



Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

**Informe Cambiario
Mensual**

Septiembre 2020

En septiembre se continuó ampliando la brecha entre la cotización oficial del dólar y los mercados alternativos, y dado que el BCRA no pudo sostener la sangría de divisas, volvió a intervenir nuevamente, apretando aún más el torniquete.

La autoridad monetaria agregó un nuevo recargo a la adquisición de dólares por parte de los ahorristas, los cuales a partir de finales de septiembre, además del 30% del impuesto PAIS, deben pagar un 35% adicional en concepto de Anticipo de Ganancias. De esta manera, el BCRA busca “achicar” la brecha, desdoblado el mercado cambiario o convalidando una devaluación encubierta, según distintas percepciones.

Asimismo, las restricciones no sólo vienen del lado del precio, sino también de las cantidades: antes de adquirir los USD 200 mensuales, deberán descontarse (si los hubiese) los gastos realizados en dólares con tarjeta de crédito, tal como compras al exterior, o simplemente la cuenta de Netflix o Spotify.

Y como si esto fuera poco, tampoco podrán comprar dólares en el mercado oficial aquellos empleados en relación de dependencia cuyas empresas hayan obtenido ayuda gubernamental vía ATP, que hayan refinanciado alguna deuda con tarjeta de crédito o un préstamo, o que no se encuentren en la “lista negra” de ANSES.

Sin embargo, a pesar de todas las restricciones adicionales, las reservas continúan bajando, ya que toda esta batería de medidas generó el efecto contrario al esperado: la gente con memoria corrió a los bancos a retirar sus depósitos. No quedan dólares, nadie quiere pesos, por más que desde el BCRA se esfuercen con parches temporales, el problema no es la moneda extranjera, es nuestra moneda, que no vale nada.

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 septiembre se ubicaron en \$76,18 por dólar y en \$80,63 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, y a partir de septiembre un 35% adicional a cuenta de Impuesto a las Ganancias, son tipos de cambio inaccesibles (excepto para quienes deban liquidar sus divisas).

Al cierre de septiembre, aplicando el impuesto PAIS más el Anticipo de Ganancias, el tipo de cambio nominal difundido en la comunicación A3500 del BCRA, se encuentra en \$124,08 por dólar; mientras que el del Banco Nación, disponible para el público minorista, en \$133,04 por dólar.

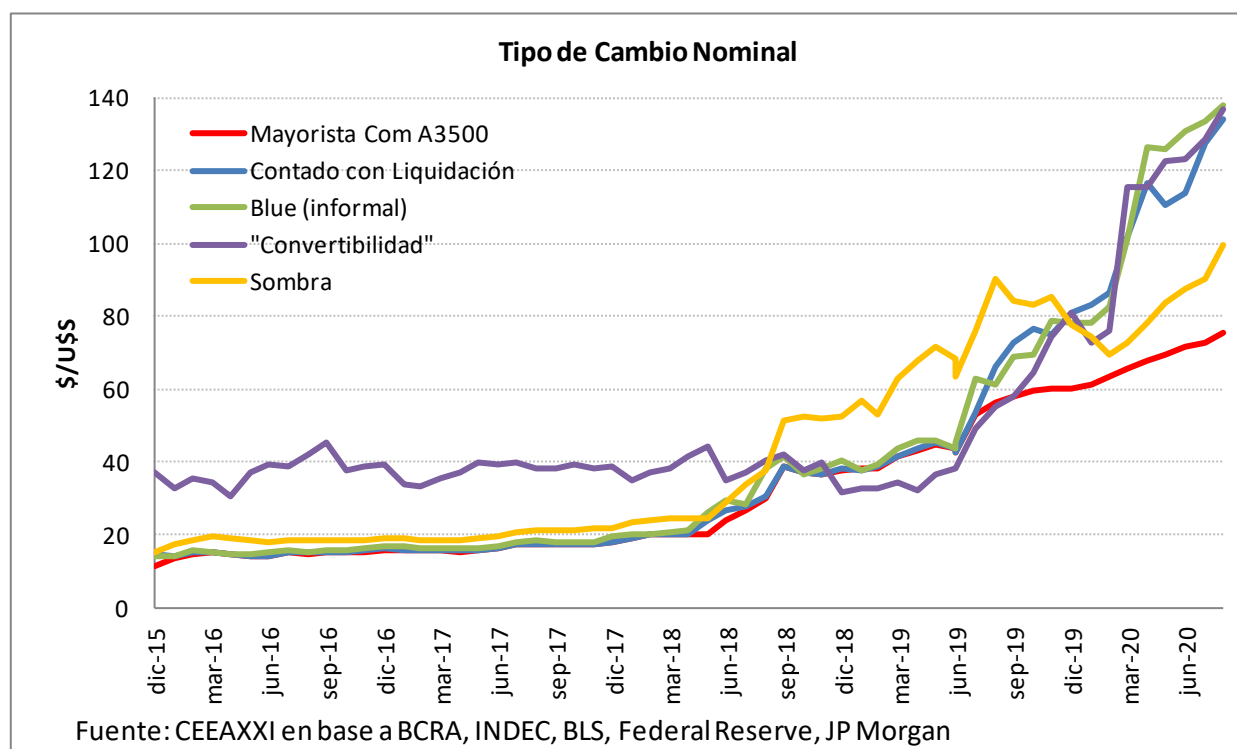
Analizando la evolución, el tipo de cambio mayorista se incrementó \$18,62 en un año (sin sumar impuestos), lo que implica una suba del 32,3% interanual. En tanto, respecto al mes de septiembre, aumentó \$2,00 (+2,7%), mostrando la misma variación del mes previo. En tanto,

