



# Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

## **Informe Cambiario Mensual**

**Abril 2020**

El BCRA sigue presionando sobre el mercado cambiario. Este lunes entró en vigencia una nueva normativa que limita el acceso al mercado oficial y fija restricciones para operaciones con dólar bolsa (MEP o CCL).

¿Qué implica esto? Que si una persona o empresa accedió a los USD 200 permitidos por el gobierno a través del Mercado Único Libre de Cambios (MULC) – aunque ya de libre queda poco y nada – no podrá realizar operaciones durante los 30 días de corrido en las opciones de la bolsa (MEP o CCL) y viceversa, además el BCRA realizará un fuerte control para que no los pesos a tasas subsidiadas no vayan a parar al dólar.

En el presente informe se observará que ya durante todo el mes de abril se amplió fuertemente la brecha entre el dólar oficial y el operado a través de la bolsa y el mercado informal, superando las alzas del 30% mensual y más que duplicando la cotización respecto al año anterior. Se espera que durante el mes de mayo la brecha continúe incrementándose a pesar de la cuarentena y el paro del nivel de actividad.

Por último, debe destacarse que la ampliación de la brecha cambiaria genera un incremento en las expectativas de devaluación, dado que ambos precios se encuentran muy desfasados, y las medidas adoptadas no hacen más que confirmar que el BCRA se está quedando sin divisas.

### **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 del mes de abril se ubicaron en \$66,84 por dólar y en \$69,16 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 arancel del 30% al valor nominal; son tipos de cambio inaccesibles (además deben considerarse las restricciones adicionales implementadas a partir de esta semana).

Al cierre del mes de abril, aplicando el impuesto, el tipo de cambio nominal, difundido en la comunicación A3500 del BCRA, se encuentra en \$86,89 por dólar; mientras que el del Banco Nación, disponible para el público minorista, en \$89,91 por dólar.

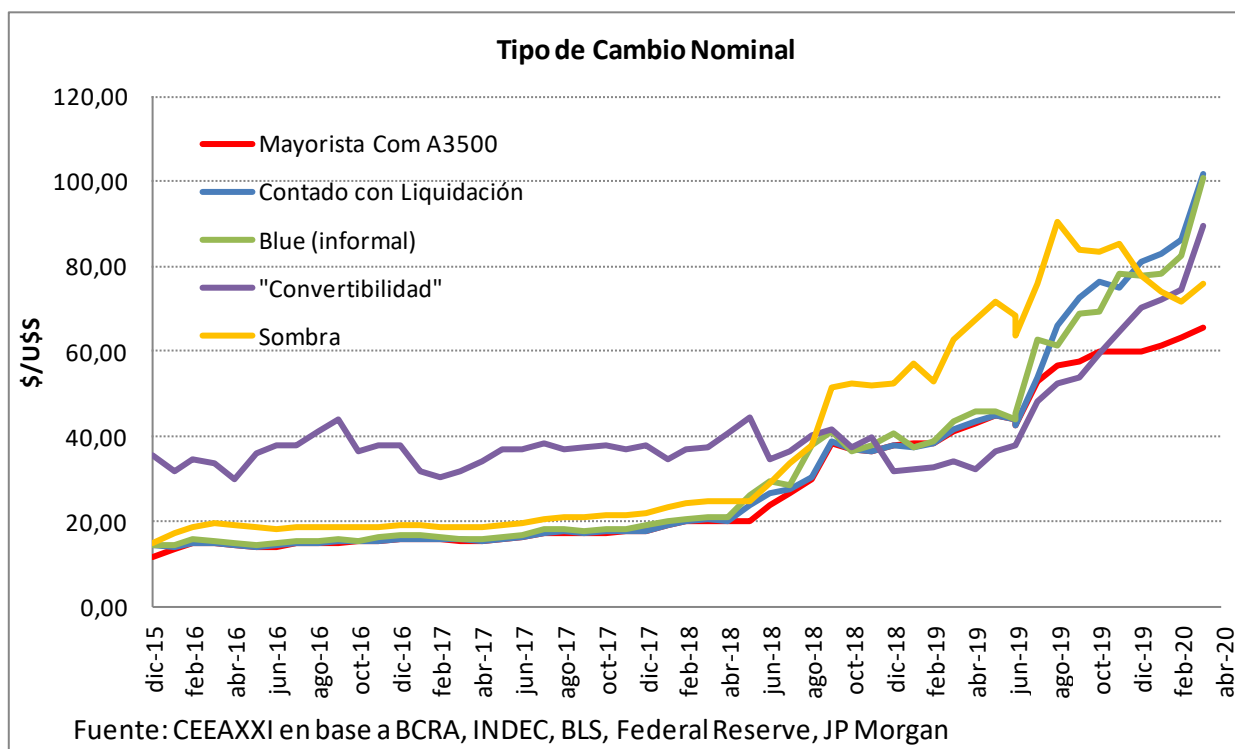
Analizando la evolución, el tipo de cambio mayorista se incrementó \$22,83 en un año (sin sumar el impuesto PAIS), lo que implica una suba del 51,9% interanual. En tanto, respecto al mes de marzo, aumentó \$2,37 (+3,7%). En tanto, el minorista presentó una suba anual de \$23,80 (+52,5% i.a.) y de \$2,58 mensual (neto del impuesto PAIS) y \$3,35 (considerando el impuesto), lo que representa en ambos casos un alza del 3,9% mensual.

