

EL DÓLAR: ¿Está caro barato y en relación a qué?

Lic. Rolando Rascón 29/08/18

Jugar a ver quién da más parece un pronóstico poco serio, mucho más en un contexto de tanta volatilidad financiera y un riesgo país abroquelado en 700pb. E incluso la pregunta correcta no **es cuánto costará el dólar sino cuál será su nivel de equilibrio**, ya que cuando un precio relativo no lo está la mutación es una constante.

Todos los bienes y servicios tienen **un precio de equilibrio** que es aquel donde la oferta y la demanda, en forma conjunta, establecen las cantidades y precios de equilibrio.

El dólar no es una excepción, más aún si lo analizamos en un contexto más acotado, es decir vis a vis contra el peso argentino y sin ponderación comercial. Basta con que no existan controles de cambio o que el BCRA no intervenga se puede considerar cierto nivel de referencia. Hoy el precio al que se comercializa a las 14hs es de \$32,20, vaya a saber dentro de un par de horas.

Pero no podemos hablar un valor de puesto que dicho valor no tiene ningún grado de sustentabilidad en el tiempo. Por ej se mantuvo los 5 primeros meses del año en una banda de \$19/20. A partir de mayo la volatilidad fue muy grande y súbita, al punto tal que en el mes de junio trepa a los \$29,4, retrocede a los \$27,9 y en el presente día de agosto y terminando el mes ya se instaló en nuevo promedio de \$32.

Lo que se puede aseverar que está ocurriendo no es ni más ni menos que un mercado repleto de volatilidad, que en el día a día se transforma en un **“proceso de aproximación”** en el que acorde a las reglas del juego del día a día intenta conseguir un valor de referencia y eso es casi lo mismo que decir que providencia puede ser azar.

Si hacemos un poco de revisión histórica recordemos que vivimos 10 años con tipo de cambio fijo durante la convertibilidad e incluso tras su caída la devaluación de 2002 dejó como saldo un dólar de \$3,34 (habiendo llegado al tope de \$4,8) **se mantuvo en ese rango casi por 8 años, y recién en 2010 pasó a \$4**. Pero a su nuevo valor de libre mercado le quedaba poca vida ya que en 2011 se instala el cepo y renace el “blue”. Pero la moraleja es que al igual que en el transcurso de 2002 nadie tenía certeza de que ese “3x1” sería por largo rato un valor de equilibrio.

Queda por resaltar que además del escenario de altísima volatilidad inducida por motivos de índole financiera (por ej el cambio de LEBACs por Letes, riesgo país, obtención de más prestamos, etc.) entones resulta comprender que Argentina tiene un serio problema estructural en sus relaciones con los no residentes.

Argentina tan solo de 2016 a 2017 incrementó un 100% su déficit de la Cuenta Corriente (CC) del balance de pagos (BP), logrando el récord de u\$s de 30.000M (5% del PIB, un lujo que se puede dar Trump!), y lo más temible es que en la sangría de divisas siguió batiendo record en el primer trimestre de 2018.

Con esto queremos decir que detrás de esta incertidumbre **permanece un enorme desequilibrio en la economía real**, el déficit de la CC del BP. Si lo diseccionamos veremos que la mitad de semejante déficit obedece a que las importaciones superan a las exportaciones y la otra mitad

a los denominados “Ingresos Primarios”, básicamente dólares que compran los particulares para importar, ahorrar o viajar al exterior. También las remesas que las empresas extranjeras envían a sus casas matrices.

Este déficit obedece a un fuerte problema estructural en el cual los argentinos están gastando más de lo que producen (y eso implica también endeudamiento) y por ende hay una incesante excedente de demanda de dólares (esto ratifica que no está en su valor de equilibrio). Se trata nada menos que del 5% del PIB. Por otro lado se suma el déficit fiscal que desde 2015 la nueva gestión mostró una gran vocación de endeudamiento externo por lo cual es otro jugador que se suma en la puja por las divisas escasas.

En términos de perspectiva histórica, pos convertibilidad Argentina tuvo superávit externo hasta el año 2010 y recién a partir de 2011 comenzó a registrar déficit, entonces el gobierno intervino restringiendo la demanda con lo cual comenzó un posible ciclo de atraso cambiario en la medida que la tasa de inflación crecía a un ritmo promedio del 25% con un tipo de cambio nominal semi anclado.

En resumidas cuentas, intentar “adivinar” el precio del TCN parece algo más apropiado para David Copperfield que para un analista económico. Las variables que inciden son muchísimas pero dejamos en claro que mientras exista un altísimo déficit de la CC del BP persistirá un mercado de cambios con exceso de demanda pujando permanentemente por un nuevo valor de equilibrio. Mientras siga viva la rabia menos se puede dar por muerto al perro.

