

## TENSIÓN CAMBIARIA

En voz alta

El economista y profesor de la Universidad de Columbia cree que de esta manera habría una política fiscal y monetaria más confiable; sus proyecciones

# Guillermo Calvo. "La dolarización es algo que hay que pensar seriamente más adelante"

Texto **Sofía Diamante**

**E**l economista Guillermo Calvo, especialista en temas que tienen que ver con la macroeconomía de los mercados emergentes. Específicamente, se ha ocupado de estudiar los flujos de capital y las crisis de balanza de pagos, y es conocido a nivel mundial por haber anticipado la crisis del Efecto Tequila de 1994. En una entrevista telefónica con LA NACION, el profesor de la Universidad de Columbia criticó la mala comunicación del Gobierno y dijo que "en una situación de tormenta, empeora las cosas". Además, indicó que es muy difícil que la Argentina pueda recuperar la confianza ya que ahora no depende solo del país.

—¿Cuánto de lo que ocurrirá esta semana se corresponde a errores propios y cuánto a los ajustes macroeconómicos que tiene el país?

—La comunicación del Gobierno ha sido muy mala y hay bastante consenso en ello. He escuchado que el Presidente salió a hacer un anuncio sin haber consultado suficientemente con el FMI. Eso creó mucha incertidumbre y confusión en el mercado, que es lo último que uno le recomendaría a un Gobierno cuando se está pasando por una tormenta. La situación macro, por su parte, era muy complicada y entonces se justifica que hayan intentado ser gradualistas. Pero cuando uno es gradualista y tiene un déficit fiscal tan grande, necesita tener a los mercados muy dispuestos a financiarlo.

—Y ahora la situación mundial se complicó...

—Sí. Turquía, que siempre se la compara con la Argentina, ha entrado en problemas bastante similares y simplemente el mercado ha empezado a pensar que tal vez estamos entrando en un parate en los mercados de capitales para los emergentes. Es lo que le llamamos *sudden stop* [freno repentino]. Esto ya pasó en 1998, en 2008 y durante el Efecto Tequila [1994]. Entonces



los mercados saben que eso puede pasar y, al ver estos dos países, que siempre han sido víctimas de este tipo de episodios, dicen "puede ser que vuelva a ocurrir". Hay otra razón para que estén preocupados y es que Estados Unidos sigue subiendo las tasas de interés.

—Pero a mitad de año se creía que con el préstamo de US\$50.000 millones del FMI la Argentina estaría blindada del exterior.

—Blindada significaba que íbamos a tener fondos para lo que se llama el déficit primario, que no incluye la ta-

**"Me temo que este tipo de ajuste va a producir una recesión más profunda"**

sada de interés, ni la amortización de la deuda. El supuesto era: si la Argentina puede mostrar que tiene fondos para financiar sus operaciones normales, el mercado de capitales le va a refinanciar la deuda. Pero si hay un *sudden stop*, la Argentina tiene deuda de corto plazo que tiene que refinanciar. Si los mercados no están dispuestos a refinanciarlo, se tiene un problema. El país puede tener un *sudden stop* aunque esté perfectamente blindado para llevar adelante su programa fiscal. Por eso las Lebach han sido tan dañinas, porque hubo una cantidad muy abultada en dólares, y venía muy frecuentemente y en grandes cantidades. Eso causó mucho ruido. Si de repente el mercado se saca completamente —ojá no suceda— la Argentina va a tener que entrar en moratoria. Ese es el problema y eso es lo que hay que evitar.

—¿Cómo se logra eso?

—Es importante la visita del ministro a Washington esta semana, pero aclaro una cosa: el FMI no tiene fondos para ayudarnos si realmente hay un *sudden stop*, porque no alcanzaría con el programa y habría que hacer otro muy rápido. Es lo que pasó con España en 2012, cuando de repente el riesgo país se estaba yendo por las nubes y el Banco Central Europeo dijo: "Hare lo que sea necesario", y se compró toda la deuda española. Si tuviéramos alguien así, como la Reserva Federal, yo compró temporalmente toda la deuda argentina", se acabaría el problema y posiblemente bajaría la tasa de interés y la Argentina podría pagar. Lamentablemente, no tenemos un prestamista de última instancia así. El Fondo no hace esas cosas, no puede.

