



Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

Informe Cambiario Mensual

Noviembre 2022

Durante noviembre, el BCRA ha incrementado el ritmo de depreciación nominal, aunque aún más de 20 puntos por debajo de la inflación. No obstante, las cotizaciones oficiales se han expandido en términos anuales por encima de los dólares financieros y no formal.

No obstante, el principal problema reside en que cada vez hay menos reservas internacionales, a pesar de los múltiples desdoblamientos llevados a cabo mes a mes, como el dólar “soja” hasta fin de año con el objetivo de recomponer el stock de activos de reservas, sumado a una dinámica monetaria y no monetaria del BCRA que podemos tildar de explosiva.

Sobran pesos y faltan dólares, a pesar de los malabares del central con los tipos de cambio. Esto nos muestra un banco central quebrado, sobreendeudado, y con una caída total de la demanda de dinero. Esto presiona sobre la inflación, y atrasa cada vez más el tipo de cambio real, a pesar de que se incremente la tasa de depreciación nominal.

De esta manera, al calcular los valores “teóricos”, se muestra una fuerte expansión en todos los valores, y la tasa de devaluación esperada para los próximos doce meses se encuentra por encima del 60%, en un escenario conservador. En línea con esto, estimamos que 2022 cerrará con un dólar oficial en torno a los \$185, lo que implica una cotización “ahorro” alrededor de \$302 y “tarjeta” de \$352.

En tanto, en torno a las cotizaciones financieras e informales es mucho más complejo estimar, debido a que estas dependen principalmente de la demanda estacional del mes de diciembre, en el que hay mayor liquidez. Asimismo, los factores políticos podrían tener una fuerte incidencia al cierre del año.

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 octubre se ubicaron en \$156.90 por dólar y en \$163.89 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).

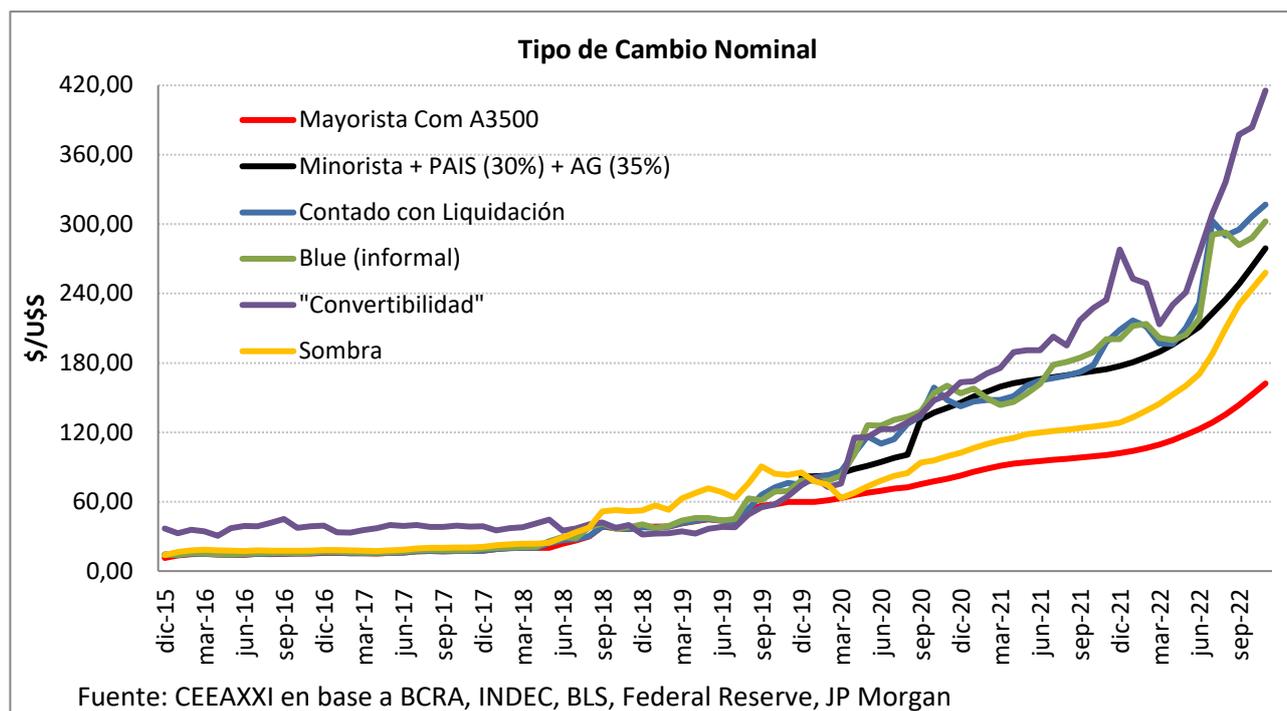
Al cierre de noviembre, aplicando el impuesto PAIS más el Anticipo de Ganancias, el tipo de cambio nominal difundido en la comunicación A3500 del BCRA, se encuentra en \$275.98 por dólar; mientras que el del Banco Nación, disponible para el público minorista, en \$288.01 por dólar.

