



UNIVERSIDAD  
NACIONAL DE  
AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS / **MÓDULO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS**

Coordinador: **Mg. Santiago Fraschina**

INFOGRAFÍA

## ESTABILIDAD CAMBIARIA

Tras un semestre completo de estabilidad, la brecha cambiaria alcanzó el menor nivel en 9 meses.



[www.undav.edu.ar](http://www.undav.edu.ar)

ABRIL 2021



Autoridades  
UNIVERSIDAD NACIONAL  
DE AVELLANEDA

RECTOR  
**Ing. Jorge Calzoni**

SECRETARIA DE INVESTIGACIÓN Y  
VINCULACIÓN TECNOLÓGICA E  
INSTITUCIONAL  
A cargo de la Coordinación del  
Observatorio de Políticas Públicas  
**Dra. Patricia Domench**

COORDINADOR  
Módulo Política Económica  
**Mg. Santiago Fraschina**

## SÍNTESIS DEL INFORME

- Al cierre de la segunda semana de abril del corriente año, las brechas con respecto al tipo de cambio oficial mayorista se ubicaron en torno al 54%-63%, mientras que a mediados de octubre 2020 se encontraban entre 93-115%.
- Desde la segunda semana de enero del vigente año, las depreciaciones mensuales del dólar oficial mayorista vienen mostrando una marcada desaceleración. Al 14 de abril, el tipo de cambio se devaluó un 2,0% en relación con el mes anterior. En contraposición, en el mismo período del primer mes del año la depreciación se ubicó en 3,9%.
- Las reservas internacionales al 13 de abril del año 2021 se ubican en torno de los US\$ 40.000 millones. Entre agosto y noviembre del año pasado las reservas retrocedieron en US\$ 4.734 millones. En contraposición, en el periodo diciembre y marzo 2021, se recuperaron en US\$ 974 millones.
- El total de los depósitos en pesos del sector privado aumento interanualmente en términos reales un 16,8%. Asimismo, los Plazo fijo no ajustable por CER/UVAs, las Cuentas corrientes y los Plazo fijo ajustable por CER/UVAs, se incrementaron en términos reales un 24,1%, 17,2% y 9,7% respectivamente. En contraposición, Otros retrocedieron un 21,8%. Por último, las Cajas de ahorro se expandieron en moneda constante un 9,0% en relación con mismo mes del año 2020.
- Desde diciembre del año pasado, la trayectoria de los depósitos en dólares del sector privado es ascendente. A marzo del vigente año se ubicaron en US\$ 15.835 millones, lo que significó un crecimiento de US\$ 185 millones en relación con febrero. Por su parte, el total de los depósitos en dólares alcanzaron los US\$ 18.461 millones, un valor superior en US\$ 64 millones con respecto al mes anterior.
- El total de los préstamos al sector privado registró un aumento interanual en términos reales de 5,8%. En orden de su mayor incidencia en el total, se computaron incrementos en moneda constante en Otros (54,0%), Documentos (48,7%), Tarjetas (14,1%) y Prendarios (12,0%). En contraposición, Hipotecarios, Adelantos y Personales registraron retrocesos interanuales en términos reales de 26,5%, 18,9% y 17,5% respectivamente.
- La base monetaria exhibió un incremento a finales de marzo del corriente año de \$23.409 millones, con respecto al cierre del mes de febrero. Si bien, la base monetaria en marzo se expandió en 1,0%, la trayectoria de la misma muestra una tendencia a la baja con intermitencias desde finales del año pasado.

- En marzo del año 2021 el financiamiento directo del BCRA al Tesoro nacional, que es la suma de adelantos transitorios y transferencia de utilidades, se ubicó en US\$ 135.000 millones, la misma no se vio reflejada en la expansión de la base monetaria, porque una parte importante de la ayuda se destinó a la compra de dólares para hacer frente a los pagos de la deuda pública.

## INTRODUCCIÓN

La estabilización cambiaria continua en los primeros meses del 2021. Los tipos de cambios paralelos, principalmente los asociados a operaciones de bonos (MEP y CCL) se encuentran con brechas en relación con el dólar oficial mayorista en torno al 54%-63%, al igual que el dólar ilegal (también denominado blue).

