

EL BCRA CON PERMISO PARA VENDER DÓLARES

3 de MAYO 2019

El gobierno sigue buscando el camino para lograr transitar el proceso electoral en el contexto más tranquilo posible. En ese marco, el círculo vicioso de incertidumbre económica, devaluación, inflación y deterioro de las perspectivas electorales les resultaba muy negativo. Por eso siguen buscando cortar esa dinámica, y la única alternativa es empezar estabilizando el tipo de cambio. Para ello han negociado con el FMI la posibilidad de recurrir a las Reservas Internacionales para intervenir en el mercado cambiario, aún dentro de las bandas definidas como Zona de No Intervención. Este cambio era esperado por el mercado, pero se hace necesario profundizar para entender sus alcances y evaluar las posibilidades de éxito de esta nueva medida.

La economía argentina viene enfrentando un déficit estructural en el mercado cambiario, con una fuerte demanda de dólares por atesoramiento, que a los actuales niveles de tipo de cambio tiende a empezar a ser compensado por el excedente que se genera en la cuenta corriente del sector privado, es decir los dólares que se generan por el comercio se van por atesoramiento. Ese débil equilibrio se distorsiona cuando se retira la oferta de dólares comerciales o se acelera la dolarización de carteras. Además, los procesos de suba de tipo de cambio han demostrado que se retroalimentan, es decir que cuando se devalúa el peso aumenta la demanda de dólares.

El temor en un proceso electoral como el actual, con gran incertidumbre sobre los resultados y propuestas de gobierno muy distintas es que

aumente la demanda de dólares (tendencia a dolarizarse) y baje la oferta de dólares.

Por el lado de la demanda se pueden identificar tres fuentes de pesos que podrían estar sujetas a mayores grados de dolarización:

DOLARIZACIÓN POTENCIAL

	Stock	Estimado		En %
		Aeg \$ M	USD M	
Depósitos	1.426.000	150.000	3.409	11%
Lecaps	480.000	250.000	5.682	52%
Bonos \$	94.000	60.000	1.364	64%
TOTAL	2.000.000	460.000	10.455	23%

- **Depósitos a Plazo Fijo:** El stock total es de \$1.426.000, pero solamente \$150.000 corresponden a depósitos nuevos realizados después de septiembre de 2018. Eso implica que el resto son inversores que ya han pasado períodos de fuerte dolarización de carteras y que han sufrido más de 100% de devaluación sin dejar de invertir a plazo fijo. Los nuevos depósitos podrían definirse como demanda potencial de dólares (USD 3.409 millones a un nivel de \$/usd 44).
- **Stock de Lecaps:** Las Letras en Pesos del Tesoro han sido refugio de inversores que debieron salirse de las Lebacs. Se trata en su mayoría de inversores sofisticados que buscan rendimientos en pesos que evolucionen por arriba de la tasa esperada de devaluación. Son muy susceptible de dolarizarse ante escenarios adversos. De todas maneras, hay una posición importante entre organismos públicos e inversores institucionales que deben cubrir

pasivos en pesos. Por lo tanto, entendemos que el monto potencial de dolarización es apenas superior a la mitad del stock total (USD 5.700 millones).

- **Vencimientos de Bonos en Pesos:** El otro flujo que puede potencialmente convertirse en demanda de dólares es el de las amortizaciones de bonos en pesos. En especial el vencimiento del bono Dual de junio de este año. Neteando tenencias institucionales y de Organismos públicos llegamos a una demanda potencial de \$60.000 millones (casi USD 1.400 millones). El resto de las tenencias de pesos dependen de operaciones en el mercado secundario, por lo tanto, los pesos que demanden los dólares deberían estar saliendo de algunos de las fuentes mencionadas. Existen todavía fuertes posiciones en pesos de Fondos de Inversión No Residentes, pero tienen instrumentos que no vencen este año y manejan volúmenes que son difíciles de colocar en el reducido mercado local.

Para atender estas eventuales fuentes de demanda incremental el gobierno espera contar con los dólares que venda el Tesoro (USD 60 Millones diarios), el superávit de cuenta corriente privado (mayoritariamente aumento de exportaciones del agro por USD 4.000 millones) y la recientemente anunciada capacidad de intervención del BCRA.

El problema que surge en este análisis es que puede existir una importante diferencia de “*timing*” entre la oferta y la demanda. Los dólares del Tesoro y del agro estarán disponibles en pequeñas cuotas diarias, en tanto la demanda puede concentrarse en períodos cortos de tiempo. Eso hacía necesario contar con alguna herramienta adicional. Ese argumento podría haber sido el que convenció al FMI de habilitar las

intervenciones con reservas, pero todavía quedan algunas dudas sobre la capacidad real de intervención.

RADIOGRAFIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

	nov-15	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19
Reservas Brutas	25.615	38.772	55.055	65.786	72.559
(-) Encajes USD	9.074	15.544	12.818	14.151	15.670
(-) Depósitos del Tesoro	1.304	1.181	1.972	6.604	9.058
(-) Pasivos con Organismos	194	2.822	194	2.691	2.691
(-) Otros Pasivos	14.216	11.889	11.550	18.596	17.177
(-) De para Reforzar Reservas	0	0	0	7.340	7.283
(=) Reservas Netas	827	7.335	28.521	16.403	20.680
En % de PBI USD	0,1%	1,3%	4,4%	3,2%	4,7%
En meses de IMPO	0,2	1,6	5,1	3,0	4,1
En % BM	1,5%	14,1%	53,5%	44,0%	68,1%
En % Letras BCRA	1,9%	16,6%	46,1%	84,4%	83,7%

Las Reservas Netas se ubican cerca de los USD 20.700 millones, pero no han anunciado que se haya levantado la meta de reservas netas que formaba parte del acuerdo con el FMI. Entendemos que se debe haber negociado un monto de intervención, ya sea como límite diario o como total de reservas.

El BCRA por ahora ha definido una posición mas agresiva, guardando confidencialidad sobre los límites disponibles y sobre las operaciones diarias que pudiera estar realizando.

Este nuevo contexto no garantiza la estabilidad del tipo de cambio, en especial porque no se pueden conocer los tiempos en que se acelera o no la demanda ni la capacidad real de intervención del BCRA, pero es una posición superadora de la existente hasta ahora, porque suma una herramienta más para tratar de atenuar la devaluación del peso.