Analizando la evolución, el tipo de cambio mayorista se incrementó \$66.33 en un año (sin sumar impuestos), lo que implica una suba del 65.7% interanual. En tanto, respecto al mes de octubre, aumentó \$10.36 (+6.6%), mostrando una aceleración respecto del mes previo. En tanto, el minorista presentó una suba anual de \$68.07 (+63.9% i.a.) y de \$10.66 mensual (neto del impuesto PAIS) lo que representa un alza del 6.5% mensual, variación por encima 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 noviembre, el MEP se ubicó en \$ 312.51 (+6.3% mensual), pero tocó un máximo en julio de \$326.09, mientras que el CCL cerró en \$322.75. Para la cotización del CCL implica una suba anual de \$108.60 (+5.7% i.a.) y de \$16.95 mensual (+5.5%), aunque alcanzó los \$339.4 a mediados del mes de julio. 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 noviembre en \$112.50 (+55.8% i.a.), y tocó un nuevo máximo, llegando a \$338 en julio, pero cerrando el mes a \$292. En tanto, respecto al mes anterior presentó una suba de \$22.00 (+7.5%). 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)	30/11/2022	31/10/2022	30/11/2021	Var. \$ Mensual	Var. \$ Anual	Var. % Mensual	Var. % Anual
Mayorista A3500 (Ref)	167,26	156,90	100,93	10,36	66,33	6,6%	65,7%
Minorista B9791 (Prom. vend)	174,55	163,89	106,48	10,66	68,07	6,5%	63,9%
Minorista B9791 + PAIS (30%) + AG (35%)*	288,01	270,42	175,69	17,59	n/a	6,5%	n/a
Contado con Liquidación	322,75	305,80	214,15	16,95	108,60	5,5%	50,7%
Blue (informal)	314,00	292,00	201,50	22,00	112,50	7,5%	55,8%
"Convertibilidad" (BM + PNM)	415,30	383,65	234,62	31,65	180,68	8,2%	77,0%
Sombra (Riesgo + Dev. Esp)	258,05	243,96	133,90	14,09	124,15	5,8%	92,7%

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 \$180.68 lo que representó una suba del 77.0%i.a., llevándolo a \$415.30. Respecto al mes previo, se expandió \$31.65 (+8.2% mensual), debido a la fuerte esterilización realizada a partir de mediados del mes de abril de 2020 (a fines de noviembre, el stock de Leliqs totalizó \$7.583.713 millones, 7.0% por encima de octubre y el de Pases Pasivos \$1.908.666 con una suba del 8.3%). En este mes, la suba mensual se explica por la dinámica nuevamente por la baja de las reservas internacionales y el 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 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 \$124.15 (+92.7%i.a.), mientras que respecto al mes previo presentó una suba del \$14.09 (+5.8%), 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)”*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 con la participación relativa del intercambio

Tipo de cambio real. Base 17-12-15=100	30/11/2022	31/10/2022	30/11/2021	Var. % Mensual	Var. % Anual	Ponderador
Multilateral	90,33	88,86	104,20	1,7%	-13,3%	100,0%
Brasil	87,12	86,80	91,50	0,4%	-4,8%	25,6%
Eurozona	93,29	88,20	110,60	5,8%	-15,7%	18,3%
China	85,21	85,40	109,90	-0,2%	-22,5%	19,4%
Estados Unidos	103,08	102,20	112,60	0,9%	-8,5%	12,2%

Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

Los principales socios comerciales de Argentina son: Brasil (25,6% del total), China (19,4%) Eurozona (18,3%), y Estados Unidos (12,2%). 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 (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 13.3% 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 1.7%, mejorando respecto al mes previo.

