

21 de enero de 2019

### Un 2018 para el olvido, ¿Qué esperar para 2019?

Nuestro país sufrió el peor año económico y financiero desde la crisis del 2009. A los desequilibrios macroeconómicos que arrastrábamos, se le sumó la sequía, la reversión en los flujos financieros globales y la impericia del Gobierno para contrarrestar la crisis. Todo esto provocó un combo letal para el 2018. En varios de nuestros *Resúmenes* de fines del año pasado y principios de este año prevenimos sobre las excesivas valuaciones del mercado accionario argentino y norteamericano. Desde el 2017 señalamos los riesgos de las Lebac (en las carteras con objetivo dólar) dado el atraso cambiario y el déficit externo. Mirando los números de la macro y los múltiplos del Merval y el S&P, tomar ciertos recaudos era simplemente el camino natural. Pero en ningún momento, como intuyo que la mayoría, advertimos sobre un eventual desplome de las paridades de los bonos en dólares, el salto en el riesgo país y menos todavía sobre una crisis económica de esta magnitud. ¿En qué fallamos para no prevenir sobre los riesgos de un acontecimiento tan grotesco? Creo que en algo muy claro, lo que hace el error de pronóstico aún más triste.

Las economías que atraviesan déficits de cuenta corriente y lo cubren con deuda en dólares, básicamente tienen un gasto agregado por encima de lo que su ahorro doméstico puede soportar. Los déficits de cuenta corriente en economías emergentes son un hecho totalmente normal, pero el problema es la magnitud del déficit y la forma de financiarlo. No es lo mismo un déficit de cuenta corriente de dos puntos del producto financiado mayormente con inversión extranjera directa, que un déficit del 5% financiado con emisiones de deuda pública en el exterior.

Ruchir Sharma en su libro "El ascenso y la caída de las naciones", testea para cuarenta casos déficits externos del orden de 5% por un periodo de cinco años, concluyendo que un 80% de estos países terminan con una clásica crisis externa: fuerte devaluación, caída del salario real y profunda recesión que cierra a la fuerza el déficit externo. En nuestro caso, el mundo sólo nos esperó un año y medio, no cinco. La sequía y la fuerte reversión en los flujos de capital a nivel global adelantaron la corrección. Creo que este es el error fundamental que muchos minimizamos, suponer que el mundo nos iba a tener algo más de paciencia. El cambio institucional que el Presidente quiso instaurar en la agenda internacional claramente no fue suficiente como muchos pensábamos.

Hecha esta introducción y considerando que ya discutimos mucho sobre la pesada herencia del kirchnerismo y los errores de diagnóstico del equipo de Cambiemos al asumir, aprovecharemos el primer *Resumen Económico* del año para pensar lo que viene. Dado que es el primer *Resumen* advertimos que es un poco más largo que de costumbre.

### Imaginando un 2019 sin elecciones.

Supongamos por un momento y sólo con fines didácticos, que el año próximo no hay elecciones. Este supuesto nos servirá para analizar mejor los principales desafíos y desequilibrios de la economía argentina, antes y después de la crisis. Luego sobre el final regresamos a la realidad y analizamos las implicancias del año electoral en el precio de los activos.

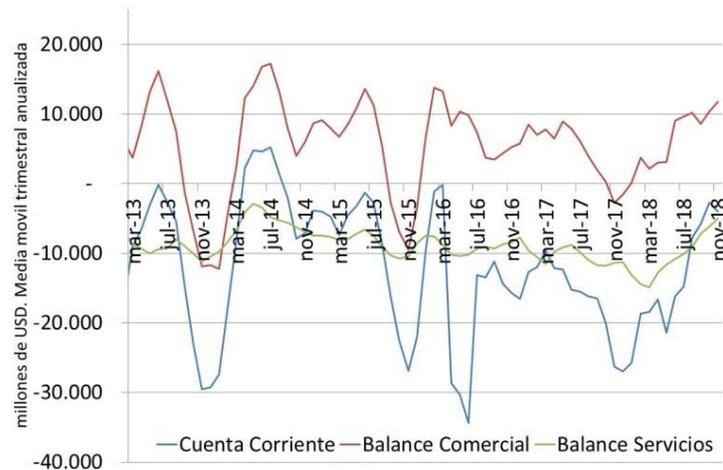
### El déficit estructural de dólares: la cuenta corriente y el atesoramiento

Como remarcamos, creo que la principal debilidad de nuestro país es su déficit externo, su incapacidad de producir dólares, sus famosos ciclos de marchas y contramarchas (stop and go). Durante la segunda mitad del siglo pasado los ciclos económicos de nuestro país fueron muy pronunciados y el crecimiento fue extremadamente pobre en relación al promedio mundial. La propia dinámica de crecimiento absorbe divisas que el país no produce y trae consigo un estrangulamiento externo y una crisis del balance de pagos. La crisis comienza con una devaluación y corrección del tipo de cambio, caída de salarios reales pero sobre todo los

salarios en dólares, mejorando las cuentas externas vía un desplome de las importaciones por la contracción de la actividad y, en bastante menor medida, cierta respuesta de las exportaciones.

En los últimos años la oferta de dólares creció gracias al aumento de la producción y la productividad del sector agropecuario. Sin embargo, la demanda de divisas parece insaciable. A la baja competitividad internacional del sector manufacturero (sobre todo la industria automotriz), en los últimos años se le agrega un egreso demencial por turismo, el déficit energético producto exclusivamente de la inoperancia kirchnerista y una demanda de atesoramiento constante que no tiene preferencias políticas y sólo busca cubrir poder adquisitivo.

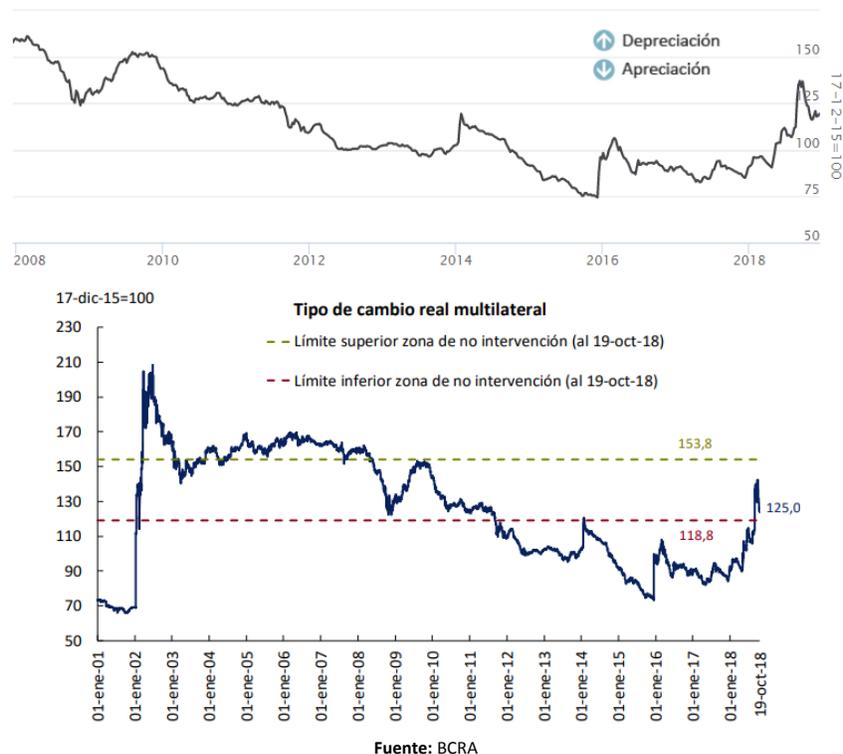
Miremos algunos datos del mercado cambiario (BCRA concepto percibido). En los doce meses previos al estallido de la crisis (junio 2017 a mayo 2018) la cuenta corriente cambiaria acumulaba un rojo promedio de U\$1.700 millones por mes. En los últimos cuatro meses (agosto a noviembre) el déficit promedio fue de U\$350 millones. Esta brutal reducción en el egreso de divisas se dio principalmente por dos motivos. En primer lugar, la recesión provocó una gran caída en las importaciones de bienes. En segundo lugar, se produjo una fuerte reducción en los egresos netos por turismo, que cayeron a menos de la mitad, de U\$900 millones a U\$400 millones por mes. Otro factor positivo fueron los datos de intercambio comercial de noviembre (INDEC concepto devengado), donde sobresale un auspicioso repunte en las cantidades exportadas.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance Cambiario BCRA

Mirando el gráfico, notamos como el déficit de la cuenta corriente se desplomó y esto se refleja en la calma durante las últimas semanas en el dólar. ¿Se terminó el problema? Para nada, esta rotunda baja en el rojo de las cuentas externas tenderá a acomodarse a medida que la recesión se suavice, comportamiento similar vimos con las devaluaciones y posteriores recesiones del 2014 y 2016. Ahora bien, cuando la actividad se ponga en marcha ¿Volveremos al insostenible agujero externo del 5% del PBI? ¿Qué podría ser diferente en el futuro?

