



# Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

**Informe Cambiario Mensual**

**Enero 2023**

Durante el primer mes del año, el tipo de cambio nominal continuó su trayectoria alcista. Si bien en un lapso de unos días pareció haber una mini corrida, al analizar la evolución de todas las cotizaciones queda claro que se trató simplemente de un reajuste de mercado.

Un dato para resaltar es que, debido a que todas las cotizaciones (oficiales y paralelas) se incrementaron en términos mensuales y anuales por debajo de la inflación, aún queda un gran recorrido para la divisa estadounidense. Si bien hay muchos eventos que tenemos por delante en el año, en principio estimamos un dólar oficial en torno a \$330, por lo que, de mantenerse la brecha actual, a finales de 2023 las cotizaciones accesibles para el público rondarían los \$650.

La inflación la estimamos en torno al 100% en un escenario de base, con fuertes posibilidades de desvío al alza, debido a la inestabilidad que muestra la demanda de dinero, que tiende a potenciarse en la medida que sube el nivel general de precios, sumado a la incertidumbre de un año de elecciones. De esta forma, y con este dato de base y el comportamiento exhibido por el BCRA y el mercado, presentamos los valores esperados, los cuales iremos recalibrando en la medida que transcurran los meses y podamos agregar nueva información.

Otro factor a tener en cuenta se relaciona con la escasez de divisas, a pesar de la liquidación record del campo durante el año pasado, en un año en el que las condiciones climáticas no son las más favorables, lo que tendría un impacto negativo sobre el único sector generador de dólares. Esta mayor escasez no sólo a un alza de la cotización oficial, sino también a nuevas restricciones, que impondrán presiones adicionales al mercado paralelo.

Estamos frente a un año de gran incertidumbre económica, política y, principalmente, institucional. Aun sin candidatos a la presidencia definidos en el oficialismo y la primera minoría, y el amplio espectro ideológico que se observa en cada una de esas coaliciones, las definiciones en torno a las candidaturas permitirán tener un horizonte más acotado. Sin embargo, las condiciones, sin dudas, nos llevan a un escenario similar al planteado.

### **Tipo de Cambio Nominal**

Es el precio de la divisa, en este caso, el dólar estadounidense. Debido a las restricciones en el mercado cambiario, uno puede adquirir moneda extranjera a distintas cotizaciones.

#### **a) Oficial**

Es el tipo de cambio oficial contra la divisa estadounidense que comunican el Banco Central y el Banco Nación, que al cierre de enero se ubicaron en \$186.88 por dólar y en \$194.36 por dólar, respectivamente. Estos valores, sin embargo, son virtuales, ya que con las restricciones cambiarias impuestas por el BCRA (que limitan la compra de dólares a U\$S 200 por mes) sumadas al impuesto PAIS, que le agrega un extra del 30% al valor nominal, a partir de septiembre de 2021 año un 35% adicional a cuenta de Impuesto a las Ganancias, desde junio de 2022 un 10% para los gastos relacionados a la actividad turística más un 25% como anticipo de Bienes Personales desde septiembre, son tipos de cambio inaccesibles (excepto para quienes deban liquidar sus divisas).

Al cierre de enero, aplicando el impuesto PAIS más el Anticipo de Ganancias, el tipo de cambio nominal difundido en la comunicación A3500 del BCRA, se encuentra en \$308.35 por dólar; mientras que el del Banco Nación, disponible para el público minorista, en \$320.69 por dólar.

