Centro de Estudios
Económicos Argentina XXI

Informe Cambiario Mensual

Junio 2020

Luego de meses de relativa estabilidad cambiaria, la divisa estadounidense ha comenzado a avanzar nuevamente, impulsada por varios factores. Por un lado, la excesiva emisión monetaria para financiar el déficit fiscal tiene cada vez más en la mira al dólar, dado que las Leliqs otorgan rendimientos mucho más modestos, a la vez que la inflación erosiona el poder de compra de los pesos stockeados. De esta manera, se cumple con la regulación del BCRA de montos de Leliqs a adquirir para esterilizar el excedente de dinero, pero el resto se vuelca al mercado de divisas.

Por otra parte, un dólar hoy vale menos que un dólar mañana y nadie se lo quiere perder. Todo aquel que tiene algún pequeño ahorro en pesos, lo cambia por divisas. Ya hemos vivido numerosos episodios en Argentina como el que se está gestando actualmente, y las personas (algunas) aprenden del pasado.

Asimismo, el BCRA tiene cada vez menos margen para operar en el mercado financiero a través de la venta de bonos y letras, lo que ha llevado a las cotizaciones paralelas vuelvan a avanzar. A esto se suma el cobro de aguinaldos que genera un ingreso extra para algunos hogares, que conforman un ahorro en moneda extranjera.

Finalmente, la cercanía a las elecciones produce presiones adicionales sobre el dólar, ya que siempre previo a los comicios los activos se dolarizan por precaución, mayor volatilidad y riesgo. Las escasas divisas liquidas también hacen su parte, por lo que se estima una suba sostenida durante los próximos meses, la cual dependerá en intensidad de si el gobierno logra obtener recursos adicionales en el mercado o no.

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 junio se ubicaron en $97,73 por dólar y en $101,17 por dólar, respectivamente. Estos valores, sin embargo, son virtuales, ya que con las restricciones cambiarias impuestas por el BCRA (que limitan la compra de dólares a U$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).

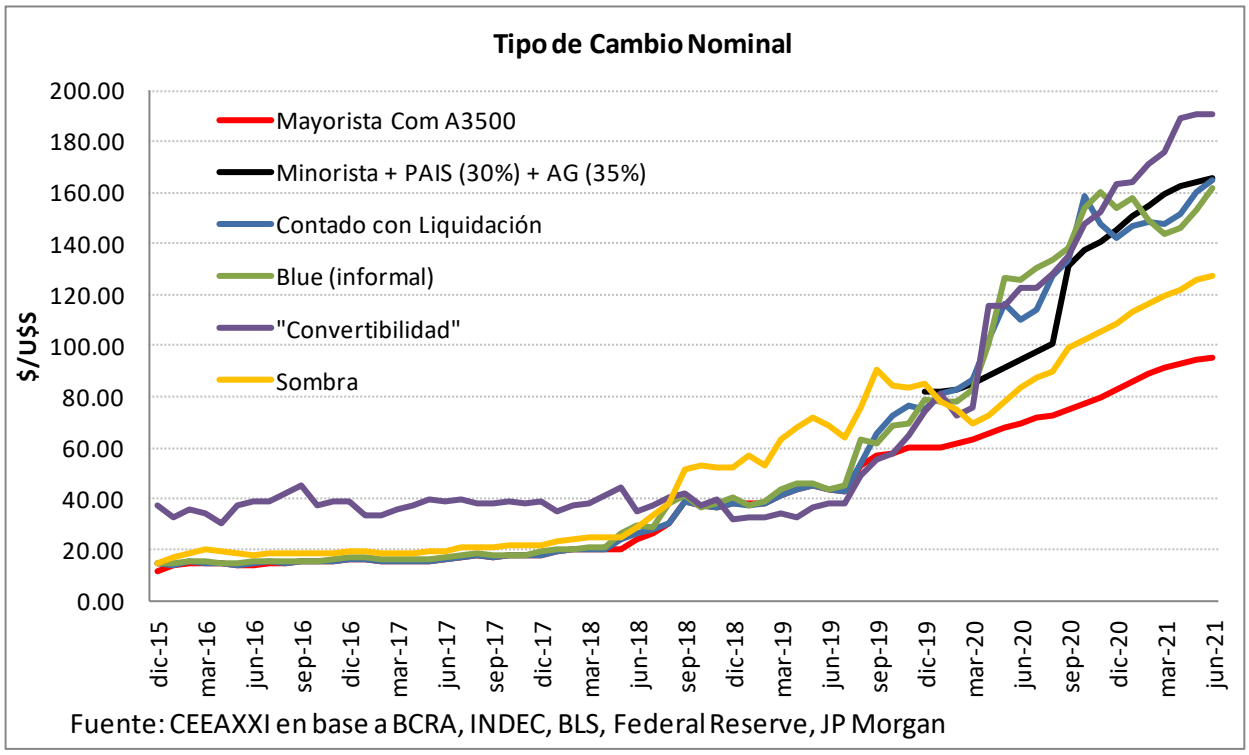
Al cierre de mayo, aplicando el impuesto PAIS más el Anticipo de Ganancias, el tipo de cambio nominal difundido en la comunicación A3500 del BCRA, se encuentra en $157,95 por dólar; mientras que el del Banco Nación, disponible para el público minorista, en $166,93 por dólar.