—¿Es lo que pasó con la Argentina en 2001?

—Exactamente. Si nos hubieran comprado la deuda en 2001 y nos daban un poquito de tiempo, la Argentina sería una campeona del mundo, con la suba del precio de la soja que vino después. Eso es lo que está faltando al mundo: tenemos una arquitectura financiera internacional que no tiene un banco central mundial.

—¿Qué alternativa hay entonces para recuperar la credibilidad?

—Eso es muy difícil, porque no depende solo de nosotros, sino del mercado. Al muchachito que está del otro lado manejando un fondo no solo le interesa qué es lo que la Argentina hará, sino qué van a hacer los otros muchachitos que están en las diferentes mesas de dinero. Hay una situación de *self-fulfilling prophecy* (profecía autocumplida). Ellos piensan que el muchachito de al lado va a salirse de bonos argentinos. La Argentina no debería tener problema, pero si otros muchachitos no están invirtiendo, entonces sí va a tener un problema y va a tener que entrar en moratoria. Es ahí cuando todos salen y ahí está el problema. Por eso uno necesita prestamistas de última instancia.

—¿Qué puede hacer la Argentina?

—Creo que hace bien en ir a hablar con el Fondo. Pero me temo que lo único que va a poder hacer es aumentar los impuestos. Porque ya han aumentado los encajes, que es endurecer la política monetaria, y aumentar los impuestos es endurecer la política fiscal. Hacerlo en la mitad de una recesión, es una política procíclica: va a empeorar las cosas. De repente podemos arreglar los problemas financieros, pero nos podemos encontrar con un problema de desempleo muy viscoso. Me temo que este tipo de ajustes, que es una de las pocas cosas que puede hacer la Argentina, va a producir una recesión profunda. Si eso pasa, podemos arreglar el problema financiero, pero lo que pase después en el ámbito puramente argentino será muy penoso.

—Este año ya entramos en recesión.

—Y si encima tienen que aumentar los impuestos, eso va a profundizar la recesión. Harán la situación de la actividad económica más complicada. Yo veo que el Gobierno afloja cuando se le complican las cosas por ese lado. Y si afloja, eso quiere decir que vamos a ir a una inflación muy alta, donde podemos llegar a la hiperinflación. Un escenario que yo no quisiera ver. Tampoco me sorprendería que la tasa de desempleo suba mucho.

—¿Qué probabilidad hay de que haya una hiperinflación? ¿Volver al sistema de convertibilidad es una opción?

—En este momento, no, porque hay que arreglar el problema financiero. La dolarización es algo que hay que pensar más seriamente más adelante, porque eso nos puede llegar a ayudar a tener una política fiscal y monetaria más confiable. Mientras la Argentina no haga eso no va a poder crecer. En este momento yo

**MINI BIO**

**Cargo**  
Profesor de la Universidad de Columbia, en Nueva York

**Profesión**  
Economista. Fue quien anticipó la crisis económica del Tequila

**Edad**  
77 años

creo que es prematuro. No aliviaría el problema, que es de deuda, y nos quitaría un instrumento, como es la tasa de cambio, que puede ayudar al ajuste. En ese proceso, si no tenemos cuidado, podemos entrar en la hiperinflación. Habría que recordar que la hiper que tuvimos en 1989 vino seguida del plan Austral y después del plan Primavera. En un año y medio, las cosas se les fue de las manos al final se hizo el plan Bonex, que fue una moratoria. En este caso, la inflación está relativamente controlada, pero bajo estas circunstancias se podría ir muy rápido.

—¿Qué opciones hay entonces?