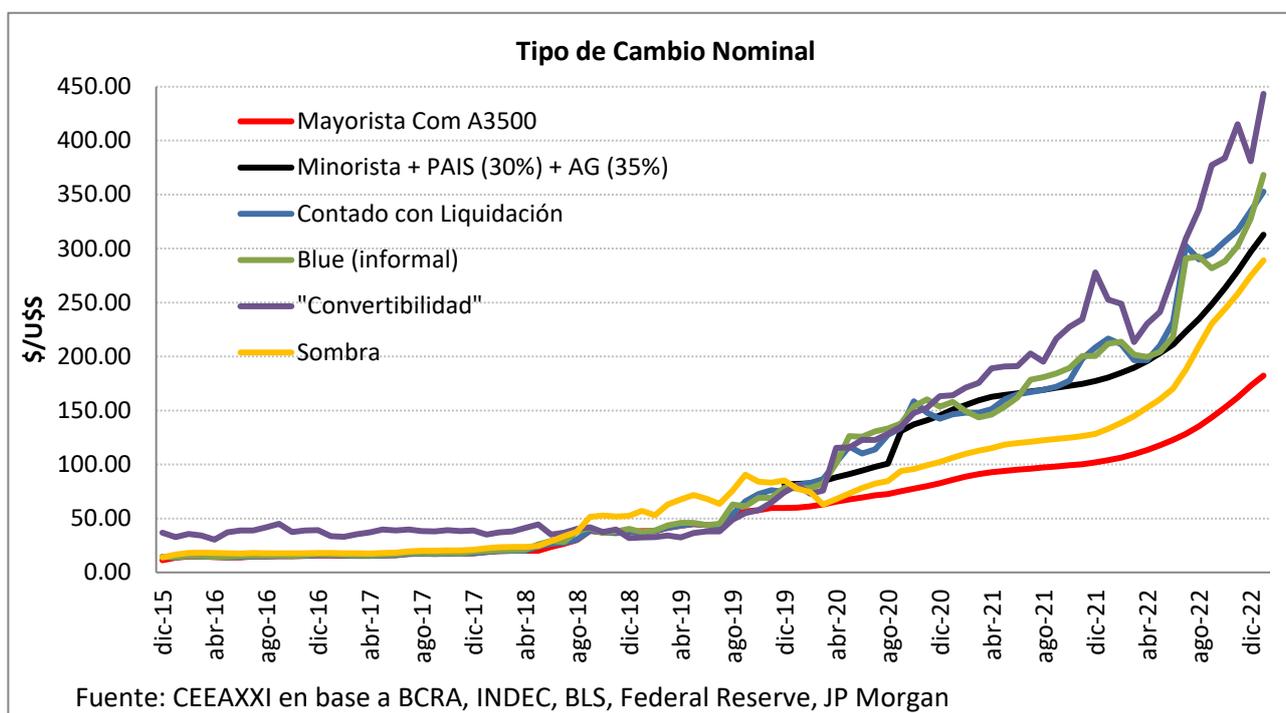
Analizando la evolución, el tipo de cambio mayorista se incrementó \$81.86 en un año (sin sumar impuestos), lo que implica una suba del 77.9% interanual. En tanto, respecto al mes de diciembre, aumentó \$9.75 (+5.5%), mostrando una leve desaceleración respecto del mes previo. En tanto, el

minorista presentó una suba anual de \$83.65 (+75.6%i.a.) y de \$9.72 mensual (neto del impuesto PAIS) lo que representa un alza del 5.3% mensual, variación por debajo del mes previo.

Se observa que las mayores variaciones interanuales desde el mes anterior (la cuales se ubican en la mitad de los meses previos) se explican debido a que luego de las elecciones del mes de noviembre se produjo el “salto” cambiario.

### b) Bolsa - MEP o Contado con Liquidación (CCL)

Es el tipo de cambio resultante de operar con un Bono Nacional que cotice en pesos y en dólares. Se realiza la compra del bono en moneda local, para luego venderlo en moneda dólar; o viceversa (teniendo en cuenta que esta última operación cuenta con un “parking” de un día hábil). Lo consideramos un tipo de cambio paralelo, pero, a diferencia del dólar “blue”, es legal.



¿Cuál es la diferencia entre el MEP y el CCL? Que el MEP se liquida en el mercado local, mientras que el CCL se liquida en el exterior, quedando las divisas en el exterior, siendo esta última cotización levemente superior por las comisiones a pagar.

Al cierre de enero, el MEP se ubicó en \$ 354.81 (+8.2% mensual), superando el máximo de julio de 2022, mientras que el CCL cerró en \$367.42. Para la cotización del CCL implica una suba anual de \$122.81 (+50.2% i.a.) y de \$23.29 mensual (+6.8%), alcanzando también su nuevo máximo. Esta dinámica de la cotización del “dólar bolsa” se explica debido a que, a pesar de las restricciones implementadas, sigue siendo la opción menos costosa para dolarizarse, y además el BCRA y la ANSES operan en el mercado de bonos para achicar la brecha. A partir de este mes se observa nuevamente, un despegue de la brecha entre el oficial más impuestos y el CCL, luego de la implementación de las medidas explicitadas al inicio respecto a la adquisición de divisas.