Luego del cimbronazo cambiario de mediados de septiembre y buena parte de octubre del año pasado, se lograron estabilizar los niveles de brecha cambiaria, frenando paulatinamente la volatilidad y las expectativas a una fuerte devaluación sobre el tipo de cambio oficial que varios agentes económicos apostaron. Uno de los factores que viene permitiendo una menor presión sobre los tipos de cambios es el financiamiento neto positivo a través del mercado de capitales que está logrando el gobierno desde hace varios meses (luego de recomponer el default de los bonos en pesos generado en septiembre 2019 por el “re-perfilamiento” del exministro Lacunza), dado que permite reducir la emisión monetaria (de hecho, en enero y febrero del año 2021 la asistencia al Tesoro por parte del BCRA fue nula). La financiación a través de la asistencia al Tesoro (via adelantos transitorios y transferencias de utilidades por parte del BCRA) se incrementó de manera exponencial por los gastos extraordinarios producto de la pandemia, sobre todo en el primer semestre del 2020, dado que el resto de los mecanismos de financiamiento no se encontraban

disponibles: el financiamiento externo se encuentra cerrado por el default de la crisis de sobre-endeudamiento heredada (y en la cual la administración actual viene renegociando con los distintos actores, como el canje exitoso logrado con los bonistas privados en septiembre del 2020), la recaudación se desplomó en la primera mitad del 2020 por las restricciones sanitarias (vale destacar que en los últimos siete meses viene creciendo en términos reales, con lo cual aporta al financiamiento actualmente) y el mercado de capitales local comenzó a dinamizarse recién en la segunda mitad del año pasado. En definitiva, la menor necesidad de monetización del déficit fiscal viene contribuyendo a estabilizar las brechas en los últimos seis meses, aspecto fundamental para avanzar en la armonización de la macroeconomía que tanto necesita el país para crecer sostenidamente.

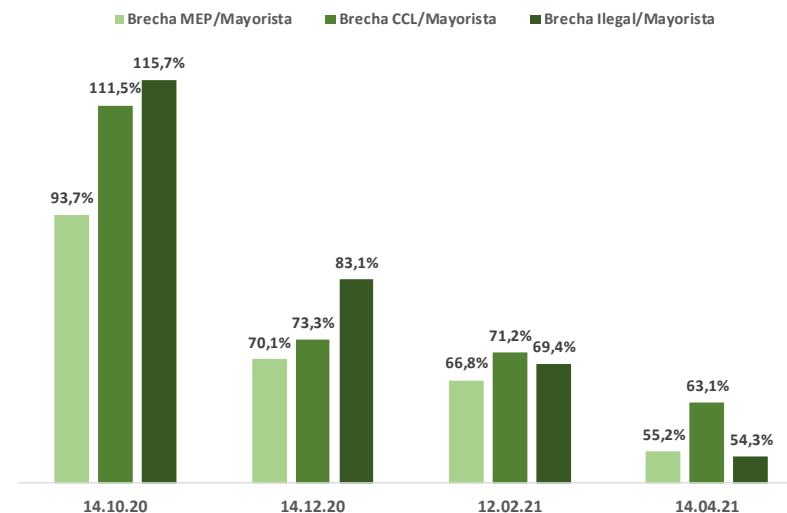
Por otra parte, desde diciembre del año 2020 el BCRA viene mostrando una dinámica sumamente positiva en relación a la compra de divisas, lo que viene permitiendo recomponer de a poco las Reservas Internacionales, luego de la merma (por distintos factores) que aconteció entre agosto y noviembre del año pasado. También continua la estabilidad en torno a los depósitos en dólares, que desde noviembre presentan una relativa buena performance, luego de la fuerte salida en septiembre y octubre por el aumento de la incertidumbre en relación con la disparada de las brechas cambiaria en aquel momento.

## ESTABILIZACIÓN CAMBIARIA

Desde noviembre del año pasado, cuando se logró terminar de estabilizar la disparada cambiaria acontecida entre mediados de septiembre y parte de octubre, los tipos de cambios paralelos se vienen manteniendo estables, presentando, al 14 de abril del 2021, brechas con respecto al tipo de cambio mayorista oficial en torno al 54%-63% promedio. El cimbronazo cambiario que se inició el 16 de septiembre había llevado el dólar blue, a fines de octubre del año pasado, a \$195, presentándose una brecha con el oficial mayorista en aquel momento de 150%, mientras que en el caso de los canales bursátiles las brechas se incrementaron al 132% (CCL) y 110% (MEP). Claramente esto se debió a sobre-reacciones que paulatinamente fueron mermando durante noviembre, a partir de la puesta en marcha de medidas como la reducción del parking (dando marcha atrás con lo que se había decidido en septiembre) sumado a las licitaciones de nuevos bonos dólar-linked, para darle salida a bonistas extranjeros que venían metiendo presión a través de los canales bursátiles. Lo cierto es que, como se observa en el siguiente gráfico, las brechas cambiarias fueron reduciéndose paulatinamente, y, transcurrida la segunda semana de abril, se encuentran en niveles entre el 54% y 63%. Al 14 de abril del corriente año, el valor del dólar oficial mayorista alcanzó los \$92,7, mientras que la cotización del MEP y del CCL (Contado con liquidación) registraron \$143,8 y \$151,2 respectivamente. Por su parte, el dólar ilegal (Blue) se ubicó en \$143,0. De igual modo, las

