

12 de abril de 2019

### Tipo de cambio en el corto plazo

Sabemos que nuestra economía se encuentra en una encrucijada de corto plazo. Estamos entrando en potenciales escenarios que se retroalimentan, tanto en el sendero positivo (circulo virtuoso) como negativo (circulo vicioso). La estrategia electoral del oficialismo para ganar las elecciones, apostar todo a un ballottage frente al Kirchnerismo, retrasa la normalización “nominal” (tasa, tipo de cambio e inflación) de la economía y por ende la recuperación de la actividad real. Egoísmos electorales de todos los bandos, mientras nuestro país sigue siendo un caso de estudio de fracaso económico en las últimas décadas en todas las universidades del mundo. Un dato de color. Si a partir de mediados de la década del 70 hubieras crecido como Uruguay (no estoy comparando con los tigres Asiáticos), nuestro país hoy tendría un PBI per cápita similar al de España. Menospreciamos la estabilidad nominal. Después de este descargo de furia, volvamos al billete.

Ante un aumento esperado del dólar, aumentará la demanda por atesoramiento, se incentivará la conservación de granos en silobolsa, los plazos fijos y lecaps se dolarizarán, la tasa subirá por venta de activos en pesos, la recesión se prolongará, las chances electorales de volver al pasado crecerán, el riesgo país subirá, etc. Todo esto retroalimentará la demanda de dólares, la suba del tipo de cambio, la inflación, la suba del riesgo país, etc. Circulo vicioso.

Si el tipo de cambio se aprecia o presenta cierta estabilidad, aumentará el apetito por la tasa, el productor acelerará la venta lo más posible para evitar los costos financieros y de almacenamiento, la demanda de pesos provocará una merma de tasas como la que experimentamos en febrero, la actividad podrá levemente repuntar, la inflación tenuemente tenderá a la baja, las chances electorales del pasado se reducirán, bajará el riesgo país, etc. Esto alimentará un círculo virtuoso de corto plazo.

¿Qué pasará entonces con el dólar en el corto plazo? Imposible saberlo. Cualquier evento local

o internacional podrá despertar otra dolarización de carteras y encender el círculo vicioso. En el siguiente *Resumen* me quiero enfocar en el mercado de cambios de corto plazo, básicamente en los volúmenes operados para ver el efecto de la oferta de divisas que comienza este lunes con los USD 60 millones del Tesoro más el aumento estacional por la liquidación del complejo agroexportador. Como dice un colega amigo, las ventas del Tesoro no son otra cosa que hacer populismo para ganarle al populismo.

Durante el primer trimestre el agro liquidó un promedio de USD 55 millones por día, un monto menor en relación al 2016 y 2017. Esta merma esta explicada por la sequía sobre la cosecha gruesa de la campaña pasada. Este mes comienza a jugar la cosecha nueva. Gracias a la tecnología que posibilita el almacenamiento (sino los puertos y rutas colapsarían entre abril y junio) el sector agropecuario liquida divisas durante todo el año calendario. Como sabemos, esta liquidación se incrementa entre abril y agosto. Concretamente, el mayor flujo tiene lugar desde la segunda quincena de abril hasta la primera quincena de junio.

En un escenario conservador, supongamos que las liquidaciones diarias alcanzan los USD 120 millones diarios. Este escenario conservador lo calculo básicamente en el aire, dado que no sabemos la capacidad de retención del sector agropecuario, pero sí sabemos que los rindes se ajustan cada vez más para arriba. Intuyo que será algo mayor, pero sólo percepción. Esto representa un incremento marginal en la oferta de USD 60 / USD 70 millones por día con respecto al primer trimestre de este año. Con lo cual, a partir de la próxima semana, veremos un flujo de oferta adicional en el mercado de cambios de USD 120 millones diarios promedio con respecto al primer trimestre.

Considerando un volumen promedio diario del MAE (rueda mayorista de cambios) de USD 650 millones, una oferta adicional de USD 120 millones implicaría menos del 20% del volumen total. Ahora bien, estos USD 650 millones diarios tienen varios componentes. En este volumen también se engloba las transacciones divisa contra MEP (dólar liquidación local), que no

tienen efecto sobre el tipo de cambio. También este volumen incluye las transacciones con liquidación en 24hs (t+1) y 48hs (t+2). Gran parte de esas transacciones no son operaciones genuinas de cambios sino de tasa de interés. Compro dólares de contado y vendo en 48hs, lo único que hago es colocar pesos por dos días. Vendo dólares de contado y recompro en 48hs, lo único que hago es financiarme en pesos por dos días. Depurando el volumen de estas operaciones, estimaciones imperfectas, las transacciones genuinas de cambio rondarían los USD 350 / USD 430 millones por día. Una oferta adicional de USD 120 millones explicaría entre el 35% y el 28% del volumen total genuino. Una cantidad más que considerable.

Una cuestión importante a considerar. El miércoles se liquidan los intereses del Bonte 2023 y 2026, bono que en el medio de la primera tormenta (cuando el tipo de cambio saltó a \$25) Caputo colocó en el exterior. La inmensa mayoría de la emisión la tiene el fondo Templeton. Esto crea una demanda potencial de USD 260 millones la próxima semana (se liquidan en intereses el equivalente en pesos), hay que ver cuánto de ese monto el fondo dolariza para bajar exposición o si recoloca los pesos. Estas demandas potenciales las veremos de acá a las elecciones, en algunos vencimientos de lecaps y sobre todo en junio con el gordo vencimiento del dual (A2J9) en manos de no residentes, sobre esto volveremos más adelante.

Si bien, como solemos mencionar, el dólar a nivel local no será ajeno a lo que pase con el resto de las monedas emergentes, el sendero virtuoso o vicioso domestico pesará cada vez más dada la cercanía electoral. Creo que la oferta de divisas en las próximas semanas superará a la demanda actual en el mercado de cambios, lo que en principio debería traer tranquilidad. Esta posible tranquilidad se verá amenazada por cualquier eventual dolarización propia de un proceso electoral. El 22 de junio se conocerán los candidatos. Tanto para diversificar cartera como para aumentar exposición en activos locales, habrá que seguir el mercado muy de cerca en las próximas semanas.

Buen fin de semana,

*Juan Battaglia*  
**Economista Jefe**