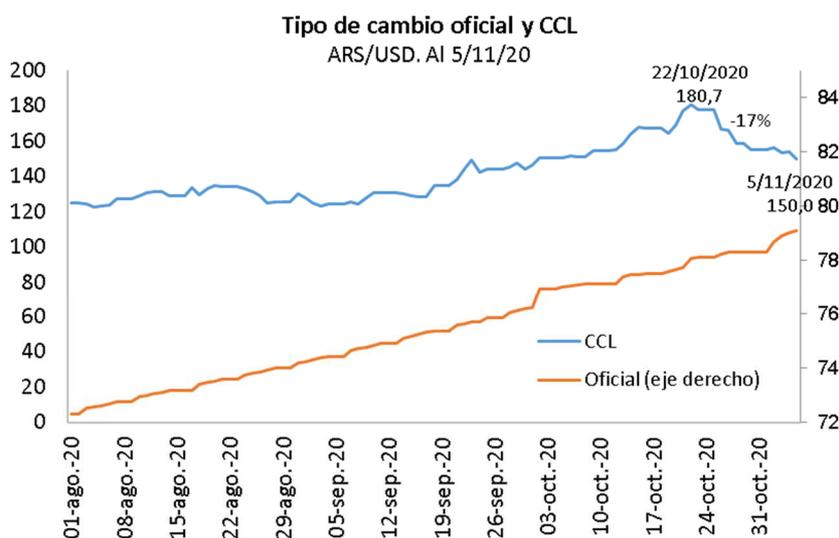


Con disuasión e intervención se logró bajar la brecha cambiaria

Entre el máximo registrado el 22/10/20 y el 5/11/20 el CCL cayó 17%, desde ARS/USD 181 a 150, mientras que el oficial se depreció 1,3%. Téngase en cuenta que el nivel del tipo de cambio ajustado por inflación en el CCL marcaba una muy notable depreciación del ARS comparado con promedios históricos de crisis locales relativamente importantes.



Fuente: Bloomberg

La baja se logró aun cuando hubo una disminución de las reservas internacionales, que cayeron USD 918 millones entre el 22/10/20 y el 3/11/20 (último dato disponible).

La reducción de la brecha se puede explicar por distintos tipos de acciones oficiales:

- Intervención indirecta en el mercado de USD libre: mediante la compra/venta de títulos públicos en ARS/USD para influir en los mercados CCL y MEP.
- Participación en el mercado de USD futuro: principalmente en ROFEX, con posturas vendedoras en las posiciones cortas (oct-nov-dic de 2020).
- Colocación de títulos públicos ajustables, particularmente al tipo de cambio oficial: en

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

octubre colocó ARS 422 mil millones, de los cuales el 60% fueron dos emisiones USD-linked (la última de ellas el 27/10/20 por el equivalente a ARS 129 mil millones).

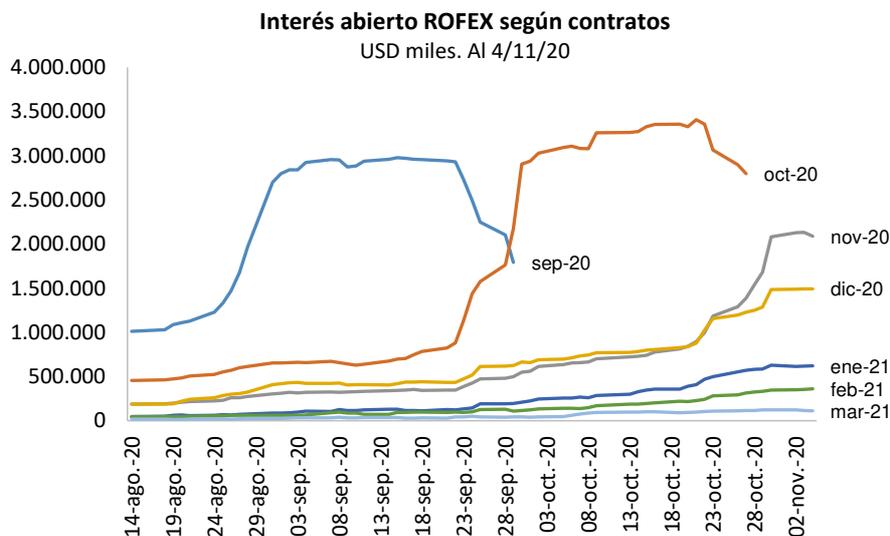
- Reversión de ciertas restricciones a la operatoria: se facilitaron las operaciones en estos mercados, eliminando el parking en la venta de activos con liquidación en pesos, reduciéndolo a 3 días en la venta de activos con liquidación en dólares y autorizando la participación de no residentes en el mercado.
- Mayor control de operaciones de venta de activos financieros con liquidación en dólares en los mercados de valores, estableciendo mayores requisitos de información (CNV) y otras limitaciones informales a la operatoria de los intermediarios.

Sin embargo, también en forma paralela a estas acciones, el gobierno dio algunas señales que contribuyeron a enfriar, al menos temporariamente, las expectativas de devaluación y posibilitaron que las intervenciones fueran exitosas. En ese sentido se inscriben manifestaciones que (i) intenciones de rápidas negociaciones con el FMI, (ii) se apunta a reducir el déficit fiscal en un porcentaje superior al previsto en el presupuesto 2021 –probablemente finalice 2020 con un déficit primario menor que el previsto de 8,5% del PBI- y (iii) limitará el financiamiento monetario del déficit de noviembre y diciembre a las utilidades que le puede transferir el Banco Central. También reafirmó su intención de no devaluar ni desdoblarse las operaciones en el mercado de cambios.