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

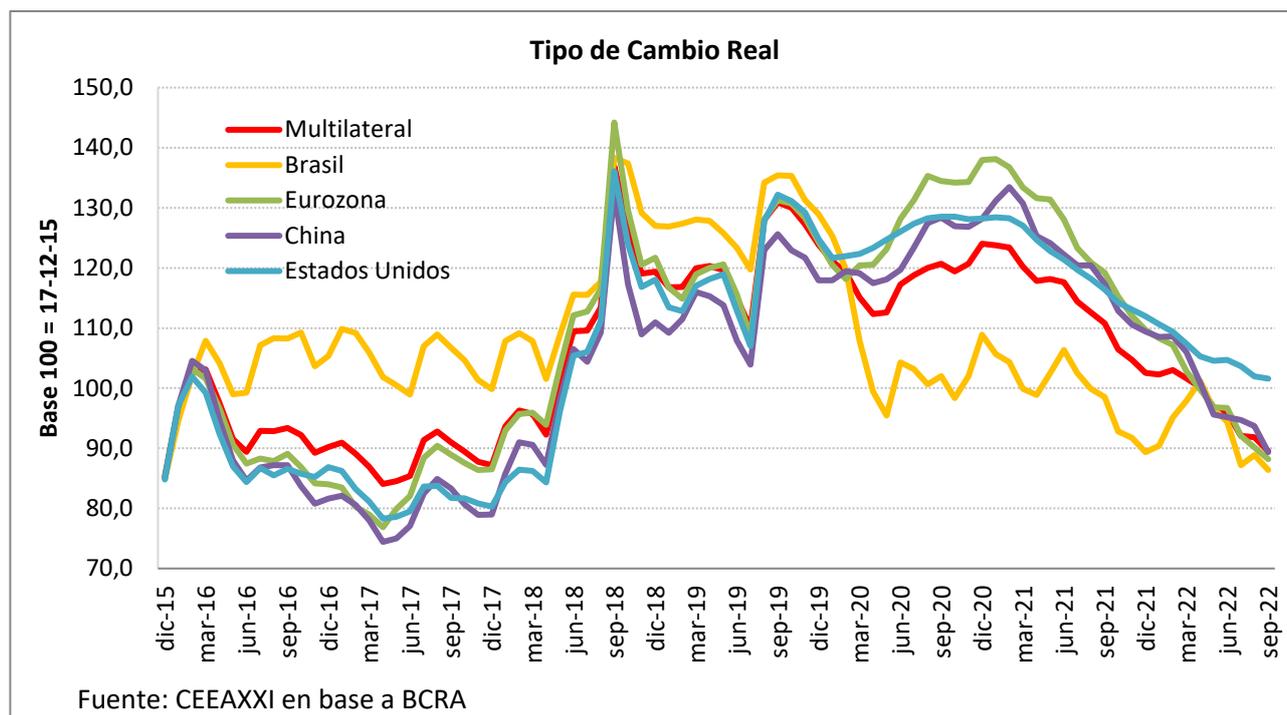
¹BCRA, https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp

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 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 empeoró un 4.8% respecto a noviembre de 2021 y mejoró un 0.4% respecto a octubre. 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	30/11/2022	31/10/2022	30/11/2021	Var. % Mensual	Var. % Anual	Ponderador
Multilateral	90,33	88,86	104,20	1,7%	-13,3%	100,0%
Brasil	87,12	86,80	91,50	0,4%	-4,8%	25,6%
Eurozona	93,29	88,20	110,60	5,8%	-15,7%	18,3%
China	85,21	85,40	109,90	-0,2%	-22,5%	19,4%
Estados Unidos	103,08	102,20	112,60	0,9%	-8,5%	12,2%

Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

En tanto, contra el resto de los países Argentina presentó también resultados negativos en el poder de compra, principalmente en la comparación anual: respecto a la Eurozona se contrajo un 15.7% a nivel i.a. y subió un 5.8% en el mes, contra China la baja fue del 22.5% anual y de 0.2% mensual y respecto a Estados Unidos se contrajo un 8.5% i.a. y subió un 0.9% frente a octubre.

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.