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

Es el tipo 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 5 días hábiles). 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 marzo, el MEP se ubicó en \$112,31 (+30,7% mensual), mientras que el CCL en \$114,65. Para la cotización del CCL implica una suba anual de \$68,19 (+146,8% i.a.) y de \$68,19 mensual (+31,9%). Se observa a partir del mes de agosto de 2019 un “desacople” del CCL del oficial, luego de efectivizarse nuevamente las restricciones a la adquisición de divisas, acentuándose fuertemente las subas en el mes de abril.



La incertidumbre del contexto local y externo ha llevado a los individuos y las empresas a dolarizar sus carteras a estas cotizaciones. Si bien en el informe del mes pasado destacamos que las cotizaciones del dólar se encontraban casi alineadas con el tipo de cambio minorista con el recargo del impuesto PAIS, en abril se han disparado.

### 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 \$72,00 (+156,5% i.a.), mientras que respecto al mes anterior la suba fue de \$31,45 (+36,3%). 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.

#### 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 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. Este tipo de cambio hace evidente el exceso de pesos que hay en la economía.

Debido a la fuerte expansión monetaria, este valor se incrementó durante el último año un \$57,01, lo que representó una suba del 176,2% i.a, la mayor suba interanual de las series analizadas. En tanto, respecto al mes de marzo, el alza también fue menor a las cotizaciones libres: el valor se incrementó un \$9,21 (+11,5% mensual), debido a la fuerte esterilización realizada a partir de mediados del mes de abril (se sacaron de circulación \$ 1.187.699 millones vía Leliqs y \$ 839.026 millones a través de Pases Pasivos).

Tipo de cambio nominal (\$/U\$S)	30/04/2020	30/03/2020	30/04/2019	Var. \$ Mensual	Var. \$ Anual	Var. % Mensual	Var. % Anual
Mayorista Com A3500 (Ref)	66,84	64,47	44,01	2,37	22,83	3,7%	51,9%
Minorista Com B9791 (Prom. vend)	69,16	66,58	45,36	2,58	23,80	3,9%	52,5%
Minorista Com B9791 + Imp. PAIS (30%)	89,91	86,55	n/a	3,35	n/a	3,9%	n/a
Contado con Liquidación	114,65	86,92	46,46	27,73	68,19	31,9%	146,8%
Blue (informal)	118,00	86,55	46,00	31,45	72,00	36,3%	156,5%
"Convertibilidad" (BM + PNM)	89,37	80,16	32,36	9,21	57,01	11,5%	176,2%
Sombra (Riesgo + Dev. Esp)	75,88	71,89	67,67	3,99	8,21	5,6%	12,1%

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

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 2009, que coincide con el aumento de la esterilización de los pesos emitidos y la fuerte pérdida de reservas que sufrió el BCRA.

#### **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 \$8,21 (+12,1% i.a.), mientras que respecto al mes anterior presentó una suba del 3,99 (+5,6%).

¿Qué explica este resultado? Varios factores endógenos y exógenos, a saber: la Reserva Federal redujo su tasa de interés de 0,65% a 0,05% (bastante menor que la del mes anterior), el BCRA también mantuvo su tasa en el 39% y el riesgo país continuó incrementándose debido a las complejas negociaciones con los acreedores de la deuda pública). Esto implica que existen 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 al 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)"*<sup>1</sup>.