La incertidumbre del contexto local y externo ha llevado a los individuos y las empresas a dolarizar sus carteras a estas cotizaciones.

### c) Blue

Es la cotización de la divisa en el mercado informal. Surge en contextos en el que existen restricciones (de precios o cuantitativas) en el mercado cambiario para acceder a las divisas. Durante los períodos en los que estas restricciones no se encuentran activas, las operaciones son marginales, pero se incrementan fuertemente frente a cualquier intervención del BCRA sobre el mercado cambiario.

Analizando la evolución, se observa que la cotización del dólar informal se incrementó en un año a enero en \$170.0 (+79.8% i.a.), y tocó un nuevo máximo, llegando a \$386. En tanto, respecto al mes anterior presentó una suba de \$37.00 (+10.7%). Al igual que lo mencionado respecto a la cotización de CCL, en el gráfico se observa que se separa del oficial a partir de la reimplementación del cepo cambiario en el mes de agosto, y se profundiza la suba en el mes de abril, tiende a caer en junio debido al paro casi total de actividades y retoma la suba en julio del pasado año.

#### d) Convertibilidad

Este “tipo de cambio” es una cotización teórica relacionada con la capacidad del BCRA para enfrentar una eventual corrida cambiaria. Es el tipo de cambio al cual el Banco Central canjearía todos sus pasivos en pesos por sus reservas brutas en dólares.

Dado que parte importante de la emisión monetaria se encuentra esterilizada, deben considerarse todos los pesos existentes (en poder del público más reservas bancarias) más el pasivo no monetario de cortísimo plazo (Leliqs y pases netos) emitido por la autoridad monetaria.

Tipo de cambio nominal (\$/U\$S)	31/1/2023	30/12/2022	31/1/2022	Var. \$ Mensual	Var. \$ Anual	Var. % Mensual	Var. % Anual
Mayorista A3500 (Ref)	186.88	177.13	105.02	9.75	81.86	5.5%	77.9%
Minorista B9791 (Prom. vend)	194.36	184.64	110.71	9.72	83.65	5.3%	75.6%
Minorista B9791 + PAIS (30%) + AG (35%)*	320.69	304.66	182.67	16.04	n/a	5.3%	n/a
Contado con Liquidación	367.42	344.13	244.61	23.29	122.81	6.8%	50.2%
Blue (informal)	383.00	346.00	213.00	37.00	170.00	10.7%	79.8%
"Convertibilidad" (BM + PNM)	443.34	380.76	317.71	62.58	125.63	16.4%	39.5%
Sombra (Riesgo + Dev. Esp)	289.05	274.63	143.49	14.42	145.56	5.3%	101.4%

Fuente: CEEAXXI en base a BCRA, INDEC, BLS, Federal Reserve, JP Morgan

Debido a la expansión monetaria, este valor se incrementó durante el último año \$125.63 lo que representó una suba del 39.5% i.a., llevándolo a \$443.34. Respecto al mes previo, aumentó \$62.58 (+16.4% mensual), debido a la fuerte esterilización realizada a partir de mediados del mes de abril de 2020 (a fines de enero, el stock de Leliqs totalizó \$8.023.525 millones, 0.3% por encima de diciembre y el de Pases Pasivos \$2.523.551 con una suba del 19.5%). En este mes, la baja mensual se explica por la dinámica de acumulación de las reservas internacionales, a pesar del explosivo incremento de los pasivos no remunerados.

Al analizar toda la serie, se observa que, desde el inicio del período, la cantidad de dinero en circulación (más el esterilizado) se encontraban muy por encima del respaldo dado por las reservas con las que contaba el BCRA. De esta forma, la trayectoria inflacionaria de los últimos años encuentra su correlato en este desajuste entre el pasivo del BCRA y su activo de respaldo (sin considerar los adelantos al Tesoro).

