

MONITOR SEMANAL

## Compatibilidad entre acumulación de reservas y reducción de brecha

Desde fines de enero de este año el tipo de cambio libre ARS/USD se apreció 12% en términos nominales -y 25% real teniendo en cuenta la inflación en Argentina y en Estados Unidos-. El oficial, en cambio, se depreció 9% en términos nominales, pero se apreció 3,1% en términos reales. Estos movimientos llevaron a que la brecha se redujera a niveles del 77%.

Ello en un contexto de liquidación récord de liquidación de exportaciones agrícolas, que superaron USD 7.900 millones en el primer trimestre del año, un aumento del 18% anual. Sin embargo, y pese al desembolso extraordinario neto de USD 6.750 millones que hizo el FMI a fines de marzo el BCRA acumuló reservas por USD 3.475 millones.

Esta dinámica indica un equilibrio cambiario frágil, moldeado por factores transitorios que responden a cuestiones estacionales, comportamientos oportunistas de corto plazo y persistencia de desequilibrios que no terminan de disipar la incertidumbre. En este periodo, la combinación de los mencionados elementos derivó en mayor oferta de divisas en los mercados de USD libre, pero menor en oficial, lo cual dificulta que el BCRA acumule reservas.

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

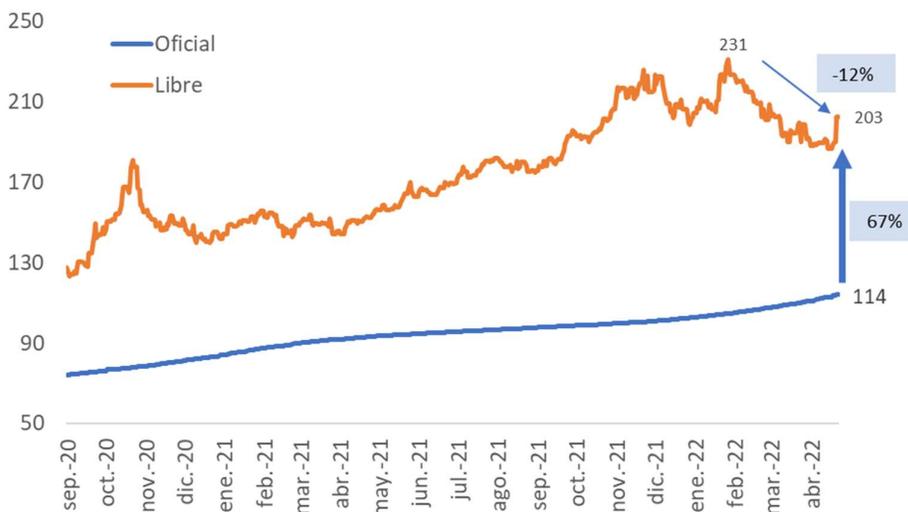
Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Celina Onofri  
ANALISTA

JuanSommer  
CONSEJERO



Tipo de cambio nominal ARS/USD  
Al 22/4/2022



Fuente: Bloomberg

## MONITOR SEMANAL

Algunos de los elementos que identificamos y que consideramos tuvieron que ver con la caída del tipo de cambio libre se asocian con:

- Nivel inicial del tipo de cambio libre: en el contexto de paridad de poder de compra, a precios actuales un tipo de cambio libre entorno a los ARS 200 estaría muy adelantado, similar a los niveles de sobrereacción de crisis en el pasado.
- Disminución parcial de la incertidumbre: con políticas algo más claras surgidas del entendimiento con el FMI (ej, acciones de política previas que incluyó la suba de la tasa de interés en ARS de 350 pbs en ese período) aumentó la preferencia por mantener saldos en pesos, también incentivada por la posibilidad de invertir en activos ajustables por CER.
- Efectos del turismo sobre la oferta de dólares en el mercado libre: en el primer bimestre del año el turismo receptivo creció 543% respecto del año pasado (207 mil personas ingresaron vía aérea). Dada la brecha, es esperable que la mayor parte de las divisas gastadas por los turistas se canalizaran al mercado blue, que en alguna medida arbitra con MEP. Por su parte, los residentes que viajaron al exterior aumentaron 167% respecto del año pasado (318.300 personas). Sin embargo, en este caso la mayor demanda de divisas probablemente se haya verificado en el mercado de cambios oficial mediante el uso de tarjetas de crédito y también utilizando dólares atesorados previamente, siendo limitada la demanda en el mercado informal o CCL o MEP.
- Liquidación de exportaciones de servicios no tradicionales: una alta porción de profesionales está vendiendo sus servicios al exterior sin liquidar esos ingresos en el mercado oficial de cambios. El efecto de ello es agregar oferta al mercado libre/informal de USD. La contracara es que el BCRA no acumula esas divisas.

