esto cambiará a partir de los próximos meses, cuando se cierre el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para acceder a la línea financiera denominada *stand by*.

El desembarco del FMI y las perspectivas

Así como la suba del Dólar de los últimos meses es consecuencia de desequilibrios internos y no la causa de los mismos, el hecho de haber terminado solicitando una línea de financiamiento al FMI es, claramente, una consecuencia. El mundo también juega y, por el momento, el Mercado de Capitales se ha complicado y encarecido bastante para el Tesoro argentino. En realidad, se ha encarecido para todos los emergentes y para varios no emergentes. Por caso, el Bono del Tesoro italiano a 10 años pasó de rendir 1,72% a mediados de abril a

más del 3% a fines de mayo. Las finanzas italianas y las de ciertos países de la periferia europea son un tema para seguir de cerca, pero esto queda para una próxima nota.

En un contexto internacional mucho menos favorable, y en plena crisis cambiaria, el anuncio de la búsqueda de un acuerdo con el FMI pudo calmar, en parte, cierto clima de temor que se había generado.

Pero el hecho de haber acudido al FMI no es la consecuencia de la crisis cambiaria ni de la suba de tasas internacionales, sino que —al igual que en el caso del Dólar— es la consecuencia de los enormes desequilibrios que arrastra nuestra economía desde hace, por lo menos, 9 años.

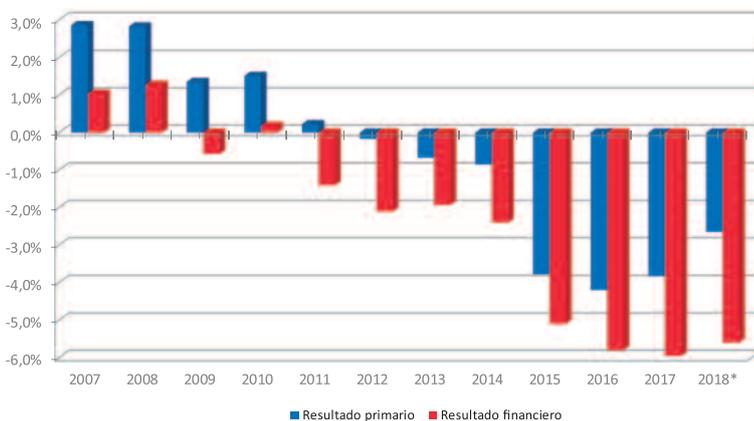
El camino de aquí en más será el que inevitablemente se iba a tener que tomar, tarde o temprano, por decisión o por urgencia: el del equilibrio fiscal o, como mínimo, el de una fuerte aceleración en la reducción del déficit (ver **Gráfico 2**). No se puede sostener un déficit consolidado superior a 7 puntos del PIB por mucho tiempo y, asimismo, hay que tener en cuenta que este 7% no contempla el déficit cuasi-fiscal: el interés de las LEBAC.

El FMI, por lo tanto, dispondrá ciertos requerimientos. Claramente, uno de ellos estará vinculado a mejorar la situación fiscal, pero un punto principal será el de las cuentas externas. La Argentina cerró 2017 con un enorme déficit de Cuenta Corriente de 5% del PIB (unos u\$s 30.800 millones). Por su parte, el saldo comercial del primer trimestre de 2018 arrojó un déficit de u\$s 3.420 millones, lo que significó un incremento del 165% en el rojo comercial. El FMI no va a financiar Dólar barato, viajes al exterior ni autos importados.

La cuestión es: ¿cómo se resuelve el déficit externo? Parte de la respuesta está en lo que, probablemente, sea el requisito de la política monetaria de aquí en más:

- Abandonar la política de *Inflation targeting*

Gráfico 2
Resultado fiscal del Sector Público Nacional
En % del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda de la Nación
* Proyectado

- Adoptar un régimen cambiario de flotación libre
- Establecer límites a la compra de reservas por parte del BCRA (las compras deberán ser solo consecuencia de superávit en la Cuenta Corriente)
- Suprimir la asistencia al Tesoro por parte del BCRA

Es decir que el BCRA ya no emitirá para el Tesoro. Posiblemente, el único factor de explicación de la Base Monetaria para los próximos meses vaya a ser el desarme gradual de las LEBAC, y estará vinculado con una política de control de agregados monetarios.

Si el BCRA no va a emitir dinero para financiar al Tesoro, y si quien vaya a financiar el rojo fiscal solo hará desembolsos cuando vea resultados en relación con la reducción del déficit, entonces no queda otro camino que el único a la vista: un camino de reformas que logren reducir el gasto público.

Concluyendo

Tanto la reciente suba del Dólar como la solicitud de asistencia financiera al FMI son las consecuencias del arrastre de una serie de desequilibrios durante muchos años. Al no haber encarado un proceso de reformas, esos desequilibrios solo se han acentuado.

La perspectiva de cara a los próximos meses ha cambiado, porque el mundo también está en un proceso de cambio de ciclo: el "dinero barato" se está acabando.

La Argentina deberá encarar ciertos procesos de reformas y de reducción del gasto público. La política será una pieza clave para que esto pueda llevarse adelante. Por tal motivo, lo que pase con el mercado bursátil en los próximos seis meses dependerá exclusivamente del contexto internacional y de las alianzas o disputas políticas locales.

En términos de las variables macro, probablemente la devaluación tenga impacto en



los próximos dos meses sobre la tasa de inflación, que claramente irá descendiendo hacia el último trimestre, aunque cerrará el año muy por encima de la efímera meta del 15%.

De cumplirse la no intervención del BCRA en el mercado de cambios, es difícil prever qué ocurrirá con el precio del Dólar; pero, claramente, con el déficit fiscal bajando fuerte, la mayor oferta de dólares solo llegará por la vía de la cuenta corriente. Por lo tanto, si el Dólar llega a atrasarse, será el propio mercado el que corrija rápidamente: ésa es una de las ventajas de los regímenes de flotación, pero para que esto funcione es indispensable que el Tesoro no vuelva a financiar un elevado déficit con deuda externa. En este esquema, el Dólar debería tender a un valor razonable de equilibrio vinculado con los resultados que, de aquí en más, arroje la Cuenta Corriente; será difícil entonces que vuelva a quedar barato.

Por todo lo expuesto consideramos que, aunque es momento de ser muy cauteloso con las inversiones, no hay que perder el optimismo. Ojalá el 20 de junio, cuando el MSCI decida sobre la probable reclasificación de la Argentina a "Mercado Emergente", tengamos una muy buena noticia ●

LA PUERTA DEL FONDO...

El hecho de haber acudido al FMI no es la consecuencia de la crisis cambiaria ni de la suba de tasas internacionales, sino de los enormes desequilibrios que arrastra nuestra economía desde hace, por lo menos, 9 años.

Gerencia de Difusión y Desarrollo de Mercado de Capitales