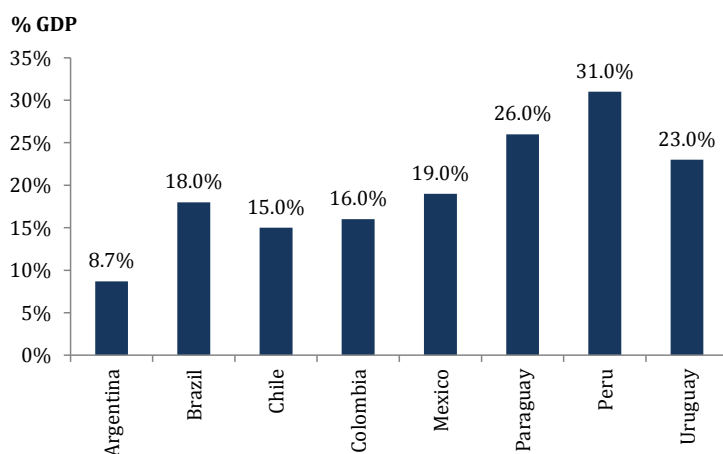


19 de abril de 2017**Aumento de reservas: la estrategia de Sturzenegger**

En el día de ayer, el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger anunció que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) desarrollará una estrategia de acumulación de reservas internacionales con el fin de incrementar las reservas internacionales del BCRA, del actual 8,7 %, hasta un 15 % del producto bruto interno (PBI). ***Este plan audaz nos recuerda al discurso “estratégico” del presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, de julio del 2012, en el cual prometió una intervención activa en el mercado de valores en bonos soberanos europeos cuando el euro se encontraba en un nivel aplastante de 1,40.*** Si bien los motivos que llevaron a Sturzenegger a plantear este cambio radical respecto de la anterior postura flexible del BCRA sobre la intervención de divisas distan mucho de la compra compulsiva de bonos de Draghi para reducir los costos de la deuda pública europea, **consideramos que la determinación detrás de esta declaración no puede ser ignorada.** Aunque los detalles se informarán al mercado con el tiempo, esta táctica de creación de reservas no disimula el compromiso tácito del BCRA de evitar una inflación de gran magnitud, similar a la que arruinó el plan del real de Brasil entre 1998 y 1999 y que causó el inolvidable default y la devaluación en Argentina entre 2001 y 2002. La mayoría de los funcionarios públicos argentinos puede recitar de memoria los peligros de un peso sobrevaluado siguiendo la debacle monetaria vinculada al plan de convertibilidad. Sturzenegger justificó esta nueva política de reservas de divisas como un requisito para que Argentina alcance un grado de inversión adecuado. En el siguiente cuadro mostramos las reservas internacionales en función de coeficientes de PBI de los pares latinoamericanos de Argentina, y se observa claramente que el BCRA puede desarrollar una reserva con un nivel de mayor significancia. Aún sostenemos que el momento coincide con el efecto nefasto que está teniendo el peso argentino sobrevaluado sobre una serie de variables macroeconómicas clave, y creemos que se trata de una fachada para tapar una nueva actitud intervencionista.