—Lamento decir que todas son complicadas. Requieren ajustes mayores de lo que hemos visto. Estoy diciendo que alguno de esos ajustes podrían forzar a la Argentina a romper contratos. La pueden forzar a un plan Bonex, sino se tiene cuidado o que se dispare la tasa de inflación. Dujovne es muy buen economista. Ojalá se lo deje operar como economista y con libertad para hacerlo. Usando la tasa de interés temo que no funciona. Porque si puedo parar la inflación, esa tasa al 60% no la puede pagar nadie. Y si no la puede pagar, la inflación va a ser del 60%. La tasa de interés es un instrumento que funciona bajo condiciones normales y nosotros la estamos usando para solucionar problemas de fondo. Con ofrecer 60%, estoy pateando el problema para adelante y no aumenta la credibilidad, la puede reducir, que es lo que se está leyendo en los periódicos. El viernes pasado salió en el *Financial Times* un paralelo sobre la Argentina y la crisis en Inglaterra de 1992, cuando George Soros apostó contra el banco central británico y ganó.

—¿En conclusión?

—La situación es muy compleja. Quedan las soluciones difíciles y la más probable será acompañada con un ajuste fiscal, que se suma a una política monetaria muy dura, lo que va a profundizar aún más la recesión. Yo esperaré más desempleo y caída del salario real, que creo que es inevitable. Hay que gastar menor. Si uno gasta menos la gente tiene que ganar menos. Ese es el ajuste, pero ahí entra la parte política, que veo complicada para alguien que quiere ser reelegido. ■

## Los activos financieros, sobrecastigados, también necesitan de señales políticas

**MERCADOS.** Los primeros días de la semana estarán marcados por lo que anuncie o no el ministro de Hacienda Nicolás Dujovne; oportunidades de compra para arriesgados

El cierre de agosto costó caro para los inversores, la economía y el Gobierno. Una nueva corrida cambiaria, la segunda en pocos meses y bastante más agresiva, llevó al billete a mostrarse en las pantallas mayoritarias en torno a los \$40 el jueves (cerrando en 36,8 el viernes), acumulando un salto semanal del 19% y acelerando la devaluación del año por arriba del 97%.

La primera crisis evitó convertirse en una corrida bancaria y se espera que esta vez tampoco ocurra. Ahora, esto no implica que no se necesite de una acción concreta y acertada por parte del Gobierno para limitar y contenerla. Esto básicamente porque —y como sucedió en abril— no se puede escudar en razones externas. Se originó, principalmente, en errores propios forzados, o no, y en una estrategia de comunicación que presenta fallas.

Hace poco sosteníamos que no había mucho margen para errores, ya que no serían gratis. Pasó. La recesión que anticipaba, se profundiza hoy en las proyecciones tanto en tiempo, como en magnitud. La inflación se acelerará bastante más arriba del 30-32%. La devaluación licuará la rentabilidad de los pesos, y tendrá un costo claro y fuerte sobre la sociedad. Mientras que los

desequilibrios existentes no hay dudas de que se ajustarán más rápido con un tipo de cambio real sólo 5% más bajo del que se tenía en 2003. En principio, se esperan detalles del nuevo acuerdo con el FMI, que permitirá el adelanto de los fondos del 2020 y 2021 al 2019. Unas seis cuotas trimestrales, del orden de los US\$3000 millones, o un total de US\$18.000 millones, que se sumaría a los US\$2000 millones que se por sí contemplaba el cronograma inicial. ¿Cuál será el costo? ¿Un ajuste aún más rápido del déficit fiscal? Más que probablemente y "atacado" desde el lado de los gastos, ¿pero también ingresos?

Ahora, parte del problema es que hay una crisis de confianza que a esta altura se entiende es más política que económica. En consecuencia, las medidas por sí solas pueden no ser suficientes para tranquilizar las aguas al menos de forma inmediata; o en otras palabras, podrían notener un efecto de shock sobre las expectativas, que necesitan revertirse. Se necesita tiempo, y dejarlas correr. No hay acritarías mágicas.

De hecho, los *fundamentals* no justifican hoy los precios de los activos financieros, y es ahí donde se necesitan señales políticas. Ese escenario que si bien despierta oportu-

dades de compra, no permite abandonar por completo las recomendaciones de cautela.

