

## EL NUEVO BCRA BUSCA CALMAR AL MERCADO CAMBIARIO

22 de JUNIO de 2018

**L**uego de una semana complicada que forzó la salida del Presidente del BCRA, las nuevas autoridades tomaron una serie de medidas para tratar de normalizar la operatoria del mercado cambiario. Al mismo tiempo se produjeron dos novedades de alta relevancia para los mercados, el Directorio del FMI aprobó el acuerdo con Argentina y Morgan Stanley anunció una recalificación de Argentina y su designación como mercado emergente.

El principal objetivo del BCRA sigue siendo el de generar oferta en un mercado cambiario que se encuentra sin valores de referencia. En las últimas jornadas se dieron fuertes depreciaciones de la moneda con volúmenes operados muy bajos. Esto genera mucha incertidumbre, tanto para los operadores financieros como para la economía real, que no logra tener precios de referencia.

Las nuevas autoridades diagramaron un esquema que apunta justamente a tratar de generar certidumbre mediante la puesta a disposición de una oferta más estable de divisas. Las acciones que ha tomado en ese sentido son:

- Venta en las primeras jornadas de hasta USD 400 millones diarios por un mecanismo de subasta. La primera licitación implicó una venta de USD 175 millones y sirvió para bajar levemente el tipo de cambio. En la segunda licitación no recibió ofertas, dando cuenta de un mercado ya menos dependiente de esa oferta. Estas licitaciones se seguirán realizando pero con fondos del Tesoro Nacional. La primera bajo el segundo esquema se realizó el 21 de junio por USD 100 millones y también sirvió para bajar levemente la cotización en un mercado que ya ha recobrado otros volúmenes de operaciones diarios.

- Reducción de la Posición en Moneda Extranjera de las entidades (excluyendo las compras de Letes), buscando que se liquiden dólares excedentes y se genere oferta de corto plazo.
- Aumento de los encajes (como mecanismo de absorción de pesos). Para evitar un impacto mayor en las tasas activas, el tramo creciente será remunerado. Esto ayuda a empezar a acotar la emisión monetaria por pago de intereses.
- Aumento de la Tasa de Interés de corto plazo: ya desde comienzo de la semana las operaciones en el mercado secundario de Lebacs se realizaron en niveles de tasas del orden del 47% para los plazos más cortos. Eso se refrendó en la licitación de Lebacs del Martes.
- El Tesoro complementó el esfuerzo del BCRA con la licitación de dos bonos que buscaron retirar liquidez excedente del mercado. De esa manera se enfocaba en el objetivo de distender las presiones de la licitación de Lebacs del martes, generando alternativas de inversión y permitiendo que el BCRA rescate Lebacs sin temor a que ello impacte de manera directa en la demanda de dólares y sume más volatilidad al mercado.

La otra preocupación principal que afronta el BCRA más allá del equilibrio cambiario es la de crear un mecanismo que permita una rápida reducción del Stock de Lebacs. El martes resultó un día clave en ese sentido, porque se afrontó la renovación de \$515.000 millones de pesos. Se logró renovar solamente el 60% de los vencimientos y la tasa subió al 47% para el plazo más corto. Pero ese resultado que en otro contexto hubiera sido explosivo, esta vez resultó positivo. Básicamente porque dicha liquidez se canalizó especialmente hacia los bonos emitidos por el Tesoro y el efecto conjunto (con el aumento de encajes) seguramente no implicará una fuerte expansión monetaria.

Entendemos que las decisiones que se han estado tomando esta semana son las correctas y que se está trabajando al mayor ritmo posible. Por ahora el mercado parece haber tomado de manera positiva dichas señales, porque se ha logrado un mayor grado de estabilidad cambiaria. De todas maneras, cuando se trata de entender la dinámica que toman los mercados se deben monitorear todas las variables posibles y estar atentos a los cambios en la dinámica. Por ahora la reacción ha sido

positiva, pero hasta que no se consolide no se podrá terminar d evaluar el impacto de las medidas.

Estas decisiones conjuntas del nuevo equipo económico se encuadran en el marco del Memorando de Entendimiento con el FMI presentado la semana pasada y aprobado por el Directorio del FMI este miércoles. Dicho documento generó fuertes dudas sobre la capacidad de intervención del BCRA y esto repercutió sobre el mercado cambiario.

#### PRINCIPALES METAS ACORDADAS CON EL FMI

	jun-18	sep-18	dic-18	mar-19	jun-19
<b>Desembolsos FMI USD MM</b>	<b>20.884</b>	<b>2.924</b>	<b>2.924</b>	<b>2.924</b>	<b>2.924</b>
<b>Resultado Primario (Acum año \$ MM)</b>	<b>-148.000</b>	<b>-256.000</b>	<b>-362.500</b>	<b>-32.000</b>	<b>-100.000</b>
<b>Reservas Netas USD MM</b>	<b>28.600</b>	<b>28.600</b>	<b>28.600</b>	<b>28.600</b>	<b>30.600</b>
<b>Activos Internos Netos \$ MM</b>	<b>447.900</b>	<b>496.900</b>	<b>598.900</b>	<b>605.900</b>	<b>616.900</b>
<b>Bandas de Inflación</b>	<b>jun-18</b>	<b>sep-18</b>	<b>dic-18</b>	<b>mar-19</b>	<b>jun-19</b>
Cota Externa Superior	32	32	32	28	26
Cota Interna Superior	29	29	29	26	24
<b>Meta</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>22</b>
Cota Interna Inferior	25	25	25	22	20
Cota Externa Inferior	22	22	22	20	18

El punto que genera más incertidumbre es la imposición de una meta de reservas netas. Hasta ahora el mensaje que había transmitido el BCRA era que suscribía a la idea de dejar flotar el tipo de cambio con intervenciones puntuales para evitar el impacto de eventos disruptivos. Pero las metas del Memorando implican que el margen del BCRA para intervenir en la flotación cambiaria es muy acotado, porque rápidamente debe corregir para no desviarse de las metas de reservas netas planteadas. A valores de hoy, el Memorando permitiría ventas menores a los USD 2.000 millones. El acuerdo incorpora a las Reservas Netas los USD 7.500 millones que transferiría el FMI, pero pone como objetivo de corto plazo un incremento de USD 5.500 millones de las reservas, por eso quedarían solamente disponible para intervención los mencionados USD 2.000 millones.

Para los próximos meses seguimos viendo tasas de interés altas, mayor restricción monetaria y un tipo de cambio que una vez alcanzada la estabilidad sigue sin margen para atrasarse. El BCRA debería estar cada

vez menos presente en la operatoria cambiaria, sobre todo en la medida en que se logre recomponer la oferta. En ese caso los dólares que liquide el Tesoro seguirán siendo los responsables de equilibrar una oferta y demanda de dólares privados que todavía sigue mostrando un fuerte faltante de divisas.

Queda por ver la manera en que estas nuevas licitaciones ayudan a resolver la falta de oferta de divisas y si el sostenimiento de los niveles actuales de tipo de cambio empieza a afectar a variables de demanda estructurales como el atesoramiento o las divisas para turismo.

El costo de este ajuste abrupto del tipo de cambio se verá en dos aspectos centrales, una aceleración de la inflación y una caída en el nivel de actividad. La inflación esperada para este año se encuadra por ahora cerca del límite externo superior que se definió en el Memorando