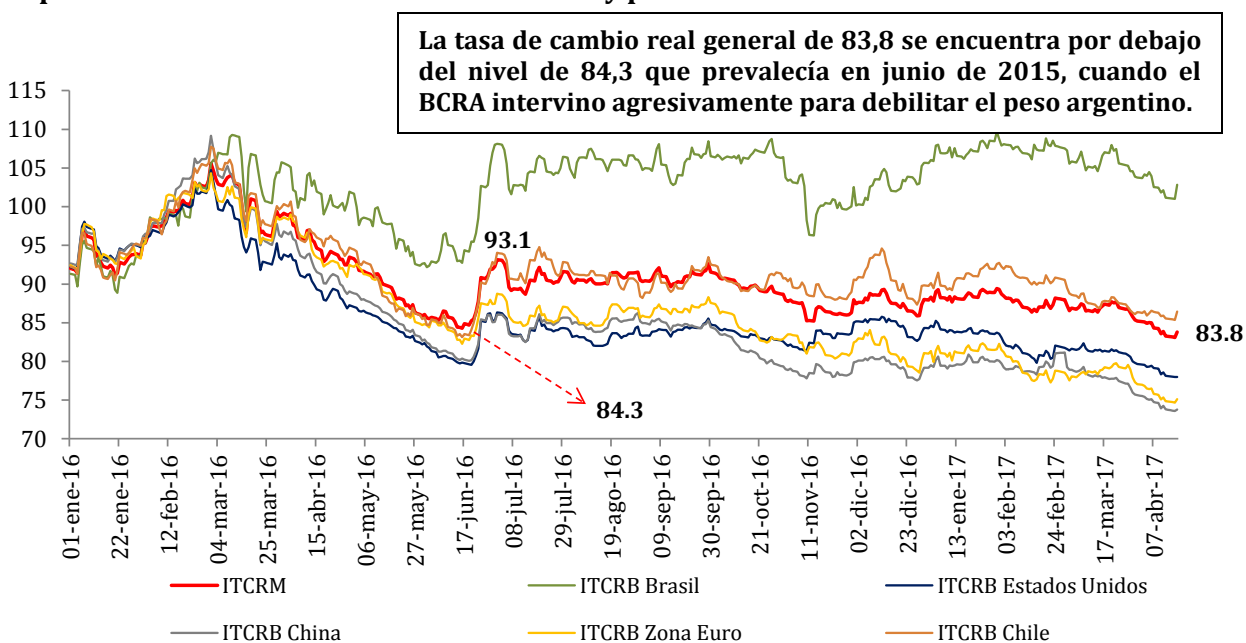
Coefficiente de reservas internacionales de PBI en Latinoamérica

Aviso legal: “Este informe solo tiene una finalidad informativa. No pretende ser una solicitud de un negocio de corretaje de valores o transacciones”.

Enfoque en el tipo de cambio real y la necesidad de actuar

En el siguiente cuadro, aportamos nuestro TCR (Tipo de Cambio Real) recién calculado para el peso argentino junto con el de sus socios comerciales clave (Brasil, Chile, UE, China) luego del paupérrimo índice de inflación del 2,5 % del IPC del mes pasado. El TCR combinado ha bajado a 83,8 de 86,4 hace dos semanas atrás, y ahora se ubica en un grado más sobrevaluado que el reflejado el 15 de junio de 2016, cuando el BCRA inició un plan audaz de intervención que incluía la compra directa de US\$ 515,5 millones y una marcada reducción en la tasa de recompra y la tasa interbancaria. Durante las últimas seis semanas, hemos argumentado que el TCR visiblemente incrementado con Brasil es una ilusión, dado que la balanza comercial con Brasil se ha inclinado a US\$ 4600 millones en 2016 (más de US\$ 1600 millones) y el déficit comercial bilateral en febrero y marzo de 2017 alcanzaron los niveles alarmantes de US\$ 650 millones y US\$ 709 millones, respectivamente. En nuestra opinión, las automotrices brasileras están invadiendo el mercado argentino con vehículos económicos, y otros productos también se están infiltrando entre las grietas. La apreciación del real ha hecho poco para socavar las economías a gran escala de Brasil y una tecnología industrial superior contra un sector industrial argentino que no ha logrado invertir o capturar inversiones extranjeras en seis años. Además, hemos advertido desde hace tiempo sobre el déficit contable actual deteriorado de Argentina, que aumentó a US\$ 17 400 millones en el último año, respecto de US\$ 11 000 millones registrados a fines de 2015. El creciente déficit turístico que alcanzó los US\$ 7340 millones el último año y el pago de los intereses netos que se duplicó a US\$ 12 000 millones son dos variables que continúan empeorando con el peso estancado entre 15,20 y 15,50.