Analizando la evolución, el tipo de cambio mayorista se incrementó $25,27 en un año (sin sumar impuestos), lo que implica una suba del 35,9% interanual. En tanto, respecto al mes de mayo, aumentó $1,04 (+1,1%), mostrando una desaceleración respecto del mes previo. En tanto, el minorista presentó una suba anual de $27,10 (+36,6% i.a.) y de $1,08 mensual (neto del impuesto PAIS) lo que representa un alza del 1,1% mensual.

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 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 junio, el MEP se ubicó en $163,57 (+2,1% mensual), mientras que el CCL en $165,92. Para la cotización del CCL implica una suba anual de $61,78 (+59,3% i.a.) y de $0,20 mensual (+0,1%). 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 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. En el informe previo destacamos que las cotizaciones del dólar se encontraban por primera vez debajo del 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, sumadas las intervenciones sobre los mercados "libres".

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 junio en $42,00 (+33,3% i.a.), mientras llegó a tocar en octubre los $190. En tanto, respecto al mes anterior presentó una suba de $11,00 (+7,0%). 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, para ubicarse desde febrero por debajo de la cotización oficial más impuestos.

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 $68,31, lo que representó una suba del 55,8% i.a. En tanto, respecto al mes de mayo, se expandió $0,42 (+0,2% mensual), debido a la fuerte esterilización realizada a partir de mediados del mes de abril de 2020 (a fines de junio, el stock de Leliqs totalizó $2.019.256 millones, 1,8% por encima de mayo, y el de Pases Pasivos $1.691.587, con una baja del 0,4% 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)	30/06/2021	31/05/2021	30/06/2020	Var. $ Mensual	Var. $ Anual	Var. % Mensual	Var. % Anual
Mayorista A3500 (Ref)	95.73	94.69	70.46	1.04	25.27	1.1%	35.9%
Minorista B9791 (Prom. vend)	101.17	100.09	74.07	1.08	27.10	1.1%	36.6%
Minorista B9791 + PAIS (30%) + AG (35%)*	166.93	165.15	n/a	1.78	n/a	1.1%	n/a
Contado con Liquidación	165.92	165.72	104.14	0.20	61.78	0.1%	59.3%
Blue (informal)	168.00	157.00	126.00	11.00	42.00	7.0%	33.3%
"Convertibilidad" (BM + PNM)	191.05	190.63	122.74	0.42	68.31	0.2%	55.7%
Sombra (Riesgo + Dev. Esp)	127.05	125.51	83.43	1.54	43.62	1.2%	52.3%

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 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 $43,62 (+52,3% i.a.), mientras que respecto al mes previo presentó una suba del $1,54 (+1,2%), 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

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%).

Analizando la evolución se observa que en el transcurso de un año, el tipo de cambio real multilateral se incrementó un 0,5% interanual. Esto implica una marginal suba del poder de compra de nuestra moneda, manteniendo la tendencia del mes anterior. En tanto, en términos mensuales se mantuvo sin cambios.

