

## La Argentina después del shock cambiario

Lo urgente luce finalmente bajo control. La estabilidad de las dos últimas semanas constituye la primera señal creíble de contención de la corrida cambiaria. Sin ello, todo intento de regresar a una normalidad aceptable, y de ensayar una recuperación financiera sostenible era equivalente a sembrar en el desierto. Imposible que echara raíces.

**Está claro que hay un antes y un después.** La economía creció al 3,6% interanual entre enero y marzo, y la inversión lo hizo a tasas chinas, el 18%. Eso es historia, fresca y reciente, pero historia al fin. La sequía provocó el primer traspíe. **Pero fue la corrida cambiaria** – que devoró más de 15 mil millones de dólares de reservas y a un presidente de banco central, y elevó el tipo de cambio cerca del 70% (con respecto a su nivel a comienzos de diciembre) – **la que se ocupó de torpedear los mercados de bonos y acciones, empujarlos a un profundo mercado bear y cerrar las vías de acceso al financiamiento internacional.**

**La desconfianza aún prevalece, más allá de la estabilidad cambiaria de corto plazo.** Afianzar la mejoría requiere **acompañamiento por parte de bonos y acciones** con una recuperación de precios – y luego volúmenes operados – más importante. Ese proceso no será veloz por tres razones principales. **Una**, que **las carteras están todavía sobrecargadas de exposición en la Argentina**, tomada en otra situación, más favorable, y que aún a estas bajas cotizaciones desea reducirse. Todo rebote será pues aprovechado para la descarga y salida ello le quitará potencia hasta que se limpien esos excedentes. **Dos**, que **el Acuerdo con el FMI corta de cuajo el financiamiento del BCRA a la Tesorería** y, por ende, pese al ajuste fiscal, obligará a continuar recurriendo a los mercados locales de deuda de corto plazo. Y la acumulación de deuda de corto plazo – fundamentalmente Letes y otros bonos nuevos como los Duales – y sus sucesivas colocaciones pueden demorar aún más la digestión ya citada. **Tres**, **la constante incertidumbre internacional** – ya sea por las peripecias de las disputas comerciales o por el celo de la FED en la suba de tasas – **mantiene una persistente aversión al riesgo**, sobre todo en el renglón de los emergentes, con salidas netas de recursos de los fondos dedicados y ocasionales caídas de precios de envergadura. **La Argentina, aun si despeja sus incógnitas propias, necesita que también se le abra una ventana internacional favorable. Son dos agujas las que tiene que enhebrar.**

**Las altas tasas de interés son un corrosivo para la economía real, pero constituyen la contracara de la estrategia elegida para estabilizar la corrida.** Si bien el Banco Central va a utilizar la mitad de los 15 mil millones de dólares que recibió como primer desembolso del Acuerdo con el FMI para abastecer el mercado de cambios, el eje de la estrategia pasa por **secar la plaza de pesos** (en línea con un enfoque ortodoxo de política). Cortado el financiamiento del BCRA al Tesoro, con la desarticulación prolija del andamiaje de las Lebacs (diseñada para cerrar ese grifo de liquidez extra) y a través de sucesivas subas de encaje que desacelerarán la expansión de crédito en pesos, **el apretón monetario es el dique de contención natural de la exuberancia cambiaria.** Las tasas de interés van a bajar después que desinflen la presión cambiaria y se revierta el proceso actual de huida del dinero. **Cuando la plaza perciba el faltante de moneda, confíe en la estabilidad cambiaria, y demande los pesos que necesita a cambio de los dólares que atesoró, las tasas podrán recortarse (y de manera significativa).**

Es una paradoja, pero el recordado episodio del **28D**, cuando la Jefatura de Gabinete le impuso al entonces presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger, el cambio de metas de inflación y también un relajamiento de la política monetaria, la razón de la discrepancia anidaba en las altas tasas – 38% - que imponía la autoridad monetaria. **El ministro Dujovne y el hoy presidente del BCRA, Luis Caputo, estuvieron sentados en aquella mesa vindicando la necesidad de tasas más modestas. Hoy – con ellos a cargo - las tasas de interés no bajan del 50%.** No es que su credo haya cambiado en un semestre. No son adoradores de las tasas altas porque sí. Es que comprenden que no hay otro atajo para revertir la situación. Y que para poder bajarlas – y que se mantengan en el tiempo– hoy no les debe temblar el pulso al izarlas.

