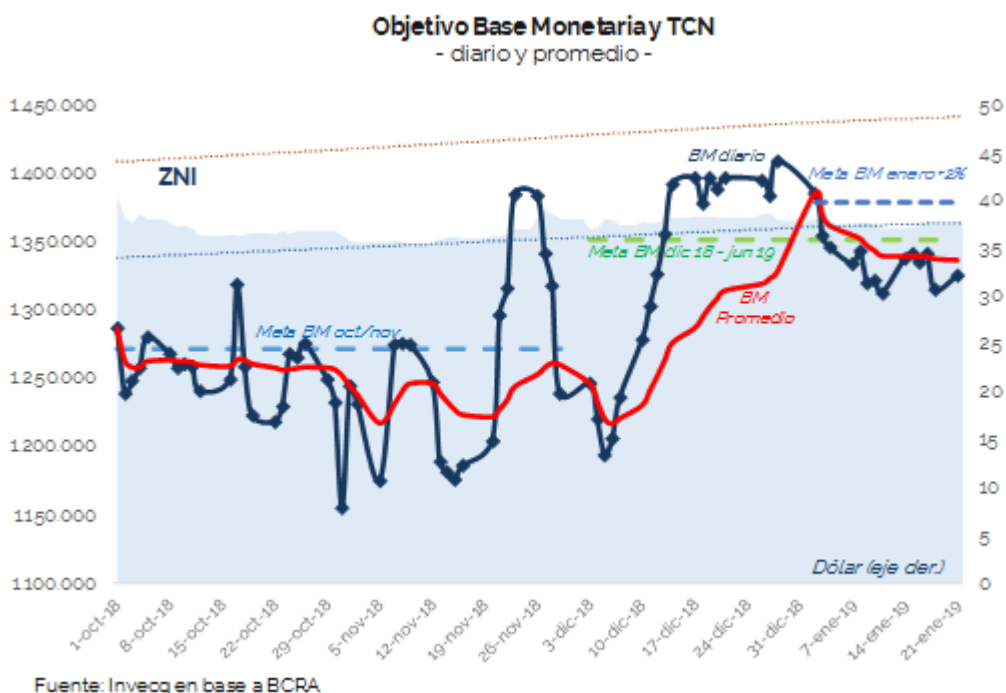


Prudencia es la palabra (y el accionar) elegido por el BCRA para sostener la calma cambiaria de los últimos días. Tras haber logrado frenar la corrida contra el peso y fomentar la demanda de activos en pesos, la política monetaria se ha decidido a mantener una tasa real muy positiva. Una rápida disminución de esta sería repetir el error de 2017 y podría acarrear efectos aún peores que los actuales.

A partir del primero de octubre de 2018, el Banco Central instauró un nuevo régimen monetario, el cual plantea metas objetivo de expansión de base monetaria y una zona de no intervención (de ahora en más ZNI) en la que la entidad no puede tener intervención compradora ni vendedora en el mercado de cambios.

El comienzo de 2019 contó con una particularidad respecto de los meses anteriores. El tipo de cambio se mantuvo 8 días no consecutivos por debajo del límite inferior de la ZNI, por lo que la entidad pudo intervenir libremente en el mercado de cambios y de esta manera lleva acumulados en el mes un total de US\$ 340 millones comprados, lo que se traduce en una expansión de \$ 12.698 millones de la base monetaria. Como se destaca en el gráfico a continuación, el BCRA tiene un objetivo de base monetaria de \$ 1.351.000 millones para el mes de enero, similar al de diciembre. Sin embargo, la entidad planteó un segundo objetivo por el cual la BM podría expandirse hasta un máximo del 2% por encima del objetivo establecido cuando se originen compra de dólares por debajo de la ZNI, es decir que la base queda ampliada hasta \$ 1.378.020 a raíz de este factor. Expuesto este escenario, destacamos que al 24/1 el BCRA utilizó el 48% del canal de expansión via compra de dólares, cuyo máximo es de \$ 27.020 millones.



