

## Explorando herramientas para descomprimir el mercado de cambios

En las últimas semanas comenzó a concentrar el foco de la discusión económica la caída y evolución de reservas internacionales, lo adecuado o no del nivel del tipo de cambio oficial y la brecha cambiaria.

En la Sección 1 analizamos los principales factores que afectaron las reservas internacionales brutas, el nivel relativo actual del tipo de cambio oficial y de la brecha. En la Sección 2 algunas herramientas de corto plazo que podrían limitar la pérdida de reservas y contener las presiones sobre los tipos de cambio libres. En la Sección 3, presentamos las conclusiones.

### Sección 1: Reservas internacionales, tipo de cambio y brecha

#### 1.a) Evolución de las reservas internacionales

Desde el cierre de 2019 y fines de julio de 2020, última fecha de información desagregada disponible, el stock de reservas internacionales disminuyó USD 1.395 millones. La pérdida por transacciones fue por USD 2.462, compensada parcialmente por la revaluación contable de activos por la depreciación del USD en el mundo, un total de USD 1.000 millones.

Durante agosto y lo transcurrido de septiembre la tendencia se mantuvo, con un mayor componente de ventas netas de USD ahorro a minoristas. Ello en una segunda parte del año en que típicamente la estacionalidad tradicional de la oferta neta de USD no juega a favor.

La tabla que sigue muestra un resumen de los principales movimientos del balance cambiario que afectaron a las reservas internacionales durante el período bajo análisis.

**Daniel Marx**  
DIRECTOR EJECUTIVO

**Virginia Fernández**  
ECONOMISTA SENIOR

**Fernando Baer**  
ECONOMISTA SENIOR

**Paul Franck**  
ANALISTA JUNIOR

**Juan Sommer**  
CONSEJERO



## MONITOR SEMANAL

**Explicación evolución reservas internacionales enero-julio**

USD MM. Base caja

<b>Stock reservas internacionales 31/12/2019</b>		<b>44.781</b>
<b>Movimientos enero-julio</b>	<b>Parcial</b>	<b>Subtotal</b>
<b>Cuenta corriente</b>		
<b>Balanza comercial bienes</b>		<b>6.698</b>
Exportaciones	29.024	
Importaciones	22.326	
<b>Exportaciones netas de servicios</b>		<b>-414</b>
<b>Pagos netos intereses de deuda</b>		<b>-4.563</b>
Gobierno Nacional	-2.064	
Gobiernos provinciales y S. Privado	-2.499	
<b>Resto cuenta corriente</b>		<b>92</b>
<b>(1) Total cuenta corriente</b>		<b>1.814</b>
<b>Cuenta capital y financiera</b>		
<b>Inversión extranjera directa neta</b>		<b>726</b>
<b>Pagos netos deuda, préstamos y líneas</b>		<b>-4.612</b>
Sector privado	-1.304	
Sector público	-3.308	
<b>Formación activos externos S. Privado</b>		<b>-1.826</b>
Venta neta USD ahorro	-1.097	
Resto	-728	
<b>Resto cuenta capital y financiera</b>		<b>1.435</b>
<b>(2) Total cuenta capital y financiera</b>		<b>-4.276</b>
<b>(3)=(1)+(2) Variación reservas internacionales por transacciones</b>		<b>-2.462</b>
<b>(4) Resultado por valuación reservas internacionales</b>		<b>1.067</b>
<b>(5)=(3)+(4) Variación contable reservas internacionales</b>		<b>-1.395</b>
<b>Stock reservas internacionales 31/7/2020</b>		<b>43.386</b>

Fuente: INDEC y BCRA

- Balanza comercial: el balance comercial en base caja fue superavitario por USD 6.698 millones. Sin embargo, éste fue menor al devengado.

**Balanza comercial bienes - devengado y caja**

USD MM. Acumulado Enero-Julio

	Exportaciones	Importaciones	Saldo comercial
Devengado	32.291	22.718	9.573
Caja	29.024	22.326	6.698
<b>Diferencia</b>	<b>3.267</b>	<b>392</b>	<b>2.875</b>

Fuente: BCRA e INDEC.

En las exportaciones, producto de una menor prefinanciación de exportaciones (cayeron 18% en el período contra el mismo período de 2019).

En el caso de las importaciones, el pago fue similar a las importaciones efectivas. Esto es, se acorta el plazo promedio del financiamiento con impacto en las reservas, producto de una combinación de elementos. Principalmente menores los volúmenes comercializados, anticipos de pagos por

## MONITOR SEMANAL

expectativas sobre evolución del tipo de cambio oficial y la disponibilidad de líneas de financiamiento.

- Pagos netos de intereses de deuda: en el período analizado alcanzaron a USD 4.563 millones, por pagos netos en partes relativamente similares del Gobierno Nacional -a pesar de haber dejado de pagar en abril- y de Provincias y sector privado.