Asimismo, se observa una aceleración en el desacople de la serie a partir de mayo de 2019, que coincide con el aumento de la esterilización de los pesos emitidos y la fuerte pérdida de reservas que sufrió el BCRA, la cual se acentúa fuertemente durante los últimos meses.

#### e) Sombra

Al igual que la cotización anterior, es un valor teórico. Constituye la paridad de equilibrio del mercado de divisas de no existir expectativas de depreciación, lo que implica que la tasa de interés local se igualaría a la internacional más la prima de riesgo.

Este tipo de cambio constituye un equilibrio de mediano - largo plazo, y es al que se convergerá a medida que la tasa de inflación vaya disminuyendo, debido a que provocará una disminución en la tasa de interés de referencia doméstica, con la consiguiente reducción de las expectativas de devaluación.

Respecto al mismo mes del año anterior, el tipo de cambio sombra se incrementó \$145.56 (+101.4%i.a.), mientras que respecto al mes previo presentó una suba del \$14.42 (+5.3%), lo que muestra una fuerte suba tanto a nivel anual como mensual.

¿Qué explica este resultado? Si bien los factores endógenos y exógenos que suelen afectar la cotización – la tasa de interés de la Reserva Federal, del BCRA –se incrementaron debido a las presiones inflacionarias, mientras que el riesgo país presentó una suba, el banco central continúa emitiendo dinero y reduciendo su stock de reservas: más pesos sin respaldo en moneda “fuerte” implica la existencia de expectativas de una mayor devaluación, debido a que el valor “sombra” se encuentra por encima del tipo de cambio oficial.

### **Tipo de Cambio Real**

Es el poder de compra de una moneda frente a otra, al contrario del tipo de cambio nominal que sólo indica un precio. De acuerdo con el BCRA, *“se considera la evolución de los precios de las canastas de consumo representativas de los socios comerciales expresados en moneda local en relación con el valor de la canasta de consumo local, constituyéndose como una de las medidas amplias de competitividad (de tipo precio)”*.

#### **a) Multilateral**

El cálculo del tipo de cambio real multilateral se realiza considerando los principales socios comerciales (en este caso, 12 países). Se tiene en cuenta el volumen de comercio con cada uno de ellos, y se pondera de acuerdo con la participación relativa del intercambio

Los principales socios comerciales de Argentina son: Brasil (26.2% del total), China (19,8%) Eurozona (17.6%), y Estados Unidos (12,6%). De esta forma, los primeros cuatro países con los que comerciamos suman el 76.6% del total del volumen de intercambio. Siguen en participación India (6,4%), Chile (4,6%), Vietnam (3,5%) y México (2,4%)

Analizando la evolución se observa que, en el transcurso de un año, el tipo de cambio real multilateral se contrajo un 7.0% interanual. Esto implica una caída del poder de compra de nuestra moneda, manteniendo la tendencia del mes anterior. En tanto, en términos mensuales se incrementó un 3.3%, mejorando respecto al mes previo.

Si se observa el gráfico, se nota que, en agosto de 2019, luego de la suba del tipo de cambio nominal, se produjo una recuperación del tipo de cambio real, la cual fue rápidamente erosionada por la inflación acumulada desde ese período a la fecha, con un tipo de cambio, tal como mencionamos al inicio, relativamente estable.

