

## UNA NUEVA DINAMICA PARA EL MERCADO CAMBIARIO

23 de AGOSTO de 2018

**L**a semana que está terminando era clave en varios aspectos para el éxito del Plan de Rescate de Lebacks. Luego de la expansión monetaria que se produjo por la cancelación de las letras, quedaba entender cómo se habían asignado esos fondos y que impacto tenían sobre el nivel de las tasas de interés y sobre el mercado cambiario. En ese marco, el Tesoro afrontaba una nueva prueba, con la renovación de Letes en dólares y la colocación de Letes en Pesos.

Los resultados de esta última semana han sido en términos generales positivos, porque el mercado cambiario ha mostrado algunas señales de estabilización en los últimos días, ya sin ventas de dólares del Tesoro y los resultados de las colocaciones de deuda han sido buenos en términos de volumen. Igualmente quedan varios puntos que deben ser analizados para tratar de entender como pueden ser los siguientes pasos en este esquema de Rescate de Lebacks.

El primer punto a tener en cuenta es que si bien el mercado cambiario estos últimos 2 días se ha mostrado algo más tranquilo, en las últimas dos semanas el peso se devaluó casi un 11% (subió \$3). El efecto no es asignable de manera plena a fuentes locales, porque en ese período otras monedas emergentes también se devaluaron, pero no en esa magnitud. Eso nos lleva a analizar los flujos cambiarios.

Estos ciclos cortos de estabilidad intercalada con devaluaciones fuertes nos llevan a pensar en un mercado cambiario que se está compensando en los flujos habituales, pero que no tiene margen para absorber procesos de conversión de stocks. Con esto lo que planteamos es que flujos habituales como los correspondientes a la operatoria comercial, al turismo o a niveles normales de atesoramiento no generan desequilibrio en el mercado cambiario. En cambio cuando se produce la dolarización de stocks (salida de Lebacks, conversión de ahorros, cambio

en el financiamiento, etc), el mercado no tiene volumen para absorber esos procesos y ajusta el tipo de cambio.

#### EL DESEQUILIBRIO DEL MERCADO CAMBIARIO

	4m 18	may-18	jun-18	jul-18	Preliminar	
					Ago-Sep	IV-18
<b>1) Oferta Privada</b>	<b>975</b>	<b>-3.063</b>	<b>1.035</b>	<b>397</b>	<b>500</b>	<b>1.200</b>
Superávit Comercial	261	467	1.280	670	800	600
Exportaciones	4.321	4.577	4.925	4.398	4.500	4.500
Importaciones	4.060	4.110	3.645	3.728	3.700	3.900
Prést. Financieros + Inv. Directa	316	369	237	-487	0	300
Inversión de Portafolio	202	-1.363	-848	-1.064	-600	0
Otros	197	-2.535	367	1.279	300	300
<b>2) Demanda Privada</b>	<b>3.406</b>	<b>5.585</b>	<b>3.889</b>	<b>4.101</b>	<b>2.650</b>	<b>2.300</b>
Atesoramiento	2.246	4.616	3.074	3.351	2.000	1.700
Billetes	1.470	3.439	2.224	2.386	1.350	1.100
Resto	777	1.176	850	965	650	600
Turismo	1.160	969	815	749	650	600
<b>(1-2) Demanda Privada Neta</b>	<b>-2.431</b>	<b>-8.648</b>	<b>-2.854</b>	<b>-3.703</b>	<b>-2.150</b>	<b>-1.100</b>

Los datos del Balance Cambiario muestran como el fuerte desequilibrio de la Oferta y Demanda Privada de Divisas se ha producido en los últimos meses por factores que están vinculados a estos procesos de dolarización del stock de activos y no solamente al flujo habitual de la economía, donde por ejemplo el saldo comercial cambiario ya muestra claras señales de ajuste.

Esto nos lleva al segundo punto clave de cara a entender el impacto que puede seguir teniendo el proceso de desarme de Lebacs. Para evitar que una nueva dolarización del stock de activos genere un salto adicional en el tipo de cambio, el BCRA deberá buscar generar incentivos para atenuar ese proceso de dolarización y asegurarse de contar con la oferta suficiente de divisas que permita atenuar ese exceso de demanda, si se produce.

Para evitar que se siga produciendo una fuerte dolarización del stock de activos en pesos, es importante que se logre recrear rápidamente un mercado de activos en pesos de alta liquidez. Por eso resulta importante que se le siga dando volumen al mercado de Letes. Es allí donde los \$36.200 millones captados ayer se suman a los \$22.800 millones de la semana pasada y forman un mercado ya de \$59.000 millones de Letes. Ese volumen debería seguir creciendo para aumentar

el atractivo de esos papeles y a la vez para avanzar en el cierre del Programa Financiero del Tesoro.

Otro dato positivo ha sido el porcentaje de renovación logrado en la operación de Letes en dólares, donde se logró superar el 90%.

Estas operaciones tienen el doble objetivo de ayudar al proceso de rescate de Lebacs y servir de fuente de financiamiento para el Tesoro, principal temor de cara a los desafíos del programa financiero de 2019.

El principal factor que servirá para lograr el equilibrio es la tasa de interés. En el nuevo esquema el BCRA ha posicionado a la Leliq en 45% como la tasa más alta. Las Lebacs residuales en el mercado secundario ya operan en niveles más bajos (menores al 40%), permitiendo que las Letes en pesos se posicionen en niveles del 39% al 42% dependiendo del plazo. De esta manera los pesos excedentes que van saliendo de Lebacs tienen como opción los depósitos remunerados si necesitan liquidez rápida o las Letes del Tesoro para plazos más largos.

Desde la perspectiva de los bancos este proceso ha implicado un aumento de la liquidez. Hasta ahora los inversores tenían la posibilidad de invertir en Lebacs cortas que remuneraban más que un plazo fijo. Ahora esa opción se ha cerrado y esos fondos tienen como opción Letes más largas o pueden canalizarse hacia los bancos, donde podrán entrar en plazos fijos o cuentas a la vista remuneradas. Los bancos pueden captar esos fondos y descargarlos en Leliqs o pases y cerrar de esa manera la absorción monetaria.

Bajo este escenario, con el claro desafío de poder superar sin grandes impactos en el tipo de cambio los próximos rescates de Lebacs, entendemos que se puede esperar que la tasa de Leliqs se mantenga alta al menos hasta después del próximo rescate y que el Tesoro guarde sus dólares para liquidarlos en el momento en que la demanda por conversión de stocks no pueda ser abastecida por la oferta habitual del mercado. El resto de las tasas de interés (Badlar, TM20 o cuentas remuneradas) se podrían ubicar algo por debajo de los niveles actuales en la medida que la liquidez de la banca así lo permita.

Este es un escenario con varios obstáculos, donde las autoridades deberán lograr un manejo cuidado de sus decisiones para poder cerrar el Rescate de Lebacs, asegurar el financiamiento del Tesoro y evitar una fuerte expansión de los agregados monetarios como herramienta para contener la inflación.