

Informe

Macroeconómico

2do Trimestre 2018



San Luis 2255 Piso 2 of A CP 3300, Posadas – Misiones
TE (0376) 4408500 / 4408530
www.carles.com.ar

El cierre estadístico de esta edición fue el 24/07/2018

Dólar: \$28,0	Euro: \$33,7	Real: \$7,0	UVA: \$24,82
Oro: USD 1.226,1	Petróleo USD 68,5	Soja: USD 315,3	Reservas: USD 59.738MM
Plazo Fijo a 30 días: 32,5%	BADLAR: 35,6%	Tasa Política Monetaria: 40,0%	Riesgo País: 575PB



LO QUE DEJO EL SEGUNDO TRIMESTRE

En octubre del año pasado, previo a las elecciones de medio término, y cuando elaborábamos el informe al cierre del tercer trimestre, mencionábamos que nuestro país con semejantes déficit gemelos, se exponía peligrosamente a un shock externo principalmente por la reformas estructurales pendientes que lleva consigo hace mucho tiempo y que se resiste a discutirlo seriamente e inclusive a explicarlo a una sociedad que ignora por completo las consecuencias de vivir de prestado. Lo que nunca esperábamos sin embargo, es que la semejante paliza que el mercado nos viene pegando desde el 23 de abril y que aún no cesa, se adelantara de semejante manera, porque de hecho en el informe de referencia hablábamos de un problema real pero para fines de 2018 o inclusive recién para 2019. Sin embargo, un combo explosivo de problemas internos y externos terminó por completo con la discusión de shock o gradualismo al mismo tiempo que hoy dejó al gobierno parado sobre un escenario de arenas movedizas donde el más mínimo paso en falso, lo puede terminar de hundir.

Desde el inicio de la corrida cambiaria de abril pasado, el tipo de cambio se devaluó un 35% y el Banco Central tomó una cantidad de decisiones para tratar con mayor y menor éxito de contener esa disparada. Después de más de dos meses de turbulencia, y con la renuncia de Federico Sturzenegger mediante, en lo que va de julio el peso se apreció un 5,5% y el Gobierno parece haber conseguido algo de aire. Para lograrlo, se tomaron medidas enfocadas en dos cuestiones: calmar la sed de dólares más allá del mercado cambiario y retirar pesos excedentes de la economía. 1) Apretón monetario: El BCRA realizó 3 subas de la tasa de referencia entre el 24 de abril y el 4 de mayo, con el objetivo de generar más atractivo en los activos en pesos. Así, la tasa pasó de 27,25% a 40% luego de dos subas de 300 puntos básicos cada una (el 24 y el 27 de abril) y un tercer incremento de 675 puntos el 4 de mayo. Esto se complementó con intervenciones en el mercado secundario de Lebac. 2) Swaps de Lebac: Con el objetivo de descomprimir los mega vencimientos de letras y su consecuente inyección de pesos, el 23 de mayo el BCRA anunció que canjearía Lebac de vencimientos próximos por las de plazos más largos. 3) Vuelta al Fondo Monetario Internacional: A mediados de junio se anunció un acuerdo de asistencia financiera de USD 50.000 millones con el FMI. El primer desembolso de USD 15.000 millones, que aseguró oferta de divisas, se hizo efectivo el 20 de ese mes. 4) Cambios en la posición en dólares de los bancos: Con el objetivo de que los bancos se desprendieran de dólares, el BCRA bajó en dos ocasiones la posición global neta positiva de moneda extranjera de las entidades (computada en saldos diarios). El 7 de mayo la redujo del 15% al 10% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) y el 18 de junio, ya con Luis Caputo al frente de la autoridad monetaria, la recortó nuevamente, hasta el 5%. Sin embargo, hubo una excepción: se les permitió a los bancos pasar ese 5% admitido y hasta el 30% de su RPC, en tanto el exceso se integrara con Letes en dólares. Así, se buscó que las entidades canalizaran su apetito por divisas a través de las letras del Tesoro. 5) Intervención en futuros: a comienzos de mayo, el BCRA comenzó a intervenir en futuros de dólar para complementar su participación en el mercado cambiario de contado y así dar cierta perspectiva sobre la posible evolución del tipo de cambio. 6) Licitaciones diarias de los dólares del FMI: El BCRA empezó a realizar licitaciones de dólares todos los días en la rueda cambiaria. La medida fue anunciada el 18 de junio y el 21 de ese mes se completó con un programa de licitaciones diarias de USD 100 millones para adjudicar USD 7500 millones provenientes acuerdo con el FMI y canjearlos por pesos para afrontar gastos en moneda local. Así, la autoridad monetaria buscó dar certidumbre sobre el flujo de oferta de dólares. 7) Suba de encajes: Para restringir la cantidad de pesos en la economía sin costo de esterilización, el BCRA anunció subas escalonadas de los encajes bancarios. En total, incrementó en 8 puntos porcentuales el dinero que los bancos deben inmovilizar. Hubo dos aumentos de 3 puntos cada uno (el 21 de junio y el 2 de julio) y este miércoles, en coincidencia con el vencimiento de Lebac, habrá un tercer incremento de otros dos puntos porcentuales. Según estimaciones del organismo que conduce Luis Caputo, con cada punto que se aumentan los encajes se retiran unos \$20.000 millones de la calle, por lo que al final de la suba se habrán sacado de circulación unos \$160.000 millones. 8) Emisiones de deuda: Junto con el aumento de encajes, el BCRA le brindó a los bancos la alternativa de integrar esos encajes con un bono en pesos a tasa fija con vencimiento a 2020. El título se colocó el mismo día que se anunció el incremento en las posiciones inmovilizadas de

