

LA BAJA DE TASAS TENDRÁ QUE ESPERAR

18 de JULIO de 2018

Es claro que la prioridad oficial en el corto plazo es la estabilización del mercado cambiario. Recién a partir de haber logrado ese objetivo el gobierno podrá trabajar con posibilidades de éxito en la baja de la inflación y de la recuperación de la actividad económica. Especialmente tiene lógica que lo haga luego de la recuperación del tipo de cambio real, que alcanzó el 25% en el primer semestre del año.

La inflación, que sigue siendo un objetivo muy importante porque castiga el poder adquisitivo, y la competitividad de la economía han dejado transitoriamente de ser la principal prioridad. La inflación del mes de junio de 3,7% con una inflación núcleo de 4,1% fue muy elevada pero no sorpresiva en un marco donde en los 60 días anteriores el aumento del tipo de cambio alcanzó 40%. La brecha entre inflación mayorista/IPC ha continuado ampliándose, está en sus máximos de los últimos 2 años, y a partir que se estabilice el tipo de cambio comenzará a cerrarse, como ha sucedido históricamente, elevando el piso de inflación para los próximos meses. El gobierno aspira a ubicar la inflación por debajo de las metas fijadas con el FMI que van entre 27/32% para todo 2018. Por encima de ellas gatillarían un mecanismo de consulta con el Directorio del FMI previo al desembolso. Será difícil que la inflación del año se ubique en ese rango, dependerá mucho de la evolución del tipo de cambio en los próximos meses y de la profundidad de la recesión aunque podemos pensar que de incumplirse no debería determinar una suspensión de los desembolsos del FMI. La inflación de los próximos 3 meses debería continuar ubicándose por encima del 2% por mes.

Con la primera prioridad de estabilizar el tipo de cambio la conducción del BCRA bajo Luis Caputo está utilizando todo tipo de instrumentos a su alcance para el logro del objetivo fijado. En las cinco semanas que lleva su gestión el tipo de cambio ha bajado 1,5% luego de un mayo/

junio que tuvo una suba del 40%. Estos instrumentos pasan por la elevación de encajes, por la suba de las tasas de Lebacks (elemento más relevante actualmente que la tasa de referencia) y por la emisión de instrumentos de inversión alternativos en dólares (Letes) y cláusula dual (dólar/peso) a efectos de evitar la dolarización directa de portafolios como sucedió especialmente en los 2 meses anteriores.

El BCRA enfrenta, teniendo en cuenta ese objetivo, dos obstáculos principales. Uno (básicamente de stock) constituido por el elevado monto de Lebac, especialmente en el segmento de no bancos, que se ubicó en las últimas semanas en \$ 1,1 billones, con vencimientos cada 35 días muy relevantes, que en esta semana alcanzó a \$ 529.000 millones, representativo del 47% del total.

En la licitación del martes 17 el resultado estuvo en torno a lo esperado. Una cancelación de \$ 152.000 millones, de los cuales \$ 45000 millones tuvieron destino de la compra del Bote 2020 para integrar el aumento de 2 puntos de encaje, \$ 35000 millones para cubrir el defecto de integración que tenían los bancos y los restantes \$ 60 millones que en gran parte podrían ser demandados por el aumento estacional de la demanda de dinero (vacaciones) que suele darse en los meses de julio. La baja del stock de Lebac de bancos es buscada por el BCRA para bajar el costo de financiamiento y disminuir la expansión de la base monetaria por intereses. La disminución del stock de no bancos busca, además de bajar el costo del BCRA, quitarse de encima un riesgo permanente, y que se explicita cada 35 días en las licitaciones, de potencial dolarización de portafolio que amenaza el equilibrio en el mercado de cambios tal cual ha pasado en los últimos meses. Este gradual desarme del stock de Lebac de no bancos llevará tiempo, deberá continuar en los próximos meses en forma gradual y requerirá mantener una tasa de interés bien elevada para disminuir el riesgo de dolarización. No más de un tercio del total presenta un mayor riesgo de dolarización (inversores externos e inversores privados locales no bancos) aunque en el corto la actitud de esos inversores está más focalizada en recuperar parte de lo perdido en los últimos meses en términos de dólares.

El otro obstáculo que se le presenta al BCRA en su objetivo de estabilizar el mercado cambiario está en el desequilibrio que presenta

el mercado de cambios desde principios de año aun sin considerar el proceso especial de dolarización de carteras. La oferta y demanda privada de divisas tuvo un cierto predominio de la oferta en gran parte de 2017. Ello cambió en el primer cuatrimestre de este año pasando a un exceso de demanda de unos u\$s 2.000 millones mensuales básicamente por caída de la oferta (inversión de portafolio de no residente/ préstamos financieros) más que por el aumento de la demanda (turismo/ atesoramiento). Ya en mayo en el marco de la corrida cambiaria ese desequilibrio pasó a más de u\$s 6.500 millones.

EL DESEQUILIBRIO DEL MERCADO CAMBIARIO

	2017	4m 18	may-18	Preliminar	
				III-18	IV-18
1) Oferta Privada	2.570	1.242	-1.044	750	1.250
Superávit Comercial	336	261	467	350	450
Prést. Financieros + Inv. Directa	1.047	316	369	300	500
Inversión de Portafolio	828	202	-1.363	-	100
Otros	359	464	-516	100	200
2) Demanda Privada	2.750	3.406	5.585	2.450	2.250
Atesoramiento	1.846	2.246	4.616	1.650	1.550
Turismo	904	1.160	969	800	700
(1) - (2)	-180	-2.164	-6.629	-1.700	-1.000
Sector Público	2.277	3.041	2.131	2.200	1.167

Ese desequilibrio que continuó muy elevado en junio debería volver a un valor no superior a los u\$s 2.000 millones en el tercer trimestre a efectos de lograr un cierto equilibrio a partir de la oferta diaria de Tesoro equivalente a u\$s 100 millones diarios (u\$s 2.200 millones mensuales). Esto luce posible. Las importaciones han comenzado a ajustarse, el turismo empieza a bajar (20%?) y el atesoramiento en los últimos días luego del efecto producido por el aguinaldo empieza a mostrar una disminución de venta neta de billetes por parte de los bancos del orden del 30%. Tendría en ese caso un rol relevante la desaceleración que se está produciendo en las altas de crédito hipotecario que podría implicar una caída del atesoramiento del orden de u\$s 400 millones por mes.

De darse esto así se podría pensar en un mayor equilibrio en el mercado cambiario en este tercer trimestre en el marco de la oferta del Tesoro de u\$s 100 millones diarios. Y vinculado a ello estará el timing del BCRA

de cómo podrá mover las tasas de interés. De continuar este equilibrio, posible, en el cuarto trimestre ya en el marco de una oferta del Tesoro equivalente al desembolso del FMI (u\$s 3.000 millones por trimestre) el BCRA tendría la posibilidad de disminuir las tasas de interés a efectos de bajar el costo de su financiamiento y con ello la emisión monetaria resultante y ayudar a comenzar un proceso de recuperación de la economía.