La incertidumbre, y la volatilidad, se mantendrán altas. Mientras que se habla del muy corto plazo, no hay que ser muy analítico, para entender que la atención se centrará en lo que anuncie o no Dujovne en las próximas horas. Por lo que la reacción a esto será lo que al menos domine las primeras ruedas.

En este marco, un buen dato es tener en cuenta desde donde se parte en términos de precios. Tras una semana de fuerte volatilidad, el índice Merval cerró arriba de los 29000 puntos en pesos —luego de testear mínimos de 25000 puntos—. Mientras que en dólares logró recuperarse a niveles de 790 puntos, con la recuperación básicamente del viernes, aunque en la semana perdió igualmente en torno al 5% y desde los máximos de enero un 58%. Entre las líderes, y en esta moneda, las bajas acumuladas suman 20% y 80%, respectivamente.

Son valuaciones sobrecastigadas, y que pueden ser vistas como punto de entrada. No obstante, salvo para posiciones de *trading* que no son para cualquier inversión, se aconseja evitar adoptar por el momento posiciones agresivas. Sólo compras

parciales con un objetivo de mediano/largo plazo para posiciones moderadas pueden ser opción.

En cuantos a la renta fija, la semana dejó también tristes records, como un Credit Default Swap (CDS) a 5 años arriba de los 770 puntos. Tomando los bonos en dólares, las caídas fueron en promedio del orden del 4,5-5,5% en la semana. Los rendimientos máximos alcanzados el jueves fueron de entre 11/13% anual, con una curva que prácticamente se invertió.

Niveles que incorporan una probabilidad de default que no se justificaba la semana pasada, y menos aún en la semana reciente. Esto teniendo en cuenta el adelanto del fondo del FMI apunta justamente a despejar las dudas que se podrían haber disparado sobre la viabilidad del programa financiero del 2019. En consecuencia, se aconseja asumir posiciones dentro de la curva en dólares. El lugar donde cada uno se ubique dentro de la misma, dependerá del riesgo *duration* a asumir, con el que se sienta cómodo cada inversor. Encontramos desde Letes demuy cortoplazo, hasta bonos más largos como el Descuento o el Par. ■

Sabrina Corujo

[www.portfolioperpersonal.com](http://www.portfolioperpersonal.com)

### CÓMO ES EL PORTAFOLIO DE

**Mariano Sardans**

CEO DE FDI GERENCIADORA DE PATRIMONIOS



#### Renta fija en dólares

Mi participación actual en renta fija en dólares tiene dos bonos, ambos emitidos por la Argentina: el DICY, que vence en el 2033, pero comienza a amortizar capital en 2024, y el AZE2 que vence en 2022. Desde que los adquirí hace más de dos años atrás, el precio de los mismos ha ido subiendo y cayendo, principalmente durante los últimos ocho meses.

#### Renta fija en pesos

La porción de renta fija en pesos (10% del total), actualmente está colocada mitad en Lebac cortas y la otra mitad en un bono que ajusta por CER, cuyo ticker es el TC21. Más allá de la subida del dólar de los últimos meses, mi foco siempre ha estado en superar a la tasa de la inflación por el mayor margen posible. Seguramente en el próximo rebalaceo de mi cartera, para llevar esta porción que actualmente está en el 6%, al target de Cartera del 10%, tendré que vender dólares, lo cual me permitirá acelerar el crecimiento de esta porción en términos de dólares.

#### Acciones

Mi cartera está compuesta por 60% en acciones, 30% en Renta fija en dólares y 10% en Renta fija en pesos. La cartera de acciones tiene sólo dos mercados: Brasil y Rusia. El primero representa 75%, mientras que el segundo, el 25%. Para la tenencia en Brasil uso el ETF con las siglas EWZ, mientras que para la participación en acciones rusas uso el ETF con las siglas RSX. Ambos instrumentos me brindan una diversificación inmediata en más de 100 empresas en cada mercado, con un bajísimo costo de operación.