Todo lo que sabemos a la fecha es que “está ocurriendo un proceso de ajuste” en el mercado de cambios y que el mismo está muy condicionado a un severo problema estructural. No quepa la menor duda que llegado a cierto nivel de TCN (que es la incógnita) el exceso de demanda de divisas cesará porque los agentes económicos percibirán su precio como un condicionante con alto costo de oportunidad a la hora de comprar dólares por ej para viajes al exterior. Mientras la gente siga yendo a Cancún o compre dólares para el colchón lo que queda bien claro es que es percibido como “barato” o atrasado.

De los pocos datos que tenemos sobre la evidencia empírica trataremos de intentar cual podría ser el escenario más probable respecto de un valor de TCN de referencia, que no será de equilibrio mientras la economía real siga descalibrada. Cualquier artilugio por parte del Estado de aumentar las reservas con déficit comercial o fiscal será por supuesto seguir viviendo de prestado.

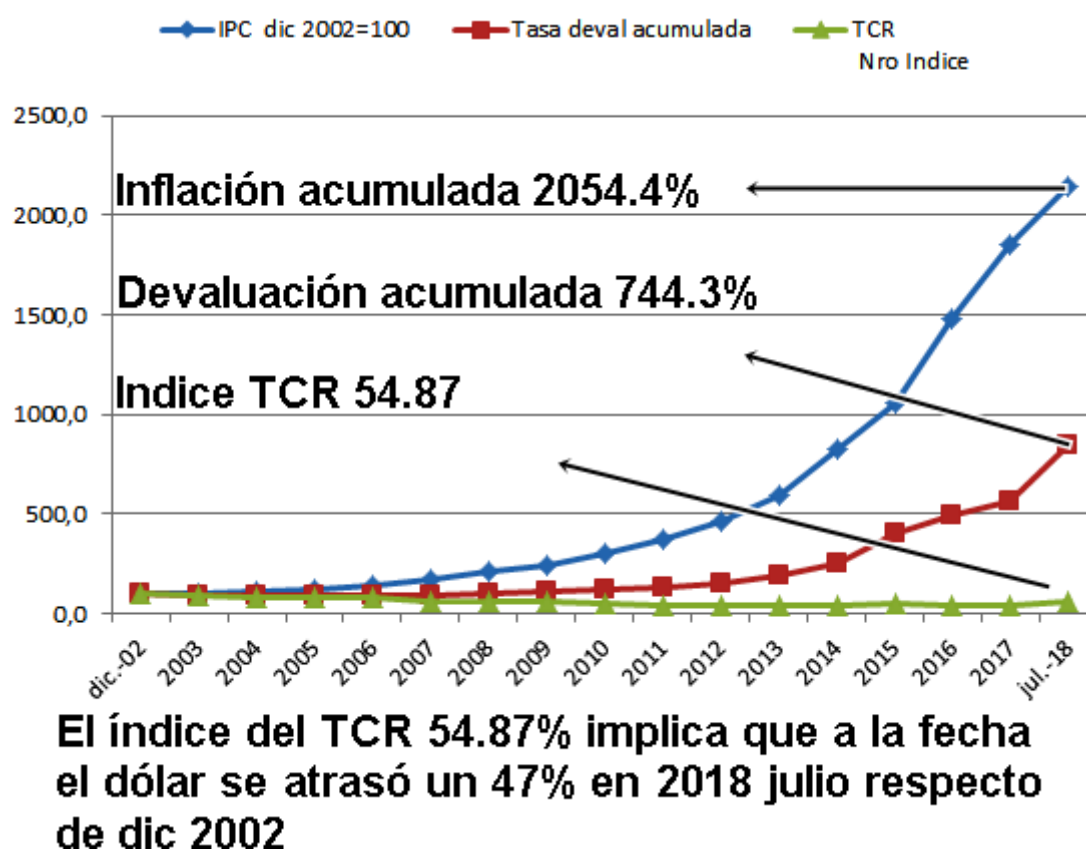
Un dato, al día de la fecha, por ej es que Ud puede comprar dólares a futuro y asegurarse un precio de \$37,55. Esto al menos deja en claro la “tendencia” que sigue siendo alcista.

Finalmente dejamos a consideración del lector las apreciaciones que nosotros intentamos realizar respecto al rango más factible del TCN entre el dato histórico y la información del día de la fecha.

Dado que los gobiernos pueden influir y mucho interviniendo o no en el mercado de cambios realizamos el ejercicio de combinar los valores de TCN en 4 momentos del tiempo que prácticamente coincide con los últimos cuatro mandatos presidenciales.

