

## PASADO EL 15M, VOLVEMOS A LOS FUNDAMENTOS

16 de MAYO de 2018

**En línea con lo planteado la semana pasada, Argentina debe avanzar en la corrección de sus déficit gemelos (fiscal y de cuenta corriente). Para el primero el acuerdo con el FMI nos llevaría a una corrección más acelerada de la originalmente prevista. Para financiar el desequilibrio remanente ayudaría la línea financiera que se acuerde con dicho organismo.**

En cuanto a las cuentas externas la economía argentina tuvo en los dos últimos años un abultado déficit de cuenta corriente que se financió básicamente con ingreso de dólares financieros para cubrir las necesidades financieras del Tesoro/Empresas y para inversiones de corto plazo (“carry trade”).

Los dólares que ingresaron para inversiones financieras en pesos pasaron por el mercado cambiario e impulsaron un atraso del tipo de cambio real por un contenido aumento de la paridad nominal.

En tanto las divisas que captó el Tesoro en mercados de capitales del exterior ingresaron directamente al BCRA sin pasar por el mercado cambiario, pero implicaron una emisión de pesos para cubrir el gasto público que impulsó a atraso cambiario vía inflación e hicieron necesaria la fuerte emisión de Lebacks.

En definitiva, los niveles de tipo de cambio real multilateral resultantes fueron bajos en términos históricos y generaron un déficit de cuenta corriente cada vez más abultado.

Si se repasa la evolución histórica del Tipo de Cambio Real Multilateral y Déficit de Cuenta Corriente se observa un alto grado de correlación entre los mismos. La economía argentina solamente ha logrado sostener superávits de cuenta corriente en aquellos momentos en que el tipo de cambio real se ubicó en sus máximos históricos.

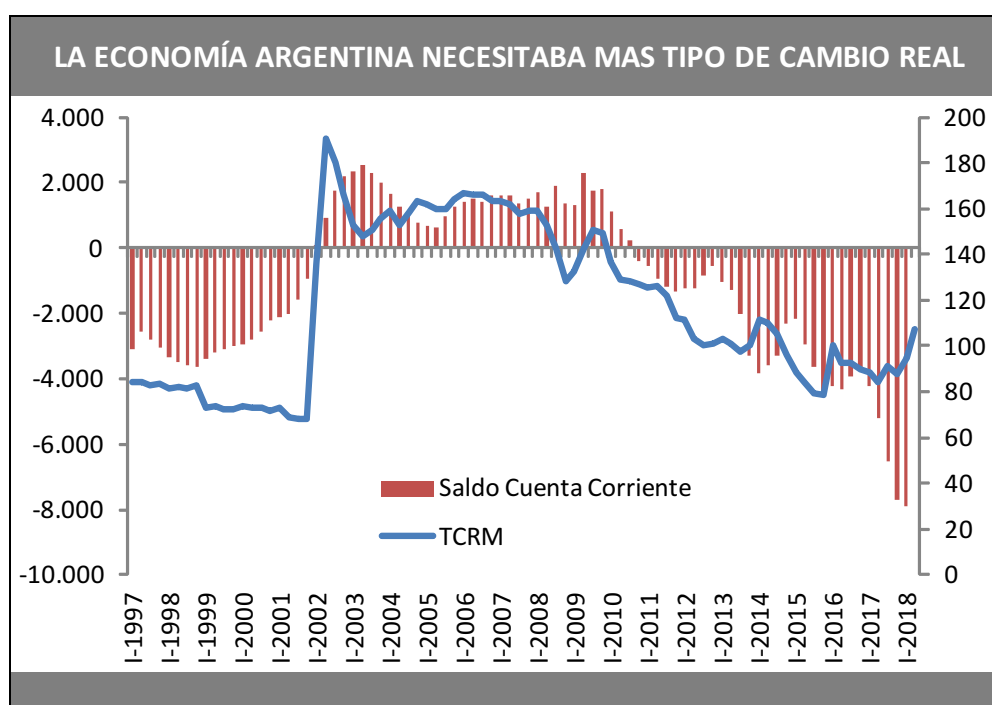
Esto deja en evidencia que un abultado déficit de cuenta corriente como el actual requería para su corrección de mayor tipo de cambio real. Pero la pregunta que surge es, ¿en qué niveles se debería ubicar para lograr un equilibrio en el mediano plazo?

Las referencias históricas son variadas y responden a ciclos económicos completamente diferentes.

A manera de ejemplo, el mayor superávit se logró en el período 2002-2007, pero la economía venía de una depresión económica con muy bajos niveles de importaciones. No es un período que se pueda tomar como referencia válida.

El siguiente es el período 2008-2011, que se logró con elevados precios de materias primas y con nulo acceso al financiamiento externo.

Es por eso que creemos que el nivel de tipo de cambio real de equilibrio en un contexto como el actual, con una economía que funciona con mayores niveles absolutos de actividad, mayor nivel de empleo y que a pesar de los vaivenes cambiarios seguirá contando con acceso al financiamiento externo será inferior al de esos períodos.



Por ese motivo creemos que el ajuste reciente en el tipo de cambio real es favorable para comenzar a corregir el déficit de cuenta corriente, aunque posiblemente el equilibrio final en un contexto de ingreso de dólares para financiar al sector público y al privado implique que dicho equilibrio cambiario se logre sin llegar a corregir de manera plena el déficit de cuenta corriente. Esta corrección recién se podría producir en un contexto de solución definitiva del déficit fiscal.

Por eso creemos que en los próximos trimestres la economía local podría estar funcionando con un tipo de cambio real más alto que el de 2016/2017, pero todavía por debajo de los niveles que implicaron la corrección plena del déficit de cuenta corriente.