

# Una nueva batalla al tipo de cambio

## Resumen y conclusiones

- El gobierno vuelve a cambiar las reglas del esquema cambiario, ampliando la discrecionalidad del BCRA para moderar la volatilidad del tipo de cambio.
- El nuevo esquema tendrá beneficios en el corto plazo. La discusión sin embargo, es si el poder de fuego del BCRA será suficiente para que el nuevo esquema luzca creíble en un contexto donde la incertidumbre electoral es muy elevada (e irá en ascenso) y donde no está claro hasta dónde está dispuesto ceder el FMI.
- Mas allá de la mejora que representan estas medidas, mantenemos nuestras recomendaciones de posicionamiento defensivo que publicamos la última semana.

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302  
WO Barrio Parque Bureaux  
Módulo IV - 3er Piso  
C1425DFE

## Una nueva batalla al tipo de cambio

La dinámica de precios que habían adquirido las variables financieras hasta la semana pasada había dejado al gobierno y el mercado en niveles de incertidumbre que no se registraban desde octubre pasado, cuando se implementó el nuevo esquema monetario asociado a la renegociación del acuerdo 2.0 con el FMI.

Frente a este panorama, el Gobierno (con el aval del FMI) reaccionó con una dosis alta de pragmatismo a través de nuevas medidas que apuntan al principal objetivo de política económica del momento: aplacar la volatilidad del tipo de cambio dándole mayor margen de maniobra al BCRA para intervenir.

A continuación, analizamos las medidas que tomó el Gobierno.

### Estas son mis reglas: si no les gustan, tengo otras

El lunes a la mañana el BCRA anunció medidas que cambian nuevamente, y de manera más radical, el esquema de política cambiaria que rigió desde el lanzamiento del programa monetario en octubre del año pasado. Concretamente, la autoridad monetaria anunció que podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448 (hasta entonces, el techo de la “zona de no intervención”), cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado; en segundo lugar, si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.

**¿Qué significan estos cambios? Que se abandona el esquema anterior de regla de intervención y se adopta uno de mayor discrecionalidad para intervenir.** En relación con dichos cambios, se pueden discutir dos cosas: si los mismos resultan apropiados y si serán los últimos. Creemos que las dos cuestiones están relacionadas. Si las medidas terminan siendo apropiadas y ayudan a cumplir con el objetivo de aplacar la volatilidad del tipo de cambio, entonces podrían ser los últimos cambios en el corriente año (dada la conocida inclinación del FMI por esquemas de flotación cambiaria, creemos que este esquema de mayor intervención no se extendería hasta 2020). Por el contrario, si el nuevo esquema no funcionase (léase: el costo en términos de reservas es muy grande), entonces lo más probable es que el esquema de intervenciones se abandone.

## Una nueva batalla al tipo de cambio

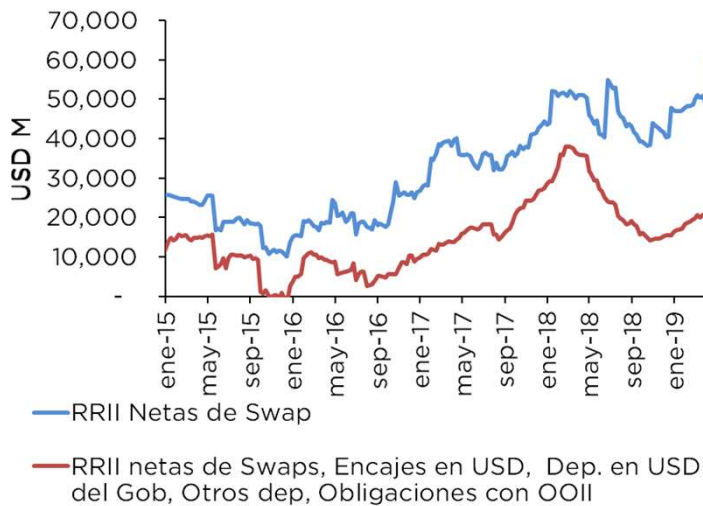
Este pragmatismo monetario del Gobierno (y del FMI) puede verse en términos más generales en todas las mutaciones que fue sufriendo el programa monetario desde su lanzamiento. En la siguiente tabla, los mencionamos muy brevemente.

El programa monetario: de un enfoque basado en reglas a una mayor discreción	
Configuración inicial	Cambios introducidos
Metas de agregados con ajustes estacionales	Eliminación de ajuste estacional de junio y extensión de sobre cumplimiento febrero hasta fin de año
Regla de intervención	Eliminación de la regla de intervención. Mayor discrecionalidad en cuanto a monto y nivel de intervención.
Zona de no intervención cambiaria: límites	Primero se redujo la evolución de los mismos de 2,0% a 1,75% para luego fijarlos. Finalmente se optó por eliminarlos.
Zona de no intervención cambiaria: montos de intervención	Disminución del monto de compra de reservas bajo límite inferior y luego anuncio de que no compraría por debajo del límite inferior hasta junio.
Endogeneidad de la tasa de interés	Se mantiene

