

04 de Mayo de 2018

### Una semana para el olvido

En el último *Resumen* remarcábamos que posiblemente había sido la peor semana para el Gobierno desde que asumió. Ahora sin dudas, esta semana corta se quedó con el primer lugar. La corrida cambiaria se profundizó en las ruedas del miércoles y jueves, creando un gran clima de incertidumbre.

En dos semanas el dólar mayorista saltó un 14% entre mínimos y máximos, dinámica que obviamente despierta miedos. Dos breves aclaraciones en cuanto a la rueda de ayer. En primer lugar, mientras experimentábamos una fuerte corrida local, el real brasilero se apreciaba. Con lo cual, creo que no vale la pena discutir la naturaleza del problema. El mundo no ayuda, pero los sucesos acontecidos esta semana lejos están de ser un fenómeno regional. En segundo lugar, el mayorista trepó desde \$20.96 a \$22.40 durante la rueda, casi un 7% diario, alimentando los miedos. Pero sobre los últimos 5 minutos de la rueda llegó lo peor, 3 operaciones en \$23 con un volumen exiguo alcanzaron para incrementar aún más el pánico. Cerrada la rueda mayorista, los futuros siguieron trepando (operan 30 minutos más) y los bonos y las acciones se derrumbaron.

La rueda de hoy trajo algo de tranquilidad, con el mayorista operando levemente por debajo de los \$22. Creo que a estas alturas lo único importante es que el dólar se estabilice sin fuertes intervenciones (ventas de contado) del Banco Central, no importa si es en niveles de \$21 o \$22, lo trascendental es detener la corrida.

Según los trascendidos, el gatillo de la corrida fue el desarme de lebac en manos de no residentes. Sin embargo, poco importa analizar el stock de lebac remante en manos extranjeras, porque el efecto contagio ya se produjo sobre el resto de los agentes.

### La respuesta del Gobierno frente a la corrida

Antes de comenzar con las críticas al accionar del Gobierno frente a la corrida cambiaria, una breve reflexión. Más allá de la complejidad y vulnerabilidad de nuestra económica, con el

atraso cambiario y el desbalance externo financiado con flujos financieros como los puntos más visibles, la situación actual sorprendió básicamente a una buena parte del mercado (incluido al que escribe) y no sólo al Gobierno. La voracidad de la demanda fue contundente.

Ahora bien, creo que el Gobierno tuvo dos errores notorios previos a la corrida y muy poca capacidad de reacción durante la misma. Los errores previos los remarcamos en el *Resumen* de la semana pasada. El primero es la fuerte incompatibilidad entre el aumento de los precios regulados en el primer trimestre frente a la meta inflacionaria. El segundo el anunció Ministro de Finanzas, cuando informó que las emisiones en lo que resta del año serán en el mercado local. Considerando el contexto de restricción de divisas agravado por la sequía, creo que se tuvo muy poco timing. Menos oferta de dólares desde el extranjero, más presión sobre el stock local.

Durante la corrida, el que actuó claramente a destiempo fue el Banco Central. En el primer día de fuerte demanda, vendió U\$1.400 millones y dejó congelado el tipo de cambio en \$20.25. A partir de entonces vendió en diferentes volúmenes (más de U\$3.000) pero dejando la trepar divisa. Congeló a \$20.25 pero no en niveles sustancialmente más altos. Esto dio una fuerte señal contradictoria, dado que el mercado percibió que las circunstancias se le iban de las manos. En el día de ayer presentó otro comportamiento confuso, operando en parte de la rueda pero no en el momento de mayor tensión.

Estas intervenciones fueron acompañadas por incrementos en la tasa de interés, que a mi juicio, poco inciden en escenarios extremos como el actual. Una suba de 3pp en la tasa "anual", ¿Cuánto puede influir cuando el dólar está subiendo más de un 3% en forma "diaria"? En segundo lugar, siempre movió la tasa corriendo por detrás del mercado. Las subas de tasa habían sido convalidadas previamente en el mercado secundario. Por último, uno de los peores errores creo que fue no intervenir con fuertes ventas en la curva de futuros para bajar las tasas implícitas y dar incentivos al sector privado a mantenerse en pesos contra coberturas baratas. Si por motivos políticos o judiciales no quería vender en

ROFEX, podría haber vendido en MAE que no está judicializado.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe

Los anuncios de esta mañana lograron calmar al mercado. El Banco Central comunicó tres novedades. En primer lugar, el BCRA anunció una suba de la tasa de política monetaria al 40%, pero esta vez antes de la apertura del mercado. El mercado luego convalidó una tasa incluso menor, cerca del piso del corredor de pases. En segundo lugar, bajó a partir del lunes la posición global neta en moneda extranjera al 10%. Con lo cual, veremos cómo los bancos se acomodan pero tendrá que reducir su posición compradora (neta). Por último, la comunicación estable que *“Adicionalmente a la utilización de la tasa de interés, el BCRA continuará operando con todas sus herramientas de intervención en el mercado de cambios. Estas operaciones podrán ser concertadas tanto al contado como a término.”* Después de tanto pedir que intervenga en los mercados de futuros, la amenaza es un primer paso.

El otro anuncio vino por parte de los Ministros de Hacienda y Finanzas. Se excusaron básicamente en la oposición y en el mercado internacional para explicar la corrida, sin ningún tipo de autocrítica. Práctica muy común de la gestión “K”, algo paradójico para la fuerza “Cambiemos”. Por otro lado, anunció unas metas fiscales más exigentes (3.2% al 2.7%), para dar un poco de tranquilidad en los mercados, creo que en este caso fue en la dirección correcta. En los próximos *Resúmenes* abordaremos los costos económicos de esta turbulencia.

Esperemos que lo peor en términos de mercado haya pasado, pero el desconcierto de esta semana nos obliga a ser prudentes. Las acciones y los bonos largos en dólares sufrieron el cimbronazo. Al pasar la tormenta en el mercado de cambios, esperemos que lo más rápido posible, los precios de los bonos y las acciones comenzarán a recuperarse. Por último, como incontables veces mencionamos y muchas veces a contramano del mercado, ser cuidadosos con el porcentaje de lebacks en una cartera “en dólares”, más allá del atractivo del carry trade. Los que traían posiciones conservadoras en pesos, si el mercado se estabiliza durante los próximos días, tendrán una buena oportunidad de hacer tasa.