**El BCRA confirmó el mantenimiento de la tasa de referencia en el nivel del 40%.** Como se dijo las tasas efectivas – en el mercado secundario de Lebacs, para el descuento de documentos en el Banco Nación o en el mercado de call interbancario – orbitan en un umbral mucho más elevado, con picos puntuales que pueden tocar rozar hasta el 60%. **¿Cuál es el mensaje? Que cuando se afiance la normalidad, y ceda la pulseada latente, el BCRA estima razonable la vigencia de tasas más bajas, en la proximidad del citado 40%.** Cuando la tasa de inflación se modere – absorbido el impacto directo de la feroz depreciación del

peso y el cambio consecuente de precios relativos – entonces sí la política monetaria podrá apuntar a niveles menos incisivos. Pero no antes.

En su último comunicado de política monetaria, el BCRA anunció diversos cambios en su accionar. **Se le prestará mayor énfasis a la evolución de los agregados monetarios** (aunque la entidad no dijo específicamente a cuál – o cuáles – y pareció estar todavía en una fase de estudio). Esto es compatible con el enfoque mencionado líneas arriba. Con Sturzenegger la variable intermedia objetivo era la tasa de interés (se fijaba un rango de tasas y, por ende, los agregados monetarios variaban todo lo que fuera necesario para que las tasas se mantuvieran allí). **Si ahora el crecimiento de los agregados importa, la situación se invierte. Serán las tasas de interés las que deberán moverse, subirán o bajarán lo que se precise, y en consecuencia habrán de ponerse el sayo de una mayor volatilidad.**

#### **¿Cuál será el impacto de la crisis en términos de economía real?**

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) que publica el Indec marcó una retracción de 0,9% en abril a caballo de una caída de 30% de la actividad del agro. Pero si se excluye el efecto de la sequía, la economía todavía crecía a un ritmo interanual de 2,8%. **Es recién en mayo que la crisis cambiaría pasa factura (y según los guarismos privados todavía con una merma atenuada). Todo se agravó en junio con un frenazo en seco.**

**Una recesión es hoy el escenario más probable**, casi imposible de esquivar, aunque su magnitud dependerá en mucho de cómo se logre estabilizar las variables financieras – y con qué rapidez - ya que es factible todavía mitigar el daño si se evitan cortes en las cadenas de pago y accidentes crediticios serios, y si las medidas defensivas del sector privado – como el freno preventivo en decisiones de gastos, pagos, contrataciones e inversión – se descongelan ante una menor incertidumbre (aunque sea a un nivel de compromiso más bajo que antes de la crisis).

**Se sabe cómo se entra a la recesión, pero no cómo ni cuándo se sale. Toda proyección de crecimiento promedio inferior a 1,3% en rigor encubre un pronóstico de retracción medido entre puntas (ya que 1,3% es el arrastre estadístico que dejó el final vigoroso de 2017).** La proyección de crecimiento de 2% que utiliza el presupuesto 2019 es, por la misma razón, un número a priori muy robusto. En nuestro escenario más probable la economía debería recuperarse recién a comienzos del año próximo y con menor vigor, a una tasa, probablemente, de no más de 1% /1,5%.

**Tampoco es fácil pronunciarse con asidero acerca de los niveles de inflación. Menos que menos hasta tener una idea más precisa de los alcances del shock cambiario y cómo se resolverá una larga lista de asignaturas pendientes. ¿Qué pasará con las tarifas y la política de energía?** El gobierno desmintió su voluntad de aplicar **retenciones al campo**, pero deberá negociar con la oposición temas fiscales importantes – como el próximo presupuesto – y la oposición abogará por gravar a los sectores que se beneficiaron por la devaluación (al parecer, sin registrar el percance de la sequía ni los bajos precios de la soja, hoy en los mínimos de nueve años). **¿Qué sucederá con la reforma tributaria y las reducciones previstas en los impuestos a los sellos e ingresos brutos** que los gobernadores quieren posponer? Por último, **¿cómo continúa la saga de las paritarias?** En el sector privado, si la vieja pauta implícita de ajuste de salarios era el 15% hoy parece haber migrado al 25% (con la venia del gobierno). Y es una incógnita lo que sucederá con la negociación salarial del sector público (donde habrá una recomposición presumiblemente módica).