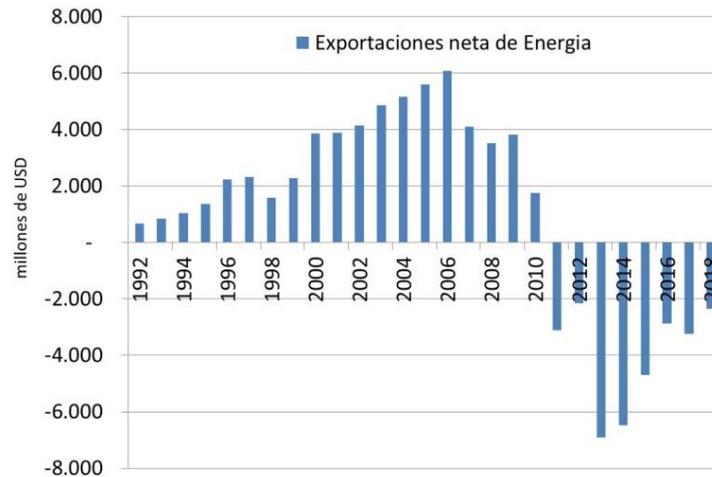
El primer punto para pensar que la película podría no repetirse es el tipo de cambio real. La devaluación acomodó la competitividad cambiaria varios escalones más arriba. El tipo de cambio es la única variable que influye en todas las partidas de la cuenta corriente, desde el turismo, sustitución de importaciones y a mediano plazo va a dinamizar ciertos sectores exportadores. Pasada la devaluación, es totalmente normal experimentar cierta apreciación real, ver unos meses donde los precios le ganan al tipo de cambio. Ahora bien, si volvemos a repetir el error del 2014 y 2016 de dejar apreciar el tipo de cambio real, la escasez de dólares tocará la puerta nuevamente. Una diferencia clave en este aspecto es que el nuevo régimen monetario, como explicaremos más adelante, prácticamente le pone un piso a la apreciación real. En el segundo gráfico, vemos como en el piso del rango de no intervención el tipo de cambio real se ubica en niveles de inicios de 2009. ¿Este es el tipo de cambio de equilibrio? No tengo la menor idea, pero sin dudas que es un tipo de cambio donde la cuenta corriente estará bastante más holgada en relación a los últimos 5 años.



Otro punto que podría ayudar a contrarrestar el déficit estructural de dólares es la energía. Cuando uno analiza los balances de las empresas productoras de petróleo y gas, el aumento en la producción de hidrocarburos no convencionales es sorprendente. Sólo por nombrar algunos casos como Tecpetrol en Fortín de Piedra, CGC en la Cuenca Austral, YPF en toda la Cuenca Neuquina, Chevron, Total, Wintershall, PAE, Pluspetrol y el reciente anuncio de Shell al club de los exploradores. La energía se transformó en un dolor de cabeza para las cuentas externas en la última década. Luego de alcanzar un superávit record de U\$6.000 millones en 2006, pasó a un déficit de casi U\$7.000 millones en 2013, nada menos que un aumento en las necesidades netas de divisas por U\$13.000 millones, algo así como 3 puntos del PBI. A medida que la producción de hidrocarburos se recupera (tight y shale gas principalmente) el rojo se está cerrando. Este año las importaciones netas serán menores a los U\$2.500 millones.

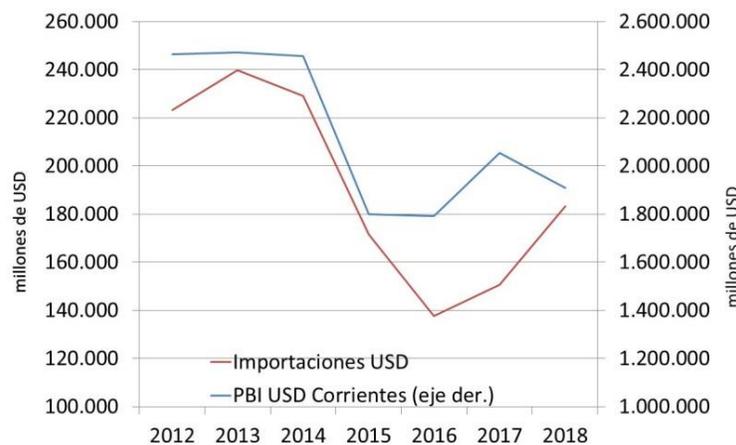
Las metas de la secretaria de energía para el 2023 son muy ambiciosas, como duplicar la producción de gas (a 260 MMm<sup>3</sup> por día) y petróleo (a 1 millón de barriles por día), lo que llevaría las exportaciones netas en 2023 a U\$15.000 millones. El ahora ex-secretario de energía solía ser, para mi gusto, demasiado optimista. Pero sólo considerando que en los próximos años el país vuelva a generar exportaciones netas, recordar que entre 1998 y 2008 ingresaban por año U\$4.000 millones en promedio, será un cambio importante para las necesidades de divisas. Dicho esto, la salida de Igaucel es otra decisión polémica del Gobierno, la verdad que a esta altura las macanas parecen más la norma que la excepción en el día a día de Cambiemos.

El desarrollo del sector está atado a los precios internacionales del crudo y el gas. Sin embargo, las mejoras en la eficiencia de las compañías es notable dado el fuerte aprendizaje de estos últimos años. Claro está que la devaluación y el acuerdo con los sindicatos petroleros también ayudaron a licuar costos en pesos. Tomemos el caso puntual de YPF. El costo en desarrollo por barril era de U\$16 en 2016, hoy ronda los U\$11. El costo operativo (OPEX) por barril era de U\$12 en 2016, hoy se ubica en U\$6. Datos muy esperanzadores para el futuro desarrollo en no convencionales. Sólo como otro dato cualitativo de los cambios en este sector, YPF firmó un convenio con Exmar Energy para producir y exportar gas natural licuado. La gestión anterior se comió divisas con las importaciones de GNL, caras y donde además hay una causa por sobreprecios.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Entre el 2011 y 2016 la economía de Brasil, principal destino de nuestras exportaciones industriales, presentó una contracción cercana al 2%, en principio media década pérdida. Desde nuestra perspectiva, la crisis fue muchísimo más costosa. La contracción económica se dio en simultáneo con una brutal devaluación de su moneda. Con lo cual, el PBI en dólares corrientes en dicho periodo cayó un 30%, la economía brasilera medida en dólares se contrajo casi un tercio, desplomando sus importaciones en U\$85.000 millones. Observando la cuenta corriente del gigante latinoamericano, parecería que gran parte del ajuste externo está hecho. Los pronósticos son más favorables para el futuro y las importaciones vienen recuperándose en los últimos meses, esta dinámica debería continuar. Las exportaciones del complejo automotriz crecieron este año un 28%, de las cuales aproximadamente dos tercios tienen como destino Brasil. Este complejo es uno de los sectores más demandantes de divisas del país, en 2017 los pagos netos por importaciones se llevaron U\$9.000 millones. En los últimos meses, producto de la recesión y cierta recuperación en las ventas a Brasil, el déficit bajó a menos de un tercio. Este es un sector clave para las cuentas externas, la recuperación en Brasil y el tipo de cambio real más alto van a ayudar a reducir el déficit, aunque rojo estructural continuará existiendo. El inicio del mandato de Bolsonaro es auspicioso para nuestro país. Sus medidas pro mercado en el corto plazo pueden dar cierto margen para que el real se aprecie, como vimos estos días, quitando presión sobre nuestro propio tipo de cambio.

