

## ¿Hasta dónde seguirá la paz?

viernes, 14 de junio de 2019

Cuarenta y cinco días ya pasaron desde que el BCRA anunció un cambio clave con respecto al mercado de cambios: poder intervenir aun cuando el valor de la moneda estadounidense se ubicara por debajo de los \$51,48, es decir, dentro de la ex Zona de No Intervención Luego de una nueva escalada del dólar en marzo y abril, cuando subió 17%, el BCRA se vio obligado a cambiar su política, y consiguió el respaldo clave del FMI. Una nueva corrida hubiera sido letal para su mandato de reducir la inflación y, políticamente, hubiera dejado a Cambiemos a las puertas de una derrota electoral. Juan I. Miguez \*

Desde ese 28 de abril, el dólar mayorista cayó sin que Guido Sandleris interviniera en el mercado. Pero nada dura para siempre y la pregunta de los millones es cuánto durará la pax cambiaria actual, una pregunta relevante en múltiples niveles. Para poder responder esas preguntas, es interesante analizar algunas variables que pueden influir en la “madre de todos los precios”.

El 1° de octubre de 2018 debutaron las Leliq (Letras de Liquidez) que vinieron a reemplazar a las Lebac (Letras del BCRA) y llegaron hasta 73,52% el 8 de octubre. Hasta el 14 de febrero, todo marchaba sobre ruedas y la tasa cayó casi 30 puntos hasta 43,93%. Allí, la tasa de interés real era baja y el “premio” por quedarse en pesos, también.

Ante este panorama, el mercado decidió abandonar los activos en pesos y dolarizar sus carteras. Eso obligó al BCRA a subir nuevamente la tasa y ubicarla por encima del 74%. Desde que tocó ese valor, la tasa se redujo (ayer promedió 67%), pero no tanto como en el verano, con el objetivo de mantener un rendimiento real elevado, una herramienta clave para mantener la “pax” y evitar otro round cambiario. Hay que recordar que desde el mes de abril, la autoridad monetaria también aseguró una tasa mínima del 62,50% y se puede prever que estos niveles se mantendrán en el tiempo.

El economista Martin Vauthier de la consultora EcoGo, cree que la gran razón de fondo es una política monetaria muy dura. “Hoy tenés pocos pesos transaccionales y los estacionados en activos fijos (Lecap y plazo fijos) que se podrían ir a dólar están bastante licuados, por lo que hay menos combustible para una corrida”. Considera, además, que la principal herramienta para lograr esta tranquilidad es la alta tasa real. “A diferencia del período octubre-febrero, el BCRA no está bajando la tasa fuertemente” comenta Vauthier.

Otra variable interesante para analizar es el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM). Ese índice mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de un grupo de países con los cuales se realizan transacciones comerciales. Luego de la fuerte devaluación de marzo y abril, el TCRM tocó los 124 puntos y en la actualidad, inflación y estabilidad cambiaria mediante, se ubica en torno a los 117 puntos. Para tener un parámetro, cuando comenzó la crisis cambiaria en abril del 2018, el índice estaba en 90,8, lo que demostraba un fuerte atraso cambiario. Si uno compara la inflación acumulada desde diciembre del 2016 con la devaluación a partir de ese momento, aún existe una diferencia de alrededor de 40 puntos a favor de esta última, por lo que podría considerarse que no existe un atraso cambiario de largo plazo.

El contexto internacional también juega un rol fuerte en la delicada economía de Argentina, y para ello es interesante ver el bono a 10 años emitido por el Tesoro de Estados Unidos. Desde el mes de abril, la TIR de estos bonos continuó bajando y en la actualidad se ubica en 2,12%, uno de los puntos más bajos de la curva desde que empezó el Gobierno de Donald Trump. Sumado a esto, el mercado le asigna una alta probabilidad a que la Fed reduzca la tasa de interés, lo que favorecería el ingreso de dólares a las economías emergentes. Finalmente, otro ítem que puede tenerse en cuenta para entender la “paz cambiaria” es la liquidación de divisas por parte del campo. El Gobierno, con razón parcial, atribuyó parte de la responsabilidad de la crisis cambiaria a la sequía que padeció el país durante el verano de 2018. A lo largo del 2019 el campo prevé liquidar US\$ 27.000 millones, y ya lleva liquidados US\$ 8.500 millones. Tanto en 2018 como 2017, los meses de junio y julio fueron los de mayor entrada de divisas

Eso se podría repetir en 2019 y con mayores volúmenes. El precio de la soja que recibe el productor también tuvo un repunte estos días, aunque todavía se encuentra debajo de los US\$ 274 que promedió en 2018 y los US\$ 250 de 2017. Sin embargo, en el mes de junio el precio repuntó y llegó a los US\$ 230, habiendo tocado el piso de US\$ 204 en mayo. A ese análisis, se le podría sumar la poca cantidad de pesos que hay en el mercado, la menor cantidad de vencimientos de deuda en moneda extranjera que quedan en la segunda mitad de 2019 y los desembolsos del FMI pendientes: cerca de US\$ 12.000 millones.

Pero en un año cruzado por las elecciones presidenciales en Argentina hay que analizar también la coyuntura política, y no sólo las variables técnicas. Luego de la elección de Miguel A. Pichetto como candidato a vicepresidente del oficialismo, el escenario electoral quedó más claro. El martes, tras el anuncio, y ayer también, el mercado festejó la elección y el peso se fortaleció. Sin embargo, es importante tener en cuenta que la "pax" podría verse interrumpida ante un escenario en el que la fórmula Fernández-Fernández logre una gran diferencia en las PASO, agendadas para el 11 de agosto. Si eso ocurre, en el período que va desde esas elecciones hasta las generales de fines octubre podría haber una fuerte dolarización por el temor a una victoria opositora. Por lo tanto, si se tiene en cuenta la alta tasa real que tiene la economía, un TCRM que no está atrasado, un contexto internacional favorable, una liquidación de dólares estacionalmente mayor, menor presión de vencimientos y los próximos desembolsos del FMI se podría inferir que la paz cambiaría es consistente y podría durar al menos hasta las elecciones primarias de agosto. Luego de eso, su sobrevida estará en manos de los resultados electorales.

\* Analista de Finanzas en Accenture, Argentina  
Servicios y tecnologías de la información