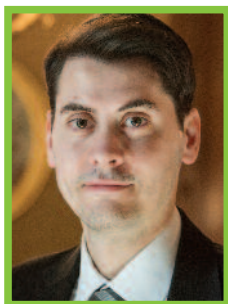


El punto de partida

¿“El mercado se va a caer”?... ¿O más bien, “ya se cayó” y así lo reflejan los precios? En tanto siga en pie el acuerdo con el FMI, la posibilidad de un default de aquí a diciembre de 2019 es absolutamente remota. Asimismo, tras el reciente salto del tipo de cambio el déficit de Cuenta Corriente comenzará a corregirse y resultará más sencillo cumplir con el programa fiscal.



Lic. Manuel Oyhamburu*

Cuando veo tanto pesimismo generalizado y escucho frases del tipo: “Esto se va a caer”, lo primero que pienso es que —hablando estrictamente en términos bursátiles y financieros— esto ya se cayó. Por eso es tan importante el “punto de partida”. Veamos dónde estamos:

- El valor actual del índice Merval en dólares corrientes es de **u\$s 745**. Esto representa una baja del **54%** en lo que va del año y del **59%** si se considera el máximo (histórico) del 18 de enero.

- El índice Merval Argentino sufrió aún más: en el año descendió un **57%** medido en dólares corrientes, y desde el máximo la baja fue del **62%**.

- Si se toma como período base el año 1991, el Merval en dólares constantes —ajustado por la inflación minorista de los Estados Unidos— es de **u\$s 440**. Al cierre de 1991, el valor del indicador líder era de **u\$s 801,60**; es decir que, 27 años después,

el Merval se encuentra un **45%** por debajo de dicho valor en términos reales.

- El tipo de cambio (AR\$/u\$s) subió un **106%** en lo que va de 2018, y un **124%** en la comparación interanual; el Peso Argentino fue la moneda que más se devaluó nominalmente en el mundo en estos períodos.

- A comienzos de este año, el Riesgo País operaba en torno de los **350 puntos básicos**, y actualmente supera los **700 puntos** (llegó a cerrar cerca de los 800 PB). Tuvimos una suba de **350 puntos básicos** en dicho indicador... o, lo que es lo mismo, *el precio de los Bonos Argentinos se desplomó*. Los títulos nacionales cotizan con un rendimiento cercano a **11%**.

Con este panorama, ¿por qué veo el vaso medio lleno en lugar de verlo medio vacío? Porque, por lo expuesto anteriormente, creo que la parte medio vacía del vaso ya está reflejada con creces en los precios... Esta información ya es *pasado*, y así lo confirman los medios de comunicación cuando dan las malas noticias al unísono.

Es cierto: las cosas pueden empeorar aún más. De hecho, es sabido que cuando la euforia o el pánico se apoderan de las decisiones del Mercado, el precio de los activos puede llegar a valores ridículos alejándose de los fundamentos... tanto en las subas como en las bajas.

“Cumplir con el déficit cero en 2019 no será tarea sencilla, y dependerá en gran medida de la política”.

Los tres temas que ocupan a los inversores

Pero, ¿cuáles son los temores actuales del inversor respecto de la economía argentina? Desde mi punto de vista, son tres:

1. Que el Dólar continúe un alza acelerada.

2. Que el Gobierno no tenga capacidad de pago de sus compromisos de deuda (específicamente, de la deuda nominada en moneda extranjera).

3. Que el Gobierno no pueda cumplir su programa fiscal y no logre sus metas de déficit.

Analicemos estos temas.

Dólar

- A valores actuales, el promedio del tipo de cambio real multilateral de los últimos 22 años sería: **1 dólar = 31,9 pesos**; esto es, un valor 17,35% por debajo del que hoy tiene la moneda estadounidense en nuestro mercado.

- De acuerdo con un trabajo realizado recientemente por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, si se considera una canasta básica conformada por bienes y monedas de los principales socios comerciales de nuestro país, el tipo de cambio actual de Paridad del Poder Adquisitivo (PPP) para la Argentina es de aproximadamente **32 pesos por dólar** (*el promedio da \$32,2 para ser precisos*).

