



REPORTE ESPECIAL DEL 1 DE MARZO DE
2019

Frazada corta, tasa alta

STAFF

Socio Fundador:

Javier Alvaredo /
jalvaredo@acmsa.com.ar

Economistas:

Juan Lezica /
jlezica@acmsa.com.ar

Miguel Ángel Parrilla /
maparrilla@acmsa.com.ar

ACM-Análisis de Coyuntura Macroeconómica

Av. Roque Sáenz Peña 740 6 A - C1035AAP
Buenos Aires, Argentina.
Tel: (+54 11) 4328-9056/9086 / Fax: (+54 11)
4322-9833 / www.acmsa.com.ar

de la tasa de interés de Leliq, un repunte del tipo de cambio (el peso se depreció 7,6% en 12 días) generó un rebrote de nerviosismo, lo cual obligó al BCRA a ajustar nuevamente la ejecución de su programa monetario, motivando así una suba de las tasas de Leliq.

En línea con el argumento de nuestra última NdO, el esquema planteado en el segundo acuerdo con el FMI presenta limitaciones que no permiten capitalizar al ciento por ciento la contingencia de un escenario internacional mejor al esperado.

La cuestión cambiaria, que es un factor de suma relevancia, mostró en febrero un reacomodamiento, aunque de todos modos, el margen de competitividad cambiaria sigue siendo más bien reducido.

Concretamente en el comunicado de la fecha de ayer, el Comité de Política Monetaria considera "que un estricto control de los agregados monetarios conducirá a reducir la inflación. La perseverancia y disciplina monetaria son indispensables para bajar la inflación y el COPOM está preparado para mantener este sesgo contractivo por el tiempo que fuese necesario".

INDICE

2

POLÍTICA MONETARIA

El buen clima del contexto financiero internacional se mantuvo durante Febrero, aunque no se pudo seguir capitalizando en el ámbito local. Luego de 30 bajas consecutivas

1 de Marzo de 2019. **Frazada corta, tasa alta.**

Política Monetaria

Frazada corta, tasa alta.

El buen clima del contexto financiero internacional se mantuvo durante Febrero, aunque no se pudo seguir capitalizando en el ámbito local. Luego de 30 bajas consecutivas de la tasa de interés de Leliq, un repunte del tipo de cambio (el peso se depreció 7,6% en 12 días) generó un rebrote de nerviosismo, lo cual obligó al BCRA a ajustar nuevamente la ejecución de su programa monetario, motivando así una suba de las tasas de Leliq durante 11 días consecutivos (con excepción del 27 de febrero) de 628 puntos básicos. Como mencionamos en nuestra NdO previa, el rasgo de la asimetría en cuanto a los ajustes del nivel de la tasa cuando el ciclo es ascendente o descendente volvió a observarse, en especial el día 21 de febrero, en que la tasa de Leliq se incrementó en 300 puntos básicos.

Evolución indicadores de riesgo y financieros

	Argentina					Latam			
	EMBI+	CDS 5 YRS	TIR AY24	S&P Merval	S&P Merval EN U\$S	BOVESPA	BOVESPA EN U\$S	S&P LIMA GENERAL	S&P LIMA GENERAL EN U\$S
31-ene	654	608	10,2%	36.326	980	97.393	26.683	20.190	6.252
28-feb	690	645	12,04%	33.754	865	94.653	25.240	20.610	6.245
Variación	36	37	1,9%	-7,1%	-11,7%	-2,8%	-5,4%	2,1%	-0,1%

El saldo del mes arroja que el peso se devaluó 5,3%, mientras que la colocación en Leliq rindió 3,8% en los 28 días del mes de febrero y la de plazos fijos minoristas 2,76% en el mismo plazo. Por su parte, los bonos argentinos mostraron un desempeño negativo en sintonía con la evolución de las acciones.