Dólar: \$28,0

Euro: \$33,7

Real: \$7,0

UVA: \$24,82

Oro: USD 1.226,1

Petróleo USD 68,5

Soja: USD 315,3

Reservas: USD 59.738MM

Plazo Fijo a 30 días: 32,5%

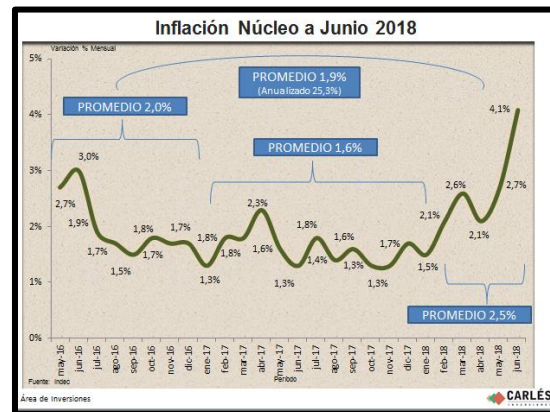
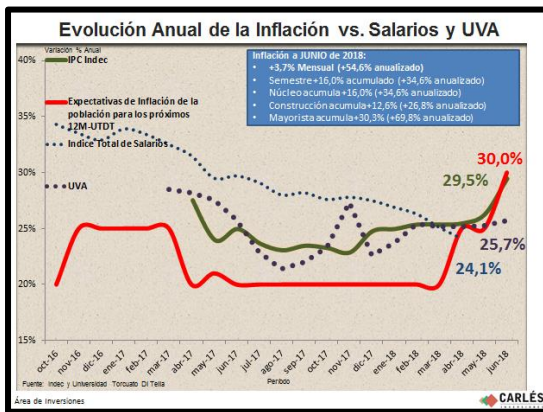
BADLAR: 35,6%

Tasa Política Monetaria: 40,0%

Riesgo País: 575PB



las entidades y recaudó \$55.753 millones a una tasa de 26% nominal anual (equivalente a una tasa interna de retorno efectiva anual de 27,69%). Hoy, el Tesoro reabre esta emisión. 9) Canje de Letes con Lebac: La posibilidad de suscribir Letes en dólares con Lebac también apuntó a descomprimir el vencimiento de mañana y darle una salida dolarizada a los tenedores del Lebac. La operación se realizó entre el 2 y el 5 de julio, pero apenas logró que el 0,8% del stock de Lebac (algo más de \$8200 millones) se cambiara por Letes a 379 días. 10) Control de agregados monetarios: En su último comunicado de política monetaria, el BCRA anunció que comenzó a monitorear una base monetaria amplia (que incluye todos los pasivos de la entidad con los bancos). Así, sumó el control de agregados monetarios útil a los fines de controlar la corrida cambiaria a la política de metas de inflación.



PERSPECTIVAS

No quedan dudas que el 2018 está perdido. La inflación acumula un 16% en los primeros 6 meses producto de una devaluación que solamente en 2018 acumulo 55% y más del 70% en los últimos 12 meses. Además la inflación núcleo, la cual no tiene en cuenta ni precios regulados ni estacionales, tuvo en junio la mayor inflación de la era Macri con un 4,1% poniendo un piso muy elevado para el año y más aún si miramos la evolución de los precios mayoristas (que anticipa la inflación minorista) con un 6,5% mensual. Si tenemos en cuenta que el dólar puede seguir subiendo por la cantidad de dinero aun sobrante y además la caída en la demanda de dinero persiste lo cual significa que con la misma base monetaria (sin emisión) te sobran igualmente pesos, la inflación del año puede seguir escalando peligrosamente, poniendo el escenario de estanflación a correr lo cual nos hará transitar un sendero muy largo para recuperar la actividad, inclusive más allá del 2019, lo que claramente el gobierno no espera que ocurra.