Al tomar estos puntos como referencia (promedio de los últimos 22 años y PPP), el Dólar estaría por encima de un valor de "equilibrio" para el sector externo, sin embargo, la falta de confianza hace que la oferta se retrotraiga y que aumente la demanda. Pero dados los fundamentos macroeconómicos: **¿Tiene sentido que el valor de la moneda estadounidense cotice por encima del registro del dólar "blue" en épocas de "cepo cambiario"? Eso, en el momento actual representa un dólar cercano a los \$ 36.**



Asimismo, si seguimos con la lógica de la extrapolación, teniendo en cuenta el tipo de cambio real multilateral, y definimos el valor nominal actual del Dólar que recibió Néstor Kirchner como Presidente en mayo de 2003, la cotización da **\$ 41**. En aquel momento la Argentina estaba en *default* y el Dólar bajaba desde un tremendo *overshooting* tras una salida muy desordenada de la convertibilidad. Ese tipo de cambio en términos reales fue uno de los más altos de los últimos 22 años.

Desde mi punto de vista, y dados los fundamentos macroeconómicos, el valor actual del tipo de cambio es excesivo y alcanzaría con creces para revertir el signo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, para pasar a tener superávit.

Por último, apporto un dato sobre un indicador que en su momento se revisaba mucho en la economía argentina: la ratio Base Monetaria a Reservas Internacionales. Actualmente, esa razón da \$ 23,6; y si hacemos Base Monetaria + LEBAC dividido Reservas, la ratio nos da \$ 35,53, por debajo del valor actual del tipo de cambio. Debo admitir que desde mi perspectiva este indicador no nos sirve de mucho para determinar un valor teórico del Dólar, pero hay inversores que a partir de la convertibilidad lo utilizan como referencia.

Es importante aclarar que en todo este análisis me refiero específicamente a la foto

EL VASO MEDIO LLENO.

El Ministerio de Hacienda trabaja en el cumplimiento de las metas fiscales y el acuerdo con el FMI garantiza el financiamiento del déficit financiero y los vencimientos de amortizaciones hasta fines de 2019.

de los primeros días de septiembre, dado que el tipo de cambio real se ve afectado por los movimientos de las monedas de nuestros socios comerciales y el incremento de los costos internos.

Deuda

Si el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) se mantiene (y esto dependerá pura y exclusivamente del cumplimiento de las metas fiscales: 2,7% de déficit primario en 2018 y 0% en 2019), no habrá inconvenientes para cumplir con los compromisos de la deuda: los mismos están garantizados. El FMI realizará un desembolso de u\$s 5.800 millones de acá a fin de año —ya había desembolsado u\$s 15.000 millones en junio—. Claramente, el programa fiscal 2018 está más que cubierto, y en esto se incluye al déficit primario y a los intereses de la deuda.

De los aportes del FMI en 2018 estimo que, como mínimo, cerca de u\$s 7.000 millones se destinarán a cubrir necesidades de 2019. El Fondo iba a aportar alrededor de u\$s 11.700 millones adicionales durante 2019, vinculados con el primer acuerdo, pero ahora podría desembolsar, de ser necesario, parte de los u\$s 17.550 millones que correspondían a los aportes de 2020 y 2021.

Si se logra el resultado primario cero para 2019, el resultado financiero terminaría cerrando con un déficit de 3% del PBI: unos 13.000 millones de dólares.

Luego deben contemplarse los pagos de capital por Bonos y Letras: los nominados en dólares son **u\$s 17.300** millones, y los pagaderos en pesos son **u\$s 7.850** millones.

En este sentido, si se logra realizar el *roll over* de la mitad de las letras en dólares, los pagos de capital nominados en dólares ascenderían a **u\$s 12.500 millones**.

Con los aportes del primer acuerdo con el FMI ya quedarían cubiertos tanto el pago de los servicios de intereses como las amortizaciones de la deuda nominada en dólares, incluso si se es pesimista y se supone que solo se puede realizar el roll over del 50% del vencimiento.

Con las fuentes de financiamiento tradicional se cubrirá la totalidad de los intereses en pesos. El desafío es realizar el *roll over* de los vencimientos de amortizaciones en pesos, y aquí es donde entra a jugar el desarme de las LEBAC. Durante el desarme de las LEBAC, el Tesoro buscará atraer los fondos de dicho instrumento para colocar Letras y Bonos de Tesorería. Se estima que un 19% de las LEBAC (unos u\$s 5.200 millones) están en manos de minoristas residentes.