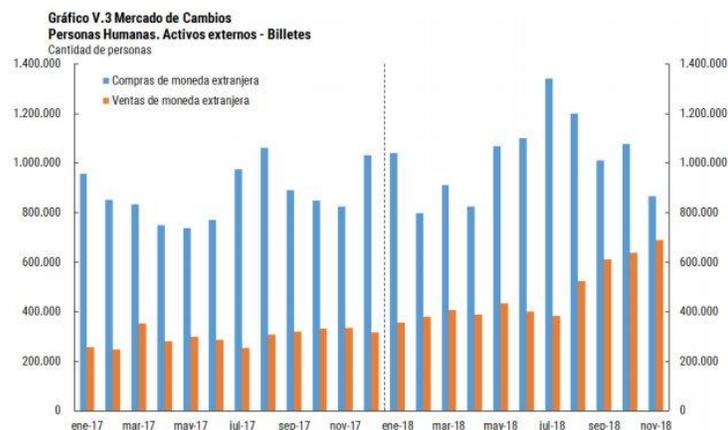


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCB.

Por último, quizás el problema estructural de divisas más importante de nuestro país, el atesoramiento del sector privado. En el largo plazo, la única forma de resolver la continua fuga de dólares vía atesoramiento es mediante la construcción de una moneda nacional de ahorro, y para esto es necesario acomodar varias variables. Una tasa de interés real en pesos positiva es una condición necesaria, en este punto la actual gestión

parece estar de acuerdo. Los pesos deben mantener el poder de compra para que los ahorristas decidan mantenerse en dicha moneda. Pero esto no es condición suficiente. El ahorrista local, en respuesta a las continuas devaluaciones, sistemáticamente mira su ahorro en dólares. Con lo cual, es clave reducir el riesgo de devaluación, cambiar la percepción de los ahorristas en cuanto al riesgo de un salto discreto del tipo de cambio. Para esto, el único camino es lograr lo que el resto de la región consiguió, estabilidad cambiaria e inflación de un dígito. No hay atajos, el camino es muy largo. ¿Qué está pasando en el corto plazo? La dolarización es una constante. En 2017, con boom de Lebac en la tapa de los diarios, la dolarización (formación de activos externos netos por parte del sector privado) promedió los U\$1.800 millones por mes. Este año en plena corrida, el promedio mensual creció por encima de los U\$3.000 millones. Es imposible que nuestra economía genere U\$20.000 millones al año sólo para financiar el atesoramiento. Una salida del estilo K sería poner otra vez el cepo, pero como bien aprendimos este remedio es peor que la enfermedad, el cepo también liquida la oferta no sólo la demanda de divisas. La otra salida sería financiarnos en dólares con un Caputo tocando las puertas de Wall Street como durante 2016 y 2017, este camino está completamente cerrado. Hay que buscar otros caminos.

Con la reciente estabilidad cambiaria, la formación neta de activos externos cayó en octubre a U\$1.160 millones y en noviembre U\$408 millones. Esta abrupta caída se debe básicamente a un efecto precio, dado que con los mismos pesos compro muchos menos dólares, y un efecto ingreso, que se explica por la caída de la capacidad de ahorro en pesos. Hay otro efecto que también está pesando fuerte que es la suba en la tasa de interés activa. Muchas empresas y personas físicas se están deshaciendo de dólares en lugar de buscar o renovar financiamiento en pesos. Como se ve en el siguiente gráfico, hay una reducción en el número de personas que compran billetes, mientras que la cantidad de personas que vende creció muy fuertemente.



Fuente: Informe Evolución del Mercado de Cambios Nov-18 BCRA

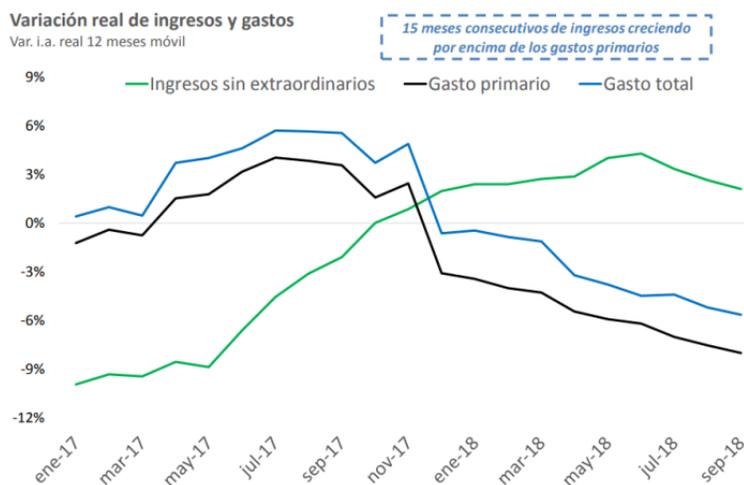
En resumen, la devaluación y recesión provocaron una brutal caída en la demanda de divisas, tanto por turismo, importaciones de bienes como por atesoramiento. El salario en dólares es hoy un 50% más bajo que a finales de 2015. Esta es la principal explicación de porqué sin intervención del BCRA ni del Tesoro el tipo de cambio se mantiene más cerca del piso que del techo de la banda. ¿Cuándo la economía se normalice, volveremos a tener la escasez crónica de divisas? Seguramente. ¿Esta escasez nos llevará a tener déficit de cuenta corriente del 5%? No, básicamente porque ese financiamiento no está disponible para nuestro país. ¿Entonces sólo se ajusta el sector externo por recesión? Tampoco. Como mencionamos, gran parte del déficit externo se explicó en los últimos años por el atraso cambiario y el déficit energético. Creo que uno de los mayores aprendizajes de esta década perdida debería ser que las consecuencias del atraso cambiario, tarde o temprano, se terminan pagando. Como veremos remarcaré, el piso al tipo de cambio real del nuevo régimen evitaría que la brusca apreciación de los últimos años se repita. La contracara de mantener el tipo de cambio real no es otra cosa que evitar un aumento del salario en dólares, justamente la principal arma electoral para los Gobiernos de turno en nuestro país. Volveremos sobre este punto en el final.

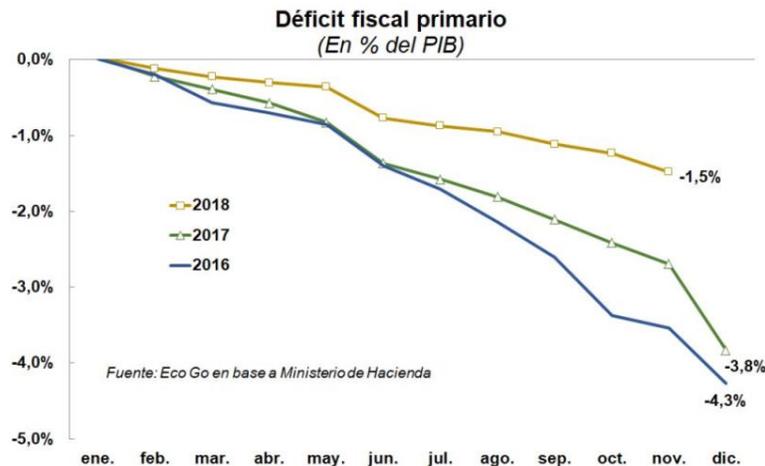
## Las Cuentas Fiscales

Durante el último mandato del Frente para la Victoria el gasto creció consistentemente por encima de los ingresos, creando un brutal agujero fiscal. Cambiemos, por su parte, el principal esfuerzo fiscal que hizo en su primer año y medio fue subir las tarifas, esfuerzo de vago. Otra parte de la mejoría en los números fiscales se las traslado a las provincias. En el inicio de Cambiemos se avanzó en la devolución del 15% de la masa coparticipable correspondiente a los déficits previsionales entre 2006 y 2015, primero con tres provincias a partir del fallo de la Corte Suprema (por “casualidad” a fines del 2015 fue el fallo de la Corte de Lorenzetti) y el resto tras un acuerdo con las provincias. Entre 2016 y 2018 se transfirieron a las provincias fondos equivalentes a 1,5% del producto. Este fue un esfuerzo fiscal no menor, los números fiscales de la Nación se vieron más comprometidos a costa de una mayor holgura fiscal de las provincias, que cerrarán este año con superávit primario (en el agregado será positivo y casi todas mostrarán superávit). En los próximos dos años todavía quedan dos cuotas del 3% (salvo para Córdoba, Santa Fe y San Luis que ya recibieron el 15%), con lo cual las provincias mostrarán mayor holgura contra el ajuste de la Nación.

Fuera de estos dos puntos, no tocó prácticamente el resto del gasto. Es más, inexplicablemente concedió beneficios fiscales que nadie le pedía. Luego de la devaluación de diciembre 2015 y la eliminación de las retenciones al trigo, girasol y maíz, fundamentales para promover la diversificación de la siembra, redujo las retenciones a la soja y eliminó las retenciones a la minería. Estas dos últimas medidas tuvieron un evitable costo fiscal. A esto se le suma la reparación histórica a los jubilados, prácticamente un capricho presidencial que comprometió más aun los números fiscales.