el minorista presentó una suba anual de \$20,81 (+34,8 i.a.) y de \$2,27 mensual (neto del impuesto PAIS) y \$31,17 (considerando el impuesto y el nuevo gravamen), lo que representa un alza del 2,9% mensual y 30,6% respectivamente.

Se observa que las menores 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 PASO del mes de agosto de 2019 se produjo el “salto” cambiario.

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 septiembre, el MEP se ubicó en \$138,79 (+14,16% mensual), mientras que el CCL en \$145,65. Para la cotización del CCL implica una suba anual de \$83,07 (+132,7% i.a.) y un incremento de \$19,86 mensual (+15,8%). Esta alza 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 un cierre 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. En el informe de marzo destacamos que las cotizaciones del dólar se encontraban casi alineadas con el tipo de cambio minorista con el recargo del impuesto PAIS, y estas nuevamente vuelven a acercarse luego de las medidas implementadas a fin de mes.

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 \$84,75 (+138,4% i.a.), mientras que respecto al mes anterior la suba fue de \$11,00 (+8,1%). 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, retomando con vigor el impulso a partir de finales de septiembre.

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 \$81,89, lo que representó una suba del 148,6% i.a. En tanto, respecto al mes de agosto, se incrementó \$8,47 (+6,6% mensual), debido a la fuerte esterilización realizada a partir de mediados del mes de abril (a fines de septiembre, el stock de Leliqs totalizó \$1.842.807 millones, -0,8% por debajo de agosto, y el de Pases Pasivos \$715.960, +8,5% mensual).

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).

Tipo de cambio nominal (\$/U\$S)	30/09/2020	31/08/2020	30/09/2019	Var. \$ Mensual	Var. \$ Anual	Var. % Mensual	Var. % Anual
Mayorista A3500 (Ref)	76.18	74.18	57.56	2.00	18.62	2.7%	32.3%
Minorista B9791 (Prom. vend)	80.63	78.36	59.82	2.27	20.81	2.9%	34.8%
Minorista B9791 + PAIS (30%) + AG (35%)*	133.04	101.87	n/a	31.17	n/a	30.6%	n/a
Contado con Liquidación	145.65	125.79	62.58	19.86	83.07	15.8%	132.7%
Blue (informal)	146.00	135.00	61.25	11.00	84.75	8.1%	138.4%
"Convertibilidad" (BM + PNM)	136.99	128.52	55.10	8.47	81.89	6.6%	148.6%
Sombra (Riesgo + Dev. Esp)	99.53	90.05	90.43	9.48	9.10	10.5%	10.1%

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

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 \$9,10 (+10,1 i.a.), mientras que respecto al mes anterior presentó una suba del \$9,48 (+10,5%), 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 mantuvieron estables, mientras que el riesgo país presentó un leve descenso, 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 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)”*¹.

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.

¹ BCRA, https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp

Centro de Estudios Económicos ARGENTINA XXI

Los principales socios comerciales de Argentina son: Brasil (25,0% del total), Eurozona (19,1%), China (17,3%) y Estados Unidos (13,5%). De esta forma, los primeros cuatro países con los que comerciamos suman el 74,9% del total del volumen de intercambio. Siguen en participación India (5,2%), Chile (4,1%), Vietnam (3,7%) y Suiza (3,5%).

