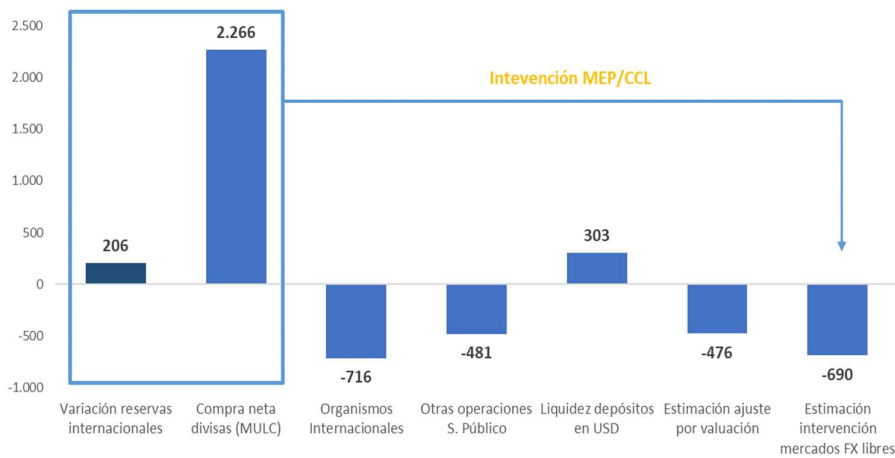


MONITOR SEMANAL

Ante una paradoja: el BCRA compra de divisas, pero las reservas casi no varían

Después de un complejo cierre del año 2020 en materia cambiaria -en particular en octubre y noviembre-, el BCRA terminó el primer trimestre de 2021 con un balance externo relativamente calmo, habiendo canalizado divisas a transacciones fuera de su circuito habitual. En efecto, compró divisas en el mercado oficial de cambios (MULC) por USD 2.226 millones, pero acumuló reservas por una cifra mucho menor, unos USD 206 millones, en parte porque habría vendido unos USD 700 millones en el llamado mercado Contado con Liquidación (CCL). A continuación, consideramos otros de los principales factores que incidieron en esa evolución y derivamos, de allí, algunos de sus efectos.

Variación reservas internacionales y factores de explicación en el 1 trim. 2021
USD MM. Acum. 1 trim 2021



Fuente: BCRA y estimaciones propias

Factores de incidencia

- Mayor compra neta de divisas por:
 - ✓ Récord de liquidación de exportaciones agrícolas: en marzo, el sector exportador de cereales liquidó divisas por USD 2.770 millones, el registro histórico más alto en ese mes -promedio USD 1.300 millones entre 2003/20-, equivalente al 75% de la máxima liquidación histórica mensual de USD 3.800 millones de junio de 2018 (cierre de la cosecha). Precios internacionales elevados más que compensan los

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

menores rindes y agregan ingresos superiores, entre USD 7.000-10.000 millones a la campaña agrícola del año pasado. Las ventas de los productores fueron, además, alentadas por menores expectativas de devaluación de corto plazo alineadas con la tasa de interés en ARS.

✓ Mayor control sobre importaciones: se mantiene un fuerte control sobre los flujos de compras al exterior, tanto por otorgamiento de permisos para importar (Ministerio de Producción), como por los pagos (BCRA). La última información disponible de febrero muestra importaciones devengadas en ese mes por USD 3.700 millones (creciendo al 16% anual), y pagos menores a ese nivel en unos USD 400 millones. Las importaciones del primer bimestre del año crecieron a un ritmo anual promedio del 12%, cuando el crecimiento de noviembre y diciembre del año pasado había sido del 23%.

✓ Menor demanda de dólar ahorro: el impuesto solidario y las restricciones normativas hicieron que la formación neta de activos externos del sector privado fuese insignificante en los dos primeros meses del año. La demanda, además, desapareció cuando el “tipo de cambio solidario” se ubicó por encima del “paralelo” (actualmente ARS 162 vs. 139).

✓ Restricciones para el pago de deuda del sector privado: con la Comunicación A7106 de septiembre del año pasado y otras emitidas con posterioridad, el BCRA limitó el acceso a dólares oficiales a las empresas que tuvieran que enfrentar vencimientos de capital de deudas financieras. Así, disminuyó el uso de reservas internacionales.