La inflación de 2018 es un pronóstico inestable, en constante ascenso. Lo que se preveía en 15% en junio de un año atrás ahora es el doble. Pero todavía nadie le ha puesto el cascabel al gato. **Y en función de lo que se decida en los ítems citados puede inclusive rebasar el 32% que obligará a consultar con la Junta Ejecutiva del Fondo para poder liberar los desembolsos pactados.** Para 2019 el presupuesto prevé una inflación minorista de 17% que luce – a esta altura – como muy audaz (en realidad repite la meta con el FMI). Esperar un 20% ya sería una muestra de optimismo sin dejar de ser realista (con los datos hoy disponibles).

#### **Del gradualismo original a un gradualismo asistido**

La dinámica de la política económica cambió. **Del gradualismo que financiaban los mercados hemos pasado a un gradualismo asistido – alimentado por el FMI – que proporcionará una financiación mucho más acotada** (y por ende obligará a acelerar los tiempos del ajuste y a tratar de recuperar el acceso de la Argentina a los mercados de deuda). Los mercados fueron relajados en la aplicación de disciplina. Prestaron en 2016 y 2017 en cantidades generosas (no sólo al soberano sino también a provincias y empresas) sin hacer grandes cuestionamientos sobre la velocidad del ajuste de los desequilibrios (sobre todo, una vez que tuvieron claro el buen resultado probable del gobierno en las urnas). Este año, sin preaviso, cambiaron de postura, y, en tiempo brevísimo, cerraron la canilla de nuevos fondos (y están reduciendo su exposición neta a medida que se producen vencimientos y no los renuevan). **Mientras antes el gobierno decidía y ejecutaba sus políticas a su criterio sin interferencias, ahora hay un nuevo jugador en la mesa de las decisiones, que tiene voz y la llave del dinero fresco y que prestó contra la condicionalidad de un programa específico. Obligará a otra gimnasia.**

Cada tres meses, el FMI revisará el cumplimiento del programa y en caso favorable habilitará el desembolso de una nueva cuota de la asistencia (cada una, por un valor equivalente en dólares a los 3 mil millones). Esto introduce una novedad. Cada trimestre se deberá rendir un examen, y el gobierno estará en capilla si existieran dudas sobre la existencia de desvíos que pudiesen trabar o demorar la liberación de los fondos. Queda claro que si estos parciales se reprueban (o si se instala esa creencia de antemano) los mercados pueden disparar algún episodio de renovada turbulencia financiera. **El gobierno tendrá un revisor externo de sus cuentas**, algo que tampoco existió en 2016 y 2017 y que acotará sus márgenes de acción.

Tabla 1. Argentina: programa de revisiones y desembolsos

Disponible a partir de	Monto del desembolso		Condiciones (1)
	Millones de DEG	% Cuota	
20 de Junio 2018	10.613,71	333%	Aprobación del acuerdo
15 de Septiembre 2018	2.063,78	65%	Primera Revisión y criterios de fines de Junio de 2018
15 de Diciembre 2018	2.063,78	65%	Segunda Revisión y criterios de fines de Septiembre de 2018
15 de Marzo 2019	2.063,78	65%	Tercera Revisión y criterios de fines de Diciembre de 2018
15 de Junio 2019	2.063,78	65%	Cuarta Revisión y criterios de fines de Marzo de 2019
15 de Septiembre 2019	2.063,78	65%	Quinta Revisión y criterios de fines de Junio de 2019
15 de Diciembre 2019	2.063,78	65%	Sexta Revisión y criterios de fines de Septiembre de 2019
15 de Marzo 2020	2.063,78	65%	Séptima Revisión y criterios de fines de Diciembre de 2019
15 de Junio 2020	2.063,78	65%	Octava Revisión y criterios de fines de Marzo de 2020
15 de Septiembre 2020	2.063,78	65%	Novena Revisión y criterios de fines de Junio de 2020
15 de Diciembre 2020	2.063,78	65%	Décima Revisión y criterios de fines de Septiembre de 2020
15 de Marzo 2021	2.063,78	65%	Onceava Revisión y criterios de fines de Diciembre de 2020
15 de Junio 2021	2.063,71	65%	Doceava Revisión y criterios de fines de Marzo de 2021
<b>Total</b>	<b>35.379</b>	<b>1110%</b>	