El punto de partida es diciembre de 2002 dado que ex post sabemos fue un valor de equilibrio por casi 8 años habida cuenta de que la economía tuvo una alta dinámica inflacionaria, que fue acumulando una enorme brecha entre la tasa de devaluación e inflación incluso al día de la fecha. Otra razón más para “sospechar” de porque no se completó el proceso de aproximación de equilibrio.

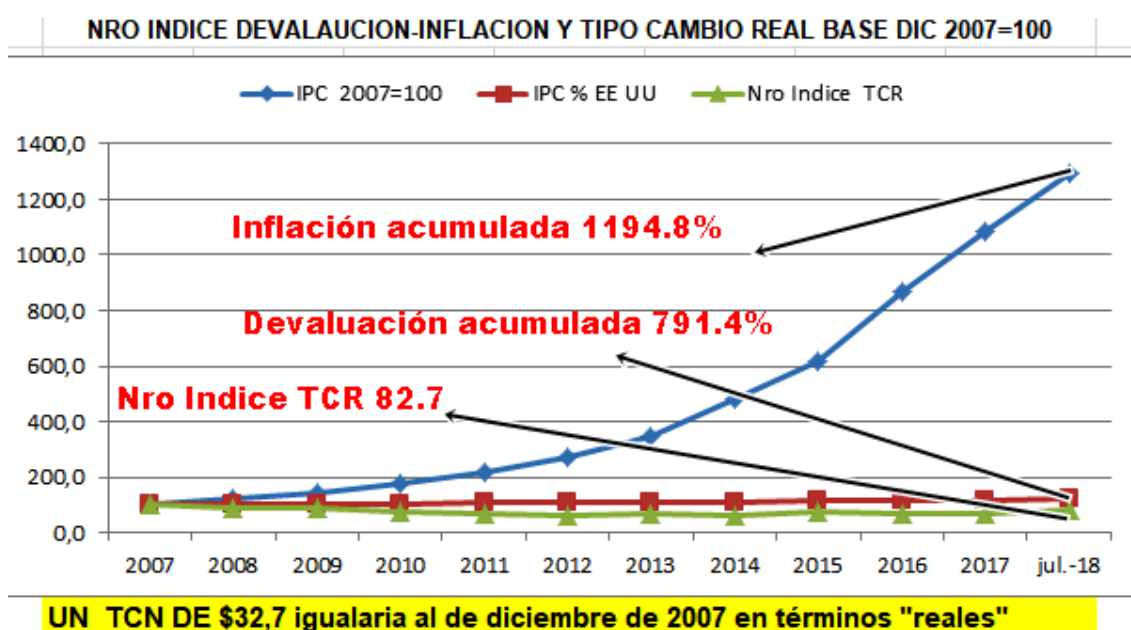
ESCENARIO 1: dic 2002 – 2018



Como puede observarse en el periodo dic 2012-Julio 2018 la tasa de inflación acumulada más que duplicó a la tasa de devaluación. El TCR de 2018 equivale al 54,87% del de 2002, ergo para igualar la competitividad de esa fecha el TCN hoy debería cotizar 45,3% por encima de \$28,20, lo que implica un TCN \$41.

Como la situación inicial fue de una mega devaluación es posible que un TCN de \$41 pueda considerarse sobre disparado como en dic de 2002, que llegó a fin de ese año con 234% de devaluación, pero siguió retrocediendo en años posteriores.

