

20 de mayo de 2016

¿Qué pasará con el dólar?

Acostumbrarnos al nuevo régimen de tipo de cambio flotante es todo un desafío. Si bien el dólar libre (contado con liquidación y MEP) también fluctuaba en la etapa del cepo, al no contar con opciones atractivas en pesos por lo general carecíamos de fuertes incentivos para apostar a una potencial apreciación del tipo de cambio. Mayoritariamente, nos movíamos dentro del mundo dólar. En esta nueva etapa, la volatilidad del tipo de cambio junto con las atractivas tasas en pesos nos obliga a repensar una y otra vez como estar posicionados.

El debate cambiario está más presente que nunca. Repasemos los dos razonamientos más utilizados para analizar la dinámica del dólar y una tercera reflexión, a mi juicio, la más importante a considerar para el corto plazo.

Perspectiva atraso cambiario

El primer punto es el atraso cambiario. El gobierno anterior dejó un atraso monstruoso atado con hilos mediante el cepo. Las nuevas autoridades desarmaron éste nocivo esquema en unas pocas semanas y dejaron flotar el tipo de cambio. Luego de rozar los \$16, en las últimas semanas el dólar bajó marcadamente para ubicarse cerca de los \$14. Desde diciembre, el alza es del 47%. En el mismo periodo, la inflación CABA (suponiendo un 3% en mayo) fue del 27% considerando el índice general y del 22% tomando el IPC núcleo. Con lo cual, la inflación se comió aproximadamente la mitad de la devaluación. Si bien el traspaso a precios (*pass-through*) es menor en relación a la devaluación del 2014, igualmente es considerable. Esto trajo aparejado paritarias en promedio al 33% (las ya cerradas anualmente).

Para un análisis un poco más completo, habría que mirar el tipo de cambio real multilateral (TCRM), que considera la dinámica de nuestros socios comerciales. Al cierre de abril, TCRM se ubicó un 29% por encima de los niveles de noviembre pasado. Además de la devaluación local, influyó la revaluación de las divisas de nuestros socios, fundamentalmente de Brasil. Ampliando un poco la perspectiva, para volver al

TCRM promedio del 2010/2011 el dólar debería ubicarse en \$21 y siendo un poco menos exigentes, para alcanzar el nivel de TCRM de febrero de 2014 (post devaluación) el dólar debería situarse en \$18.

En resumen, la competitividad “cambiaría” (el concepto competitividad es mucho más amplio, abarca desde la educación hasta los baches de la Ruta 9) mejoró desde la salida del cepo. Sin embargo, dado el brutal atraso que arrastrábamos y la inercia inflacionaria de los últimos meses, sin dudas el tipo de cambio todavía muestra un claro retraso.

¿Salgo corriendo de las Lebac y compro dólares? No necesariamente. El tipo de cambio no debe acomodarse necesariamente en el corto plazo. El atraso puede sostenerse mediante cepos (vieja modalidad) o mediante financiamiento externo (¿nueva modalidad?). Es más, en esta coyuntura nada garantiza que los precios no acompañen de haber un nuevo salto cambiario.

Perspectiva ingreso de divisas

Considerando que el comercio exterior argentino tiene prácticamente un saldo neutro, importamos básicamente lo que exportamos, a corto plazo el ingreso/egreso de divisas estará gobernado por la cuenta capitales. El cambio de gobierno, el arreglo con lo holdouts, las necesidades fiscales a nivel nacional y provincial, la vuelta al mercado de crédito internacional de muchas empresa y los todavía buenos rendimientos de nuestros bonos anticiparían un ingreso neto de capitales. Con lo cual, de no intervenir la autoridad monetaria, el tipo de cambio podría apreciarse. ¿Puede salir a comprar dólares el BCRA para sostener la cotización? Podría, pero la contrapartida de la compra de divisas es la emisión de pesos, y en segunda instancia la emisión de Lebac.

A esto debemos sumarle el ingreso de divisas de un eventual blanqueo. Acá una aclaración importante. El blanqueo no implica que los dólares entren y se liquiden en el mercado de cambios. En primer lugar, una parte de las divisas pueden quedar en el exterior. En segundo lugar, si el Tesoro emite un bono para conseguir dólares en el blanqueo, las divisas obtenidas pueden quedar en una cuenta del Tesoro en dólares, sin ser liquidadas. Estas divisas se liquidarían en el

mercado solamente en el caso que se utilicen para cubrir el bache fiscal. Pero como seguramente las necesidades de caja se acentuarán en la última parte del año, esta potencial oferta podría ser gradual y tener lugar después de la cosecha. En mi opinión, más que bienvenido si este financiamiento reemplaza parte de la monetización (\$160.000 millones) que contempla el programa monetario.

Por lo comentado hasta el momento, seguramente este año tendremos un ingreso neto de divisas en el balance de pagos. *¿Desarmó todas mis posiciones en dólares y voy 100% a tasa? No necesariamente.*

Nuevo BCRA: tasa de interés vs inflación núcleo

Las nuevas autoridades del BCRA han manifestado más de una vez que implementarán un régimen de metas de inflación. En estos esquemas, el principal instrumento es la tasa de interés y el objetivo prioritario la inflación. El BCRA prioriza la inflación núcleo (deja afuera precios regulados como tarifas y estacionales como frutas y verduras), y según las propias declaraciones de su Presidente y los informes publicados por la entidad no bajarán la tasa hasta no contar con una clara evidencia que la inflación núcleo este cayendo. El leve recorte de esta semana se justificó en cierta retracción de la inflación semanal que monitorea el Central.

Para posicionarnos a corto plazo, creo que lo más conveniente es invertir el orden al que estamos acostumbrados a razonar. El dólar no subirá porque subió la inflación. El dólar subirá cuando baje la tasa y esta bajará cuando ceda la inflación. En enero el BCRA se apuró en bajar la tasa y el dólar se disparó. Luego la subió con convicción y el billete bajó. Creo que la clave estará en la inflación, con lo cual probablemente veamos cierta calma mientras la tasa siga en estos niveles. Pero si la inflación cede, esperemos por el bien de todos, con tasas un poco más bajas y este nivel tipo de cambio las carteras seguramente volverán a dolarizarse.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia