

## UNA REVISIÓN SOBRE LOS RECIENTES CICLOS DE VOLATILIDAD CAMBIARIA

Jueves 01 de febrero de 2018

**D**esde la salida del Cepo Cambiario, la economía argentina cuenta con un mecanismo central para atenuar diferentes shocks externos e internos, el tipo de cambio flotante. Sin dudas esa ha sido una de las principales banderas que ha enarbolado el gobierno para asegurar la sustentabilidad del modelo económico. Básicamente el argumento central es que el tipo de cambio flotante permite ir corrigiendo diferentes desequilibrios económicos en la medida que se van produciendo, y que por lo tanto se evitan las grandes crisis económicas que se han observado en la historia argentina.

Claramente desde el punto de vista teórico eso es cierto, un mercado cambiario libre debería reflejar en la cotización de la moneda local todos aquellos cambios que pudieran hacer más o menos sustentable el esquema económico y de esa manera ayudar a corregir esos desvíos. El ejemplo más claro en esos casos es el del Déficit de Cuenta Corriente. Si el mercado entendiera que el déficit de cuenta corriente no es sostenible en el tiempo, rápidamente ajustaría el tipo de cambio, acelerándose el proceso de corrección, que encarecería importaciones y abarataría exportaciones hasta lograr un nuevo equilibrio.

Ese es el esquema que promueve la actual dirección del BCRA. Si bien se trata de un comportamiento absolutamente probado, existen casos en los cuáles el mercado sobre reacciona a determinados shocks y eso suma volatilidad e incertidumbre al mercado cambiario afectando al normal desarrollo de la actividad económica. Esos son los casos que el BCRA define como evitables y son los que se buscan identificar para operar en el mercado cambiario de manera directa o indirecta (venta de reservas o tasas de interés) de manera de atenuar esa sobre-reacción y evitar el impacto sobre la economía real.

BREXIT			TRUMP			PASO 2017			CICLO ACTUAL		
Fecha Piso	15-jun-16	13,76	Fecha Piso	08-nov-16	15,04	Fecha Piso	14-jun-17	15,85	Fecha Piso	12-dic-17	17,26
Fecha Máximo	01-jul-16	15,12	Fecha Máximo	12-dic-16	16,04	Fecha Máximo	09-ago-17	17,78	Fecha Máximo	30-ene-18	19,60
Aumento Acumulado	9,9%		Aumento Acumulado	6,6%		Aumento Acumulado	12,2%		Aumento Acumulado	13,5%	
Días Transcurridos	16		Días Transcurridos	34		Días Transcurridos	56		Días Transcurridos	49	
Ritmo Mensual	19,4%		Ritmo Mensual	5,8%		Ritmo Mensual	6,4%		Ritmo Mensual	8,1%	
Var Abs en Centavos por día	8,5		Var Abs en Centavos por día	2,9		Var Abs en Centavos por día	3,5		Var Abs en Centavos por día	4,8	
Var en Puntos Básicos EMBI	-19		Var en Puntos Básicos EMBI	77		Var en Puntos Básicos EMBI	46		Var en Puntos Básicos EMBI	15	
Valor a 1 mes vs Máximo	14,99		Valor a 1 mes del Máximo	15,82		Valor a 1 mes del Máximo	17,20		Valor a 1 mes del Máximo	n.d.	
Retroceso vs Máximo	-0,9%		Retroceso vs Máximo	-1,4%		Retroceso vs Máximo	-3,3%		Retroceso vs Máximo	n.d.	
Valor a 1 mes vs Piso	8,9%		Valor a 1 mes vs Piso	5,2%		Valor a 1 mes vs Piso	8,5%		Valor a 1 mes vs Piso	n.d.	



La mejor manera de entender cómo piensa el BCRA es analizando y comparando los últimos procesos de aceleración del ritmo de devaluación que han afrontado las actuales autoridades. Encontramos 4 casos diferentes:

#### EFECTO BREXIT

La decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea generó un shock en los mercados. A nivel local eso implicó una creciente dolarización de carteras y salida de capitales. El efecto inmediato fue una suba del tipo de cambio que alcanzó al 10% 16 días. El BCRA intervino en ese momento con una venta de USD 530 millones. A partir de allí, se estabilizó el mercado.

#### EFECTO TRUMP

En noviembre de 2016 resultó electo D. Trump como Presidente de los Estados Unidos. Su discurso y plan de gobierno orientado hacia la defensa de la producción local afectó a varios mercados emergentes, en especial a los Latinoamericanos (México especialmente). En Argentina implicó una suba del tipo de cambio del 6,6% en 34 días, con una fuerte suba del Riesgo País (EMBI de JP Morgan). En esa ocasión el BCRA no necesitó intervenir de manera directa, el Sector Público a través de Bancos Oficiales liquidaron divisas y se estabilizó el mercado. A los 30 días del máximo el tipo de cambio ya había retrocedido un 1,4%

#### PASO 2017

En el proceso electoral de 2017 se produjeron varios vaivenes en el tipo de cambio. Básicamente el mercado entendió dichas elecciones como un referéndum sobre el actual gobierno y sus posibilidades de continuidad más allá de 2019. Este evento político generó una fuerte suba del tipo de cambio, que llegó a 12,2% de incremento en 56 días. Un proceso largo que terminó cuando el BCRA intervino durante 5 días consecutivos en el mercado vendiendo casi USD 1.500 millones. A los 30 días de esa intervención y ya con un buen resultado para el oficialismo en las elecciones, el valor del tipo de cambio retrocedió 3,3% con respecto al máximo.

#### CICLO ACTUAL

En la actualidad el tipo de cambio lleva 49 días de aumento y acumula una variación en ese período del 13,5%. Es en términos absolutos el mayor incremento, pero al haberse distribuido en mayor cantidad de días, está por debajo en ritmo al producido durante el Brexit. A diferencia de otros ciclos, en este caso no existen shocks externos o eventos políticos. El disparador ha sido un cambio de expectativas del mercado que entendía que el nivel de tipo de cambio era bajo y que existían factores para pensar en un mercado con un equilibrio mayor (baja de tasas, déficit de cuenta corriente, etc). Por ahora el BCRA no ha intervenido de manera directa en el mercado cambiario.

La comparación de estos ciclos de suba del tipo de cambio permite llegar a algunas conclusiones relevantes. La primera está relacionada a la magnitud del aumento acumulado, donde el proceso actual queda en primer lugar. Esto tiene más que ver con la prolongación del proceso de suba, ya que en otros casos donde el disparador ha sido un evento disruptivo el alza ha sido menor, pero en un período más acotado de tiempo.



El otro factor relevante es que una vez estabilizado el mercado, el valor vigente a los 30 días después del máximo mantenía el 80% del aumento con respecto al tipo de cambio vigente antes del proceso de alza, es decir que en todos los casos se trató de ciclos que implicaron correcciones relevantes del tipo de cambio.

El otro punto importante es entender la reacción del BCRA. Las autoridades lo han explicado en diversas entrevistas, ellos promueven la libre operatoria en el mercado e intervienen de manera directa cuando entienden que por algún factor externo o político interno se está produciendo una sobre-reacción del mercado (Brexit o efecto Paso), pero no lo hacen si entienden que el mercado está operando normalmente.

Bajo ese esquema de razonamiento, en la actualidad debería mantenerse sin intervenir a la espera de que el mercado alcance su propio equilibrio, ya que ninguno de los factores enunciados está presente. La duda que surge es cómo puede reaccionar el BCRA si el aumento del tipo de cambio genera un impacto sobre el ritmo de la inflación núcleo que complique de manera significativa la política antiinflacionaria. Básicamente, el interrogante es si por traslado a precios de la devaluación la inflación núcleo se sostiene por arriba del 1,5% mensual, ¿el BCRA cambia su postura y decide intervenir vía venta de reservas o suba de tasas? A priori creemos que en el actual contexto buscaría evitar en lo posible la suba de tasas de interés para no chocar con el resto de la política económica, por lo tanto una eventual intervención cambiaria sería un primer camino.

