

MONITOR SEMANAL

El ciclo de las reservas internacionales en 2021

Durante 2021 el Banco Central está percibiendo ingresos de divisas no esperados al inicio del año: (a) la mejora en los precios de nuestras exportaciones agrícolas que representarán ingresos de divisas superiores a los del años anterior entre USD 10.000-11.000 millones y (b) el reparto de DEGs del FMI por USD 4.319 millones. Aún así, se mantuvieron las presiones sobre el mercado de cambios; la brecha entre la cotización oficial y los tipos libres es alta y el BCRA impuso mayores restricciones de acceso al mercado oficial para la compra de divisas. Además, se emitieron mayores regulaciones para obtener dólares en los mercados libres. De todos modos, durante el primer semestre del año se acumularon reservas por las importantes liquidaciones de divisas de los exportadores de productos agropecuarios.

Pero, desde julio, controlar la evolución de los tipos de cambio está teniendo un costo directo mayor sobre la posición de reservas internacionales del BCRA, dado por las ventas en el mercado oficial e intervención en los libres. Aunque en agosto se acreditaron los DEGs que luego se utilizarían para pagarle al mismo FMI las obligaciones que vencen en lo que resta de 2021. En este marco, nos preguntamos, ¿cómo llegan las reservas a fin de año?

Las reservas brutas y netas líquidas en 2021

El gráfico que sigue muestra la evolución de reservas internacionales brutas y netas¹ en 2020 y durante 2021 -al 1/9/2021. A esta última fecha las reservas brutas suman USD 46.094 millones y las netas líquidas en USD 1.926 millones.

La pérdida de reservas registrada durante 2020 se revierte a principios de 2021. La mayor consistencia entre las políticas fiscal y monetaria del primer semestre, con un ajuste importante en el déficit fiscal y las mayores restricciones cambiarias generaron un escenario se limitó parcialmente la caída en la demanda de dinero. Con menores expectativas de devaluación, el BCRA logro capitalizar el extraordinario ingreso de divisas por los mejores precios internacionales de nuestras exportaciones agrícolas. En los primeros seis meses compró USD

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

JuanSommer
CONSEJERO



¹ Brutas menos swap BPCH, liquidez depósitos en USD, DEGs, Oro y otros pasivos (ej, deuda BIS).

MONITOR SEMANAL

6.500 millones en el mercado oficial de cambios y acumuló reservas por USD 3.050 millones luego de pagar servicios de deuda a organismos internacionales, vender divisas en los mercados libres para mantenerlo estable -USD 1.150 millones- y efectuar otros pagos en divisas.



* Brutas - swap BPCH, liquidez depósitos en USD, DEGs, Oro y otros pasivos (ej, deuda BIS)
Fuente: BCRA, FMI y estimaciones propias

Ya en el segundo semestre, en un ciclo que tradicionalmente arranca para agosto de cada año, comienza a incidir la estacionalidad de las exportaciones, con menores liquidaciones en comparación al primero. En julio el saldo de exportaciones menos importaciones en base caja continuó siendo elevado, aunque se redujo con relación a los meses previos -de un promedio de USD 2.100 millones en el trimestre marzo a junio pasó a USD 1.500 millones en julio-. Ello a pesar de que el ritmo mensual de liquidación de exportaciones del agro se mantuvo en récords, en USD 3.520 millones. Al mismo tiempo, el BCRA aumentó la intervención en los mercados libres, pasando de ventas promedio mensual de USD 192 millones del primer semestre a ventas promedio de USD 446 millones en julio y agosto.

El impacto de estos factores sobre las reservas fue más que compensada por la transferencia del FMI de DEGs por USD 4.319 millones efectuada a fines de agosto. Ello determinó el salto en las reservas brutas que se ve en el gráfico anterior, sin afectar las reservas netas, que continúan con tendencia

MONITOR SEMANAL

decreciente desde julio, alcanzando USD 1.926 millones (datos al 1/9).

La posición de reservas brutas a fin de año

¿Cómo llegan las reservas al 31 de diciembre si se mantuvieran las tendencias actuales? La tabla que sigue presenta un ejercicio del stock proyectado para fin de año. Para ello, consideramos:

- El comportamiento de las principales variables sigue las pautas vigentes.
- Usos de divisas: estimamos la demanda de divisas del sector público y privado para atender servicios de intereses y amortizaciones de títulos de deuda, en este caso bajo la hipótesis actual que el sector privado accede al mercado oficial por el 40% de los vencimientos y refinancia el 60%. Además, los vencimientos del Sector Público Nacional con el FMI y las ventas netas de reservas del BCRA para intervenir en los mercados libres. En este caso, suponemos que el ritmo promedio de intervención diaria es de USD 21 millones, como lo observado en el período julio-agosto.
- Fuentes de divisas: por el lado de las fuentes de divisas, suponemos que se mantiene un superávit comercial en base caja -aunque bajo- y que, como se ha venido haciendo hasta ahora, se refinancian los vencimientos de capital del resto de los organismos internacionales. Suponemos que los DEGs, incluidos en el stock de reservas brutas al 31 de agosto, se utilizarán para pagar los vencimientos con el organismo. Además, suponemos que no hay cambios en los depósitos en los encajes de los depósitos en moneda extranjera depositados en el BCRA.

MONITOR SEMANAL

**Estimación flujo reservas internacionales brutas
hasta elecciones generales**

USD MM. Entre el 31/8 y el 31/12

Stock RRII brutas (31/8/2021)	46.180	
Usos	7.917	
Intereses (sector público y privado)	1.325	
FMI (capital)	3.735	
Resto Organismos Intern. (capital)	792	
Sector privado (capital; 40% títulos deuda)	195	
Provincias (capital)	19	
Intervención mercados libres*	1.852	
Fuentes	1.689	
Saldo comercial	897	
Roll-over resto Organismos Intern.	792	
Diferencia	-6.228	
Stock RRII brutas (31/12/2021)	39.952	565
Stock RRII brutas (31/12/2020)	39.387	

* Signo + implica ventas netas

** Entre el 31/8 y el 31/12. Supone promedio de ventas netas diarias de USD 21

Fuente: MECON, BCRA, Bloomberg y estimaciones propias

En base a estas consideraciones estimamos que el stock de reservas brutas estará en niveles de USD 39.600 millones a fin de año, una disminución del orden de USD 6.500 millones de los niveles actuales. Con estos movimientos, el total de las reservas brutas sería similar al de fin de 2020.

En 2022 comenzará un nuevo ciclo, caracterizado por precios de *commodities* probablemente más altos que los que se vieron al principio de 2021 -aunque no se puede asegurar. También estará la liquidación de la cosecha, la fina inicialmente y la gruesa luego, que podría estar afectada por un clima más adverso. Pero lo que mayor incidencia tendrá el próximo año será la dominancia de la cuenta capital, tanto la del sector público como la del privado. En el primer caso por los fuertes vencimientos con el FMI, y en el segundo, por volatilidad en su comportamiento según se logre despejar la incertidumbre y generar credibilidad en la política económica.