Dicho esto, la mejoría en los últimos trimestres es notable. En los gráficos se ve como por quinto trimestre consecutivo los gastos crecen por debajo de los ingresos. Mantener esta dinámica es clave para la reducción del rojo fiscal. El Gobierno arrancó demasiado tarde, pero arrancó. En el medio de la tormenta perdemos relevancia de la corrección fiscal en curso. El año próximo la meta del déficit primario es cero, por primera vez en diez años el país tendría equilibrio primario. Este año el Tesoro se encuentra muy encaminado a cumplir con la meta del 2.7% de déficit y tener margen para reducir la deuda flotante a un mínimo para el 2019. Del ajuste de 2.7% para el 2019, el 60% es vía aumento de impuestos, básicamente retenciones. El acuerdo con el FMI da algún margen de “incumplimiento” por el 0.6% del PBI aproximadamente.

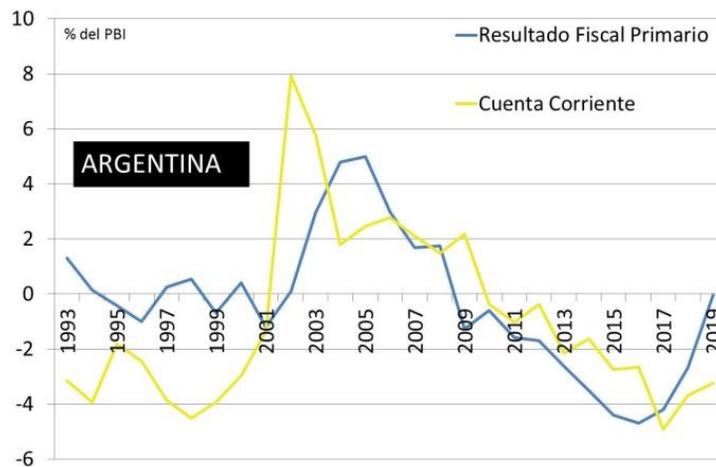




Fuente: Presentación Seguimiento Resultado Fiscal III-Trim y EcoGo vía @JuanPaolicchi.

Más allá que el resultado fiscal termine siendo cero o algo mayor, esto dependerá de cómo se recupere la actividad, la convergencia a números fiscales más sanos es un punto de vital importancia para la estabilidad de nuestra macroeconómica, por varios motivos.

- Volvemos a la cuenta corriente. El déficit externo simplemente refleja un gasto agregado por encima del ahorro. La economía tiene sólo dos sectores, el público y el privado. Con lo cual, la indisciplina fiscal acrecienta la escasez de dólares. En el gráfico a continuación, vemos como en los últimos años el resultado fiscal del Gobierno colaboró en forma importante con el agujero externo. Unas finanzas públicas más sanas conllevan una cuenta corriente más equilibrada (sin entrar en causalidades) y esta última a una mayor estabilidad.



Fuente: Elaboración propia en base a WEO FMI.

- El déficit fiscal se financia de tres formas. Colocando deuda, emitiendo o consumiendo ahorro previo. Dado el pequeño mercado de capitales y el escaso ahorro local, sólo podemos financiar el déficit tomando deuda externa o emitiendo. Ambos mecanismos de financiamiento, ya sea por apreciación nominal, mayor inflación o una combinación de ambas, atrasan el tipo de cambio real.
- A mayor déficit fiscal, mayor programa financiero. Con lo cual, cada año debemos volver a rezar que alguien esté dispuesto a refinanciarnos. Cuanto más importantes son las necesidades, más complejo y caro resulta buscar fuentes. Dado el tamaño del sector público, este termina aspirando fondos locales e internacionales y complicando el fondeo del sector privado (efecto crowding out).

- El contexto global es extremadamente incierto. Si bien las tasas continúan en bajos niveles, estamos saliendo del experimento monetario más grande del último siglo. Contar con una mayor independencia financiera es fundamental para la estabilidad.
- Tenemos probablemente el peor curriculum vitae del mercado de deuda global. Somos incumplidores seriales. La paciencia del inversor de renta fija externo es muy escasa con nosotros y el stock de bonos argentinos es lo suficientemente grande para el apetito global.
- El déficit fiscal dificulta directamente la política monetaria. Cuando el Banco Central transfiere utilidades contables o adelantos transitorios al Tesoro crea pasivos monetarios que luego le terminan saliendo caros (lebac, leliq, pases pasivos, etc.). En el mismo sentido, cuando se usan las reservas para pagar deuda externa, el BCRA pierde futura capacidad de intervención en el mercado de cambios. El déficit fiscal, en nuestro país, atenta contra la estabilidad monetaria y cambiaria.
- El equilibrio fiscal es la única forma de garantizar la sostenibilidad de la deuda. La deuda neta del Tesoro contra privados ronda el 55% del PBI (aproximación dado que no sabemos cómo el PBI en dólares se está acomodando a la devaluación y al aumento de precios). Esta deuda, implica una carga de intereses netos (ingresos menos egresos) por año de 3% del PBI. Creciendo a una tasa moderada pero estable y consistente, la deuda con equilibrio primario es sostenible.
- Si no se reduce el déficit fiscal cualquier baja en la presión impositiva resulta inviable.

## El nuevo régimen monetario

Estamos transitando el cuarto mes con nueva conducción en el BCRA y un programa monetario que difiere considerablemente del régimen de metas de inflación. Ante la pérdida absoluta de credibilidad en la capacidad del Banco Central de cumplir las metas de inflación, se adoptó un estricto control monetario, comprometiéndose a no aumentar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019 respecto del promedio mensual de septiembre. Una de las claves del nuevo esquema es que por primera vez en casi una década se pone fin a las transferencias de pesos al Tesoro, uno de los principales factores explicativos de la monetización en la última década.

El BCRA viene cumpliendo con las metas de crecimiento cero de la base. El esquema se inició con un nivel de tasas excesivamente alto del 73%. Esto se debe a varios motivos. El primero, no debemos olvidar que sufrimos una brutal corrida cambiaria. Tres meses atrás el BCRA (o el FMI) tuvo que elegir entre dos males. El primer camino era ajustar profundamente la política monetaria para contener el perverso espiral de devaluación, dolarización e inflación, asumiendo un gran costo en términos de actividad. El segundo camino era avalar una mayor devaluación, licuar más pasivos monetarios y mantener tasas de interés más bajas para no ahogar al sector privado, asumiendo el riesgo que la corrida cambiaria se transforme en bancaria y la devaluación consecuente derive en una inflación muy superior a la que estamos viendo.

Creo que el BCRA (o el FMI) eligió acertadamente el mal menor. Los costos en términos de actividad de la tasa en una economía con muy baja profundidad financiera, en mi opinión, son menores a los costos de una mayor devaluación y caída del salario real. No debemos olvidar que durante la segunda ronda devaluatoria las mediciones semanales de inflación superaron el 3%, niveles no vistos desde el colapso de la convertibilidad. Por eso, reitero, pienso que se eligió el mal menor. Debemos considerar otras dos cuestiones. En primer lugar, fue clave que la crisis cambiaria no haya derivado en una corrida bancaria, con daños incalculables. En segundo lugar, se intenta frenar la corrida en un nivel de tipo de cambio real alto, como explicamos previamente, mucho más adecuado para la sostenibilidad de la cuenta corriente. Se intenta estabilizar con un tipo de cambio real un 60% superior al que dejó el Kirchnerismo y un 70% por encima del último año de la Convertibilidad.

