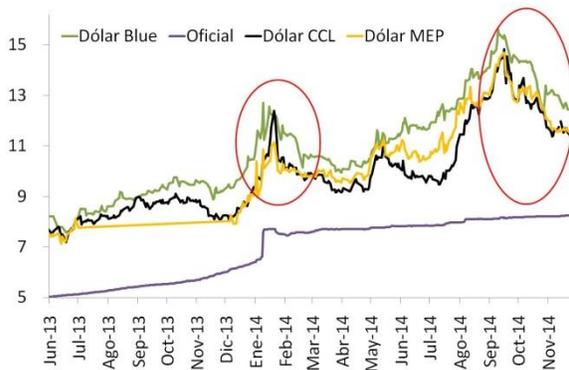


12 de Diciembre de 2014

## ¿Verano cambiario?

Durante las últimas semanas tanto el dólar paralelo como los tipos de cambio implícitos en la negociación de títulos valores presentaron una marcada caída. Desde los máximos de fines de septiembre, estos precios se desinflaron en promedio un 21%, retornando a los niveles de agosto de este año.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

## ¿A qué se debe la baja del dólar?

Comencemos con una breve reflexión sobre la hipótesis que sostiene que los mayores controles lograron bajar la cotización. En lo personal, me cuesta entender como una política que perjudica tanto la oferta como la demanda puede significativamente reducir los precios. Los severos controles en Venezuela no pudieron evitar que el paralelo superé los 150 bolívares, con un dólar oficial en 6,30. Los fundamentos -caída del precio del crudo en una economía poco diversificada con inflación por encima del 60% y brutal déficit fiscal- finalmente se imponen.

En nuestro caso, la brecha cambiaría se achicó pero los fundamentos no mejoraron. Lamentablemente, el déficit fiscal cerrará el año en torno a 5 puntos del producto y el tipo de cambio oficial se encuentra cada vez más atrasado con una fuerte distorsión de

precios relativos (tarifas) y términos de intercambio en retroceso. Sin embargo, en las últimas semanas, y por primera vez en mucho tiempo, el Gobierno cambió la forma de financiar una parte del rojo fiscal.

En el acumulado entre enero y octubre el Banco Central financió al Tesoro por casi \$98.000 millones, superando lo emitido para el fisco durante todo el 2013. La novedad de las últimas semanas fue la emisión de deuda en pesos por parte del Tesoro como mecanismo de financiamiento. La primera colocación llegó a fines de septiembre con el Bonar 2016 (BADLAR) por \$10.000 millones. Terminando el mes de octubre, salió la colocación del Bonad 2016 (dólar link) que permitió una absorción mayor a los \$8.350 millones. Por último, se emitió el Bonad 2018 (dólar link) por un monto cercano \$5.500 millones. En total se absorbieron unos \$24.000 millones.

Claro está que el monto no es muy significativo en relación a las necesidades de caja del Gobierno. Sin embargo, la emisión se concentró en unas pocas semanas, lo que permitió llevar a cabo una política monetaria más contractiva. Al secar la plaza en un período de alta demanda de pesos, descomprimió las cotizaciones. Este comportamiento se revirtió el último día del mes, cuando las necesidades de caja del Tesoro llevaron al Central a emitir con fuerza nuevamente (casi \$30.000 millones). En el acumulado del año, el circulante y el crédito al sector privado muestran un crecimiento interanual del 20%, muy por debajo de la inflación. Las necesidades de caja del sector público están desplazando definitivamente al sector privado.

Para adelante el juego está bastante abierto. Como mencionamos, estamos entrando en el período estacionalmente más alto en cuanto a la demanda de dinero, donde las necesidades de pesos del sector privado son mayores. Más importante aún son los

requerimientos de caja por parte del Tesoro. En los últimos años, casi el 30% de la emisión para financiar al Gobierno tuvo lugar durante diciembre. El monto final dependerá del crecimiento del gasto público en el último tramo, pero estaría en torno a los \$40.000 millones.

## ***¿Seguirá calmo el dólar?***

La pregunta del millón. Como detallamos, creo que la respuesta dependerá de cómo el Gobierno decida financiar el bache fiscal de la última parte del año. Si elige el camino de la emisión sin esterilización, seguramente volverá la presión al mercado de cambios cuando pase el periodo de alta demanda estacional de pesos. En cambio, si el Gobierno continúa emitiendo deuda en pesos en lugar de monetizar, probablemente navegaremos en aguas más tranquilas.

Este último camino también tendrá sus desafíos. La emisión del Bonad 2018 resultó poco atractiva para el mercado, el monto adjudicado estuvo bien por debajo de lo esperado. El Tesoro se negó a aceptar ofertas bajo la par, lo que hubiese implicado una mayor tasa de interés. Dada la magnitud del bache fiscal a financiar, el Gobierno deberá ofrecer tasas más atractivas. Los bancos ya tienen un gran stock de LEBACs en sus balances, lo que dificulta futuras colocaciones. Aunque las autoridades se muestren reticentes a subir las tasas de interés, la economía impone cada vez más restricciones. Con lo cual, para mantener la paz cambiaria, creo que no le quedará otra salida que continuar secando la plaza de pesos, por lo menos en el corto plazo.

Para terminar, otro factor que contribuyó a calmar el dólar vía un cambio en las expectativas fue la estabilidad de las reservas internacionales. Gracias a los préstamos internacionales (swap China y Banco de Francia), la mayor liquidación de soja, la licitación de 4G y fundamentalmente la

recesión, las reservas crecieron levemente. En el mismo sentido, cualquier política que muestre buena disposición a cumplir con las obligaciones en dólares, como la emisión del Bonar 2024 o un potencial inicio de las negociaciones con los holdouts, también ayudarán a descomprimir el mercado.