La apreciación de la tasa de cambio real crece y pone de manifiesto la sobrevaluación



El BCRA ha vuelto a reactivar el LEBAC para reducir la inflación

Como vimos anteriormente en nuestros dos últimos informes de *Balanz Strategy*, el BCRA ha estado implementando una agresiva y cautelosa política monetaria para incrementar drásticamente las existencias de LEBAC en vigencia, mediante la intervención agresiva del mercado secundario (p. ej. ventas). Las existencias de LEBAC han disminuido de ARS 666 000 millones a ARS 616 000 millones desde mediados de enero a mediados de febrero, pero desde la licitación de LEBAC del 14 de marzo,

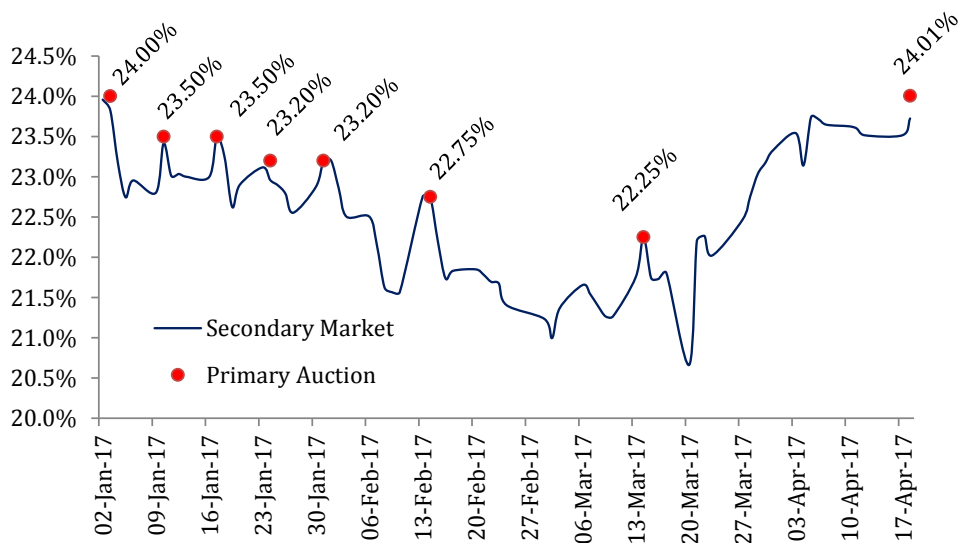
Aviso legal: "Este informe solo tiene una finalidad informativa. No pretende ser una solicitud de un negocio de corretaje de valores o transacciones".

las existencias de LEBAC han incrementado a ARS 787 500 millones de ARS 638 500 millones 30 días antes. Este proceso en curso también generó la migración organizada de fondos al mercado de tasas de recompra (REPO) a 7 días que había alcanzado ARS 209 000 millones en marzo. Respecto al día de ayer, las existencias de dinero en el REPO a 7 días disminuyeron a ARS 120 880 millones, ya que el sistema bancario cambió rápidamente hacia LEBAC que no pagan impuesto a las ganancias o ingresos brutos. **La implementación de LEBAC apunta directamente a la desintermediación en el sistema bancario, logrando de ese modo aminorar el crecimiento crediticio en un intento por frenar la inflación.** Esta estrategia está funcionando, dado que los créditos en pesos en el sistema bancario han disminuido a solo un poco más de 4,8 % en términos nominales en lo que va del año, a la fecha luego de crecer a una tasa anual del 47 % en los últimos cuatro meses de 2016. Los préstamos de tarjetas de créditos han caído a -5,6 % hasta ahora en abril y -3,8 % en lo que va del año.