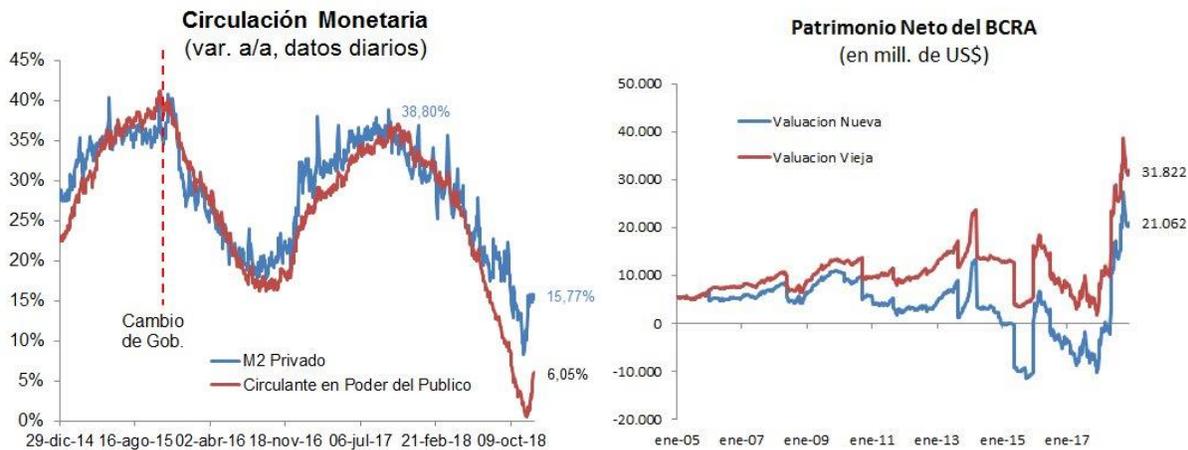
Durante los primeros tres meses el BCRA tuvo una dificultad adicional para cumplir las metas que fue terminar con el desarme de las lebac. Desde que se inició el nuevo esquema, el Banco Central tuvo que esterilizar pesos

del vencimiento de Lebac en manos bancarias, esto es un simple cambio de instrumento por Leliq sin alteración de los agregados. Sin embargo, también canceló las Lebac en manos de empresas y personas físicas. Esto provocó un cambio en sus pasivos, de remunerados a circulante, alterando la base. Con lo cual, para mantener su compromiso de crecimiento cero, debió aplicar otras medidas. La primera es pedirle ayuda al Tesoro, dado que este emite deuda, recolecta pesos que terminan en el Banco Nación, y parte de estos se encajan reduciendo la base. La segunda es la suba de encajes, mecanismo directo de control de la base. El tercer mecanismo es indirecto y explica un gran porcentaje de la super tasa. El BCRA busca que parte de lo pesos amortizados de Lebac a empresas y hogares retornen al Central. Para esto, pone una tasa de Leliq muy alta, incentivando a los bancos a captar plazos fijos y se les permite integrar encajes en Leliq por el incremento de depósitos (por los nuevos plazos fijos). Ya terminado el desarme de las lebac, el BCRA tendrá mayores grados de libertad para manejar la tasa de interés y la base monetaria.

Hace tres meses, cuando el BCRA ubicó la tasa en el 73%, el escenario base para muchos era que el dólar se iba directo a la banda superior (\$44), una posible salida de depósitos en pesos y en dólares. Tres meses después, la tasa bajó al 58%, y los depósitos tanto en pesos como en dólares se mantienen firmes. ¿Es exitoso el programa monetario? Esto recién empieza. ¿Por qué no baja la tasa si el dólar es controlado? Paciencia, recién estamos saliendo de la mayor corrida cambiaria de los últimos 17 años.



Ahora bien, ¿cuándo explota la bomba de la Leliq con una tasa del 58%? Paciencia, no poner el carro delante de los caballos. La devaluación licuó brutalmente los pasivos remunerados del BCRA (lebac, leliq y pases pasivos), cayeron a menos de un 5% del PBI, mientras que el año pasado representaban casi en el 14% del producto. Claramente si estas tasas se mantienen eternamente veremos crecer los pasivos remunerados a niveles insostenibles. Pero repito, calma. Van tres meses de tasa muy alta y venimos de una gran corrida. De mantener el actual ritmo de reducción de tasas, paz cambiaria mediante, a comienzos del próximo trimestre podríamos tener una tasa más cercana al 40% en las Leliq. Esta tasa es competencia directa de la tasa activa de los bancos (préstamos), lo cual es importante porque podríamos converger a niveles de tasas reales por debajo del 10% y reducir el daño al sector privado. Esto podría darse acompañado de una baja de los encajes no remunerados para mejorar el margen de las entidades financieras y que puedan prestar a tasas más bajas (hoy los préstamos se están destruyendo). La comunicación del BCRA de hace unos días va en esta línea, bajando encajes a partir de febrero. A medida que pueda bajar encajes, ira liberando circulante y suavizando el torniquete monetario. En el primer grafico se puede observar cómo el circulante se empezó a recomponer en las últimas semanas, luego de tocar mínimos históricos. Desde el lado Patrimonial del Banco Central, el famoso déficit cuasifiscal, emitir y renovar leliq a estas tasas también asusta. Pero en este punto el pedido de paciencia es aún más claro, el BCRA tiene el mejor balance de los últimos años. ¿Fue magia? No, gracias a la licuación y la devaluación las reservas ganaron poder de respaldo contra sus pasivos (base monetaria y pasivos remunerados, ver segundo gráfico).



Fuente: @animalspirit.

Ahora bien, ¿se repite la película de las Lebacqz? ¿Estamos encubriendo la próxima corrida al dólar? Igualita, salvo por el pequeño detalle que los bancos no pueden comprar dólares dadas las restricciones de la posición general de cambios que impone el Central. O se quedan con la Leliq o prestan en pesos o deciden perder plata. ¿No debería preocuparnos que el aumento de los plazos fijos en pesos (60% interanual) este cultivando la próxima dolarización? Creo que este es un razonamiento sin sentido. Si nos preocupa que la gente ahorre en pesos porque luego puede comprar dólares en algún momento, directamente cerremos el Banco Central y dolaricemos completamente la economía. Volveremos sobre esto en el final del reporte cuando discutamos los riesgos durante el año electoral.

Este equipo y programa del BCRA parece ser muchísimo más pragmático que el anterior. ¿Qué evidencia internacional teníamos para pensar que en 4 años podíamos terminar con la inflación aplicando *inflation targeting*? Peor aún, quisimos hacer magia en un proceso de adecuación de precios de tarifas, corrección cambiaria y monetizando al fisco por \$150.000 millones al año. Seguimos buscando causales en la famosa conferencia de prensa del 28-D, cuando en realidad tiene una raíz mucho más profunda en el diagnóstico del problema y la elección del régimen. Ahora bien ¿Esto quiere decir que el actual esquema nos llevará a buen puerto? Imposible saberlo. Estamos caminando por el filo de la cornisa, expuestos a cualquier viento en contra. Mientras perdure la paz cambiaria en los próximos meses, en este punto será clave el humor internacional con respecto a los mercados emergentes, más cerca estaremos del segundo trimestre del 2019 con alta oferta estacional de divisas, suerte en la cosecha mediana. Más divisas, más chances de bajar las tasas y normalizar la economía sin sobresaltos.

Última reflexión en el terreno monetario. Las metas de base monetaria son promedios mensuales. Con lo cual, a fines de cada mes, el Central debe respetar la meta promedio. Durante los primeros días de enero el BCRA viene absorbiendo, sobrecumpliendo la meta y dejando algo de margen para monetizar. Básicamente lo que está haciendo es abrir el camino para la baja de tasas. El sobrecumplimiento le permite ofertar tasas más bajas y cubrirse de una eventual expansión. Creo que seguiremos viendo bajas de tasas muy lentas pero consistentes.

## Nivel de deuda

Repasemos algunos números de la deuda. En los últimos meses el riesgo país subió estrepitosamente y las paridades de los bonos en dólares se desplomaron. Producto de esto, la palabra default y reestructuración suena en todas partes. Analizaremos en las siguientes líneas el perfil de deuda y los vencimientos que enfrenta el Tesoro Nacional a futuro en relación al perfil que afrontaba a principios de año, cuando el riesgo país estaba en mínimos, los bonos en máximos y no se escuchaba ni por asomo la palabra reestructuración. Comencemos analizando la deuda según moneda de emisión y tipo de acreedor, pero en términos corrientes. Luego pasaremos a discutir los “famosos y alarmantes” ratios de deuda a PBI.

Contamos con datos oficiales hasta el tercer trimestre de 2018, dado que en el último trimestre sólo hubo renovaciones, podemos contar con la información prácticamente al día. En el siguiente cuadro figura la deuda pública nacional bruta, esta engloba deuda en todas las divisas y frente a todo tipo de acreedores (sector privado, contra el mismo sector público y frente a organismos internacionales). Veamos algunos números.

