

Y finalmente ocurrió: la cotización del dólar se ubicó por debajo de la zona de no intervención, habilitando al Banco Central a intervenir en el mercado de cambios comprando divisas y liberando pesos. Esta operatoria no ocurría desde junio de 2017, ya que cada vez que el BCRA había intervenido desde aquel entonces había sido para ofrecer dólares y retirar pesos del mercado ante una demanda por moneda extranjera que no lograba ser abastecida por la oferta privada.

Ayer, alrededor de las 13hs, la cotización mayorista del dólar perforó el límite inferior de la zona de no intervención que se ubicaba en \$37,35. Dos días antes había ocurrido pero la cotización no se mantuvo por mucho tiempo y automáticamente rebotó. Sin embargo, desde ayer la situación se mantuvo e incluso el dólar continuó bajando lo que permitió que el BCRA lanzara una licitación de compra por 20 millones de dólares. La compra fue efectuada, a un precio promedio de \$37,30, y la cotización del mercado continuo bajando hasta los \$37,10, sin volver a la zona de no intervención. Hoy, en una segunda licitación, se compraron 40 millones a un precio inferior: \$37,10.

Zonas cambiarias y cotización mayorista



Fuente: Invecq en base a BCRA

¿Cómo se interpreta este episodio? Las zonas de intervención y no intervención, son parte del programa de estabilización del BCRA. Es el costado cambiario del programa, que complementa al eje del programa que es el compromiso de mantener constante en términos nominales el crecimiento de la base monetaria

(descontando los ajustes estacionales de diciembre y junio). De esta manera las zonas de intervención tienen como objetivo intentar establecer cierto rango en la cotización del dólar, para evitar un aumento exagerado, pero también una apreciación muy fuerte que ponga en problemas al sector externo nuevamente.

Desde un punto de vista monetario, si el dólar se escapa de la zona de no intervención hacia arriba, el mercado estaría reflejando una huida del peso, es decir, una caída de la demanda por pesos. Así, el BCRA intervendría vendiendo dólares y contrayendo la base monetaria con el objetivo de “limpiar” el excedente de pesos que el público no desea tener. Por el contrario, un dólar bajo, que se ubica en la zona baja de intervención, estaría indicando que el mercado se está desprendiendo de dólares en términos netos, es decir, que la demanda por pesos está aumentando. En este caso, la intervención oficial debe darse en la dirección de otorgar esa liquidez de pesos que el público está demandando. Esta operatoria incrementa las reservas netas del Banco central al tiempo que expande la base monetaria.

Sin embargo, como el objetivo número uno del BCRA acordado con el FMI es mantener bajo estricto control la evolución de la base monetaria, el comité de política monetaria se ha impuesto un límite a la intervención compradora. Las compras de divisas que realice la entidad no podrán generar una expansión monetaria superior al 2% mensual. De esta manera, lo que el Central busca es que, si efectivamente hay una mayor demanda de pesos, la misma se realice con una tasa de inflación descendente. Este es el escenario ideal: una recuperación genuina de la demanda de dinero, con una tasa de inflación presente y esperada en baja y una paulatina reducción de las tasas de interés.

Las primeras dos semanas del año muestran esta dinámica virtuosa. Luego de un 2018 extremadamente convulsionado, los primeros días del año nuevo han traído calma a los mercados y el equipo económico se ilusiona con que esto sea el puntapié de un proceso de estabilización duradero que permita una recuperación económica de cara a las elecciones. El riesgo país ha descendido 150 puntos básicos desde el último día de diciembre, el Merval acumula una ganancia de 13% y la tasa de referencia se ubica en 58%, retomando la tendencia descendente luego de algunas semanas. A su vez, la primera renovación de Letes ha concluido con un roll-over del 100%, fenómeno que no se observaba hace varios meses.

Sin embargo, el clima de optimismo no debe hacer olvidar los innumerables riesgos y puntos débiles que enfrenta la economía argentina. Si bien ha mostrado un descenso importante, la percepción de riesgo reflejada en el precio de los bonos sigue siendo muy alta para el país; las reservas internacionales propias del BCRA están en niveles muy bajos, el déficit fiscal y las necesidades de financiamiento aún son elevados, al tiempo que gran parte del financiamiento está estructurado en instrumentos de corto plazo con vencimientos permanentes.

Por si todo esto fuera poco, el riesgo central del 2019 es político. A medida que las elecciones vayan ganando proximidad en el tiempo, aumentan los riesgos de un comportamiento de cobertura por par de los individuos. Si se percibe con alguna probabilidad importante la opción de que Macri no logre la

reelección, los agentes privados podrían recurrir al atesoramiento de divisas como estrategia defensiva. Este fenómeno ya ocurrió en el contexto de las elecciones legislativas de 2017 cuando el dólar subió un 10% en pocos días y requirió la intervención vendedora del BCRA (una opción que hoy, dentro de la zona de no intervención, está vedada). Justamente este escenario es el que el Tesoro está intentando evitar, mostrando que ya no el Banco Central sino el propio Tesoro tiene una suficiente cantidad de dólares que necesitará liquidar en los próximos meses. La publicación del programa financiero y las declaraciones del Secretario de Finanzas van en esta dirección y probablemente hayan incidido en la calma reciente. Consiente de estos desafíos el equipo económico se muestra optimista pero cauto, evitando caer en los errores apresurados del pasado.