- Venta de divisas al Tesoro para atender obligaciones en moneda extranjera: en el trimestre hubo amortizaciones netas de capital e intereses de deuda con Organismos Internacionales por USD 716 millones -de los cuales USD 300 millones correspondieron al pago de intereses al FMI en febrero- y USD 481 millones para atender otros compromisos en moneda extranjera.

- Aumento de la liquidez en USD de los bancos en el BCRA: como contrapartida del aumento de los depósitos en USD en los bancos privados - más de USD 1.200 millones desde fines de

MONITOR SEMANAL

noviembre del año pasado, cuando comienzan a recuperarse-, se registró un aumento en el stock de reservas brutas por USD 303 millones en el primer trimestre del año).

- Valuación de reservas internacionales: en el primer trimestre del año el USD se apreció 3% a nivel global. Dada la composición de las reservas del BCRA, en el trimestre analizado y medidas en USD, hubo una disminución por valuación de USD 476 millones. Téngase en cuenta que el swap de monedas con el Banco Popular de China representa el 50,1% del total de reservas brutas y la tenencia de oro el 8,4%.
- Intervención del BCRA en el mercado de bonos: estimamos que la intervención del BCRA en MEP y CCL, a través de compras y ventas de títulos públicos, fue por USD 690 millones en el trimestre. Como el BCRA compra títulos contra USD y luego los vende contra ARS, el efecto neto teórico es equivalente a vender reservas contra pesos -absorción monetaria- al tipo de cambio libre. De esta manera, el BCRA reemplazó a minoristas como oferentes de dólares en los mercados libres -compraban dólares en el MULC y luego los vendían parcialmente en esos mercados. Ello genera una redistribución de ingresos a favor del BCRA (compra a exportadores al tipo de cambio oficial y vende en el mercado de bonos a los tipos de cambio libres).

Efectos

La intervención del BCRA en el mercado de bonos contribuyó a la estabilidad del tipo de cambio libre, acotando la brecha con el oficial y reduciendo las expectativas de devaluación. El costo es una menor acumulación de reservas, en un escenario de escasez.

Sin embargo, por la emisión de DEGs que haría el FMI en agosto-septiembre de este año, Argentina recibiría DEGs por el equivalente a USD 4.400 millones, que podrá utilizar para pagar vencimientos de deuda con el propio FMI que, entre septiembre y diciembre de 2021 son alrededor de USD 4.100 millones, sin utilizar las reservas disponibles. Ello, también aportó a la reducción de las expectativas de devaluación.

El cambio en las expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial se manifiesta en las tasas implícitas en ROFEX de 33-34%

MONITOR SEMANAL

anual, alineadas ahora con la tasa de interés en ARS, tanto de instrumentos de deuda de corto plazo como de depósitos en el sistema financiero (BADLAR en 34% de TNA). Ello le permitió al BCRA reducir su posición de ventas de USD futuro, desde niveles del orden de USD 6.000 millones equivalentes en septiembre del año pasado a USD 2.650 millones a enero 2021 -último dato público disponible- y, seguramente, a un monto menor en la actualidad.

Pero, los beneficios de corto plazo de las decisiones tomadas enfrentan algunos riesgos en el balance de pagos en una visión de más largo plazo. Si bien la normativa que restringió el acceso al MULC a las empresas para pagar sus deudas financieras en moneda extranjera redujo la demanda de reservas del BCRA, inhibe el ingreso de nuevos flujos de financiamiento/inversión y genera un mayor costo de capital a las empresas. Ello, sumado al manejo de las importaciones, representan factores que podrían afectar el nivel de actividad y generar mayor volatilidad cambiaria y presiones sobre los precios, aunque si se sostuvieran los altos precios de los *commodities*, se mitigarían parcialmente estos efectos.

La dinámica esperada del balance externo del segundo trimestre del año -oferta neta de divisas- indica que podría extenderse el período de estabilidad observado en el primer trimestre del año. Esta situación se combina con factores temporales de suavización de la restricción externa que dan tiempo, pero la estacionalidad de la cuenta comercial del balance de pagos que reduce la oferta de divisas en el segundo semestre y el contexto de restricciones vigentes, ponen en riesgo la estrategia del gobierno en materia cambiaria.