## Deuda Pública Bruta por Tipo de Acreedor

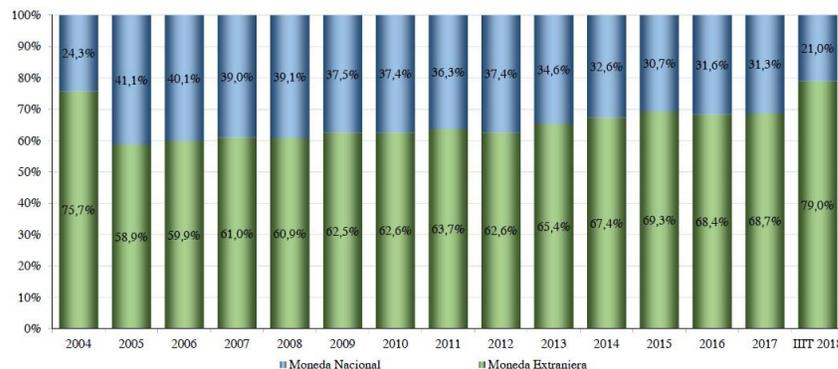
	31-12-17			30-09-18				
Deuda Pública Nacional Bruta	En mill de U\$S (a)	% Total	% PIB <sup>(5)</sup>	En mill de U\$S (b)	% Total	% PIB <sup>(6)</sup>	Var. Absoluta (b) - (a) en mill de U\$S	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
Agencias del Sector Público <sup>(1)</sup>	155.822	48,6%	27,7%	120.705	39,2%	37,4%	(35.118)	-22,5%
Sector Privado	135.501	42,2%	24,1%	143.733	46,7%	44,6%	8.232	6,1%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración <sup>(2)</sup>	2.877	0,9%	0,5%	2.805	0,9%	0,9%	(71)	-2,5%
Multilaterales y Bilaterales <sup>(3)</sup>	29.611	9,2%	5,3%	43.219	14,0%	13,4%	13.608	46,0%
<b>Total Deuda Pública Bruta</b>	<b>320.935</b>	<b>100%</b>	<b>57,1%</b>	<b>307.656</b>	<b>100%</b>	<b>95,4%</b>	<b>(13.278)</b>	<b>-4,1%</b>
<b>Valores Negociables Vinculados al PIB<sup>(4)</sup></b>	<b>13.772</b>	<b>100%</b>	<b>2,4%</b>	<b>13.271</b>	<b>100%</b>	<b>4,1%</b>	<b>(502)</b>	<b>-3,6%</b>

- (1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.  
 (2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.  
 (3) Incluye aval por U\$S 3,77 millones.  
 (4) Valor remanente total. Es la diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal y la suma de los montos pagados hasta la actualidad, de acuerdo con las condiciones establecidas en las respectivas normas de emisión.  
 (5) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2017. Cifras redondeadas.  
 (6) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio del 4to. trimestre de 2017 y 1er. Trimestre, 2do. Trimestre y 3er. Trimestre de 2018. Cifras redondeadas.

Fuente: Secretaría de Finanzas.

- La deuda pública bruta cerró el 2017 en U\$320.935 millones, mientras que al tercer trimestre 2018 (3T 2018) cayó a U\$307.656 millones<sup>1</sup>. La caída del 4% se explica por el efecto de la devaluación. El stock total de deuda al cierre del 2017 se dividía un 31% en obligaciones pesos y un 69% en moneda extranjera. La caída del stock en pesos producto de la suba del dólar más que compensó la nueva deuda en dólares. Al 3T2018, la deuda pública bruta total se reparte un 79% en moneda extranjera y un 21% en pesos.

## Composición de la Deuda Pública Bruta por Moneda



Fuente: Secretaría de Finanzas.

<sup>1</sup> En el análisis no incluimos la deuda contingente correspondiente a los cupones del PBI por U\$13.770 millones.

- Del total de la deuda bruta, al 3T2018 el 39% tenía como acreedor a otras agencias del sector público. Con lo cual, la deuda pública neta se ubica en U\$186.951 millones frente a un stock de U\$165.113 millones al cierre del 2017. La deuda relevante contra privados, creció en el año un 13%, la nueva deuda más que compensó la licuación del tipo de cambio en la deuda en moneda doméstica. Vale remarcar que considerando sólo los acreedores privados, el porcentaje de deuda emitida en moneda extranjera alcanza el 85% del total. Este punto muestra como la devaluación afecta la capacidad de pagos de nuestra economía. Ahora bien, si bien la deuda contra privados creció en casi U\$22.000 millones, las dos terceras partes de este incremento es frente a organismos multilaterales.
- La deuda pública contra privados en moneda extranjera (sin considerar deuda en pesos) superó el 3T2018 los U\$158.900 millones, contra los U\$137.000 millones al cierre del anterior.
- Como notaran, la magnitud de la deuda pública cambia notoriamente al incluir o excluir la deuda intrasector público. Algunas consideraciones. La primera, cuando analizo la solvencia de cualquier agente económico (empresa, familia o estados) siempre tengo que tener en cuenta los pasivos y los activos. Con lo cual, a fines de mercado, no tiene sentido analizar las deudas contra el mismo sector público. En segundo lugar, nuestro país tiene la particularidad de contar con un porcentaje de la deuda muy grande dentro del mismo sector público dado el aislamiento financiero durante casi una década. Al efectuar comparaciones internacionales, si tomamos la deuda bruta, sobredimensionamos el nivel de deuda de nuestra economía. Por último, los que hacen referencia al sistema de reparto al considerar la importancia de la deuda del Tesoro con el ANSES, deberían mencionar el agujero de la seguridad social, que entre prestaciones y contribuciones representa aproximadamente 2,5% del PBI por año. La tenencia de bonos estatales en el FGS del ANSES representa un monto cercano a los U\$27.000 millones o un 6% del PBI. Con lo cual, la sostenibilidad del régimen previsional es muchísimo más compleja que la famosa frase “no le van a pagar los bonos a los futuros jubilados”. De hecho, el FGS no es otra cosa que gran parte de un esfuerzo fiscal que se hizo en la etapa de transición del sistema público al privado, y producto de la reestatización del sistema volvió a las arcas públicas.
- Ahora vayamos a los números de la deuda en relación al producto, las cifras que solemos ver en la tapa de los diarios con un número diferente por cada analista consultado. ¿Cuánto es el PBI en dólares de nuestro país luego de la devaluación? Sinceramente no tengo ni idea. Luego de la grotesca devaluación, el PBI en pesos corrientes (considerando la inflación) subió mucho menos que el dólar. Esta dinámica se repite una y otra vez luego de una brusca devaluación. Como el coeficiente de traspaso de dólar a precios (pass through) es menor que uno, la devaluación reduce el tamaño de la economía en dólares. Con el correr de los trimestres, a medida que el tipo de cambio real se atrase, el PBI en dólares crecerá nuevamente. Este proceso también es bastante frecuente, primero responde el tipo de cambio y luego los precios. Ahora bien, para ser más conservadores a la hora de analizar la deuda, consideremos que el tipo de cambio real se mantiene en estos niveles (lo que además sería una buena noticia para la sostenibilidad de la cuenta corriente como mencionamos en la primera parte del informe).
- Según los números oficiales del Ministerio, la deuda pública bruta nacional saltó del 57% del PBI a fines del 2017 al 95.4% en el 3T2018. La deuda pública neta creció del 30% del PBI a fines del 2017 al 59% en el 3T2018. Claramente el salto preocupa, eso está fuera de discusión, la devaluación nos quitó solvencia como deudores. Ahora bien, ¿Cómo puede ser que la deuda cayó en dólares pero en términos de PBI casi se duplicó? ¿no es demasiado? La respuesta está en la medición.
- El Ministerio de Economía aplica una forma de medición muy particular. Para medir el PBI utiliza el promedio simple de los últimos 4 trimestres en términos corrientes, hasta acá está bien, y luego para pasarlo a dólares lo divide por el tipo de cambio del cierre de periodo. Con lo cual, subestima los ratios de deuda en periodos de atraso cambiario y sobre castiga los ratios en periodos de tipo de cambio real más alto. Según esta metodología de medición, el PBI para medir el ratio cayó de U\$562.000 millones a fines de 2017 a U\$322.490 al 3T2018. Esto no sólo sobredimensiona el peso de la deuda sino que además le da una gran volatilidad a los ratios. Al 3T2018 el ratio de deuda neta alcanzó el 59% del PBI

con un dólar de \$40,88 contra un PBI de \$13 billones. Cuando se publiquen los datos al 4T2018, el tipo de cambio de referencia será \$37,80 y el PBI rondará los \$14 billones, con lo cual veremos que el ratio de deuda contra privados caerá a niveles cercanos al 50% del producto. La deuda nominal en dólares seguirá prácticamente igual. ¿otra devaluación nos complicaría aún más? Claro, el riesgo de otra suba del tipo de cambio no es menor. Pero por un momento supongamos que vamos al techo de la banda del BCRA. En este punto tendríamos un tipo de cambio real cercano al nivel del 2003, muy alto. Con lo cual, en ese punto la economía no tendría problemas en generar divisas. Más que la deuda, el problema sería la licuación del salario y el conflicto social.

- Conclusión ¿subió la deuda relevante? Si, dado nuestro alto porcentaje de deuda en moneda extranjera, estamos más endeudados. ¿la deuda se duplicó en dólares? Ni cerca. ¿el nivel es preocupante? Una deuda neta de 50% del PBI no debería ser alarmante, pero estamos en el país con peor carpeta crediticia y con cierto sesgo a no respetar los contratos, con lo cual el mercado nos tiene poca paciencia. Por eso es importante analizar el perfil de vencimientos para los próximos trimestres y ver la probabilidad cierta de default.

## Perfil de vencimientos

El perfil de vencimientos es dinámico. Si bien sabemos el flujo de erogaciones que enfrenta el Gobierno en el futuro, este varía sistemáticamente dependiendo del refinanciamiento. Durante este año, la crisis provocó varios cambios en el perfil de vencimientos. El más importante sin dudas en términos de mercado, es que durante estos trimestres veremos caer el stock de deuda en dólares en manos privadas y subir la deuda contra organismos internacionales. Básicamente, el préstamo del FMI se traduce en una baja drástica de las necesidades de refinanciamiento. Esta semana el Ministerio dio a conocer el programa financiero, en línea con lo que muchos esperábamos luego del segundo acuerdo con el FMI. El 2019 está cerrado. Veamos algunos números.

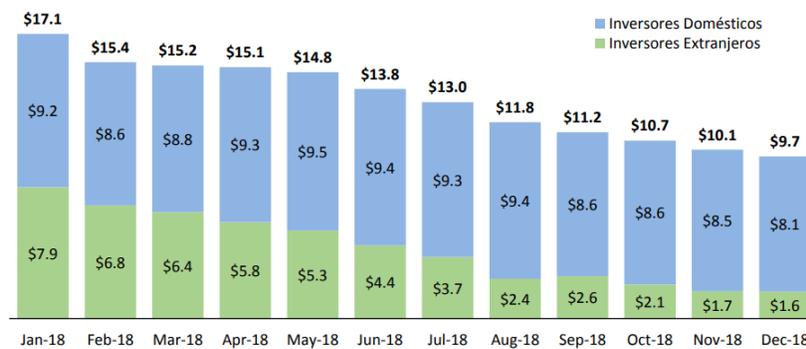
- El saldo de caja que arranca el Tesoro supera los U\$10.000 millones, una abultada cantidad de liquidez producto de las últimas renovaciones de deuda. Por otro lado, tiene desembolsos del FMI por U\$22.500 millones y otros U\$4.600 del BID/CAF/BM. En total, cuenta con fuentes por casi U\$40.000 millones. Del lado de las erogaciones, sin considerar las letes, tiene compromisos contra el sector privado por U\$28.500 millones, de los cuales U\$21.000 corresponden a pagos en moneda extranjera y el resto en pesos.
- Este año vencen letes en pesos por el equivalente a U\$9.400 millones, cuya renovación creo que está prácticamente asegurada debido a las necesidades que tienen muchos institucionales de colocarse en pesos. Además hay que remarcar que terminado el ciclo de lebacks, el BCRA ya no compite directamente con el Tesoro en la captación de pesos del sector privado no financiero. Lo que sí es clave, es el vencimiento de letes en dólares por U\$9.700 millones.
- Suponiendo que las letes en dólares se amortizan íntegramente, cero roll over, el Tesoro tendría pagos de deuda en dólares (intereses y amortización) por U\$30.000 millones. Como tiene del otro lado del mostrador unos U\$35.000 millones, le sobran en principio U\$5.000 millones. Si suponemos un roll over de letes del 50%, le sobrarían U\$10.000 millones. Con esto podría cancelar deuda en pesos, como adelantó esta semana el Secretario Santiago Bausili en una entrevista. Esta oferta no es menor para el mercado de cambios considerando la reducción del déficit de la cuenta corriente luego de la devaluación.
- Creo que sería más inteligente renovar la deuda en pesos con nueva deuda en pesos, ya que las tasas de mercado están entre 15% y 20% debajo de las leliq. Con lo cual, podría utilizar esos dólares para pagar íntegramente las letes de este año o renovar parcialmente (el segundo cuadro muestra que ya no quedan prácticamente letes en manos extranjeras) y guardar los dólares para el 2020. Creo que el

Gobierno, más allá del anuncio, esperará a ver la dinámica del tipo de cambio y luego decidirá qué hacer con el sobrante de dólares.

## Programa Financiero 2019 por moneda

USD MM	En ARS	En USD	Total		En ARS	En USD	Total
<b>Necesidades (excl. Letes)</b>	<b>7,5</b>	<b>21,0</b>	<b>28,5</b>	<b>Fuentes (excl. Letes)</b>	<b>4,5</b>	<b>35,2</b>	<b>39,7</b>
Déficit primario			0,0	Saldo inicial de caja	4,5	6,4	10,9
Plan Gas 2017	0,6		0,6	FMI		22,5	22,5
Intereses (priv, IFIs, sec público fin)	4,3	9,9	14,2	Financiamiento privado	1,7		1,7
Vencimientos de principal (privados)	2,6	7,5	10,1	Mercado internacional			0,0
Bonos internacionales		2,8	2,8	Mercado doméstico			0,0
Global '19		2,8	2,8				
Bonos domésticos	2,6	1,2	3,8	Repo		1,7	1,7
Banar '24		1,1	1,1	IFIs (ex-FMI)		4,6	4,6
ARGDUO '19		1,5	1,5	BID + Banco Mundial + CAF		4,4	4,4
ARGCER '19		0,8	0,8	Otros		0,2	0,2
ARGBON '19 Badlar+250		0,1	0,1	Club de París		0,0	0,0
Otros		0,2	0,2				
Repo		3,5	3,5				
Vencimientos de principal IFIs		3,6	3,6				
BID + Banco Mundial + CAF		1,7	1,7				
Otros		0,2	0,2				
Club de París		1,7	1,7				
<b>Letes (privados)</b>	<b>9,4</b>	<b>9,7</b>	<b>19,1</b>	<b>Letes (privados)</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>8,8</b>
Letes en USD		9,7	9,7	Letes en USD		4,5	4,5
Letes en ARS	9,4		9,4	Letes en ARS	4,3		4,3

## Stock de LETES en dólares en manos de privados (USD MM)



- Dado que el 2019 tiene dólares de sobra, vayamos al 2020. Suponiendo una renovación del letes en dólares al 50% en 2019, las obligaciones contra el sector privado alcanzarían un monto cercano a los U\$30.000 millones. Ahora bien, en lo que respecta estrictamente a vencimientos de capital en dólares contra el sector privado estamos hablando de unos U\$4.000 millones (AO20 y primera amortización del AY24) y el remanente de letes en dólares, que en el supuesto de roll over al 50% serían unos U\$4.500 millones. Para esto, cuenta con los últimos desembolsos del FMI por U\$5.900 millones. Como se puede ver, es muy baja la deuda contra privados en dólares que vence en 2020 y un gran porcentaje está cubierta con el último desembolso del FMI. ¿y luego del 2020?