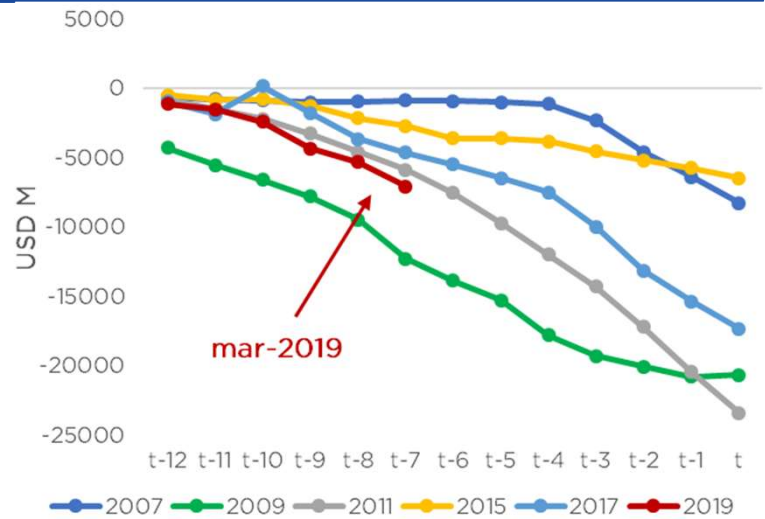
El análisis sobre si las medidas son apropiadas o no es mucho menos lineal. **Lo primero que tenemos para decir es que el nuevo esquema con intervenciones cambiarias más discrecionales será exitoso en la medida en que sea creíble.** ¿Qué elementos tiene el BCRA a su favor? Las reservas netas de la autoridad monetaria son de aproximadamente USD 20.000 M, mientras que una nota de Ámbito del día de hoy afirmaba que el FMI le habría autorizado vender hasta USD 9.000 M, dentro de los cuales contaría los USD 7.500 M de préstamo para fortalecimiento de reservas, que no tenemos en cuenta en el número anterior. Además, el BCRA no está solo: el Tesoro seguirá con su cronograma de venta de dólares a razón de USD 60 M por día, mientras que los agroexportadores seguirán liquidando probablemente hasta junio. Del otro lado, vemos un potencial de dolarización (depósitos, vencimientos de deuda y aguinaldo) cercano a USD 20.000 M, aunque con el riesgo de que la incertidumbre electoral profundice ese movimiento. Una señal de alarma al respecto es que la compra de dólares del sector privado no financiero viene siendo mucho mayor que en otros procesos electorales. Además, si bien es verdad que el FMI parecería estar dispuesto a otorgarle al BCRA un margen de discrecionalidad para intervenir en el mercado cambiario, también hay que tener presente que el organismo seguramente tiene un límite para ello. Sin ir más lejos, en el acuerdo y sus sucesivas revisiones, el FMI incluyó una meta de reservas netas que el BCRA debe cumplir.

## Una nueva batalla al tipo de cambio

El poder de fuego del BCRA: la reservas netas ascienden a USD 20.000 M



Señal de alarma: compra de USD del sector privado no financiero previo a elecciones de octubre (t)



## Segundo objetivo: bajar la incertidumbre política

En paralelo a las medidas cambiarias, el Gobierno puso a trabajar a su ala más política, conducida por el ministro Frigerio. La noticia política de la semana fue que el Gobierno está acordando con el peronismo federal (no kirchnerista) un compromiso para “dar certezas a la sociedad y garantizar gobernabilidad”. Según la prensa, el acuerdo incluiría 10 puntos que tratarían cuestiones económicas, siendo los más importantes el “cumplimiento de las obligaciones con los acreedores”, la “consecución del equilibrio fiscal”, la “consolidación de un sistema previsional sostenible”, la “independencia del Banco Central” y la “creación de empleo a través de legislación laboral moderna”. Para el Gobierno, esto puede servir para alejar ciertos temores que acechan a los mercados y para “aislar” a su principal opositora (Cristina Fernández). En cuanto al peronismo federal (Urtubey y Pichetto habrían participado, mientras que Lavagna se diferenció), podría estar buscando mostrarse como una alternativa más dialoguista y, de esa manera, lograr una mejora en las encuestas.

## Una nueva batalla al tipo de cambio

---

### Conclusiones de esta semana

El Gobierno fue proactivo y eso, a priori, siempre debería ser visto como algo bueno. En cuanto a la nueva configuración de la política cambiaria, la discusión parecería ser si el poder de fuego del BCRA es suficiente para que el nuevo esquema luzca creíble ante el mercado, en un contexto donde la incertidumbre electoral es muy elevada (e irá en ascenso) y donde no está claro hasta dónde está dispuesto ceder el FMI.

En el corto plazo, donde las medidas coinciden con el pico de estacionalidad de liquidación de exportaciones agropecuarias, las medidas deberían tener un efecto positivo. En el mediano plazo, entendemos que la incertidumbre se mantiene, por lo que mantenemos inalteradas las recomendaciones de posicionamiento que publicamos la semana anterior. (ver Carteras recomendadas en publicación separada).

**BANCA PRIVADA**

Alejandro Gorostiaga  
agorostiaga@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2260

**ATENCIÓN MINORISTA**

María José Adamoli  
mjadamoli@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2229

**INSTITUCIONALES**

Martín Deluca  
mdeluca@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2296

**PARTNERS COMERCIALES**

Gisela Alonso  
galonso@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2212

**ESTRATEGIA**

José Echagüe  
jechague@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2247

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206-2255

**ENCONTRANOS EN:** Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

## Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.