La licitación de LEBAC resalta el compromiso del BCRA respecto a la opción nuclear

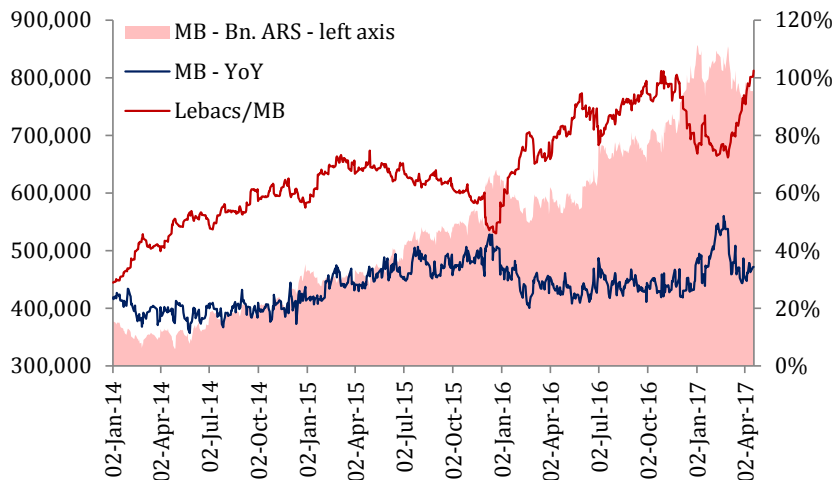
En los cuadros siguientes se pueden observar los resultados de la licitación de LEBAC llevada a cabo ayer por la noche, en la cual el BCRA vendió ARS 319 750 millones frente a una demanda de ARS 382 750 millones. Llevando la tasa de LEBAC de 28 días a 24,25 %, el BCRA rechazó los niveles del 23,6 % del mercado secundario que prevalecían por sobre la licitación. Para resaltar cuán severa ha sido esta alza de tarifas desde mediados de marzo, la tasa a corto plazo de LEBAC fue elevada de un 20,5 % a un 24,0 %. Este incremento de 350 000 millones de pesos está destinado a enviar una señal poderosa a los agentes del mercado de que el BCRA va con todo para controlar la inflación, y que tampoco se quedará tranquilo ni permitirá que el peso argentino tenga mayor apreciación en términos reales.

LEBAC: niveles del mercado secundario



Aviso legal: “Este informe solo tiene una finalidad informativa. No pretende ser una solicitud de un negocio de corretaje de valores o transacciones”.

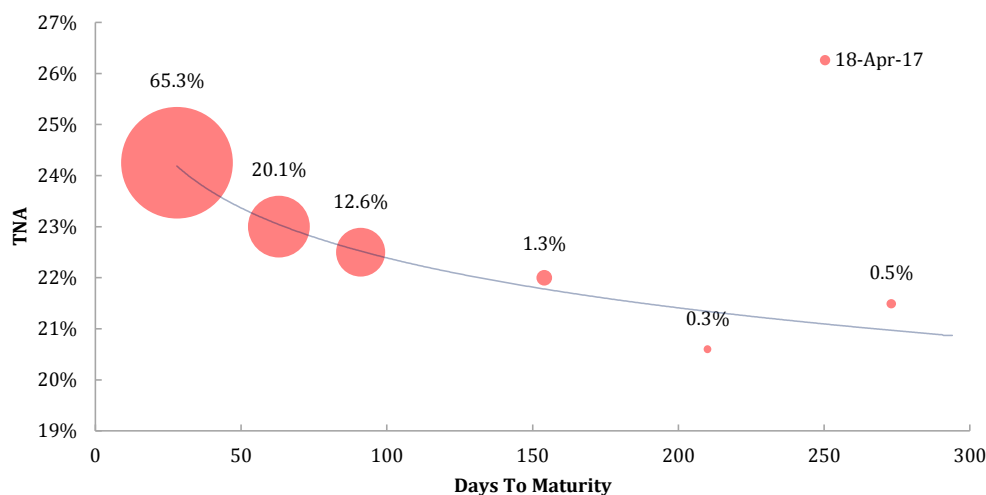
Este cuadro toma el nivel de tasa implícito en una LEBAC a 35 días



