

La Argentina al borde de la crisis de nervios. Qué hacer para dejar de correr detrás del tipo de cambio

¿Qué es lo que falta: plata, plan o liderazgo?

La corrida cambiaria no se detiene. Avanza a los saltos. De 18 pesos por dólar a 20 entre fines de 2017 y principios de año. De 20 a 25 cuando obligó al Gobierno a buscar un acuerdo con el FMI a manera de calmante urgente. De 25 pesos a 29/30, una vez firmado el acuerdo y efectuado el desembolso original de 15 mil millones de dólares. En esa encrucijada, Federico Sturzenegger debió ceder el timón del Banco Central a Luis Caputo, pero la presión no aflojó. No es cuestión de nombres. Es verdad, como toda escalera la corrida intercala peldaños y esporádicos descansos a costa de intervenciones que, al final, se prueban una y otra vez impotentes. Sin embargo, la tendencia no revierte. La trepada continúa. Y ahora lanza otra embestida – con el mismo vigor de los primeros días – que empuja la vara del dólar por encima de los 34 pesos.

¿Cuál es el límite? Cada dique de contención, cada barrera que pudiera parecer lógica o natural, fue desbordado. ¿Hay atraso cambiario, acaso?

El BCRA de Sturzenegger aseguraba en marzo, por escrito en los comunicados oficiales, que el tipo de cambio de 20,25 pesos era el fruto de una interrupción del mercado cambiario. Y de ahí que el banco central interviniese. El índice Big Mac – un modelo simple de paridad de poder adquisitivo que coteja los valores internacionales de la famosa hamburguesa– sostenía en julio que el tipo de equilibrio con el dólar estaba en 13,61 pesos (lo que parecía demasiado bajo) o en 17,61 pesos (si se usa el Cuarto de Libra de la cadena Mc Donald's). Si la referencia fuese el valor promedio de una serie histórica prolongada, el tipo de cambio de 30 pesos luce – a esta altura - como un valor muy razonable. **La corrida, pues, ya no corrige atraso cambiario** como pudo ser el caso en su fase inicial. Ahora fabrica el desfase opuesto, foguea el adelanto cambiario. Es decir, recorre la senda de la exageración con redoblado entusiasmo.

La **cuenta de capitales** es la llave detrás del giro de 180 grados. En 2016-2017 las grandes entradas de capitales presionaron a favor de un atraso cambiario (en relación con una noción de equilibrio de largo plazo que es una construcción teórica inobservable, y por eso, siempre discutible). Sabemos que se cortó el acceso a los mercados internacionales de deuda, y que los argentinos, en los primeros siete meses del año, acumularon (o "fugaron") 20 mil millones de dólares en activos externos netos. Mudaron los vientos, y ahora lo que prevalece es la contracorriente. Y no hay que menospreciar estos virajes de sentimiento y portafolios. Recordemos que cuando estalló la convertibilidad en 2001, la relación 1 a 1 encubría un atraso cambiario de 25%/30%. El tipo de cambio nominal, sin embargo, saltó a una ratio 4 pesos a 1. Fue una tremenda exageración, que más tarde se desinflaría a 2,40 (con una inflación no mucho mayor del 60%). Está claro que habrá que trabajar para ponerle freno al "overshooting", urge oponerle una línea de resistencia sólida a la corrida (y así evitar daños mayores, en los mercados y en la economía real).

La corrida se exagera. **¿Falta dinero?** No se puede tapar el cielo con las manos. Las necesidades financieras del soberano no están cubiertas hoy para el año próximo. Y eso motoriza el pesimismo. Show me the money? **El presidente Macri, sin embargo, anuncia que acordó con el FMI adelantar los desembolsos del programa trianual para poder así asegurar por completo el financiamiento de 2019, y la respuesta a la "bala de plata" trasunta mayor escepticismo aún.** Ni siquiera las ventas de dólares del BCRA aplacan la ira. El dólar se desboca, se desbarrancan bonos y acciones y los mercados en picada se "comen" el anuncio como pirañas.

