

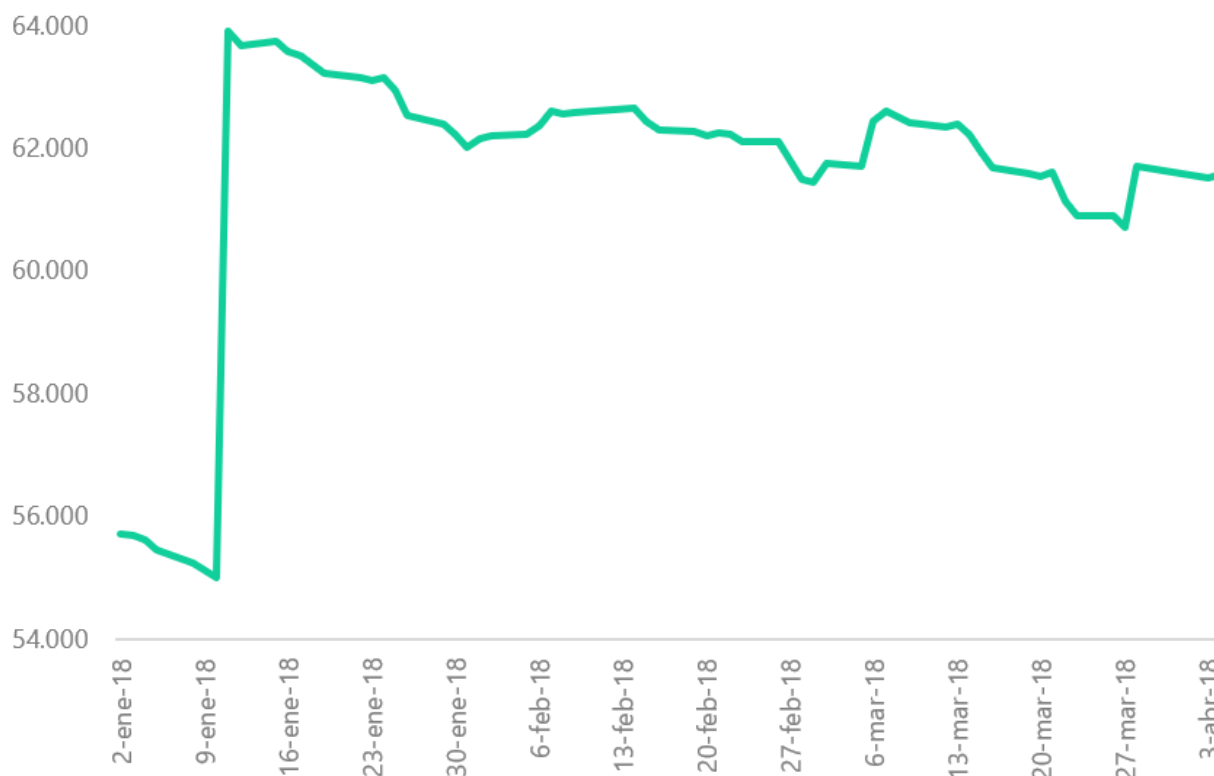
Desde fines de 2017 el precio de la divisa norteamericana comenzó un proceso de sostenido ascenso, pasando en el segmento mayorista desde \$/USD 17,2 a principios de diciembre a un valor de \$/USD 20,15 sobre fines de febrero de este año. **Este incremento se dio en un contexto de baja en las tasas de interés de política y sin intervención de la autoridad monetaria en el mercado de cambios.**

Como es de público conocimiento, **el experimento de flotación libre quedó visiblemente alterado en marzo cuando el BCRA comenzó a vender reservas de forma prácticamente diaria para mantener el valor del dólar.** Así, entre el 5 y el 28 de marzo, la autoridad monetaria vendió USD 2.000 millones para abastecer la demanda de moneda extranjera.

Si bien este número parece impactante, tanto por su magnitud como por el marcado cambio de política que supone, también es cierto que el mismo se da en un contexto en el cual las reservas del BCRA habían experimentado un notorio incremento a principios de enero de 2018, cuando el Tesoro colocó deuda en el exterior que luego vendió al BCRA. De esta forma, aun con las ventas de estos días, el saldo de reservas se ubica por encima de los USD 60.000 millones, entre los máximos de la serie histórica.

Stock de Reservas Internacionales

En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En este contexto llama la atención que, bajo un esquema de metas de inflación, el BCRA no haya reaccionado a esta corrida modificando su principal instrumento de política monetaria, es decir, la tasa de interés de referencia. Esta decisión, que muy probablemente este motivada por las restricciones impuestas por el Ejecutivo, pone en cuestionamiento la sostenibilidad de la estrategia cambiaria. Es decir, **¿cuántas reservas más piensa utilizar el BCRA sin dejar que suba el dólar y/o la tasa de interés?**

Es posible que la autoridad monetaria esté apostando a la estacionalidad que muestra la oferta de divisas para aliviar las presiones que expresa el mercado de cambios. En efecto, la venta de dólares por parte del sector de Oleaginosas y Cereales muestra desde 2016 una cadencia mensual bastante predecible: existe un pico en enero (consecuencia de las ventas externas de trigo) y otro en mayo (por las ventas

de soja) . En el primer caso, se liquidan en promedio unos USD 2.650 millones (en enero de 2018 el registro puntual fue de USD 2.299 millones) y en el segundo, algo más de USD 3.200 millones.

Liquidación de Divisas - Sector Oleaginosas y Cereales

En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Desde que comenzó a intervenir en el mercado de cambios, el BCRA vendió en promedio unos USD 113 millones por día para sostener el dólar. Sin embargo, si el pico de mayo se ubica en la media de los dos últimos años, se agregarían sólo unos USD 1.100 millones de oferta de divisas por parte del sector agroexportador, lo que implica unos USD 52 millones diarios (sobre 21 días hábiles). Dada la existencia de estrategias de retención de cosecha, y el amplio

margen normativo que tienen los exportadores para liquidar su producción, el número anterior se debería tomar como un máximo.

De este modo, **aun si llegan los dólares del agro, con macro-precios estables (tipo de cambio y tasa de interés), a los flujos del mercado de cambios le seguirán faltando unos USD 61 millones por día**, sugiriendo que la venta de dólares será una constante a lo largo de 2018 o que alguno de estos macro-precios (o todos) no perduraran en el tiempo.