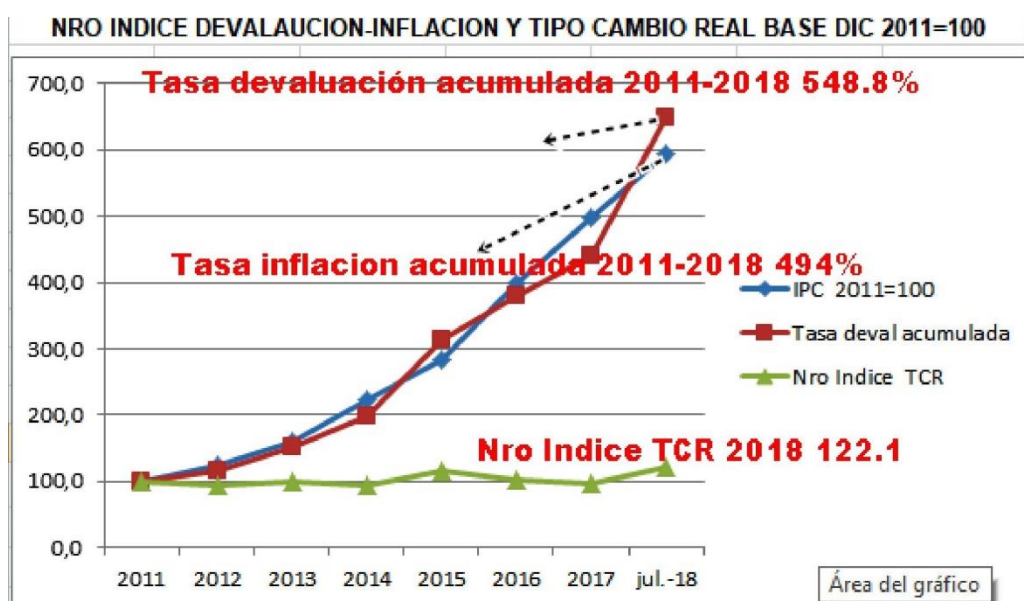
ESCENARIO 2: dic 2007 – 2011



Se repite el esquema de "atraso cambiario". Es decir la inflación carcome el TCR. El Nro. Índice del TCR de 2018 equivale al 82.7% del \$3,13 de diciembre de 2007. Esto implica que para igualar esa competitividad cambiaria hoy el TCN debería cotizar 17.3% más alto. Eso da un resultado de \$ 33.

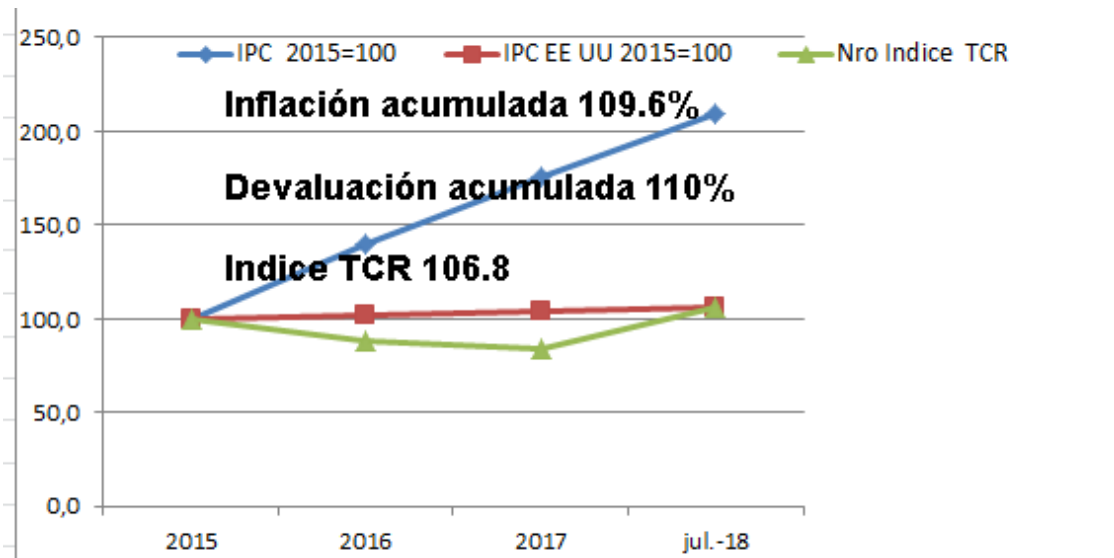
Este resultado se aproxima mucho al TCN del día de la fecha, no obstante, la macro de 2007 además de alto crecimiento aún tenía superávits gemelos.

ESCENARIO 3: dic 2011 – 2018



A diferencia de los períodos anteriores el TCR se “adelantó” dado que la tasa de devaluación superó a la de inflación. El Nro. Índice del TCR de 2018 equivale al 122.1% del \$4,3 de diciembre de 2007. Esto implica que para igualar esa competitividad cambiaria hoy el TCN debería cotizar 22,1% por debajo del actual, es decir \$ 21.9. Un escenario totalmente descartado puesto que el valor a la fecha supera en más de 40% a esa nominalidad.

ESCENARIO 4: dic 2015 – Julio 2018



Partiendo de dic 2015 al mes de julio de 2018 las tasas de inflación y devaluación han sido muy similares. El Nro. Índice del TCR es de 106,8%, vale decir que habría que restarle 6,8% para igualar al de dic de 2015, lo que implica un TCN \$26,3. Claramente otro escenario de atraso respecto la situación actual.

Concluyendo nuestro análisis en base al dato histórico y político el resultado más aproximado a un nivel de TCR de equilibrio, a partir de la fecha el nuevo TCN oscilaría en la banda \$32,7-\$42,1.

Como se mencionó al principio del informe insistimos que es casi imposible ser asertivo en el posible nuevo valor nominal del tipo de cambio de equilibrio, el cual se encuentra ampliamente supeditado a que la actual recesión vía caída de los salarios reales baje la demanda global y por ende las importaciones.