Si hay un programa con el FMI, si existe un compromiso de cumplimiento de las metas fiscales (avalado por año y medio de sobrecumplimiento efectivo de las metas de arrastre), si el FMI se demuestra flexible y se aviene a cubrir los eventuales baches financieros, ¿qué es lo que falta? Ya no es sólo un problema de plata. Falta confianza, claro. **Falta un plan creíble que vaya más allá del acuerdo con el FMI, y, sobre todo, falta el liderazgo de una conducción convincente.** No sirve tampoco que el presidente se desgaste ejerciendo las funciones propias de un ministro de Economía. Pero alguien debe ocupar ese espacio, máxime en momentos de crisis e incertidumbre pico.

Hay que hacer los deberes. Esto no se arregla (sólo) con plata.

Y encima plata no tenemos. **Y si nos la adelantan, ¿quién asegura que la corrida no se la va a chupar, más tarde o más temprano**, como se están evaporando los 7500 millones de dólares del desembolso original destinados a intervenir en el mercado sin resultados palpables?

Recordar el “blindaje” de 2000. Demoró el desenlace de la crisis, pero no pudo evitarla. Y eso que – a priori – cubría con holgura “todas” las necesidades del programa financiero.

La Argentina es como una bañadera sin agua, a la que le podemos agregar mucha liquidez, pero que no logra retenerla – ni lo hará – si no colocamos un tapón que la contenga.

Un problema es que falta plata, pero, otro, no menor a esta altura, es que tampoco hay confianza en un plan que detenga la fuga de capitales, y consiga retenerla.

El plan no puede estar basado en lo que nos falta, necesitamos contención ya. Y hay que usar los muchos elementos que se tienen a mano, y son piezas sueltas sin conexión entre sí. Pero conviene apurarse porque las fortalezas de hoy están también expuestas a la corrosión creciente de la incertidumbre.

El modelo para armar

En principio, tenemos un acuerdo con el FMI que está basado, esencialmente, en el cumplimiento de un **programa fiscal** que apunta a reducir el déficit primario (y hacerlo desaparecer en 2020). Desde ya que hay que cumplirlo a rajatabla. Pero también es cierto que **el cumplimiento de las metas fiscales – que ya viene de 2017 – no ha logrado impedir ni frenar la corrida**. Un ajuste muy exigente en un año electoral y en condiciones recesivas siembra dudas. Y ellas no se van a despejar ahora; sino a medida que se despliegue el año próximo. A lo sumo, si se consigue acordar con la oposición un presupuesto 2019 creíble se sumará otro paso en la dirección correcta (pero nadie puede asegurar que ello provea un respiro en los mercados).

Un plan eficaz debería proveer resultados significativos de manera rápida. **Si el adecuado cumplimiento de la regla fiscal se percibirá sólo en el tiempo sería muy importante establecer una regla monetaria compatible con el plan fiscal (y la flotación del peso)**. Dicha regla podría establecerse con claridad y convertirse en el mojón, o la referencia, para evaluar la marcha de un plan consistente con la estabilidad cambiaria y de precios. **Y eso se puede poner en marcha ya con una lectura en tiempo real muy poderosa y a contramano del frenesí que se observa en los mercados de cambios y activos financieros**. Y ya dijimos, se necesita que el mercado detecte la consistencia de un tapón (en función de las reglas fiscal y monetaria, no hablamos de ningún dispositivo forzoso de cepo o candado).

Hay que tener en cuenta que el acuerdo con el FMI ya dispuso el corte absoluto de la financiación del BCRA hacia el Tesoro. Y hay que poner de manifiesto la importancia de contar con un sistema financiero con un patrimonio sólido, bajas tasas de morosidad (que irán en aumento, pero desde un umbral irrisorio) y que conserva y acrecienta sus depósitos en pesos y dólares. **O sea, tampoco el BCRA necesita asistir al sistema financiero**. Es verdad que la reducción del stock de Lebac (en poder de los no bancos) implica una expansión de base monetaria (que desaparecerá hacia fin de año) pero **que puede absorberse parcialmente por otras vías (como la colocación de Letras del Tesoro o ventas de divisas) y así dosificarse de manera conveniente en el corto plazo**.

