

¿POR QUÉ SIGUE SIN REACCIONAR EL TIPO DE CAMBIO?

Jueves 30 de Marzo de 2017



En los tres meses transcurridos de 2017 las reservas internacionales del BCRA subieron casi u\$s 13.000 millones, u\$s 11.500 millones en el bimestre enero-febrero y u\$s 1.500 millones en marzo. En ese mismo período el tipo de cambio nominal retrocedió un 2%.

Esta evolución del tipo de cambio está generando muchos interrogantes en el mercado. Un dato claro es que no era esperada por el mercado, donde había expectativas iniciales más altas que se han ido ajustando en la medida que se estancaba la cotización del dólar.

CONCEPTO	SECTOR PRIVADO	SECTOR PÚBLICO	TOTAL
CUENTA CORRIENTE	-502	-578	-1.079
Balance Comercial Bienes	1.308	0	1.308
Turismo	-1.950	0	-1.950
Resto (Intereses)	140	-578	-438
CUENTA CAPITAL	2.170	10.338	12.508
Atesoramiento	-3.809	0	-3.809
Posición Bancos	2.391	0	2.391
Endeudamiento	206	10.338	10.545
Resto	3.381	0	3.381
VARIACIÓN DE RESERVAS	1.668	9.761	11.429
COMPRAS NETAS BCRA	0	3.000	3.000

Por ahora están disponibles los datos del mercado cambiario del primer bimestre del año y son suficientes para entender la naturaleza del proceso que se está viendo.

Por ahora hay roles bien marcados del sector público y del sector privado. A su vez dentro del sector privado hay un comportamiento muy diferencial de la Cuenta Corriente con respecto a la Cuenta Capital y Financiera.



Sector Público

La decisión de recurrir al mercado de capitales para obtener el financiamiento en dólares explica buena parte del aumento de reservas del primer bimestre. Como parte de esos fondos se han canalizado hacia depósitos en dólares y serán usados para cubrir vencimientos de deuda en moneda extranjera, son básicamente aumentos transitorios de reservas. En el primer bimestre del año, de los U\$S 9.800 millones netos que captó el Sector Público, U\$S 3.000 millones se los vendió directamente al BCRA y el resto quedó como aumento de depósitos públicos en moneda extranjera a la espera de afrontar pagos previstos de deuda.

Por su parte los fondos que se utilicen para cubrir déficit en pesos, sí tendrán impacto cambiario. Si el Tesoro sigue tomando deuda en dólares, el excedente de divisas que acumule se irá sumando al excedente (de similar origen que muestra el sector privado) y con ello mantendrán sobreofertado el mercado cambiario.

Sector Público

En este caso el comportamiento es bien distinto. Si bien todavía no muestra un desequilibrio significativo, por ahora tiene una demanda creciente por factores estructurales y una oferta que ha acompañado pero que está expuesta a mayores grados de volatilidad.

DEMANDA POR ATESORAMIENTO

La Formación de Activos Externos (Atesoramiento) mostró en los dos primeros meses de 2017 un ritmo de u\$s 1.900 millones. De mantenerse ese ritmo se llegarían a niveles anuales del orden de u\$s 23.000 millones, similares a los de 2008 y 2011 (crisis con el campo y pre cepo).

DEMANDA POR TURISMO

Los egresos por turismo se ubican en promedio en lo que va del año en u\$s 1.000 millones mensuales. Esta cifra es 54% superior al promedio del primer bimestre de 2016.

PRINCIPALES FACTORES DE OFERTA EXCEDENTE

Con u\$s 500 millones de déficit en la cuenta corriente, la cuenta capital ha quedado como el principal factor de oferta neta. Esto a pesar de la demanda de atesoramiento. Si se excluye la demanda por Atesoramiento explicitada de manera independiente, la cuenta capital ha arrojado un excedente neto de casi u\$s 6.000 millones en el semestre. Entre el endeudamiento externo y la Posición de Cambios de los bancos explican u\$s 5.000 millones de ese total.

En síntesis, el sector privado muestra un fuerte aumento de la demanda de divisas, ya sea por turismo o atesoramiento, y una oferta neta que ha cubierto esa demanda, pero que tiene características diferentes. Mientras la demanda de turismo o atesoramiento se sostiene y está asociada a comportamientos estructurales de la población, la oferta por endeudamiento o





por venta de divisas de los bancos claramente puede tener carácter transitorio.

Mientras las empresas exportadoras consideren que el costo de financiamiento en pesos es mayor a la devaluación esperada más el costo de endeudamiento en dólares este proceso continuará. En cambio si en algún momento este análisis se revertiera, ya sea porque se encarecen los futuros o bajan las tasas en pesos, el proceso de dolarización de pasivos se revertiría rápidamente.

	tasa en \$	Tasa en U\$S Implícita			Diferencia (U\$S - \$)
		Tasa Pura	ROFEX	Tasa Imp.	
I - 16	32,7	4,9	25,4	30,3	-2,4
II - 16	35,7	4,5	27,8	32,2	-3,4
III - 16	31,3	4,1	25,8	29,9	-1,3
IV - 16	27,6	3,9	22,7	26,6	-1,0
I - 17	25,6	3,5	19,8	23,3	-2,3

Este análisis se replica para los inversores, mirando el rendimiento de sus activos en pesos corregidos por el costo de la cobertura en el mercado de futuros.

Estos factores hacen que el mercado cambiario pueda estar expuesto a niveles altos de volatilidad si cambian las expectativas de mercado. Básicamente la duda que se plantea en el horizonte es el proceso electoral. Si las elecciones arrojan resultados favorables al oficialismo seguramente habrá margen para mantener el esquema de incentivos actual y el BCRA podrá continuar priorizando el cumplimiento de las metas de inflación y por consiguiente, una apreciación gradual del tipo de cambio. En tanto, si las resultados fueran adversos, el sendero que siga el tipo de cambio sea diferente al que se esperaba.

Hoy la expectativa es un comportamiento contenido en la primera mitad del año, pero pueden darse períodos de mayor volatilidad en la medida en que se acerque el período electoral y se vayan formando expectativas en torno a los resultados. Siempre considerando que el BCRA tiene herramientas suficientes (reservas y tasa de interés) para poder actuar, la duda que queda planteada es a partir de qué niveles de volatilidad el BCRA lo considera un eventual problema e interviene.