#### **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 a la participación relativa del intercambio con cada país.

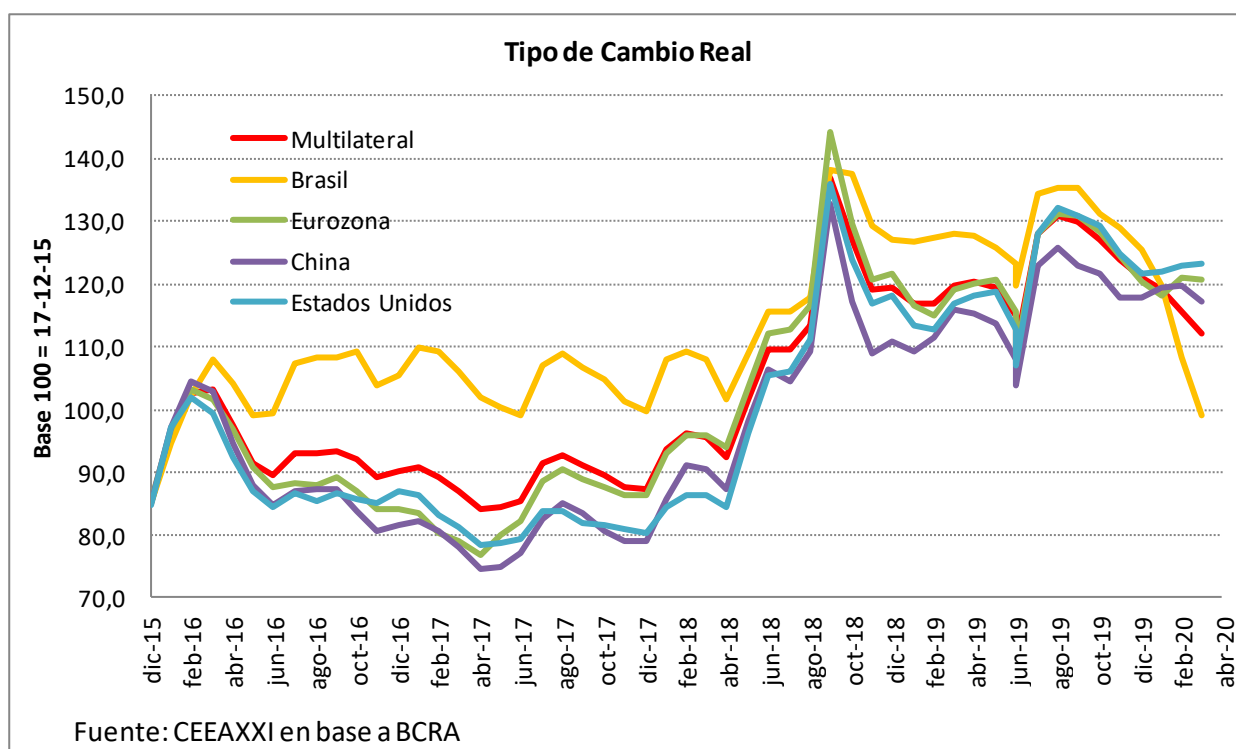
Los principales socios comerciales de Argentina son: Brasil (27,5% del total), Eurozona (19,2%), China (16,4%) y Estados Unidos (13,0%). De esta forma, se observa que los primeros cuatro países con los que comerciamos suman el 76,1% del total del volumen de intercambio. Siguen en participación India (4,4%), Chile (3,9%), Suiza y Vietnam (3,4%).

Analizando la evolución se observa que en el transcurso de un año, el tipo de cambio real multilateral ha descendido un 6,9% interanual. Esto implica una caída del poder de compra de

---

<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)

nuestra moneda, debido a que el nivel de precios de nuestra economía se incrementa muy por encima del resto de los países. En tanto, en términos mensuales, la caída ha sido del 3,2%.



Si se observa el grafico, se nota que en agosto, 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.

### b) 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 (aun mayor que la de marzo) contra el real brasilero durante el mes de abril, debido al deslizamiento cambiario (el cual fue mucho mayor en los países emergentes que en los desarrollados).

Tipo de cambio real. Base 17-12-15=100	30/04/2020	30/03/2020	30/04/2019	Var. % Mensual	Var. % Anual	Ponderador
Multilateral	112,02	115,69	120,26	-3,2%	-6,9%	100,0%
Brasil	99,20	108,44	127,84	-8,5%	-22,4%	27,5%
Eurozona	120,59	121,15	120,03	-0,5%	0,5%	19,2%
China	117,27	119,89	115,29	-2,2%	1,7%	16,4%
Estados Unidos	123,18	123,06	118,05	0,1%	4,3%	13,0%

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

De esta manera, el poder de compra respecto a nuestro principal socio comercial se redujo un 22,4% respecto a abril de 2019 y un 8,5% respecto a marzo. Este efecto de Brasil, debido a la alta

ponderación que tiene en el índice multilateral, es lo que le da el signo negativo a la serie en términos anuales.

En tanto, contra el resto de los países presentamos una mejora en nuestro poder de compra en términos anuales y negativos contra marzo (excepto con los Estados Unidos): respecto a la Eurozona se produjo un aumento del 0,5% i.a. y una caída del 0,5% mensual, contra China la suba fue del 1,7% anual y una contracción del 2,2% mensual y respecto a los Estados Unidos se incrementó un 4,3% i.a. y un 0,1% respecto a marzo.

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.