Sin embargo, es cierto que el Banco Central a través de Luis Caputo, ha puesto toda la artillería a disposición y en coordinación a fin de lograr la ansiada estabilidad cambiaria que lleva 90 días ininterrumpidos. Ya hacen 2 semanas que el tipo de cambio se ha situado alrededor de los \$28 y el gobierno intentará ir desarmando el stock de lebac sin que esos pesos se vuelquen al dólar. No obstante, muchas de esas lebac se están convirtiendo en Letes que el Central vende a un tipo de cambio atractivo con una tasa a cobrar en 2018, lo cual ciertamente patea el problema a mayor plazo dando el aire buscado en el corto plazo pero planteando un interrogante sobre si la entidad contara con esos dólares para hacer frente al cobro de estos nuevos instrumentos.

Es imperativo mantener la tasa de inflación por debajo del 32% para evitar que el acuerdo con el FMI se caiga o vaya a una fuerte revisión, donde el país se vería obligado a pedir un waiver, aunque el mismo no sería ni gratuito y con fuertes condicionantes. Es por ello que el gobierno, tiene todo un dilema a la hora de decidir qué camino tomar, si eventualmente soltar el dólar y dejar que llegue a su equilibrio natural, pero llevando el ratio deuda/pbi a niveles

Dólar: \$28,0

Euro: \$33,7

Real: \$7,0

UVA: \$24,82

Oro: USD 1.226,1

Petróleo USD 68,5

Soja: USD 315,3

Reservas: USD 59.738MM

Plazo Fijo a 30 días: 32,5%

BADLAR: 35,6%

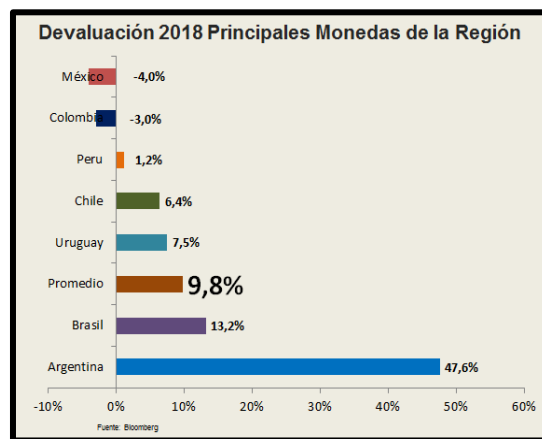
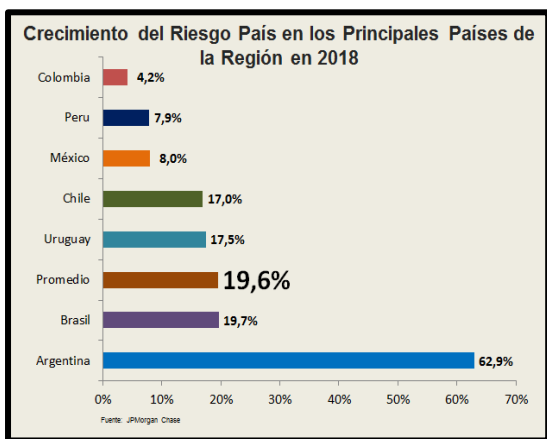
Tasa Política Monetaria: 40,0%

Riesgo País: 575PB



muy elevados, con consecuencias en la inflación y el acuerdo, aunque es cierto que corregiría la cuenta corriente. Por otro lado si no deja ir el dólar, se evita una corrida hoy pero a costa de medidas que son parches al que cualquier coletazo de la economía mundial le puede dar un golpe de gracia provocándole una corrida con serias consecuencias y al que ni las reservas actuales le alcanzarían para frenarla. El mercado sigue observando con mucha atención el grado de posibilidades de que Argentina pueda alcanzar las metas fiscales impuestas por el FMI y Argentina no tiene opción más que cumplir puesto que al programa 2019 le faltan USD 50.000 millones de financiamiento extra al acuerdo y necesita mostrar buenos números a fin de conseguir ese financiamiento. Pero 2018 será un año complicado a nivel externo puesto que Estados Unidos cerrará diciembre destruyendo USD 270 mil millones, lo que elevará el valor de la divisa a nivel mundial poniendo fuerte presión en todos los emergentes y sobre todo en nuestro país.

Por lo tanto, y más allá de la calma de estos días, es difícil pensar que en los próximos meses veremos la misma tranquilidad cambiaria que julio y más aún cuando el año tiene como gran protagonista a la brusca caída de la demanda de dinero que solo buscan refugio en el dólar, y para colmo de males hay demasiado dinero sobrante.



Lic. Alejandro Rodríguez

@alero31