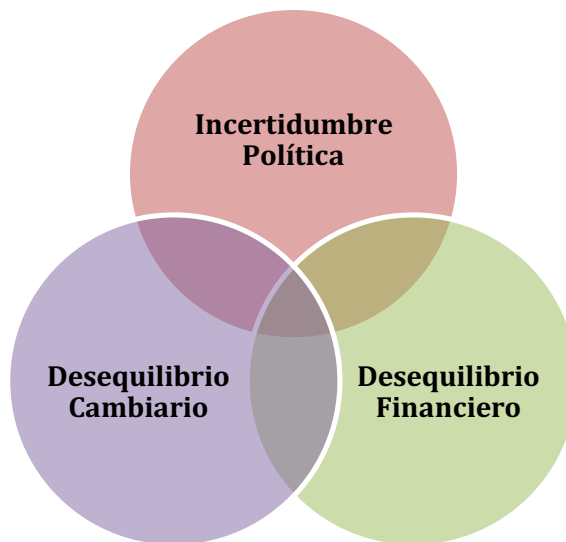


¿POR QUÉ EL DÓLAR NO TIENE TECHO?

30 de AGOSTO de 2018

Una nueva corrida cambiaria licuó cualquier expectativa favorable que se pudiera haber generado con el adelantamiento de los desembolsos acordados con el FMI. El tipo de cambio no encuentra techo lo que deja en evidencia que la problemática no se acota solamente a las dudas sobre la capacidad de pago de la deuda para el próximo año. Entendemos que hoy se acumulan tres problemáticas diferentes, pero altamente vinculadas. La inestabilidad cambiaria, dudas sobre la solvencia fiscal de mediano / largo plazo e incertidumbre política.



La economía argentina viene enfrentando, en especial desde mayo de este año, dos fuertes desequilibrios que se encuentran altamente vinculados.

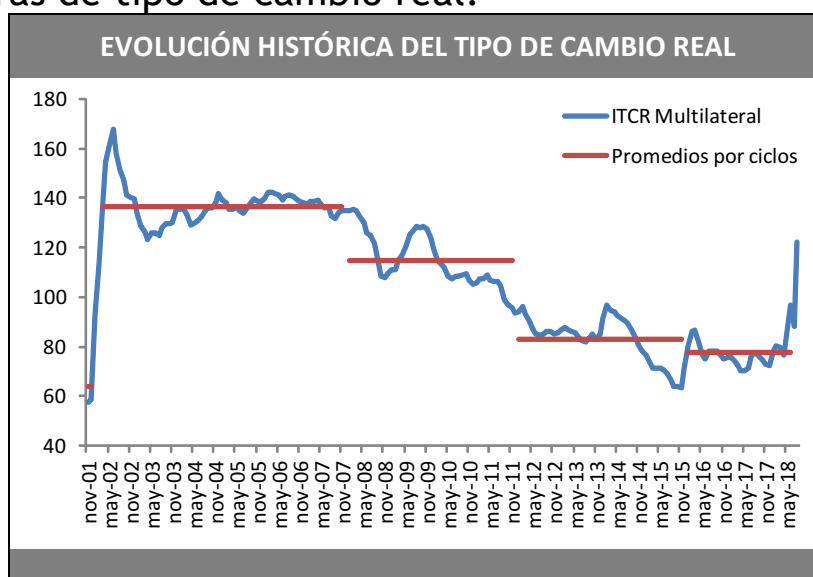
El principal es el desequilibrio cambiario (oferta y demanda de divisas), con una devaluación acumulada en el año del 105% (9,3% promedio mensual). El otro factor es el desequilibrio financiero del Estado Nacional, con la necesidad de recurrir a los mercados para obtener el financiamiento faltante, incluyendo la renovación de los vencimientos previstos para 2019. Todo esto en un contexto de incertidumbre política, por el efecto sobre la imagen del actual gobierno de la crisis cambiaria y la esperada caída del nivel de actividad.