Si bien el FMI convalidó este esquema y propuso que la intervención máxima diaria de la entidad

monetaria fuese de un máximo de US\$ 150 millones, el propio COPOM (Comité de Política Monetaria) limitó sus compras en un máximo de US\$ 50 millones por considerarlo el límite apropiado para la dinámica monetaria esperada en el mes, y no ser más expansivo de lo necesario.

El tipo de cambio nominal exhibió una contracción del orden del 7% desde que comenzó el nuevo régimen monetario y del 0,7% desde el comienzo del año. Si tomamos el tipo de cambio real multilateral, la caída de la competitividad exclusivamente monetaria argentina desde comienzos del régimen fue cercano al 15%. Al cierre de esta semana, el valor de la divisa alcanzó un valor de \$/US\$ 37,53, es decir 0,4% por debajo del límite inferior de la ZNI.

¿Qué es posible esperar de aquí en adelante?

Hasta el mes de marzo, la ZNI se ajustará diariamente a un ritmo del 2%, un punto por debajo del ajuste nominal exhibido durante el último trimestre de 2018. En adelante, no está aún definido el ajuste de la ZNI, aunque se estima sea del orden del 1%. Cabe destacar, que, si bien no funcionan como “bandas cambiarias”, en donde el BCRA tiene el objetivo de sostener el tipo de cambio dentro de esos límites, la entidad improbablemente permita un atraso de la moneda local que se traduzca en una caída en la competitividad. Por supuesto que sostener un tipo de cambio real multilateral “alto” o competitivo, no depende solamente de factores locales como la inflación y el tipo de cambio, sino de factores externos, pero no atrasar el tipo de cambio nominal resulta fundamental en sostener dicho objetivo.

A su vez, el objetivo de base monetaria presentará un incremento en junio del 1,7% y del 1% desde julio a diciembre, convalidando un crecimiento en la demanda de dinero a raíz de razones estacionales en el primer caso y del crecimiento de la economía en el segundo. Por otro lado, los límites de expansión fijados por la intervención compradora por parte del BCRA serán revisados mes a mes por el COPOM.

Haciendo un contraste con 2018, es improbable que el tipo de cambio vuelva a tener un recorrido similar al del año previo, en donde la divisa saltó en más del 108%. Este factor se debe a numerosas razones. En primer lugar, la posición de extranjeros en activos locales no es tan grande como lo fue en el II-T de 2018 vía Lebac, esto deja margen para que una salida masiva de fondos tenga menor fuerza de lo que fue durante ese período. El acuerdo con el FMI sigue vigente y el tesoro dispone de fondos que volcará en el mercado a partir de abril del corriente año, se estiman alrededor de US\$ 10.000 millones. Por su parte, la sequía que aconteció el año pasado y secó de divisas la plaza, este año no sucederá y con una buena cosecha, la cantidad de dólares ofertados será mayor.

Es decir, la evolución del tipo de cambio responderá a la fuerza que logre tener la demanda este año y este factor está implícitamente signado por las elecciones. Si el escenario apunta a un candidato confiable para el mercado, el Tesoro logrará renovar las letras de corto plazo que coloque en el mercado con los privados y no necesitará utilizar los dólares provistos por el FMI para cancelar dichos compromisos. Caso contrario, de no renovarse los compromisos de corto plazo, y ante una venta masiva de activos por parte de inversores locales y extranjeros, será factible dilucidar un crecimiento de la divisa, que volverá a tener

impacto en índice general de precios y desanclará las expectativas de desinflación.

El escenario de la sostenibilidad de la deuda y el avance controlado del tipo de cambio se dará solo en un contexto en el cual el Banco Central sea creíble en sus objetivos, se sostenga la demanda de dinero en moneda local y el próximo gobierno sea creíble para el repago de sus compromisos con el exterior.