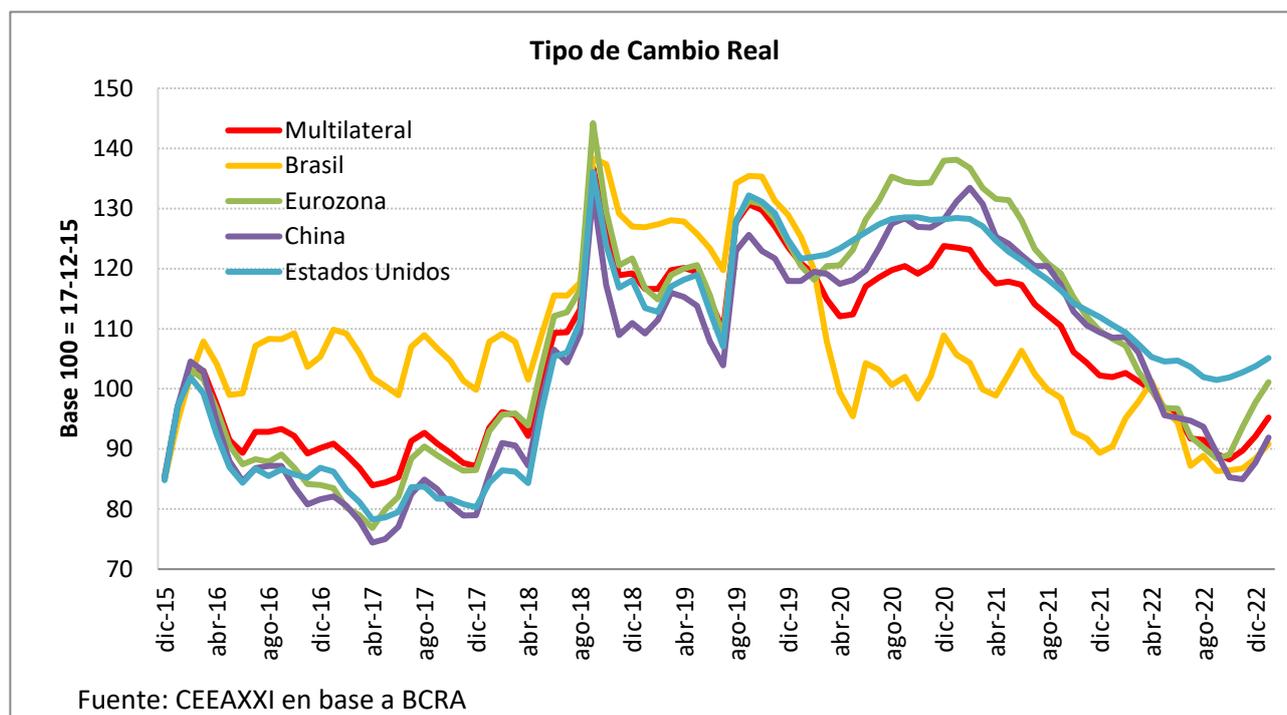
---

<sup>1</sup>BCRA, [https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices\\_tipo\\_cambio\\_multilateral.asp](https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp)

**a) Bilateral**

Se calcula de la misma manera que el anterior, pero específicamente contra la moneda del país que se quiere analizar. En este caso, analizamos la evolución de los principales socios comerciales.

La tendencia de largo plazo de las cotizaciones bilaterales sigue el mismo patrón que el explicado en el multilateral. Se debe destacar la fuerte caída de la cotización contra el real brasilero durante el mes pasado, debido al deslizamiento cambiario (el cual fue mucho mayor en los países emergentes que en los desarrollados).



De esta manera, el poder de compra respecto a nuestro principal socio comercial mejoró un 0.4% respecto a enero de 2022 y un 2.7% respecto a diciembre. Este efecto de Brasil, debido a la alta ponderación que tiene en el índice multilateral, es lo que afecta fuertemente la variación interanual.

Tipo de cambio real. Base 17-12-15=100	31/1/2023	30/12/2022	31/1/2022	Var. % Mensual	Var. % Anual	Ponderador
Multilateral	95.20	92.13	102.31	3.3%	-7.0%	100.0%
Brasil	90.80	88.41	90.40	2.7%	0.4%	26.2%
Eurozona	101.10	97.73	108.25	3.4%	-6.6%	17.6%
China	91.90	87.69	108.98	4.8%	-15.7%	19.8%
Estados Unidos	105.20	103.78	110.55	1.4%	-4.8%	12.6%

Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

En tanto, contra el resto de los países Argentina presentó resultados negativos en el poder de compra en la comparación anual: respecto a la Eurozona se contrajo un 6.6% a nivel i.a. y subió un 3.4% en el mes, contra China la baja fue del 15.7% anual y una suba de 4.8% mensual y respecto a Estados Unidos se contrajo un 4.8% i.a y subió un 1.4% frente a diciembre.

Debe considerarse que la evolución de los tipos de cambio reales bilaterales, además de las variaciones en nuestro nivel de precios y tipo de cambio nominal, también depende de la propia dinámica de estas dos variables en los países de referencia.