En la cuenta capital y financiera, se destacan:

- Pagos netos de deuda, cancelación de préstamos y líneas: por un total de USD 4.612 millones, de los cuales el sector privado amortizó pasivos por USD 1.304 millones y el sector público por USD 3.308 millones -principalmente el Gobierno Nacional.
- Formación de activos externos netos del sector privado: otra fuente importante con impacto en reservas, por una cifra neta de USD 1.826 millones, de los cuales la venta neta de dólares billete fue por USD 1.097 millones -brutas por USD 2.490 millones.

#### 1.b) El nivel de tipo de cambio y la brecha

Durante 2020 la brecha entre el tipo de cambio oficial y el CCL experimentó volatilidad, con un sesgo creciente durante las últimas semanas. En parte por el fuerte aumento de la cantidad de dinero en la economía -M3 en ARS creció 62% entre el 28/8 y fines de 2019- generando un desequilibrio entre oferta y demanda que se canaliza hacia los tipos de cambio libres

Sin embargo, desde una perspectiva histórica, el tipo de cambio oficial -a precios de agosto de 2020- en niveles de ARS 74 está alineado con el promedio de largo plazo (también medido a precios de agosto de 2020). Además, el CCL ARS/USD en niveles de 120-130 muestra un ARS bastante depreciado, en línea con períodos de fuertes devaluaciones del tipo de cambio oficial. En efecto, a precios de agosto de 2020, el tipo de cambio promedio en los 12 meses posteriores al Rodrigazo -junio 1975/junio 1976- fue ARS/USD 140, mientras que el promedio de los 12 meses posteriores a la salida de la convertibilidad -enero 2002/enero 2003- fue ARS 117.

MONITOR SEMANAL

Sección 2: Herramientas para reducir presiones sobre el tipo de cambio y evitar pérdida de reservas

2.a) Ventas de bonos en cartera del BCRA en el mercado CCL

Recientemente se ha estado mencionado que luego de la reestructuración de la deuda, el Banco Central contaría con instrumentos -nuevos bonos ley local 2029, 2030 y 2035 que recibirá por canjear el equivalente a USD 14.700 millones nominales de Bonar 22-25 y 27- para intervenir en el mercado y reducir la brecha cambiaria. Diferenciamos cuatro efectos principales en caso de esa intervención:

- a. Absorción: La venta de los bonos contra ARS genera una absorción monetaria (a diferencia de la absorción mediante Leliqs en lugar de aumentar los pasivos remunerados de corto plazo reduce un activo de largo plazo como son los bonos del Tesoro). La menor liquidez incrementa la tasa de interés, aumenta la demanda de dinero y la oferta de dólares, reduciendo la brecha cambiaria.
- b. Sustitución: su intensidad dependerá de la percepción que se tenga de los bonos vendidos por el BCRA como sustitutos de “USD”. Cuanto mejor sustituto de la divisa sean los bonos, mayor será el impacto de la venta en el mercado y su impacto en la cotización del CCL.
- c. Precio de la deuda del Tesoro: en la misma línea que el efecto anterior, la venta de bonos en USD por parte del BCRA tendría distinto impacto en la cotización del bono, y con ello, en su rendimiento, que podría subir. En esencia, el BCRA seguiría financiando al Tesoro, en este caso en USD, a una tasa de interés que en la actualidad oscila entre el 11-12% anual.
- d. Liquidez y profundidad: la venta de bonos del BCRA estaría dotando al mercado de un instrumento líquido, con mayor volumen.

2.b) Desdoblamiento del mercado de cambios

El razonamiento central es descomprimir la

## MONITOR SEMANAL

demanda de USD en el mercado de cambios oficial. Sin embargo, esa demanda podría trasladarse a otro mercado, lo cual requeriría darle oferta a ese otro mercado para atemperar presiones sobre su tipo de cambio. En la actualidad las compras de USD 200 por mes por persona en el mercado oficial terminan generando oferta en el mercado informal (el llamado “pure”).

En cualquier caso, el funcionamiento de un mercado de cambios desdoblado dependerá de su diseño, pero significará administrar múltiples tipos de cambio.

Las cuestiones particulares de este mecanismo de mercados múltiples son varias:

- a. Descalce entre operaciones de un mismo operador: (no es general), como, por ejemplo, el financiamiento a una empresa exportadora si la exportación es al tipo de cambio regulado y el financiamiento al tipo de cambio libre.
- b. Aumento del tipo de cambio libre: podría aumentarlo y el nivel de la brecha si al mismo tiempo no se logra incentivar la oferta.
- c. Expectativa de devaluación: porque hay un tipo de cambio libre más alto que es el nivel al que el “público” puede acceder.
- d. Respuesta histórica común: en la práctica fue para atender pedidos de mejora del tipo de cambio, transfiriendo parcial o totalmente operaciones de uno a otro mercado.

### Sección 3: Conclusión

En síntesis, estas herramientas tienen limitaciones, en particular dentro de un mercado de cambios bajo presión. Pueden ser concebidas como transitorias o de transición. Aun así, la efectividad es parcial si no están encuadradas en decisiones creíbles de orientación de políticas, consistentes en materia monetaria-fiscal y que provean dinamismo por mejoras en perspectivas y oportunidades en la economía.