En línea con el argumento de nuestra última NdO, el esquema planteado en el segundo acuerdo con el FMI presenta limitaciones que no permiten capitalizar al ciento por ciento la contingencia de un escenario internacional mejor al esperado. En efecto, aún en un escenario de baja de tasas, el BCRA continuó absorbiendo liquidez, sobrecumpliendo por bastante margen el límite de BM establecido en las correcciones del programa. La tasa de interés de Leliq se redujo hasta un nivel todavía elevado (43% nominal anual, casi 53,5% efectiva anual), pero por el fuerte spread con las tasas de fondeo de los bancos, las tasas de plazo fijo se situaron en niveles muy cercanos a la inflación proyectada para el año, quitándole atractivo al posicionamiento en pesos. Ello tuvo una repercusión en el mercado de cambios, acotada, pero suficiente como para encender alguna alarma amarilla, dado el potencial impacto del acomodamiento del tipo de cambio en una expectativa de inflación que se viene deteriorando y que ya se aleja de manera considerable de los supuestos incluidos en el presupuesto (23% para todo el año) y de las aún más optimistas proyecciones del FMI (20%). Corolario de eso, el BCRA se vio obligado a un mayor sobre cumplimiento de la meta, el mayor sobrecumplimiento de todos los meses del actual esquema monetario. De hecho, la BM efectiva de febrero fue inclusive menor a la meta de diciembre, a pesar de que el

Sobrecumplimiento mensual

Fecha	BM Acumulada	Meta	Sobrecumplimiento
31-oct	1.251.676	1.273.070	1,7%
29-nov	1.259.749	1.273.070	1,0%
28-dic	1.327.551	1.351.073	1,7%
31-ene	1.346.581	1.357.164	0,8%
28-feb	1.342.740	1.385.140	3,1%

Fuente: ACM en base a BCRA

BCRA compró en el mercado de cambios US\$418 mill.. Esto, lógicamente tuvo su

1 de Marzo de 2019. **Frazada corta, tasa alta.**

correlato en una saga alcista de la tasa de Leliq y generando una apreciación cambiaria que llevó al tipo de cambio a un nivel muy cercano del LI de la ZNI. En esta dirección se pudo observar una relación muy marcada entre la evolución de la tasa de interés de referencia y la evolución del tipo de cambio. Otro dato que se observó en las Leliq es que la tasa de interés máxima pagada por el BCRA permite anticipar la evolución de la tasa promedio para el día siguiente.

Prueba de lo anterior es el comunicado del día de ayer en el que el COPOM publicó el ajuste de las nuevas metas para los meses de Marzo a Mayo (inclusive), en el que bajó el límite de compras a u\$s 50 mill. diarios con un tope de expansión de la meta de BM hasta del 2%, y el nuevo punto de partida se encuentra 43.000 mill. debajo de la meta de febrero más su respectiva expansión por compra de divisas.

En el cuadro que sigue mostramos los diferentes valores de la meta de BM de acuerdo con los criterios que estuvieron vigentes, donde se observa que las modificaciones impuestas restringieron la posibilidad de expandir la oferta monetaria primaria por un extra de \$3.100 mill. en el mes de febrero (0,23% de la meta de BM original).

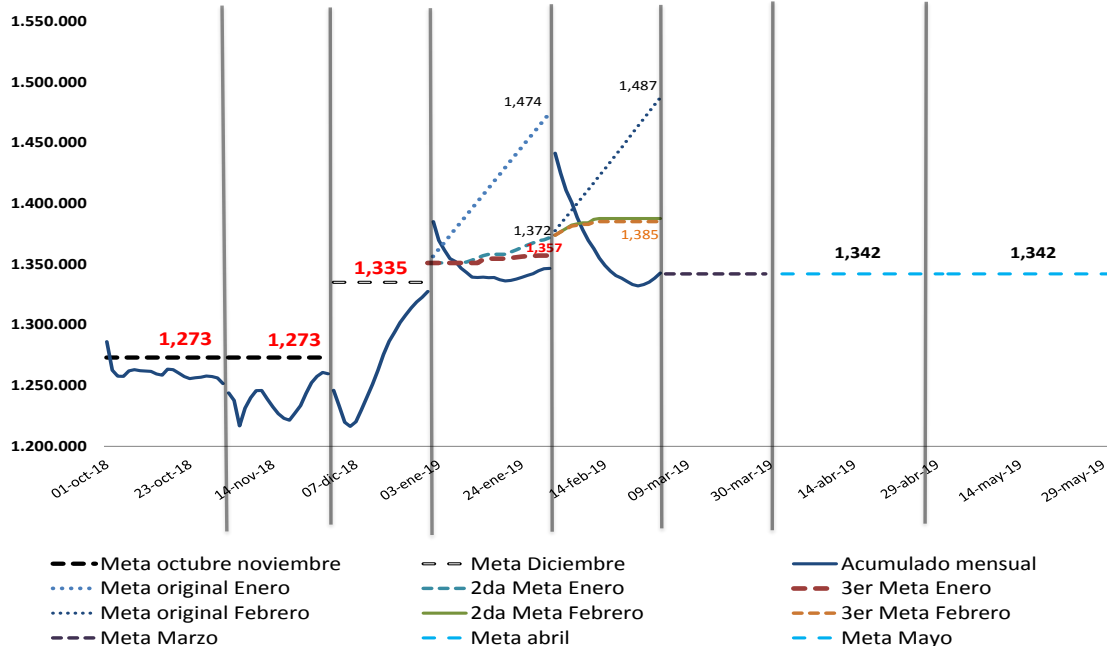
Meta de la Base Monetaria en miles de millones de pesos

