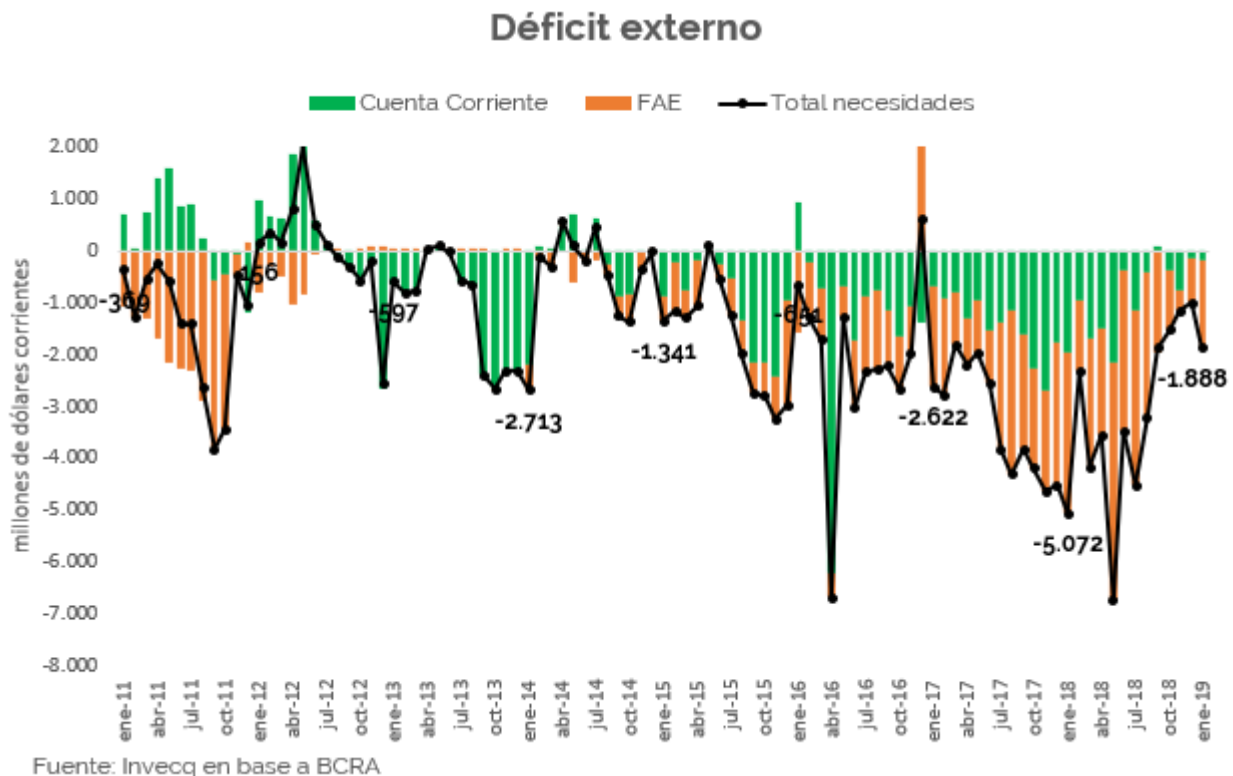


Con los datos disponibles del primer mes del año se corrobora la continuidad del proceso de ajuste externo en el que ingresó la Cuenta Corriente de la Argentina intempestivamente a mediados del año pasado, cuando el flujo de capitales privados que voluntariamente financiaba ese desequilibrio dejó de hacerlo.

Para que ese ajuste sea lo menos traumático posible (aun así, la moneda tuvo una depreciación del 50%, la inflación anual llegó casi al mismo porcentaje y la economía se contrajo un 2% anual) e incluso evitar una crisis de mayor envergadura, las autoridades del país recurrieron al financiamiento del FMI. Más allá de los detalles de los acuerdos firmados, el objetivo último de cualquier acuerdo con el Fondo consiste en conseguir un prestamista de última instancia en el momento en que el mercado privado de deuda se cierra para poder transitar un período de ajuste de la manera más ordenada posible, que concluya con el reequilibrio de las cuentas externas. Un déficit de la cuenta corriente significa que las decisiones de ahorro e inversión son inconsistentes con el nivel de ingreso de la economía. De esta forma la economía debe incrementar el nivel de ahorro mediante una reducción del consumo.

