

16 de Agosto de 2019

Evitar el peor escenario

Las PASO derritieron los precios de mercado y provocaron otro salto cambiario. La devaluación provocará otra retracción de la actividad en una economía ya endeble y un piso mucho más alto en la inflación. Ayer se conoció la inflación de julio de 2.2% y los datos de alta frecuencia para los primeros días de agosto mostraban un variación por debajo del 2%. Lamentablemente esto ya es anecdótico.

Los precios se derrumbaron entre el lunes y miércoles, con paridades de los bonos que operaron por debajo del 50%. Ventas masivas, mercado sin compradores, activos ilíquidos, un combo letal para un mercado en absoluto pánico. El jueves las cotizaciones presentaron una recuperación, considerable en la renta fija, pero los niveles de precios no hacen más que reflejar la incertidumbre total que transita nuestro país.

El principal riesgo de corto plazo pasa por el mercado cambiario y la dolarización o salida masiva de activos en pesos. Si bien el sector privado argentino tiene uno de los niveles de dolarización más alto del mundo, siempre quedan pesos para dolarizarse. Este riesgo es obviamente grande pero creo que es evitable. En primer lugar, porque la capacidad de absorción de pesos que tiene el BCRA en la actualidad es más fuerte que durante la corrida del 2018.

Al estallar el cimbronazo cambiario en abril del año pasado, las reservas líquidas (descontando los swaps con china y los encajes de los bancos en dólares) alcanzaban los USD 38.000 millones. El stock de pesos que podía correr al billete en ese entonces incluía las lebac de fácil desarme (fondos money markets, inversores extranjeros y minoristas locales) por USD 38.000 millones, plazos fijos privados por USD 33.000 millones (ambos al tipo de cambio de ese momento) más el stock de deuda en pesos en manos privadas. Más del doble de pesos dolarizables en relación a las reservas líquidas.

En la actualidad las reservas líquidas rondan los USD 29.000 millones, contra un stock de plazos fijos privados de USD 22.000 millones (mitad institucionales y mitad personas físicas aproximadamente), un stock de lecaps del orden de

los USD 10.000 millones (principal sustituto de las lebac en carteras de fondos y personas físicas) más el resto del stock de deuda en pesos (bastante menor que en abril del 2018 producto de la licuación). Es totalmente erróneo considerar las leliqs como activo en pesos dolarizable, dado que estaría duplicando la contabilización con los plazos fijos.

Dos conclusiones. En primer lugar, si bien es muy complejo calcular el stock de activos en pesos que potencialmente podrían ir a dólar (difícilmente la mayor parte de los plazos fijos institucionales se puedan dolarizar), lo que está claro es que dado este nivel de tipo de cambio la capacidad de intervención del BCRA es mucho más potente que en el 2018. Por otro lado, el stock de riqueza ya se viene dolarizando hace meses. La segunda conclusión es que si bien el BCRA tiene buenas municiones, pesos en la economía siempre hay y el tipo de cambio puede seguir subiendo hasta que no se estabilice el desplome en la demanda de pesos.

Acá entran a jugar las señales institucionales y la política. Esta semana tuvimos señales de todos los colores. El oficialismo y la oposición comenzaron la semana sin ningún punto de encuentro, dañando la calidad institucional y el dólar actuó en consecuencia. A partir de la tarde del miércoles moderaron sus posiciones dando alguna señal política más cercana a un país medianamente normal, y el dólar calmo y el riesgo país cedió unos puntos.

Son claves las señales para mantener la estabilidad, tanto por parte de la oposición como del gobierno actual. En el primer caso, deberá mostrar un programa y señales de pragmatismo, básicamente todo lo contrario a lo que se hizo en los últimos años del Gobierno de la ex Presidenta. Esta semana las señales fueron en la dirección correcta dejando a un lado el irresponsable populismo electoral ("pagar todo con leliqs"). Por parte del oficialismo, creo que las medidas de esta semana mezclan necesarios alivios sociales (minoría de medidas) con cuotas nefastas de populismo electoral (como el subsidio a créditos UVA). Debe mantener la conducta fiscal para garantizar los futuros desembolsos del FMI y respetar la salud de las finanzas públicas como lo venía haciendo estos últimos meses. A favor del oficialismo creo que el BCRA está haciendo lo correcto, dando liquidez con

ventas de reservas para evitar vacíos de liquidez y saltos del dólar, pero por otro lado debe cuidar las reservas y no gastarlas en defender una paridad indefendible. Creo que el BCRA viene actuando en este sentido.

Por el lado de las paridades de los bonos, hasta no tener más información sobre lo que hará el próximo gobierno, los precios tendrán un claro techo. Seguramente las cotizaciones se moverán de la mano del humor del mercado cambiario y las señales políticas. Hoy las paridades tienen adentro una alta probabilidad de default. En mi opinión personal, como detallamos en el reporte de hace algunas semanas ([ver acá](#)), creo que la reestructuración no sólo es evitable sino que además sus graves consecuencias son imposibles de predecir, sabes cuando entras al default pero no cuando salís, más aun teniendo el antecedente del Juez Griesa tan cerca. En definitiva será una decisión política, claro que con los mercados cerrados la situación es compleja, pero en lo personal pienso que se puede evitar. El mercado pone los precios y claramente piensa diferente.

El país volvió a tocar fondo. Los errores macroeconómicos de nuestra dirigencia política y el total deterioro institucional de las últimas décadas nos llevan a conformarnos con evitar el peor escenario, otro default y nuevo colapso del sistema financiero. Esto creo que es evitable, pero dependerá de nuestra dirigencia política, con lo cual los niveles de incertidumbre seguirán en altísimos niveles.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
juan@cucchiara.sba.com.ar