Para cubrir el pago de todas las amortizaciones en pesos faltarían alrededor de **u\$s 6.000** millones, con lo cual, si se logra atraer los Pesos que liberarán las LEBAC a la compra de Letras del Tesoro, el programa estará cubierto sin recurrir a adelantos de los aportes del FMI que inicialmente se programaron para 2020 y 2021.

Por otra parte, en caso de que no se lograra renovar siquiera el 50% de las Letes (tanto en pesos como en dólares), se adelantarían los aportes del FMI que inicialmente se iban a realizar en 2020, que en total representan unos u\$s 11.700 millones. Con ese adelanto, todos los pagos estarían cubiertos con creces para 2019.

Y, ante un escenario que se complicara aún más, se debe tener presente que el BCRA cuenta con u\$s 29.000 millones en Reservas Netas.

DEFAULT.

Si el acuerdo con el FMI se mantiene en pie, la posibilidad de una cesación de pagos de aquí a diciembre de 2019 es totalmente remota.



Por todo lo antes expuesto, si el acuerdo con el FMI se mantiene en pie, la posibilidad de un *default* de aquí a diciembre de 2019 es totalmente remota.

Para aquellos que están preocupados por 2020, la situación no sería tan complicada como parece. Primero, porque lo que se necesitaría adelantar del FMI a 2019 es, en el peor de los casos, el 60% del total de los aportes pendientes, con lo cual quedarán fondos para enfrentar vencimientos en 2020.

En segundo lugar, si bien es cierto que si no se hace *roll over* de Letras se utilizarán más adelantos del FMI, también es cierto que habrá menos vencimientos de amortizaciones para 2020...; y si para 2020 se logra superávit primario, los números podrían ser alentadores.

En tercer y último lugar, si en algún momento las cuentas públicas realmente mejoran y se cumple con todos los compromisos 2019, los mercados volverán a abrirse para el Tesoro Argentino.

La meta fiscal

Por esto último es que el punto central de cualquier análisis debe partir del cumplimiento de la meta fiscal, que no será sencillo para 2019, ya que implica una corrección de 2,7% del PBI. En 2018, la meta fiscal estará cumplida (de hecho, podría haber sobrecumplimiento), por lo tanto, de lograr el objetivo de la meta fiscal el año próximo, los problemas de la aceleración en la suba del tipo de cambio o un potencial *default* desaparecerán.

Un importante sobrecumplimiento de la meta fiscal para 2018 (un déficit primario que estuviera por debajo de los \$ 350.000 millones) sería una buena forma de iniciar la recuperación de la confianza.

Cumplir con el déficit cero en 2019 no será tarea sencilla, y dependerá en gran medida de la política.



Conclusiones

Tal vez esta crisis podría haberse evitado. Quizás haya sido un error tomar deuda en dólares con tasas locales altas que mantenían artificialmente bajo el tipo de cambio, con el objetivo de contener la inflación (para cumplir una meta imposible) en pleno proceso de ajuste de precios relativos. Más aún si para hacerlo se utilizó un pasivo remunerado del BCRA. Sin embargo, esto ya es *pasado* y ya está en los precios de los Bonos y las Acciones.

Actualmente, se ha saneado el balance del BCRA, principalmente por la suba del Dólar; por su parte, el Ministerio de Hacienda trabaja en el cumplimiento de las metas fiscales y el acuerdo con el FMI garantiza el financiamiento del déficit financiero y los vencimientos de amortizaciones hasta fines de 2019. Esperemos que, para ese momento, la confianza se haya recuperado por completo y la economía esté en marcha nuevamente, pero esta vez sobre bases sólidas que potencien la capacidad de producción. Las Acciones y los Bonos deberían reaccionar antes... Y si no reaccionan, lo que tienen para bajar es muy poco si consideramos el "punto de partida"; quizá es momento de comenzar a ver el lado medio lleno del vaso ●

DÓLAR.

El tipo de cambio estaría por encima de un valor de "equilibrio" para el sector externo, sin embargo, la falta de confianza hace que la oferta se retrotraiga y que aumente la demanda.

* Economista
Gerencia de Difusión y Desarrollo de Mercado de
Capitales
28 de agosto de 2018