(1) Además de criterios de evaluación periódicos, las condiciones incluyen criterios continuos de evaluación

Fuente: Carta de Intención con el FMI.

Es importante entonces que el programa del Acuerdo se haya inspirado en el plan fiscal del gobierno, aunque acelerando sus tiempos de concreción. En ese sentido, es una ventaja para arrancar con el pie derecho que la meta de 2018 - un déficit primario de 2,7% del PBI - sea la misma que la meta revisada que se había propuesto la Administración Macri antes de acudir al FMI.

La exigencia será considerablemente mayor el año próximo. No sólo porque habrá que recortar el desequilibrio a 1,3% del PBI sino porque debe ocurrir en un año de competencia electoral (que definirá al dueño del próximo mandato presidencial). El esfuerzo fiscal neto de 1,4% del PBI se divide en 1% de rebaja de gasto público y 0,4% de aumento de ingresos tributarios. Hay que tener presente que el gasto social (que es el 60% del presupuesto) no solo está indexado, sino que crecerá por encima de la inflación. Los recortes brutos de gasto serán entonces mucho más voluminosos que la cifra neta de 1% del PBI. Y no hay que olvidar tampoco que la recaudación es sensible al nivel de actividad económica con rezago. La recesión de 2018, aunque revertida en 2019, será un factor adverso extra en la tarea de aumentar los ingresos públicos.

Ello nos lleva naturalmente al terreno de la política. **Será muy arduo alcanzar las metas del programa con el FMI sin un umbral mínimo de cooperación por parte de la oposición.** Y esa misma oposición es la que querrá competir con Cambiemos el año próximo, y a diferencia de lo que acontecía pocos meses atrás, ha vuelto a ver sus chances acrecentadas tras la crisis y la pérdida de reputación que sufrió el gobierno. **¿Será posible cooperar y competir?** Hay una **base racional para llegar a un acuerdo entre gobierno y oposición** que permita cumplir el programa y no perjudique las posibilidades de las partes en las urnas. La oposición puede facilitar la aplicación del plan de ajuste que habrá de conducir el gobierno (dejando expresa constancia que se trata de un deber de responsabilidad y asentando sus diferencias de opinión en las políticas elegidas). **Hacer el trabajo sucio provocará un desgaste, quiérase o no, del gobierno ante la opinión pública (y por eso mismo no se había hecho hasta ahora).** Y si ese desgaste prevalece, si los beneficios de ajustar son escasos o se demoran, la oposición podrá sacar provecho en las urnas (y, como quien no quiere la cosa, de rebote, recibir un país "ajustado" que pueda luego gobernar sin el lastre de una pesada herencia).

Lo que queda claro es que los grados de libertad se han reducido. No cumplir con el Acuerdo, y no tener acceso a los mercados, sería un salto al vacío. Si esto es así, y así es, no hay mejor política que tratar de ejecutar la faena de la mejor manera posible. **Quizás en el pasado transmitir esa voluntad hubiera alcanzado para distender las condiciones financieras en el acto. No será igual ni tan rápido.** Como se dijo la desconfianza es profunda, lo que era luna de miel ahora es frustración (y quebranto considerable), la situación internacional es más complicada, las tasas de interés en el mundo son más altas. **Los gestos, los anuncios, las promesas son bienvenidas, pero ya no producirán la magia instantánea de otrora.** Habrá que hacer el delivery efectivo para recobrar la credibilidad perdida y para poder remontar la cuesta sobre una base firme.