Y es justamente esto lo que se está verificando. En primer lugar, el dato a resaltar es la fuerte reducción del déficit de la cuenta corriente cambiaria. El mismo pasó de un nivel promedio de 1.500 millones de dólares mensuales entre los años 2016 y principios de 2018 a un valor menor a los 300 millones de dólares desde agosto del año pasado: un ajuste del 80%. El driver de este ajuste fue la contracción del gasto agregado en dólares, tanto vía una caída de las importaciones de bienes como del consumo de servicios (en especial el turismo internacional). La incipiente reactivación en el cobro de exportaciones que había comenzado a observarse en 2016-2017 se interrumpió a principios del año pasado como consecuencia de la fuerte sequía que afectó al agro, lo que hizo que el ajuste externo sea “más doloroso”. Esta tendencia debería revertirse durante los próximos meses, cuando el ingreso de los dólares de la cosecha comience a realizarse. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que una producción mayor a la del año pasado no garantiza automáticamente un mayor ingreso de dólares al país: en un contexto de fuerte incertidumbre debido a la contienda electoral las decisiones de liquidación de dólares de exportación podrían verse demoradas a la espera de un panorama político más claro. En relación a ello, el primer dato de intercambio comercial del año dado a conocer por el INDEC en esta semana generó cierto nerviosismo entre algunos analistas habida cuenta de la caída que mostraron las exportaciones. Sin embargo, creemos que se debe a un factor transitorio y que el 2019 será un año de fuerte crecimiento de las ventas argentinas al exterior.



Con respecto a los flujos de capitales, también pueden identificarse algunas tendencias positivas. La fuerte salida de capitales que dio lugar a la depreciación del peso durante el año pasado continúa, aunque a un ritmo cada vez menor, llegando a niveles casi neutros en los que no hay entradas netas de capitales que aporten financiamiento para el déficit corriente que aún persiste, pero tampoco continúan saliendo en magnitudes relevantes.

Este factor, junto al atesoramiento de dólares por parte de los residentes argentinos, son dos elementos clave de cara a los meses que vienen. El ahorro de dólares también muestra una significativa reducción desde agosto del año pasado, con una caída interanual del 40% comparando períodos idénticos, lo que implica un factor más que relevante dada la importancia que tiene en nuestro país como determinante de la demanda total de dólares de la economía. Sin embargo, es altamente probable que durante los próximos meses este componente de la demanda de dólares comience a crecer nuevamente como ya ha ocurrido en anteriores procesos electorales. Ver por ejemplo el rápido crecimiento de las compras de dólares (FAE) en la previa electoral del 2011, proceso que terminó con la imposición de los primeros controles cambiarios que comenzaron a delinear “el cepo” a fines de octubre de aquel año.

Frente a esta situación el BCRA se encuentra algo limitado en su poder de intervención debido al esquema cambiario acordado con el Fondo. El Central solo puede intervenir de forma directa en el mercado cambiario, comprando o vendiendo dólares, cuando la cotización se encuentre en alguna de las zonas de intervención. En la zona de no intervención, la única herramienta que le queda al BCRA es el control de los

agregados monetario (y la tasa de interés implícita) mediante la licitación de Leliqs. Este panorama, sin embargo, es compensado al menos parcialmente con la disponibilidad de dólares con la que cuenta hoy el Tesoro. Debido a que el financiamiento recibido por parte del FMI es en dólares y gran parte de los gastos que deberá ejecutar durante los próximos meses son en pesos, se estima que Dujovne podrá salir a vender en los próximos meses unos 10.000 millones de dólares. Incluso en caso de que la renovación de Letes continúe a buen ritmo como hasta el momento, el monto de “intervención” de Dujovne podría ampliarse. Así el Tesoro, le podría dar una mano a Sandleris para calmar los ánimos cambiarios en la previa de las elecciones en las cuales Macri irá a buscar su reelección.

Planteados todos estos elementos, el panorama continúa siendo de alta vulnerabilidad para la economía argentina, aunque con una tendencia hacia un mayor ordenamiento de las variables externas (corrección del déficit de la CC). Esta vulnerabilidad dada por los propios fundamentals de la macroeconomía se ve amplificada por el timing del año electoral. Frente a ello, el BCRA cuenta con herramientas algo débiles para hacer frente a cambios repentinos del humor local y de las condiciones internacionales y tendrá que apoyarse en los dólares que el Tesoro tiene a disposición para vender. Sin embargo, si las perspectivas políticas para el oficialismo tuvieran un nuevo golpe y/o las condiciones internacionales volvieran a girar en contra de los mercados emergentes el panorama cambiario no tardaría en desestabilizarse a pesar del poder de fuego del Tesoro y el Central juntos.