Lebac Auction							
Term	Notional (Mill. ARS)	Notional Adj. (Mill. ARS)	Price	Nominal Annual Rate	Allocated (Mill. ARS)	Previous Auction	Var. vs Prev. Auction (bps)
28	224,717	214,810	0.981737	24.25%	210,887	22.50%	1.75%
63	66,905	65,984	0.961817	23.00%	63,464	22.00%	1.00%
91	41,763	41,417	0.946884	22.50%	39,217	21.66%	0.84%
154	4,724	4,244	0.915062	22.00%	3,883	21.25%	0.75%
210	1,667	1,067	0.894038	20.60%	954	21.06%	-0.46%
273	2,870	1,566	0.861524	21.49%	1,349	20.87%	0.62%

FWD Implicit Rates	
Term	Nominal Annual Rate
35	21.60%
28	20.56%
63	20.15%
63	15.33%
56	21.87%

Allocated	319,754	1.47%
Maturity	382,748	
MB Expansion	62,994	



Stock de LEBAC al 18 de abril: ARS 787 652 millones (Más del 68,7 % año tras año)

Existencias en bonos del mercado al 18 de abril: ARS 768 726 millones. (Más del 34,3 % año tras año)

Aviso legal: "Este informe solo tiene una finalidad informativa. No pretende ser una solicitud de un negocio de corretaje de valores o transacciones".

La media móvil de inflación de 6 meses explica el enfoque político

Algunos inversores se preguntarán por qué el BCRA está luchando fuertemente contra la inflación. En el siguiente cuadro, se observa la media móvil de seis meses para categorías clave del índice de inflación del INDEC. Los alimentos y bebidas (el 34,7 % del índice) han subido al 24,6 % de la tasa anual de proyección de la inflación respecto del 20 % en enero. Los servicios domésticos, afectados por el alza del interés de los servicios públicos, han reflejado un auge en la tasa de proyección de 6 meses a un 59,6 % respecto del 5,6 % en diciembre, mientras que la categoría de educación subió al 28,6 % respecto de un 20,6 % en enero. La inflación de bienes no comerciales se elevó considerablemente en los últimos dos meses, ya que los efectos de la segunda ronda de suba de precios han impulsado una ola de suba de precios tóxicos en una serie de bienes y servicios. Esto es lo que Sturzenegger quiere hacer desaparecer. En una economía normal, resultaría difícil justificar estos brotes inflacionarios a nivel del consumidor, cuando los precios mayoristas han aumentado solo un 19,7 % anual en el primer trimestre.

