

## Subirse al tigre del juego tasa versus dólar es fácil, el problema es bajarse

viernes, 14 de septiembre de 2018

El famoso gradualismo, que se transformó en inmovilismo o, en algunos casos, en marcha atrás, agregó el problema de las LEBACs que, a mi juicio, es el que hoy está impactando en el mercado cambiario. En otras palabras, las turbulencias que se vivieron en el mercado de cambios, son consecuencia de haber financiado ese hipergradualismo, casi paso de tortuga, que fue pateando el problema hacia adelante creyendo que los inversores nunca iban a realizar las ganancias devengadas.

Roberto Cachanosky \*

Esto se vivió con Martínez de Hoz y la tablita cambiaria sostenida en base a tasa de interés y deuda externa, en el plan primavera y en tantas otras oportunidades. Uno puede entender, no justificar, que se quiera pagar tasa para ganar tiempo mientras se hacen las reformas estructurales, pero pagar tasa para no hacer nada y esperar que mágicamente la economía crezca implica una mala praxis económica.

Sobre la corrida cambiaria que estamos viendo, aunque en los últimos días el mercado entró en cierta calma, se han esgrimido varios comentarios. Unos sostienen que el 28 de diciembre de 2018, cuando anunciaron la nueva meta inflacionaria, se perdió la confianza en el gobierno. Otros argumentan que la suba de la tasa de interés en EE.UU. fue el disparador de la crisis cambiaria. Algunos dicen que la culpa es por la crisis en Turquía. En fin, cada uno saca a relucir su propio argumento. Francamente, no sé si alguno de estos argumentos fue el disparador de la crisis cambiaria o una combinación de todos ellos, lo que sí sé es que estas políticas de: te doy tasa, dame dólares, siempre terminan mal, por la causa menos sospechada y en el momento menos pensado. La realidad es que en algún momento el inversor que arbitra tasa versus dólar realiza las ganancias, y es en ese momento cuando se producen las turbulencias en el mercado de cambios.

La decisión del presidente del BCRA de desarmar el stock de LEBACs es, a mi juicio, súper acertada, el problema es que se hace en un momento de caída en la confianza en la política económica pero, sobre todo, sin instrumentos para que ese desarme de LEBACs no impacte sobre el mercado de cambios. Recordemos que, a los pocos días de asumir la presidencia del BCRA, Caputo dijo que se iba a acelerar la eliminación de las LEBACs. En ese momento dijo Caputo que había \$ 1 billón de stock de LEBACs: \$ 500.000 millones estaban en poder de los bancos y \$ 500.000 en poder de los particulares, fondos de inversión, etc. Los primeros \$ 500.000 millones en poder del público, fondos de inversión etc. iban a ser reducidos de a \$ 100.000 millones por mes de manera que a fin de año se liquidaba la totalidad de ese stock de LEBACs. Sin embargo, no renovar \$ 100.000 millones por mes implica que el BCRA tiene que cancelar esa cifra con emisión monetaria, monto que es equivalente a aumentar el 9% mensual la base monetaria.

La pregunta es: ¿dónde van a parar esos \$ 100.000 millones mensuales de expansión monetaria considerando que la demanda de moneda por lo menos no crece? Las opciones no son muchas:

1) comprar dólares,

2) refugiarse en bienes como mercaderías, insumos u otro tipo de bien que proteja contra la inflación y

3) a comprar LETES. Caputo esperaba que parte de esos \$ 100.000 millones iba a ir a parar a LETES.

Si esas LETES el tesoro las utilizaba para cancelar adelantos transitorios con el BCRA, se reducía la liquidez del mercado y no tenía impacto sobre el mercado de cambios. Sin embargo, por la forma en que se contrajo la cantidad de moneda durante los primeros 8 meses del año y en agosto en particular, fue el BCRA el que tuvo que vender reservas para contener la suba del tipo de cambio. Es decir, lo que se contrajo fue a fuerza de perder reservas.

Entre enero y agosto, el BCRA expandió la base monetaria (pesos en circulación + encajes bancarios) en \$ 757.653 millones y retiró del mercado \$ 550.490 millones, con lo cual quedaron netos en el mercado \$ 207.103 millones que se fueron al dólar, esto significa que en lo que va del año la base monetaria se expandió casi un 20% respecto a fin de diciembre, con el impacto en el dólar que estuvimos viendo.