Meta Octubre - Noviembre	1.273
Meta Diciembre (con sobre cumplimiento)	1.351 - autoexigencia por 16mil millones
Meta Enero Original	1.351 + expansión por compra de divisas (hasta 150M diarios) sin esterilizar
2da Meta Enero	1.351 + expansión por compra de divisas hasta 2% de la meta de BM
3era Meta Enero (móvil)	1.351 + expansión por compra de divisas ponderada por días del mes
Meta Febrero Original	1.372 + expansión por compra de divisas (hasta 150M diarios) sin esterilizar
2da Meta Febrero	1.372 + expansión por compra de divisas hasta 2% de la meta de BM
3era Meta Febrero (móvil)	1.372 + expansión por compra de divisas ponderada por días del mes
Meta Marzo a Mayo	1.385 - autoexigencia por 43mil millones + expansión por compra de divisas hasta 2% de la meta de BM

Fuente: ACM en base a BCRA

Base Monetaria Diaria

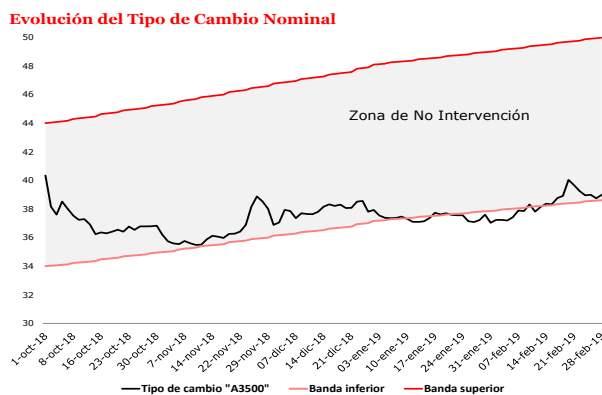
Millones de pesos



1 de Marzo de 2019. **Frazada corta, tasa alta.**

Al mismo tiempo, el tipo de cambio se situó debajo del límite inferior (LI) de la ZNI durante 8 de los 20 días hábiles que tuvo febrero, lo cual de alguna manera refleja que había espacio adicional para que el BCRA pudiera recomponer sus reservas.

En el día de hoy, y en contraposición a la estrategia implementada por el banco central (disminuyó en U\$S25 mill. la cantidad de subastas que el Banco Central puede efectuar), el tipo de cambio mantuvo una tendencia alcista a lo largo de toda la rueda, para cerrar a \$39,44 por dólar (+1,14% respecto al día de ayer).



Dicho lo anterior, no hay que perder de vista que a pesar de la baja de tasas observada durante algunos días hábiles del mes de febrero, el nivel actual de la misma en términos reales es, en términos relativos, casi 5 veces más elevada a la que enfrenta en promedio América Latina, y en términos absolutos alcanza casi el 17% anual, claramente un nivel insostenible para encarar cualquier actividad productiva.

