# Intervenir en el mercado de cambios, cada vez más complejo

Luego de un primer semestre relativamente calmo en materia cambiaria, el BCRA enfrenta un período más complejo para acumular reservas y mantener estables los "tipos de cambio libres". La incertidumbre sobre la política económica post electoral, un contexto de fuerte expansión del gasto público financiado monetariamente y apreciación real del ARS en el "mercado oficial" desincentiva la oferta de dólares en este último y estimula la demanda en los alternativos.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

JuanSommer
CONSEJERO

En su tarea y consciente que la estacionalidad del segundo semestre no juega a favor, persigue dos objetivos: (a) defender las reservas propias y (b) que el ARS no se deprecie, en cualquiera de sus expresiones. En términos de magnitudes, el mercado oficial de USD es el más grande, donde existe un compromiso claro de intervención -donde compra y vende USD al tipo de cambio más bajo-, mientras que en los otros interviene circunstancialmente a través de la compra-venta de títulos públicos, pero con impacto final sobre reservas.

Ante este panorama, las recientes normas establecidas por el BCRA y la CNV buscan tratar de restringir la demanda en los dos mercados, principalmente en los del tipo de cambio "libre". Pero en términos de resultados, la búsqueda de ambos objetivos -actuar sobre cantidades y precios alternativamente-, en un contexto de restricciones al acceso y operaciones, implica que existe una brecha y que se pierden reservas, a mayor o menor ritmo, pero pérdida al fin. Además, genera efectos y comportamientos de oportunidad y estimula arbitrajes, en un esquema de múltiples tipos de cambio que las propias restricciones van creando -ej, *CCL* y *SENEBI*- lo cual tiende a exacerbar la demanda de dólares, sobre todo en el caso de aquellos que tienen la posibilidad de acceder al tipo de cambio más barato.

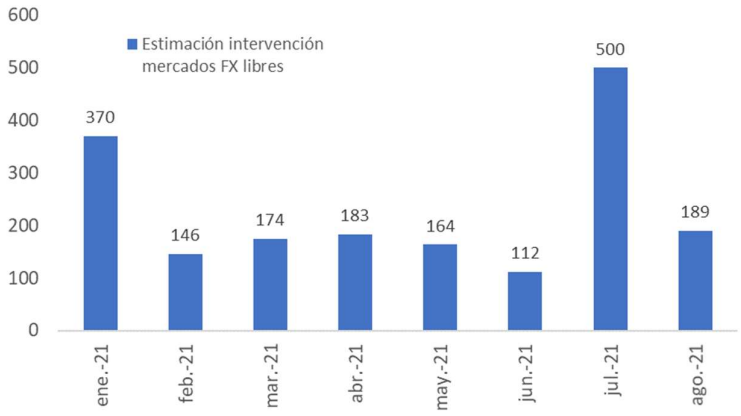
Por lo pronto y enfocándonos en el corto plazo, el BCRA tiene poder de fuego, tanto para intervenir en el mercado de USD *spot* -oficial y otros- con las reservas que pudo acumular en el primer semestre del año, como en el de USD *futuro*, sin exposición en la actualidad. Además, el tipo de cambio real

actual no está apreciado como en episodios de tensiones cambiarias anteriores -ej, en 2015.

## Evolución de las reservas internacionales desde julio

En las últimas semanas aumentó significativamente la intervención del BCRA en los mercados cambiarios libres. Estimamos que utilizó USD 500 millones en julio y USD 189 millones hasta el 12 de agosto.

**Ventas netas BCRA en mercados libres FX**
USD MM. Al 12/8/2021



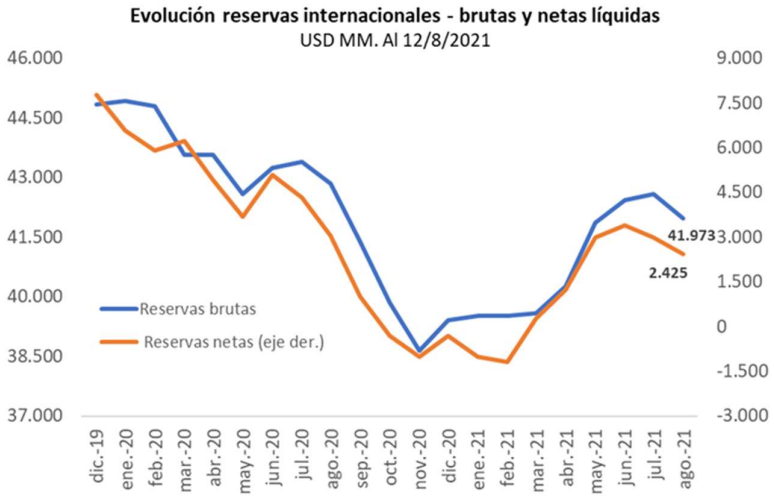

Fuente: BCRA y estimaciones propias

Ello indica que pasó de un promedio ventas netas diarias de USD 8 millones en los meses de abril-junio a uno de USD 21-22 millones en julio y agosto. De continuar este último ritmo de ventas diarias hasta principios de noviembre, el impacto sobre las reservas acumulado desde julio sería de USD 1.950 millones. Ello representa 2/3 de la acumulación de reservas internacionales del primer semestre del año -USD 3.050 millones.