La media móvil de 6 meses de categorías clave de IPC del INDEC

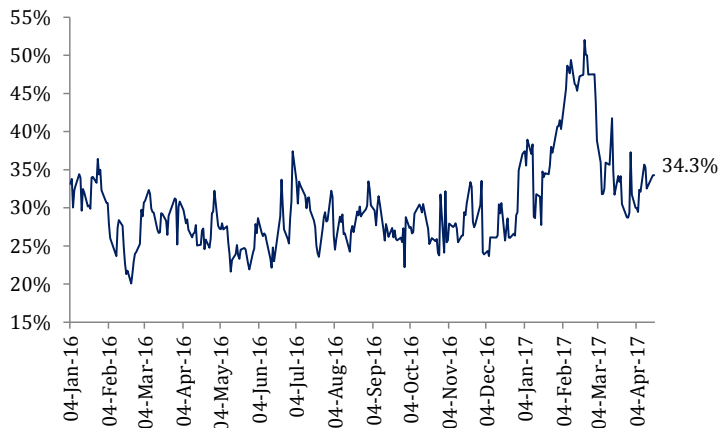
6M Mov. Avg.	Total	Core	Regulated	Food & Beverage	Clothes	Household & Domestic Services	Household Equipment & Maintenance	Healthcare	Transport & Communication	Recreation	Education	Others
may-16												
Jun-16	15.4%	11.9%	26.3%	14.5%	5.3%	26.9%	16.1%	18.4%	14.0%	4.7%	11.2%	38.6%
Jul-16	20.1%	16.2%	31.2%	20.8%	3.6%	29.0%	21.7%	23.4%	17.2%	15.4%	16.6%	42.2%
Aug-16	20.6%	20.2%	26.5%	22.5%	5.3%	14.9%	23.7%	31.2%	19.1%	14.0%	22.1%	44.8%
Sep-16	23.2%	23.8%	23.0%	28.2%	15.8%	3.1%	24.7%	34.1%	21.0%	18.4%	22.8%	52.1%
Oct-16	29.2%	28.3%	33.5%	32.1%	24.3%	26.3%	25.9%	43.4%	20.7%	20.3%	25.3%	56.4%
Nov-16	22.8%	25.8%	17.3%	27.5%	21.7%	17.6%	25.2%	43.1%	11.3%	17.2%	19.5%	20.3%
Dec-16	18.4%	22.7%	12.0%	22.6%	20.9%	5.6%	18.8%	27.0%	11.8%	21.2%	16.0%	19.1%
Jan-17	16.7%	21.2%	10.2%	20.0%	17.6%	3.9%	15.3%	25.3%	13.8%	20.6%	12.2%	18.1%
Feb-17	22.2%	21.5%	26.5%	22.9%	14.5%	37.1%	14.4%	25.8%	17.2%	21.5%	16.0%	25.0%
Mar-17	25.3%	22.2%	38.8%	24.6%	14.3%	59.6%	15.6%	27.8%	18.1%	17.7%	28.6%	22.1%

La acumulación de reservas plantea un interrogante: ¿Cómo trabajará la recaudación de pesos el BCRA?

Luego del anuncio del BCRA respecto a un plan de acumulación internacional de reservas, la pregunta más obvia sería: ¿Cómo hará el BCRA para estructurar la recaudación de pesos generados por las compras en dólares estadounidenses del mercado? Argentina está claramente al tanto de los peligros de incrementar la deuda monetaria local con el fin de fomentar la creación de reservas. El alto costo de la deuda bruta de Brasil a un PBI del 70,56 % no es un camino que el BCRA quiera imitar. Además, como se puede observar en el cuadro siguiente, el Banco Central ya se encuentra luchando contra un nivel complejo de expansión monetaria. El BCRA desarrolló un exitoso programa de control monetario durante 2016, pero desde comienzos de este año, el mercado secundario privado y el mercado de bonos amplio han estado funcionando por encima del 30 % de modo sostenible. Todavía no sabemos cómo hará el BCRA para manejar esta dicotomía.

Aviso legal: "Este informe solo tiene una finalidad informativa. No pretende ser una solicitud de un negocio de corretaje de valores o transacciones".

Base monetaria (año tras año)



Nuestra opinión: Este anuncio del BCRA es un gran punto de inflexión

En los últimos dos meses, hemos estado prediciendo que el BCRA implementaría algún tipo de intervención debido a la apreciación real del peso argentino en el último año y las tendencias preocupantes en el turismo y el déficit contable actual. Desde un punto de vista analítico, el doble impacto de una política monetaria estricta con tasas de LEBAC atractivas y una orden de intervención de moneda recién acuñada ofrecen de alguna manera señales contradictorias, pero Sturzenegger está apostando a que el gran incremento de la inflación desde febrero a abril se curará de mayo en adelante. En otras palabras, el BCRA espera que la inflación disminuya en la segunda mitad del año, permitiendo que la política monetaria se alivie en algún momento durante el tercer trimestre. Mientras tanto, el BCRA está notificando a los operadores financieros que el peso argentino no es simplemente un cambio de una sola dirección, y que utilizará sus amplios hombros de intervención para mantener a los especuladores honestos. Nos apegamos a nuestra recomendación de gestionar estratégicamente para el período entre junio y agosto o esperar el ingreso de mejores niveles en bonos en moneda local.

Aviso legal: "Este informe solo tiene una finalidad informativa. No pretende ser una solicitud de un negocio de corretaje de valores o transacciones".