Algunos de estos efectos, sobre todo las expectativas generadas por el acuerdo con el FMI son reversibles o transitorios, lo cual se traduce en cambios en la preferencia por el atesoramiento de divisas. La elevada tasa de inflación de marzo (y la esperada para abril), el reciente aumento del gasto público en subsidios y jubilaciones y los incrementos salariales que se están acordando

## MONITOR SEMANAL

en las negociaciones paritarias no contribuyen a sostener la mayor oferta en el mercado libre.

El BCRA adapta la política monetaria para contener las presiones cambiarias, subiendo la tasa de interés y manteniendo el crecimiento de la base monetaria por debajo de la tasa de inflación. Sin embargo, a un ritmo menor al requerido dada la aceleración en la tasa de inflación y sus expectativas.

### La dificultad para acumular reservas

Si bien la brecha se redujo significativamente, su existencia dificulta que el BCRA pueda acumular reservas internacionales, una de las principales metas del programa acordado con el FMI.

Según la última información disponible, en el primer trimestre del año la liquidación de exportaciones agrícolas superó los USD 7.900 millones (18% más que en igual período del año pasado).

### Variación de reservas internacionales y sus factores y liquidación divisas de la cosecha en 2022

USD MM y Var. % anual. Al 12/4/2022

	Reservas brutas	Compra neta divisas	Organismos internacionales	Otras operaciones Tesoro Nacional	Liquidez depósitos en USD	Otros	Liquidación cosecha	
							USD MM	Var. anual
ene-22	-2.073	-136	-806	-797	-79	-255	2.442	14,1%
feb-22	-572	-187	-452	-339	153	253	2.500	38,1%
mar-22*	6.120	275	6.497	-84	-618	49	2.984	7,6%
<b>1 trim</b>	<b>3.475</b>	<b>-48</b>	<b>5.239</b>	<b>-1.221</b>	<b>-544</b>	<b>48</b>	<b>7.926</b>	<b>17,9%</b>
abr-22**	181	43	-11	-4	254	-102	-	-

\* Se incluye el desembolso neto de USD 6.750 millones del FMI de fines de marzo

\*\* Al 12 de abril

Fuente: BCRA y CIARA-CEC

En ese contexto, durante el mismo periodo el BCRA acumuló reservas internacionales por USD 3.475 millones, incluyendo el desembolso neto de amortizaciones del FMI por USD 6.750 millones. Es decir, dejando de lado al FMI el BCRA perdió USD 3.277 millones. Los principales factores fueron los pagos netos de capital e intereses a organismos internacionales, otros pagos netos del sector público y reducción de la liquidez en USD que tiene el BCRA por los depósitos del sector privado en esa moneda en los bancos. El resto de las operaciones del Banco Central con el sector privado fueron prácticamente neutras en términos del impacto sobre las reservas internacionales.

## MONITOR SEMANAL

En otros términos, el superávit comercial de USD 1.394 millones (devengado) generado mayoritariamente por el sector privado prácticamente no se tradujo en compras de dólares del BCRA en el MULC. Es interesante mencionar que ese superávit comercial se logró por la diferencia entre exportaciones de bienes por USD 19.352 millones, 26% más que en 2021, e importaciones por USD 17.958 millones, 39% más que en 2021. En este último caso, afectado por el mayor costo de fletes.

En el segundo trimestre del año -y en parte del tercero-, la estacionalidad de nuestras exportaciones aportará mayor oferta de divisas al mercado oficial. Sin embargo, parte de esas mayores divisas se perderán en el valor incrementado de las importaciones de gas y gasoil. De cualquier modo, si no se sostiene la tendencia de reducción de la brecha, puesta en riesgo por decisiones que están afectando la disminución de los desequilibrios macroeconómicas y la tasa de inflación, resultará difícil lograr flujos netos positivos de divisas que le permitan al BCRA acumular reservas.