

Límites a la capacidad de intervención del BCRA en materia cambiaria

Las dificultades del BCRA para acumular reservas son evidentes; entre enero y agosto de este año -al 11-Ago- las reservas brutas cayeron USD 2.653 millones¹. Algunos de los elementos que incidieron en la primera parte del año, tanto a favor como en contra de la acumulación, no lo harían en la segunda (ej, importaciones de energía y liquidación de la cosecha agrícola, asociados a factores estacionales).

En este contexto de dificultad, la reacción oficial inicial muestra que existe una agenda de trabajo que involucra algunos elementos que permitan despejar el horizonte de corto plazo. Pero la dinámica actual plantea un camino crítico no sólo en materia de reconstrucción de los stock, sino sobre la capacidad de intervención del BCRA en el mercado de cambios, tanto en el contado como en el futuro.

Analizamos cuatro factores que afectan esa capacidad: (a) comercio, (b) pagos netos del sector público a Organismos Internacionales, (c) disponibilidad de reservas líquidas y (d) operaciones en el mercado futuro, con potencial impacto monetario.

a) Comercio

En la primera mitad del año se dieron dos eventos extraordinarios en esta materia. Récord de liquidación de exportaciones agrícolas por el fuerte aumento del precio internacional de nuestras *commodities* de exportación, por un total de USD 19.145 millones, USD 2.485 millones más que en igual período del año anterior.

Liquidación cosecha e importaciones energía

USD MM. Acum. Enero-Junio

	2021	2022	Diferencia
Liquidación cosecha	16.660	19.145	2.485
Importaciones energía	2.281	6.609	4.328
Diferencia	14.379	12.536	-1.843

Fuente: CIARA y BCRA

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



¹ Un parte explicada por la apreciación del USD y su impacto en los activos incluidos en las reservas internacionales, principalmente el swap con el BPRCH y el oro.

MONITOR SEMANAL

Ese incremento de exportaciones fue más que compensado por el fuerte aumento de las importaciones de energía, que alcanzaron a USD 6.609 millones en 2022, un aumento de 187% respecto del primer semestre de 2021.

En términos generales, las exportaciones totales (valor) aumentaron 26% en el primer semestre de 2022 (USD 44.300 millones), mientras que las importaciones crecieron 44% (USD 41.300 millones), en parte por las mayores importaciones de energía -cuestión estacional- pero también por otros rubros (ej, bienes intermedios).

Hacia adelante y descontando las importaciones de energía, la estacionalidad tampoco juega a favor. Por eso el Gobierno está buscando el adelantamiento de liquidaciones de exportaciones agrícolas de los stocks acumulados de granos.

b) Pagos netos del sector público a Organismos Internacionales

En el período agosto-diciembre están dominados por las obligaciones con el FMI. En septiembre, octubre y diciembre se acumulan pagos de capital a ese organismo por el equivalente a USD 7.900 millones (en DEGs).

Perfil vencimientos Organismos Internacionales

USD MM equivalentes. Al 17/8/2022

	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22
FMI	398	2.650	2.599	371	2.650
Capital	0	2.650	2.599	0	2.650
Intereses	398	0	0	371	0
Resto OO.II	167	343	168	211	179
Capital	141	245	111	146	139
Intereses	26	98	57	65	41
Total vencimientos OO.II	566	2.993	2.767	582	2.830
Desembolsos FMI*	0	3.947	0	0	5.921
Stock DEGs en BCRA*	4.422	5.719	3.120	2.749	6.020

* Sujeto a cumplimiento de metas / perspectiva de reencarrilamiento programa

Fuente: MECON, FMI y estimaciones propias

Por otro lado, entre septiembre y diciembre se producen vencimientos con otros Organismos Internacionales por USD 900 millones -capital e intereses-.

MONITOR SEMANAL

Estimamos que el stock de DEGs en el BCRA al 17-Ago fue USD 4.422 millones. Ese monto permitiría pagar casi en su totalidad los vencimientos de septiembre y octubre. Pasada la revisión de las metas de junio, en septiembre/octubre debería producirse un desembolso de USD 3.947 millones.

A su vez, esa revisión habilitaría otros préstamos, de desembolso rápido del BID por USD 800 millones. Además, se podría recibir una parte sustancial del recientemente anunciado préstamo de CAF por USD 750 millones. De producirse, las reservas brutas se incrementarían en alrededor de USD 2.000 millones de acá a fin de año.

c) Disponibilidad de reservas líquidas

Se estima que el Gobierno intentará darle más liquidez a las reservas existentes. Además de los préstamos mencionados, se podría intentar trabajar sobre el stock actual de DEGs, incluyendo algún eventual nuevo desembolso del FMI. Por otro lado, se conoce que existen algunas conversaciones sobre la posibilidad de obtener préstamos puntuales de otras instituciones.

d) Operaciones en el mercado futuro, con potencial impacto monetario

En el mercado de cambios de futuros, la posición vendedora del BCRA está limitada por el acuerdo con el FMI a USD 9.000 millones. Se infiere a partir de la evolución de las operaciones y los datos del interés abierto en ROFEX y MAE que el BCRA tendría una posición del orden de USD 7.100 millones al 17-Ago (a fines de julio era de USD 8.200 millones y a fines de mayo de USD 2.100 millones).

Un evento cambiario podría implicar una expansión monetaria no menor (ej, un salto del 30% del tipo de cambio oficial significaría una expansión monetaria del orden de ARS 220.000 millones, 5% del stock de base monetaria).

MONITOR SEMANAL

Interés abierto USD futuro

USD MM y %. Al 17/8/2022

Posición	ROFEX	MAE	Total	% total
ago-22	4.178	1.526	5.704	67,9%
sep-22	879	555	1.434	17,1%
oct-22	409	241	650	7,7%
nov-22	218	105	322	3,8%
dic-22	145	34	179	2,1%
ene-23	58	4	62	0,7%
feb-23	25	0	25	0,3%
mar-23	27	1	29	0,3%
Total	5.939	2.467	8.406	100,0%

Fuente: ROFEX y MAE.

En términos de concentración del plazo de los contratos, el interés abierto en ROFEX y MAE supera los USD 8.400 millones, de los cuales la mayor parte vence a fines de agosto (68% del total) y septiembre (17% del total).