

15 de Junio de 2018

## Confianza y expectativas

En diciembre de 2015 el Gobierno logró levantar el cepo cambiario con menos de U\$10.000 millones de reservas netas utilizables y sin acceso al crédito internacional. Luego de liberalizar el mercado, el tipo de cambio incluso bajó en relación al dólar libre (MEP-CCL) que se negociaba antes del cepo. Esta baja se logró sin necesidad de vender reservas y con una tasa de interés del Banco Central en pesos por debajo de la actual. Confianza y expectativas.

El mismo Gobierno, 30 meses después y con un rotundo triunfo electoral en el medio, parece cada vez más lejos de poder controlar la situación actual. Reservas por U\$50.000 millones, préstamos ya cerrados con organismos internacionales por más de U\$55.000, un mercado de capitales abierto y una tasa de interés del 40% parecen no suficientes para controlar el mercado de cambios. Destrucción total de la confianza y expectativas.

La confianza y expectativas durante esta semana sufrieron un deterioro mayor. Las intervenciones del BCRA generaron aún más incertidumbre. El único día que intervino fue el martes con ventas de reservas por U\$695 millones, pero sólo alcanzaron para contener la suba. El resto de los días (lunes, miércoles, jueves y hoy) no intervino en el mercado y convalidó otra abrupta suba del dólar. Este salto tuvo lugar con un volumen negociado exiguo. ¿Para qué intervino el martes con casi U\$700 millones? ¿Para luego dejarlo subir? ¿Por qué luego no lo contuvo en un mercado con tan poco volumen? No tengo una respuesta inteligente a estas preguntas. La única aclaración es que no hace falta esperar los dólares del FMI para intervenir, tanto el BCRA como el Tesoro tienen herramientas, entre ellas dólares.

Sólo como dato curioso, esta semana se colocaron U\$450 millones en letes al 4.2%, desechando la mitad de la oferta. Dicho en otras palabras, en una semana de plena corrida cambiaría nos financiamos al 4% en dólares. Esto hace el entorno mucho más confuso. Por el momento el riesgo de devaluación no conlleva un incremento en el riesgo de default de corto plazo. Para esto, deberíamos ver una reversión en la

curva de rendimientos donde salten las tasas de los bonos cortos.

## Que esperar con el cambio en el BCRA

Más allá de las opiniones subjetivas sobre el accionar del BCRA durante la tormenta, en lo personal creo que hizo todo mal, la única realidad es que había perdido poder de fuego en el mercado de cambios. Ahora bien, como siempre mencionamos, para tomar posicionamiento en el mercado lo más importante no es pensar lo que uno haría, sino lo que van a hacer. En las últimas semanas, en ningún momento pude comprender el accionar del BCRA. Ahora tenemos a Luis Caputo como presidente y el vicepresidente sería Gustavo Cañonera.

Se me ocurren tres caminos que puede seguir el Gobierno en estas circunstancias.

- Dejar que el tipo de cambio tome un poquito más de carrera para salir a destruir la cotización. El famoso efecto castigo. El BCRA tiene todas las herramientas para salir a desplomar el valor de la divisa. Como mencionamos en otra oportunidad, con ventas fuertes en la curva de futuros puede bajar las tasas implícitas y dar incentivos al sector privado a mantenerse en pesos contra coberturas baratas. Muy pocos saldrán de pesos con tasas del 40% pudiendo recomprar en el mercado de futuros al 20% o 30%. Muchos venderán contado para colocar a tasas y recomprar a futuro. Básicamente esto es lo que hace Brasil.
- El Gobierno tiene un as bajo la manga, básicamente nuevos fondos frescos, y están esperando dar la noticia para ver cómo reacciona el mercado antes de intervenir. Difícilmente consigan una carta más grande que el FMI.
- Todos malentendimos el accionar del BCRA. En este caso, German Fermo ([ver acá](#)) sostiene que efectivamente el Gobierno buscó y convalidó esta devaluación para licuar los pasivos en pesos del BCRA. Esto sería preocupante en doble sentido. En primer lugar, por minimizar los costos de una brutal recesión. El segundo lugar, porque estarían haciendo mal la aritmética. El efecto total de la devaluación da como resultado un mayor ratio deuda contra PBI. El 70% de la

deuda está nominada en moneda extranjera y estos movimientos cambiarios destruyen el PBI en dólares. Menos lebacks pero más deuda para el Tesoro sobre el PBI. Esta postura hasta hace unos días me parecía una locura, luego de esta semana ya no sé qué pensar. Fue muy desconcertante la no intervención del Gobierno para evitar la flaca corrida sin volumen de esta semana, herramientas había de sobra.

En algunas de estas tres variantes se moverá el Gobierno. Todas ellas conllevan diferentes posicionamientos. Lamentablemente, no tengo idea lo que está haciendo, ni el porqué, ni lo que hará como para dar recomendaciones de posicionamiento en estos días.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*