La evolución de reservas internacionales muestra la recuperación en el primer semestre del año y la pérdida gradual que se observa desde julio, explicada principalmente por pagos netos del sector público al exterior -incluyendo pagos por servicios de deuda a Organismos Internacionales- y las intervenciones en los mercados libres. Actualmente las reservas brutas se ubican en USD 41.973 millones y las netas líquidas[1]en

[1] Brutas menos: swap con China, liquidez de depósitos en USD de los bancos, deuda Banco Internacional de Pagos, posición reservas DEGs del FMI y oro.

USD 2.425 millones.




Fuente: BCRA, FMI y estimaciones propias

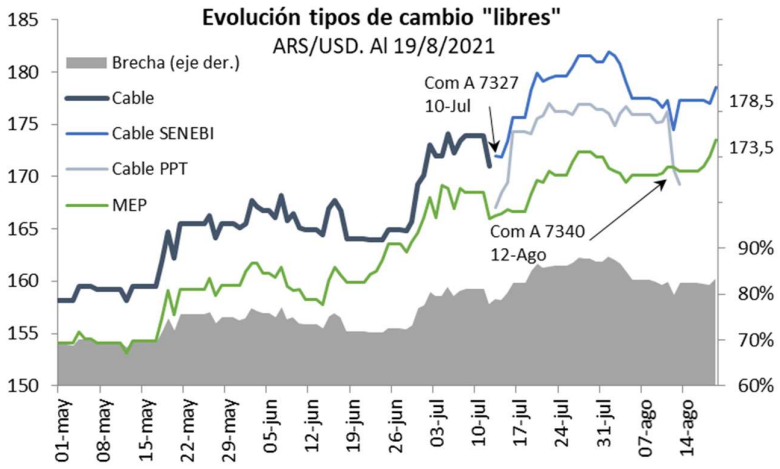
## Las recientes restricciones cambiarias y sus efectos

En este contexto, el BCRA y la CNV dispusieron en el último mes nuevas restricciones para que el sector privado acceda a dólares oficiales y para operar en los mercados de dólares libres.

La última regulación del BCRA del 12 de agosto -Comunicación A7340- dispuso que las operaciones de compra de títulos valores que se realicen con liquidación en moneda extranjera deberán realizarse con USD provenientes desde cuentas bancarias a nombre del cliente mientras que el producido de las ventas deberá transferirse a cuentas bancarias a nombre del cliente (no está permitido el neteo de operaciones). En caso de que la operación sea con dólares billete se debe transferir desde y hacia una cuenta bancaria local y en caso de ser dólares cable, desde y hacia una cuenta bancaria en el exterior (no está permitido a una cuenta de inversión).

Las nuevas restricciones impusieron trabas operativas que, a priori generaron una caída en los flujos transados y un desacople adicional en los tipos de cambio implícitos en las operaciones con títulos.

Antes de julio, existía el diferencial histórico entre el USD billete o MEP y el USD cable o divisa.



Fuente: Bloomberg

A partir de la Comunicación A 7327 -10 de julio- el USD cable se diferenciaba entre el SENEBI u operado en forma bilateral y el operado contra el mercado o llamado PPT (Paridad Precio Tiempo). Desde el viernes pasado y producto de la Comunicación A 7340, se generó una nueva disrupción, que provocó que el volumen operado en cable PPT sea muy marginal y, luego de operar por un día por debajo del USD MEP, se pierda como referencia de precio.

Si bien es prematuro precisar las consecuencias sobre los precios de mercado, no esperamos que el impacto sea material. Aunque el sesgo, es a la depreciación del ARS, particularmente porque estas medidas incrementan la percepción de escasez de divisas. De hecho, la brecha bajó marginalmente con las nuevas restricciones, pero se mantiene en niveles superiores al 80%.

## En síntesis

La acumulación de restricciones que se van introduciendo en el mercado de cambios refleja la preocupación oficial ante las dificultades de la economía para generar flujos netos positivos de divisas. Pero su aplicación dificulta el crecimiento sostenido de la economía y al mismo tiempo reducir la inflación. Estos son algunos de los costos de un mercado con múltiples tipos de cambio. En contraposición, un mercado único permite terminar con arbitrajes, realinear incentivos y normalizar flujos, en particular en un contexto de alta liquidez global como el actual y donde las posibilidades de conectividad y de negocios superan las fronteras entre países.