Tipo de cambio real. Base 17-12-15=100	30/09/2020	31/08/2020	30/09/2019	Var. % Mensual	Var. % Anual	Ponderador
Multilateral	120.43	120.00	130.86	0.4%	-8.0%	100.0%
Brasil	101.27	100.59	135.41	0.7%	-25.2%	25.0%
Eurozona	135.04	135.69	131.31	-0.5%	2.8%	19.1%
China	128.91	127.66	125.63	1.0%	2.6%	17.3%
Estados Unidos	127.85	128.18	132.16	-0.3%	-3.3%	13.5%

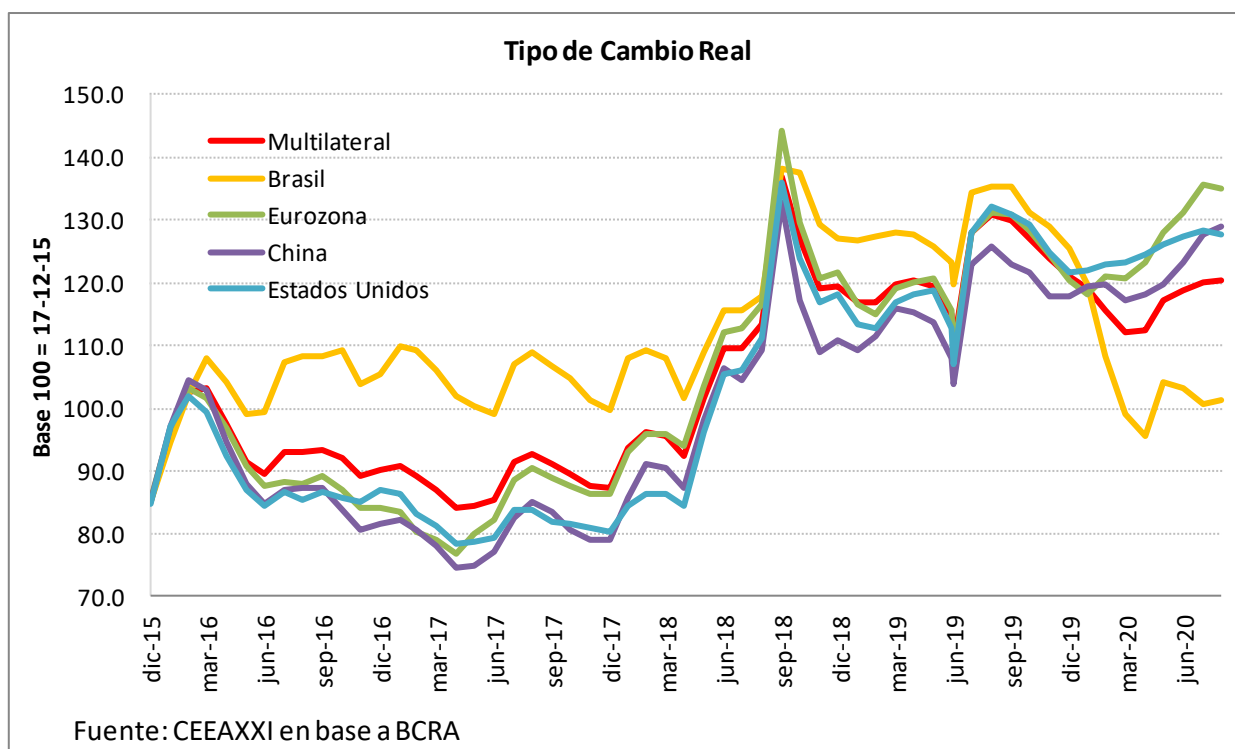
Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

Analizando la evolución se observa que en el transcurso de un año, el tipo de cambio real multilateral se redujo un 8,0% interanual. Esto implica una caída del poder de compra de nuestra moneda, revirtiendo el resultado del mes anterior. En tanto, en términos mensuales aumentó un 0,4%.

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.

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 de julio, 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 se redujo en un 25,2% respecto a septiembre de 2019 y aumentó un 0,7% respecto a agosto. Este efecto de Brasil, debido a la alta ponderación que tiene en el índice multilateral, es lo que transforma en negativa la variación interanual.

En tanto, contra el resto de los países Argentina presentó resultados mixtos en el poder de compra, tanto en términos mensuales como en la comparación anual: respecto a la Eurozona se produjo un aumento del 2,8% i.a. y una caída del 0,5% mensual, contra China el alza fue del 2,6% anual y del 1,0% mensual y respecto a Estados Unidos el descenso fue de 3,3% i.a. y del 0,3% frente a agosto.

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.