

La venta de más de 3.000 millones de dólares de reservas por parte del Banco Central en pocos días despertó muchas dudas acerca de la política cambiaria, su relación con la política monetaria para reducir la inflación y la sostenibilidad de este ritmo de venta de reservas. El aumento de la demanda por dólares llevó al Banco Central a vender reservas para contener el tipo de cambio y no convalidar una depreciación del peso que hubiera sumado mayor presión a los precios.

Hay factores internos y externos que están generando el exceso de demanda de dólares que el Banco Central enfrenta por estos días.

1. El principal factor es externo a la economía argentina, y afecta a toda la región. Ante un escenario de aceleración inflacionaria en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos superó, por primera vez desde el año 2014, el 3%. Como era sabido, cuando esto ocurriera se daría el fenómeno “fly to quality”, es decir, el cambio en la composición de cartera de los inversores a favor de una mayor posición en activos con riesgo nulo. Esta era la crítica principal de los economistas que desde un principio recomendaron medidas de shock para estabilizar la macro. Sostenían (y sostienen) que el gradualismo es muy vulnerable ante situaciones de stress financiero internacional, al dejar todo el plan de estabilización a merced de la voluntad de los inversores internacionales, que son quienes financian la transición gradual. Así, en cuanto aparecieran oportunidades con buen rendimiento y menor riesgo, los capitales emigrarían del país y el financiamiento no estaría más disponible o lo seguiría estando, pero a un costo mayor.

Con respecto a los factores internos, se destacan:

1. El cambio de metas de inflación seguido por un relajamiento de la tasa de política monetaria. Luego del cambio de metas de inflación del 28 de diciembre pasado, el BCRA consideró que su tasa de política monetaria estaba demasiado alta en relación al nuevo objetivo del 15% y llevó a cabo dos recortes de 0,75 puntos porcentuales. Sin embargo, al comenzar las presiones sobre el tipo de cambio, debió detener el proceso de relajamiento y endurecer el wording de sus comunicados, alertando que, en caso de no ver señales claras de desaceleración inflacionaria en el corto plazo, volvería a endurecer la política monetaria mediante el aumento de la tasa de interés.
2. Un menor flujo de dólares comerciales en la primera parte del año, como consecuencia de condiciones climáticas adversas que generaron la pérdida de unos 8.500 millones de dólares por parte del sector agroindustrial. Así, a los factores de mayor demanda se le sumó un factor climático, totalmente fuera del control de las autoridades, que restringió la oferta de divisas por parte del canal comercial.
3. La entrada en vigencia del impuesto sobre la tenencia de Lebacs por parte de no residentes. El día jueves se dio fin a la exención de impuestos de la que gozaban los tenedores no residentes de Letras del Banco Central. Algunas estimaciones dan cuenta de que un stock de letras equivalente a unos 5.000 millones de dólares estaría en manos de inversores extranjeros, que habrían estado desprendiéndose de las mismas y demandando dólares para salir de la posición antes de comenzar a tributar.

Es decir que se ha combinado un factor externo de gran relevancia y que afecta a toda la región (se han depreciado en la semana también el real brasilero y el peso mexicano) con algunos elementos internos. Dentro de estos últimos, a su vez, algunos pueden ser considerados errores de la gestión del BCRA (principalmente el relajamiento de tasas ante el cambio de metas) y otros, exógenos, fuera de control.

Con este panorama, el Banco Central llevó a cabo durante esta semana un cambio en su función de reacción. En primer lugar, sacrificó más de 3.000 millones de dólares de reservas para contener el tipo de cambio que, aun así, dejó avanzar hasta los \$21,20 en que cotiza por estas horas. A su vez, convalidó una tasa de Lebac corta en el mercado secundario de 30,25%. Esa tasa rondaba el 27% la semana pasada, lo que significa un fuerte endurecimiento en pocos días.



Así, el BCRA está acudiendo a la intervención directa para devolver la *pax cambiaria* mediante una doble vía: venta de dólares de sus reservas y un mayor rendimiento para los instrumentos en pesos. Con esta combinación de herramientas busca detener la demanda por divisas a la espera de que los cambios de cartera se detengan. Los próximos días serán clave para saber si esta fue solo una difícil semana para la autoridad monetaria o si, por el contrario, deberá enfrentar condiciones adversas por un período más largo de tiempo; escenario que sin dudas dejaría con menores chances aún de lograr una desaceleración inflacionaria durante el resto del año.