➤ **Desequilibrio Cambiario:**

- La economía argentina tiene como principal problema de base su dificultad para generar divisas. Al déficit de cuenta corriente se suma el alto nivel de atesoramiento en dólares del sector privado y una demanda por turismo que ha crecido sostenidamente. Esos desequilibrios se financiaron en los últimos años por ingreso de inversiones financieras de corto plazo.
- En la actualidad al problema histórico de flujos desequilibrados se ha sumado la reversión del ingreso de capitales.
- El desequilibrio en los flujos (Comercial, Turismo, atesoramiento mensual) podría estar compensándose con el nivel actual de tipo de cambio real, pero no existe oferta suficiente para compensar la demanda creciente por la dolarización de carteras.
- Los factores que dispararon el actual ciclo han sido principalmente internos, aunque hayan coincidido con un ciclo externo negativo. La política de rescate de Lebac ha tenido su influencia. El primer rescate implicó un aumento en el valor del dólar de \$3.
- Las expectativas de comportamientos similares en los próximos rescates distorsionan la operatoria actual del mercado. Necesidad de acelerar el proceso para evitar que continúe un proceso tan extenso de devaluación.

- El objetivo hoy es tratar de entender a partir de qué valores se puede hablar de “overshooting” del tipo de cambio. Es decir de valores que no deberían sostenerse en términos reales en el tiempo. Como referencia, el nivel de \$38,50 pesos por dólar (valor del 30/08) equivale en términos reales a un valor 5,5% superior al promedio del período 2008-2011, primera gestión de Cristina Fernández de Kirchner. En tanto el gobierno de Néstor Kirchner (2003-2007) tuvo niveles de tipo de cambio reales que a valores de hoy serían de \$43. En ambos períodos la Cuenta Corriente resultó superavitaria. En ese marco entendemos que valores de \$43 o superiores se pueden considerar una sobrerreacción del mercado, porque

no se han registrado períodos de tiempo donde se sostengan esas cifras de tipo de cambio real.



➤ Desequilibrio Financiero:

- Con la información disponible, el Programa Financiero 2019 muestra todavía una necesidad de obtener USD 34.100 millones en el mercado, de los cuales USD 8.400 millones implican nuevo financiamiento y el resto son renovaciones (USD 25.700 millones).
- Esto incluye el uso de los USD 15.000 millones ya desembolsados por el FMI, a los que se suman 6 trimestres de USD 3.000 millones cada uno (dos en 2018 y los 4 trimestres de 2019). Eso implicaba usar hasta fines de 2019 USD 33.000 millones del acuerdo de USD 50.000 millones. Por lo tanto dentro de ese acuerdo, el monto máximo que podría anticipar el FMI sería de USD 17.000 millones.
- Los anuncios de ayer generan dudas en cuanto a la posibilidad de cerrar el Programa Financiero solamente con un mayor desembolso del FMI. Podría servir para evitar tener que recurrir a los mercados por financiamiento nuevo, pero igual quedará el desafío de renovar dos tercios de los vencimientos de deuda de largo plazo y Letes previstos para el año próximo, todo en un contexto político adverso por las elecciones presidenciales.

Con ambos frentes abiertos serán claves las decisiones que tome el ejecutivo. En estos niveles de incertidumbre/deterioro económico posiblemente sean necesarias señales políticas de relevancia como primer lineamiento para poder avanzar en el resto de los frentes.

En el aspecto cambiario es necesario resolver cuanto antes la problemática de las Lebacs para tratar de llevar nuevamente al mercado a los flujos habituales, ya que en el contexto actual de dolarización de carteras el tipo de cambio no parece encontrar un techo. Esto puede implicar la necesidad de regenerar alguna capacidad relevante de intervención del BCRA.

Para generar certeza en términos de Financiamiento al Tesoro Nacional es necesario que se aclare de manera detallada el Programa Financiero de 2019, donde quede claro que las necesidades de recurrir al mercado (incluyendo renovaciones) serían lo suficientemente bajas como para generar tranquilidad.

Recién cuando estos factores logren alinearse se podrá empezar a evaluar el impacto económico, político y social de esta crisis y las decisiones de largo plazo que serán necesarias para reencausar el programa económico.