Tasa de interés real esperada

Tasa Nominal Anual

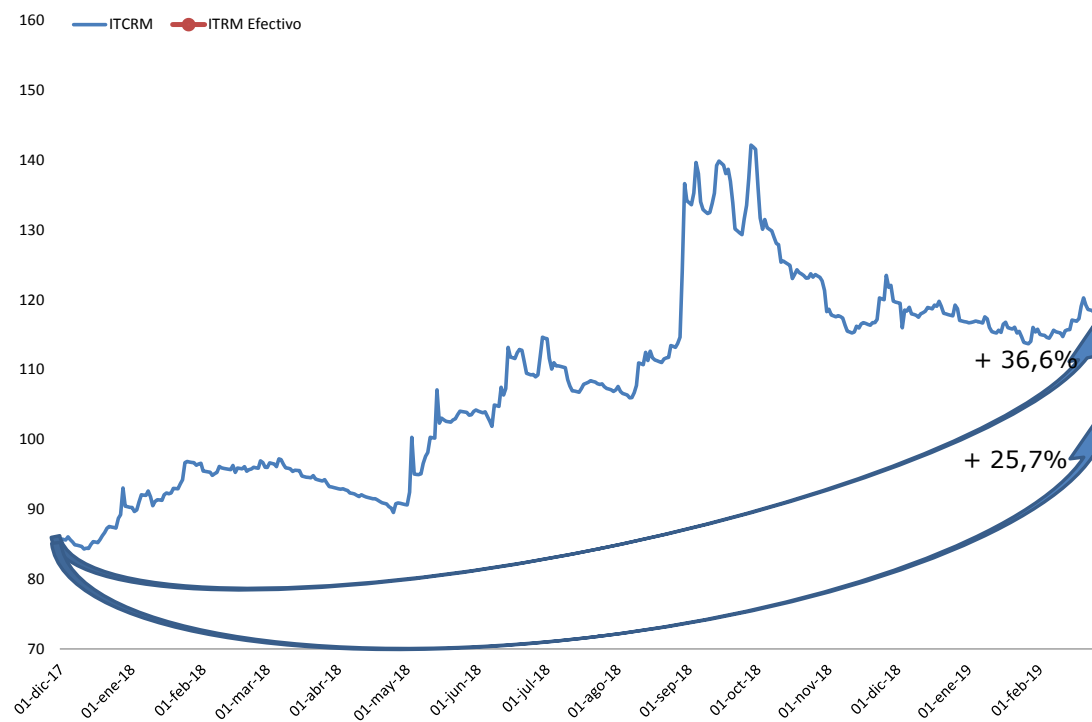
	2019
Latinoamérica	3,4%
Chile	0,5%
México	4,0%
Mercosur	3,8%
Argentina	16,8%
Brazil	3,4%
Paraguay	1,3%
Uruguay	-1,4%
Comunidad Andina	1,9%
Bolivia	4,4%
Colombia	1,4%
Ecuador	4,1%
Perú	1,0%

Elaborado por ACM en base a Latinfocus

La cuestión cambiaria, que es un factor de suma relevancia, mostró en febrero un reacomodamiento, aunque de todos modos, el margen de competitividad cambiaria sigue siendo más bien reducido. El último día de febrero el índice de tipo de cambio real multilateral evidenciaba una mejora del 1,85% respecto al último valor observado en enero, y lo ubica un 36% por encima de diciembre del 2017 (fecha en la que el FMI aseveró que el tipo de cambio real se encontraba apreciado entre un rango de 10% a 25% de acuerdo con los fundamentos de medio término de nuestra economía), aunque sólo un 25,7% en términos efectivos. Este comentario tiene validez debido a que el anuncio del COPOM de ayer está dirigido claramente a que el BCRA propicie una apreciación nominal del peso, la que surge de ponerse un límite más exigente por el lado de la esterilización monetaria, y restringir su capacidad de compra en el mercado de cambios.

1 de Marzo de 2019. **Frazada corta, tasa alta.**

Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral y Multilateral Efectivo



Como mencionamos en la NdO anterior, el BCRA sigue redoblando la apuesta del sesgo anti inflacionario. Concretamente en el comunicado de la fecha de ayer, el COPOM considera "que un estricto control de los agregados monetarios conducirá a este objetivo (reducir la inflación). La perseverancia y disciplina monetaria son indispensables para bajar la inflación y el COPOM está preparado para mantener este sesgo contractivo por el tiempo que fuese necesario".

Entendemos que el mes de marzo será clave en este sentido, ya que a fin de mes se cumplirán seis meses de implementación del programa, período de tiempo que coincide con el denominado "lag" de la política sobre la dinámica de precios. Nuestra impresión es que esta tarea se le va a hacer más cuesta arriba de lo que tanto las autoridades como los funcionarios del FMI preveían. De hecho para la semana próxima esperamos un deterioro de las expectativas inflacionarias considerable, lo cual le va a poner más presión al sesgo contractivo de la política monetaria, en un contexto recesivo que, como vimos en esta semana, es generalizado.