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

Tipo de cambio real. Base 17-12-15=100	30/06/2021	31/05/2021	30/06/2020	Var. % Mensual	Var. % Anual	Ponderador
Multilateral	117.77	117.85	117.20	-0.1%	0.5%	100.0%
Brasil	106.29	101.90	104.30	4.3%	1.9%	25.0%
Eurozona	128.18	130.87	128.17	-2.1%	0.0%	19.1%
China	122.46	124.00	119.69	-1.2%	2.3%	17.3%
Estados Unidos	121.21	122.45	126.00	-1.0%	-3.8%	13.5%

Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

Si se observa el grafico, 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

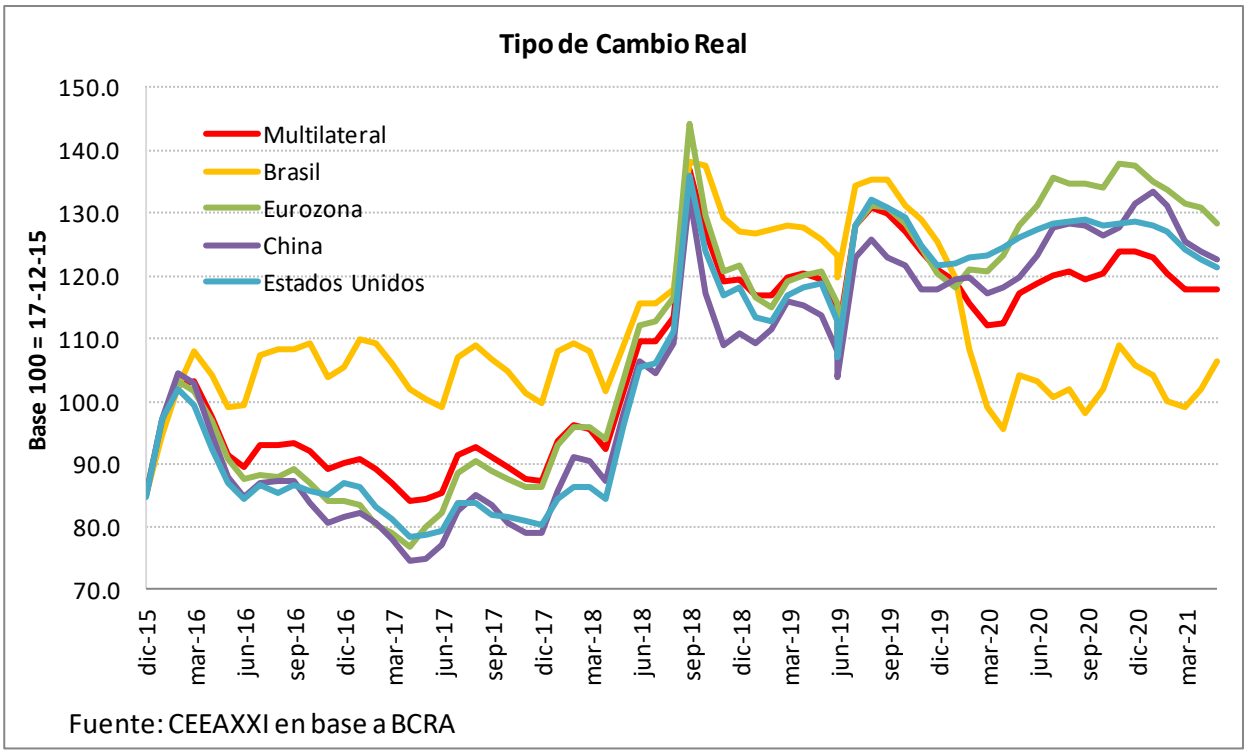
Se calcula de la misma manera que el anterior, pero específicamente contra la moneda del país que se quiere analizar. En este caso, analizamos la evolución de los principales socios comerciales.

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 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 aumento en un 1,9% respecto a junio de 2020 y de un 4,3% respecto a mayo. Este efecto de Brasil, debido a la alta ponderación que tiene en el índice multilateral, es lo que afecta fuertemente 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 mantuvo sin cambios a nivel i.a. y una caída del 2,1% mensual, contra China el alza fue del 2,3% anual y una baja del 1,2% mensual y respecto a Estados Unidos e contrajo un 3,8% i.a y un 1,0% frente a mayo.

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.



Fuente: CEEAXXI en base a BCRA