Ahora bien, si el BCRA no va a emitir para financiar al Tesoro ni a la banca y lo hará sólo para cancelar una fracción declinante de las Lebac sería perfectamente factible establecer una regla monetaria (a nivel de base monetaria, base monetaria amplia incluyendo Leliqs o cantidad de dinero – M1 o M2 -) que opere como un corsé restrictivo y le ponga límite a la exuberancia negativa que irradian los mercados golpeados por la crisis.

No hay que olvidar que a los dólares no los regalan, que hace falta contar con más de treinta pesos para adquirir uno. Y que, por ende, si estamos convencidos de que lo que faltan son dólares; por añadidura, también debemos concluir que lo que sobran son los pesos. No tenemos la máquina de fabricar dólares, menos en el acto (nuestro sector exportador – y una buena cosecha en ciernes – nos van a acercar algunas divisas más el año próximo), **pero sí tenemos control sobre la canilla de los pesos. Y la regla monetaria debería cerrarla**. No necesariamente por completo. La regla podría ser que la emisión crezca a un ritmo menor que la inflación meta (y que la devaluación actual del peso), y, por ende, debería servir como señal y aviso de que la cantidad de dinero no convalidará la fiebre cambiaria.

Por supuesto, en la actualidad, la demanda de pesos está cayendo y complica el panorama. Pero ello no durará por siempre, y la regla monetaria bien podría calibrarse para compensar sus efectos.

¿Se frenará la corrida por esta regla simple? Lo lógico sería que se la relativice. Pero no se la podrá ignorar si se la mantiene en el tiempo. Más aún, el overshooting cambiario y la exageración del castigo que sufren bonos y acciones deberían darle mayor capacidad de impacto a su aplicación.

Entendamos también que una regla monetaria restrictiva – que aumente la cantidad de dinero menos que su demanda – es también una forma viable de fabricar dólares por la ventanilla de la balanza de pagos. Esto es, si en vez de sobrar pesos, faltasen por una oferta demasiado amarreta.

Pero aún queda otra herramienta más. Si se examinan los depósitos oficiales en la banca, salta a la vista una acumulación extraordinaria de saldos a la vista y a plazo fijo. Suman más de 820 mil millones de pesos (un 70% de la base monetaria). Es como si el Tesoro se estuviera prefinanciando en pesos para atender sus vencimientos en un período excepcionalmente prolongado. **Si una porción de esos saldos – los que están colocados a plazo fijo son 450 mil millones de pesos (que es 3,5 veces su nivel a comienzos de año) - se aplicaran para achicar base monetaria (por ejemplo, cancelando Adelantos Transitorios) se podría hacer aún más potente la regla monetaria en su implementación inicial**, y todo simplemente apelando a recursos que el sector público ya tiene (y que mantiene sin utilización). Alternativamente esos recursos podrían encajarse en mayor proporción y reducir el tamaño del multiplicador bancario y provocar el mismo efecto en las mediciones de M1 o M2 privados.

Vale registrar que mientras la corrida se desata casi sin impunidad, el gobierno no atina a darle una respuesta satisfactoria, y cunde un manto de incertidumbre más espeso, **la situación de fondo, siendo delicada, tiene elementos disponibles que permiten montar una línea efectiva de defensa**. Están a mano las piezas del modelo para armar, a partir del doble cumplimiento de una regla fiscal y otra monetaria, tarea que debería ponerse en marcha cuanto antes para regresar a un sendero menos destructivo, y más predecible. Y ello debe encararse consiga el gobierno el dinero que busca o no, ahora o con demora, porque se lo necesitará en cualquiera de dichos escenarios.

www.argenfunds.com.ar

Equipo de Estrategia y Research - Argenfunds

Olga Cossettini 831 Piso 2 - C1107CDB
CABA, Puerto Madero - Argentina

+5411 4311-0450
Fax: +5411 4311-0309

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 ESTÁ ESTRICTAMENTE PROHIBIDO DIVULGAR, DISTRIBUIR O COPIAR ESTE MENSAJE. SI USTED HA RECIBIDO ESTE MENSAJE POR ERROR, POR FAVOR INMEDIATAMENTE PROCEDA A NOTIFICAR AL REMITENTE POR E-MAIL O POR TELÉFONO Y A ELIMINAR EL MENSAJE ORIGINAL DE SU SISTEMA.