Analizando en particular agosto, el mes pasado se desarmaron LEBACs por \$ 364.071 millones. Si en lo que va del año se desarmaron \$ 656.133 millones de LEBACs, es claro que casi la mitad del stock de LEBACs se desarmó en agosto en un contexto de desconfianza en la política económica en general y en el peso en particular, si bien parte de esa expansión monetaria fue contrarrestada con aumento de los encajes bancarios y la colocación de LELIQ, la onda expansiva de la emisión llegó al tipo de cambio.

Lo concreto es que, salvo las reservas, el BCRA no tiene instrumentos para neutralizar la expansión monetaria que va a tener que realizar de aquí a fin de año desarmando LEBACs por \$ 100.000 millones mensuales. Para este tipo de problemas, la tasa de interés no es un instrumento que pueda ser de utilidad porque llegamos a un nivel de desconfianza en el peso que no hay tasa de interés que compense esa desconfianza. Esto deja en evidencia la clara incompetencia profesional de algunos economistas que apoyaron abiertamente esta política de aumentar el stock de LEBACs. Había pasado un año desde que había asumido Cambiemos, el BCRA seguía aumentando el stock de LEBACs y defendían la política del BCRA por el claro desconocimiento de la historia económica reciente de la Argentina y la lógica económica más elemental.

El gran dilema es cómo desarmar ese stock de LEBACs remanente sin que vuelvan las turbulencias al mercado de cambios. Sin instrumentos para absorber la expansión monetaria, no se ve con claridad cómo hará el BCRA para evitar nuevas turbulencias.

Una opción podría consistir en reducir el stock de LEBACs a un ritmo más lento. Otra, conseguir un préstamo del FMI para absorber el remanente que queda en poder del sector privado y, con lo que subió el tipo de cambio, con U\$S 10.000 millones tendría para hacerle frente a las presiones en el mercado de cambios, suponiendo que no cae más la demanda de moneda. Otra opción es una mezcla de un préstamo y reducir el stock de LEBACs que se desarma por mes.

En definitiva, esta fiesta de endeudamiento de LEBACs hoy no deja opciones para desarmarla sin ciertas turbulencias. Solo puede pensarse en el mal menor porque lo que se hizo fue postergar emisión monetaria pasada por emisión

monetaria futura. Y el futuro llegó.

Considerando que las tensiones por ahora solo se dieron en el mercado de cambios y no en el financiero, extremar las medidas para contener el mercado de cambios luce como lo más recomendable, pero siempre eligiendo el mal menor. No hay un óptimo para resolver este lío que, a un año de transcurrido el gobierno de Macri, algunos incompetentes decían que la deuda de las LEBACs iba a licuarse por la inflación y que el modelo convergía hacia el equilibrio. Estos modelos nunca convergen al equilibrio. Subirse al tigre del juego tasa versus dólar es fácil, el problema es bajarse.

El dato a tener en cuenta es que dudo que un déficit fiscal primario de 3 puntos del PBI genere tanta desconfianza. A mi juicio es nuestra historia de desorden monetario y fiscal el que pesa sobre nosotros y hace más complicado desarmar esta fiesta de endeudamiento. Por eso, ni anunciando el déficit fiscal cero para el año que viene veo probable que se recupere la confianza en el peso.

Insisto, una vez que se uno se metió en este lío no hay óptimos para salir, solo se puede elegir el mal menor. En este sentido, me parece que el mal menor es tratar de contener transitoriamente el tipo de cambio en este nivel cercano a los \$ 40 hasta desarmar el stock de LEBACs si es que se logra algún apoyo extraordinario del FMI para dominar el mercado de cambios y luego ir a una libre flotación.

Obviamente, cualquier opción que se ofrezca para desactivar este lío, es objetable. Esta es la que se me ocurre. Si alguien tiene una idea mejor sería bueno que la ponga sobre la mesa.

\* Licenciado en Economía por la Universidad Católica Argentina. Profesor titular de teoría macroeconómica en el máster de Economía y Administración de Empresas del Centro de Estudios y Capacitación Empresarial en la ciudad de Rosario y de economía aplicada en el máster de Economía y Administración del Instituto universitario.