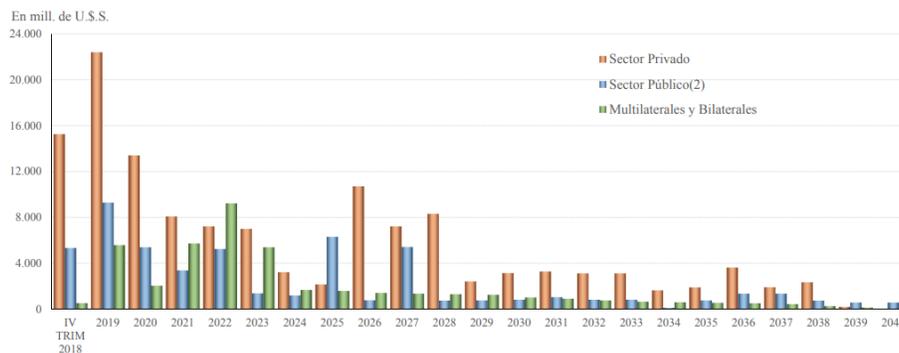
## Programa Financiero 2020

USD MM	2020		2020
<b>Necesidades (excl. Letes)</b>	<b>25,9</b>	<b>Fuentes (excl. Letes)</b>	<b>25,9</b>
Déficit primario	-5,2	Saldo inicial de caja	0,9
Plan Gas 2017	0,6	FMI	5,9
Intereses (privados, IFIs, sector público fin)	15,4	Financiamiento privado	16,1
Vencimientos de principal (privados)	12,0	Mercado internacional	0,0
Bonos internacionales	0,4	Mercado doméstico	15,2
<i>CHF Bond '20</i>	0,4	<i>Refinanciación</i>	10,5
Bonos domésticos	10,5	<i>Nuevas colocaciones</i>	4,7
<i>Bonar '24</i>	1,1		
<i>Bonar '20</i>	2,5		
<i>Bopomo '20</i>	1,9		
<i>ARGDUO '20</i>	1,6		
<i>Bogato '20</i>	0,9		
<i>Bante 2020 (solo bancos)</i>	1,9		
Otros	0,4		
Repo	1,2	Repo	0,9
Vencimientos de principal IFIs	3,0	IFIs (ex-FMI)	3,0
<b>Letes (privados)</b>	<b>9,4</b>	<b>Letes (privados)</b>	<b>9,4</b>
Letes en USD	4,5	Letes en USD	4,5
Letes en ARS	5,0	Letes en ARS	5,0

Fuente: Secretaría de Finanzas.

- A partir del 2021 los desembolsos frente a privado van cayendo como vemos en el gráfico. Las amortizaciones frente a privados en dólares se van reduciendo producto del cambio de acreedor, sube la deuda frente al FMI y cae contra privados. A partir del 2021, comienzan los desembolsos frente a Fondo. Creo que es extremadamente probable que de ganar Cambiemos el préstamo del FMI es totalmente refinanciable. Uno supone que otro partido, también tendrá la puerta abierta a renegociar. El FMI necesita del éxito tanto como nuestro país, luego de varios casos de fracaso. Otra cuestión no menor, es que dentro de la cartera del FMI, nuestra deuda representa más de un tercio.

## Perfil de Vencimientos de Capital de la Deuda<sup>(1)</sup> Oct-2018 a Dic-2040



(1) El perfil de vencimientos estático incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 30-09-2018, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha.  
(2) No incluye vencimientos de adelantos transitorios y letras del tesoro con el Sector Público Nacional.

Fuente: Secretaría de Finanzas.

- Conclusión ¿es exigente la carga de deuda? Por supuesto, por eso es fundamental que el país equilibre sus cuentas fiscales. ¿Vamos a un default en 2019? Veo que será difícil incumplir las obligaciones contra el mercado en dólares, no veo mucha fundamentación en no pagar vencimientos de capital netos por menos de un 1% del PBI. Tengo una simple intuición que dentro de poco el debate de la reestructuración pasa del 2020 al 2021. ¿En el 2021 hay que reestructurar? Me haría otra pregunta ¿De qué me sirve reestructurar en 2021 si los vencimientos contra el mercado rondan los U\$8.000 millones? ¿No sería más racional renegociar el préstamo con el FMI como hacen todos los países?
- Cualquier futuro Ministro que mire los números medianamente en detalle, debería poder explicarle al nuevo Presidente que la carga de deuda con el mercado es manejable. El gran desafío en la

administración de pasivos estará puesto en la refinanciación con el FMI a partir del 2021. No podremos generar superávit suficiente para pagar vencimientos como pretenden los libertarios ni tampoco tendremos la chance de salir al mercado a tomar deuda para afrontar del FMI. Hay guardarse las futuras emisiones en el mercado para rolear deuda con el mercado. Con lo cual, habrá que sentarse con Lagarde, Cardarelli y tener el aval de Donald para refinanciar el préstamo.

## **Inflación, actividad, elecciones y el precio de los activos.**

La actividad y la inflación son las dos variables del ajuste. Los costos de una odiosa herencia. Los costos del despilfarro K. Los costos de los errores de diagnóstico de Cambiemos. Los costos de la torpeza en su equipo económico cuando los vientos comenzaron a soplar en contra. Los costos de un ajuste hecho por el mercado. Los costos de las variables que no manejamos, como la reversión en flujos de capitales y la sequía. El 2018 cerrará con una inflación del 45% y una recesión cercana al 2% que punta contra punta la caída ya ronda el 5% y todavía no es claro que la actividad haya tocado piso.

Dicho esto, en un mundo sin elecciones sería medianamente optimista para el futuro cercano. Los desbalances de nuestra economía, tanto fiscal como externo, se corrigieron en gran parte gracias a la crisis. A esto se le suma el apoyo financiero del FMI, que permiten reducir marcadamente las necesidades de financiamiento. Una economía menos desbalanceada puede llevarnos a ciclos más suaves, más estables. Como siempre mencionamos, la estabilidad no es condición suficiente para el desarrollo, pero sí para reducir la turbulencia de nuestros ciclos económicos. Optimismo moderado porque los problemas estructurales de nuestra economía siguen y seguirán vigentes, la presión impositiva es asfixiante y la restricción externa podrá aflojarse pero no desaparecerá. Desde el cepo veníamos con un tipo de cambio real absurdo para nuestra economía. Tuvimos una especie “sincericidio” de nuestro tipo de cambio.

El escenario internacional es incierto, con muchos conflictos latentes (Guerra Comercial e Italia como los principales). Pero todo parece indicar que será más ameno que el 2018. La baja en el precio del crudo permite que la FED vaya más despacio en el camino de adecuación monetaria. Menos apuro en subir tasas, menos apuro en absorber liquidez y menor presión sobre la fortaleza del dólar son las mejores noticias para el mundo emergente.

Ahora volvamos al mundo real donde tenemos elecciones en octubre. La contracara de un tipo de cambio real más alto no es otra cosa un salario en dólares mucho más bajo, justamente la principal arma electoral para los Gobiernos de turno en nuestro país. El AA19 rinde un 3.5% y el AO20 un 10.6%, con un 2020 casi cubierto en términos de dólares. El mercado claramente tiene pánico de una vuelta al populismo.

Luego de este largo repaso de datos, para el posicionamiento de cartera es fundamental la dinámica electoral. Si gana Cambiemos, independientemente que vuelva a errarle en el camino elegido, seguramente veremos un gran rally en la renta fija y variable post electoral. Si vuelve el populismo, más allá que la doctora vuelva reencarnada en una especie de Angela Merkel con espíritu de estadista socialdemócrata, veremos paridades de bonos y precio de acciones mucho más bajas que los actuales. En el camino del medio, intuyo que estamos mucho más cerca del piso que del techo en las cotizaciones, aunque esto también dependerá del armado electoral y de quien sea finalmente el candidato. Claramente no es lo mismo Urtubey y Lavagna que Massa, sobre todo por las declaraciones de este último que parecen confundir bastante, ni hablar las opiniones de sus asesores.

¿Qué pasará entonces con las elecciones? Para esto tenemos a los politólogos. Pero desde el campo económico, la mejor noticia para el oficialismo es que el mercado cambiario se mantenga en niveles calmos. Sin atrasarse, con algo de volatilidad natural, pero calmo. Otra devaluación, ir rápido al techo de la banda, complicaría el futuro político de Cambiemos y aumentaría las chances de volver al pasado. El próximo trimestre, paz cambiaría mediante, los salarios reales comenzarán a recomponerse, la mejor noticia en el campo electoral. ¿Cuáles son los riesgos de otra corrida al dólar? Si bien las Leliq no son directamente dolarizables, el resto de la masa de pesos lo es. El nerviosismo electoral puede provocar cierta dolarización vía compra de dólares contra plazos

fijos, por ejemplo. Paradójicamente, el miedo al populismo puede provocar otra dolarización que termine aumentando sus propias chances electorales. ¿Tiene armas el Gobierno para enfrentar otra dolarización? Varias. En primer lugar la prudencia monetaria, esta es la principal. Otra es, como mencionamos, el exceso de dólares del Tesoro potencialmente utilizable para cubrir los vencimientos en pesos, para esto debe pasar por la ventanilla vendedora del mercado de cambios. Otra es la cosecha gruesa y el efecto Brasil. A mayor estabilidad cambiaria (no hace falta volverlo a atrasar, repito) y mayor recuperación del poder adquisitivo, seguramente menores serán las chances del populismo. En este último escenario veremos una recuperación en el precio de los activos, pero intuyo que suave hasta que no sepamos finalmente el resultado de las elecciones.

Buen fin de semana,

*Juan Battaglia*  
**Economista Jefe**