La intervención del BCRA en ROFEX

Desde fines de agosto los volúmenes operados en ROFEX se incrementaron notablemente. En el gráfico que sigue se observa el interés abierto de los contratos con vencimiento de sep-20 a mar-21.

MONITOR SEMANAL



Fuente: ROFEX

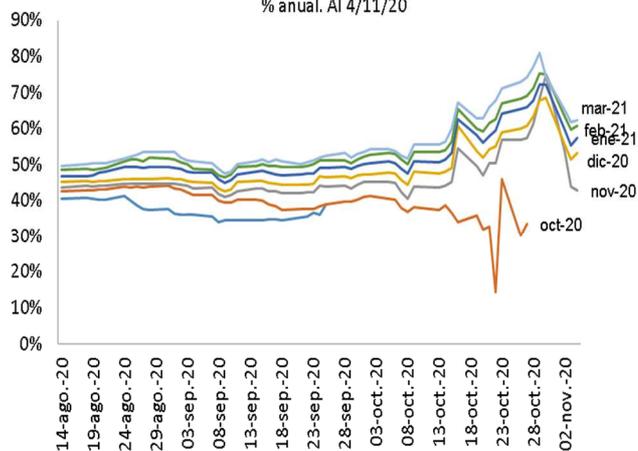
Según información oficial, el 30/7/20 el BCRA tenía una posición abierta -vendida- en futuros por el equivalente a USD 4,4 mil millones, de USD 5,2 mil millones el 31/8/20 y de USD 5,6 mil millones el 30/9/20. En base a la evolución del interés abierto en ROFEX, estimamos que al 4/11/20 la posición vendida del BCRA ascendería a USD 5,8 mil millones -el 30/10 venció la posición oct-20 que implicó la cancelación del equivalente a USD 2,8 mil millones.

Por otro lado, entre el 30/7/20 y el 4/11/20 la brecha pasó de 70% a 90%, pero tocó un pico de 130% el 22/10/20. Dada la fuerte expansión del interés abierto en la segunda parte de octubre, se puede inferir que el BCRA tuvo un rol activo en la baja de la brecha a través de sus operaciones en el mercado futuros -vendiendo crecientemente contratos nov-20 y dic-20.

El efecto de las intervenciones del BCRA también se puede ver en la evolución de las tasas implícitas de los contratos a lo largo del tiempo, que surgen de la diferencia entre el tipo de cambio al que se negocia cada contrato y el USD oficial Com. A3500 del BCRA. Cuando el BCRA vende contratos apunta a contener/reducir las tasas de interés implícitas.

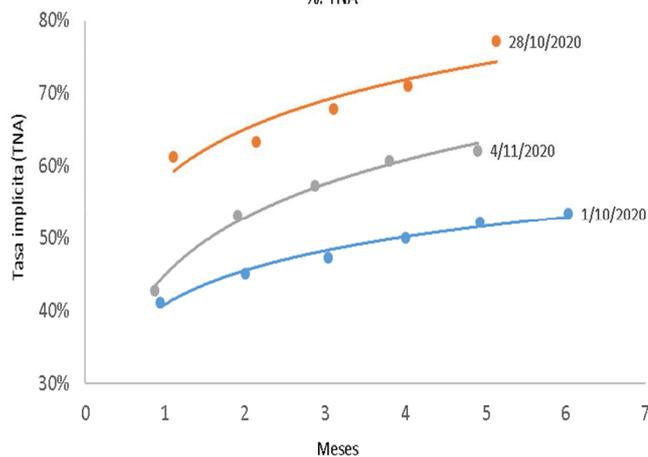
MONITOR SEMANAL

Tasa implícita ROFEX según contratos
% anual. Al 4/11/20



Fuente: ROFEX, BCRA y MAE

Curvas de tasas implícitas en ROFEX en distintas fechas
% TNA



Fuente: ROFEX y elaboración propia

En el gráfico anterior se observa que, durante septiembre, mantuvo la tasa implícita relativamente estable con sus fuertes intervenciones. Lo mismo ocurrió en octubre, pero solo en las posiciones de fin de ese mes. Las tasas de interés de las posiciones de los meses siguientes aumentaron significativamente hasta fin de octubre, reflejando el aumento de las expectativas de devaluación. Queda la duda si el BCRA se autolimitó en las ventas considerando el límite máximo de posición abierta global de contratos vendidos de USD 5 mil millones incluido en el caído acuerdo con el FMI.

Otra forma de verlo es a través del nivel y la pendiente de las curvas de las tasas implícitas a distintos momentos del tiempo. La intervención temporal del BCRA se refleja claramente en la curva del 4/11/20, cuando se retoman intervenciones y el nivel de tasas está por debajo del pico del 28/10/20, pero aún por encima de principios de octubre. Además, con mayor pendiente relativa.

De esta manera, logró reducir la tasa de interés implícita de máximos de 79% a 42% para un plazo de 26 días (contrato nov-20) y de 57% para uno de 86 días (contrato ene-21). La tasa de devaluación implícita resulta así algo más alineada con la tasa de interés en ARS para esos plazos -33 y 38%, respectivamente-. Recientemente, el BCRA no parece haber aumentado su exposición en USD futuro, probablemente por la emisión de títulos

MONITOR SEMANAL

ajustables, en particular los USD-linked hecha por el Tesoro.

En perspectiva, la posición vendida del BCRA en futuros de USD es menor a la que llegó a tener a fines de 2015 -entonces superior a los USD 20 mil millones equivalentes. Pero, a diferencia de la situación en ese momento, el riesgo cambiario que asume el sector público consolidado está sujeto a aumentos por las emisiones de los títulos USD-linked, que dan un total de USD 3,4 mil millones equivalentes emitidos durante octubre

Estas políticas de intervención calman temporalmente la situación cambiaria, mientras se espera mayor claridad en las decisiones económicas y acciones del Gobierno.