LOS DATOS PROPORCIONADOS POR ARGENFUNDS SON BRINDADOS CON PROPÓSITOS INFORMATIVOS. LOS MISMOS NO CONSTITUYEN OFERTAS DE NINGUNA NATURALEZA, SUGERENCIAS, NI RECOMENDACIÓN PARA COMPRAR O VENDER ACCIONES O TÍTULOS VALORES, U OPERAR EN EL EXTERIOR. SU OBJETO ES INFORMAR A LOS INVERSORES SOBRE EL MERCADO BURSÁTIL Y SOBRE LAS COMPAÑÍAS QUE COTIZAN EN BOLSA. TODA LA INFORMACIÓN PUBLICADA VINCULADA CON LOS PRODUCTOS Y SERVICIOS QUE OFRECE ARGENFUNDS, PODRÁ SER MODIFICADA SIN PREVIO AVISO. ARGENFUNDS NO SE RESPONSABILIZA POR LA EXACTITUD O INTEGRIDAD DE LOS MISMOS. EL DOCUMENTO FUE REALIZADO UTILIZANDO INFORMACIÓN PÚBLICA OBTENIDA DE FUENTES CONSIDERADAS CONFIABLES. POR TAL MOTIVO LA VALIDEZ DE LA INFORMACIÓN NO FUE VERIFICADA. ES CONDICIÓN ESENCIAL DEL SERVICIO QUE ARGENFUNDS PONE A SU DISPOSICIÓN, QUE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE SEA UTILIZADA EN FORMA LÍCITA Y DE ACUERDO CON LOS PRESENTES TÉRMINOS Y CONDICIONES. ARGENFUNDS NO SERÁ RESPONSABLE DE LOS DAÑOS O PERJUICIOS QUE EL USUARIO PUDIERA SUFRIR DERIVADOS DEL ACCESO, USO O MALA UTILIZACIÓN DE LOS CONTENIDOS, NI POR EVENTUALES DAÑOS PATRIMONIALES. ASIMISMO, NO GARANTIZA LA VERACIDAD O VIGENCIA DE ESA INFORMACIÓN, NI QUE DICHA INFORMACIÓN NO HAYA SIDO ALTERADA. ARGENFUNDS PROHÍBE LA COPIA, DUPLICACIÓN, REDISTRIBUCIÓN, COMERCIALIZACIÓN O CUALQUIER OTRA ACTIVIDAD QUE SE PUEDA REALIZAR CON LOS CONTENIDOS, AUN CITANDO LAS FUENTES, SALVO CONSENTIMIENTO EXPRESO DE ARGENFUNDS. EN LOS CASOS EN QUE SE AUTORIZA, EL USUARIO DEBERÁ CITAR AL AUTOR Y NO PODRÁ MODIFICAR ESTE MATERIAL. DERECHOS DE AUTOR: LA INFORMACIÓN CONTENIDA PUEDE SER PROPIEDAD INTELECTUAL DEL TITULAR, DE LOS PROVEEDORES DE INFORMACIÓN O DE UN TERCERO. CON REFERENCIA A LOS FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN ESTÁN SOMETIDOS A VARIACIONES EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS QUE PUEDEN AFECTAR SU RENDIMIENTO. LOS RENDIMIENTOS PASADOS DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN NO GARANTIZAN EL DESEMPEÑO FUTURO DE LOS MISMOS. NOTA: ESTE MENSAJE ESTÁ DIRIGIDO A SU DESTINATARIO ÚNICAMENTE. EL MISMO PUEDE CONTENER INFORMACIÓN CONFIDENCIAL AMPARADA COMO TAL POR LEY (LEY DE LA REPÚBLICA ARGENTINA N.º 25.326, 26.388 Y SUS NORMAS MODIFICATORIAS Y COMPLEMENTARIAS). SI USTED NO ES EL DESTINATARIO DE ESTE MENSAJE, NI LA PERSONA RESPONSABLE DE ENTREGAR EL MENSAJE A SU DESTINATARIO, QUEDA USTED NOTIFICADO DE QUE ESTE MENSAJE DEBE SER DESTRUIDO Y NO DEBE DISTRIBUIRSE. COPIA ESTE MENSAJE SI USTED HA RECIBIDO ESTE MENSAJE POR ERROR, POR FAVOR NOTIFIQUE AL AUTOR.