brechas cambiarias ascendieron a 55,2% y 63,1%, con relación al dólar MEP y el CCL, al mismo tiempo, que la diferencia entre el dólar ilegal y el oficial mayorista computó un 54,3%.

## EVOLUCIÓN DE LAS BRECHAS CAMBIARIAS (en % vs el Mayorista)



Fuente: Elaboración propia en base a Rava Bursátil y BCRA.

En definitiva, las brechas continúan armonizando su nivel, y en abril vienen mostrando una tendencia a la reducción. Las expectativas devaluatorias fueron atenuándose, en parte, a medida que se redujeron las asistencias al Tesoro, como

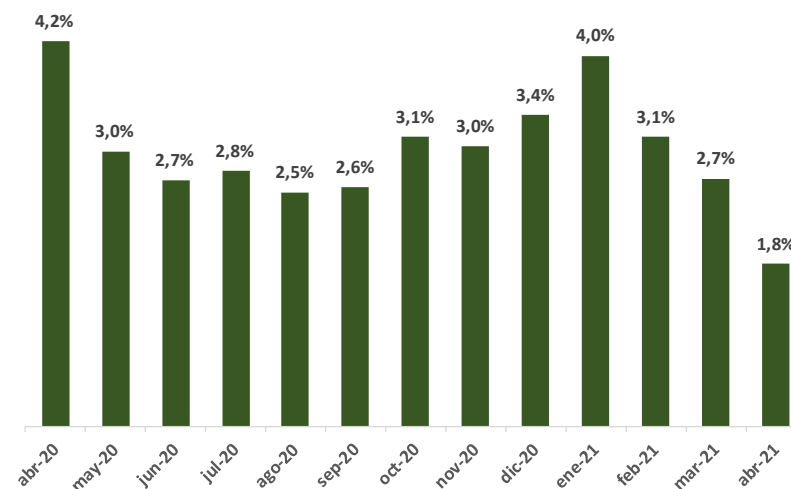
consecuencia de la recuperación económica que se viene vislumbrando desde el 3er trimestre del 2020, lo que viene incrementando los recursos tributarios y la mayor financiación via dicho canal. Sumado a esto, la recomposición del mercado de capitales local ayuda en la misma dirección, dado que los resultados netos positivos en los últimos meses en la colocación de bonos en el mercado local redujeron la necesidad de monetización del déficit.

Esto viene permitiendo reducir el movimiento devaluatorio del tipo de cambio oficial, que entre noviembre y enero se aceleró superando el 3,0% mensual, mientras que los meses anteriores la depreciación venía siendo del 2,6%-2,8%. Luego de un fin de año en el que, dado el cimbronazo cambiario, el gobierno terminó depreciando el tipo de cambio mayorista cerca de \$3 por encima de lo que proyectó en el Presupuesto 2021 (planeaba cerrar 2020 con un dólar mayorista a \$81,4 y terminó cerrando en \$84,2, culminando con una devaluación oficial del 40,5%). Dado que la proyección oficial para 2021 es un movimiento del tipo de cambio en torno al 29% (cerrando en \$102,4 en diciembre 2021), el BCRA comenzó a reducir la depreciación mensual. Por ello, desde enero del año 2021 el ritmo devaluatorio se ralentizó de manera marcada. A la segunda semana de abril, la divisa norteamericana se depreció un 1,8%.

Es importante que se logre cumplir la meta devaluatoria proyectada para seguir alineando las expectativas de devaluación y, por ende, de inflación. Se verá la dinámica en los próximos meses, pero un primer paso, en el canal

cambiario, es lograr que el tipo de cambio mayorista durante 2021 se mueva en torno al 25%-29%.

### DEPRECIACIÓN MENSUAL DEL DÓLAR MAYORISTA (abril hasta el día 14)



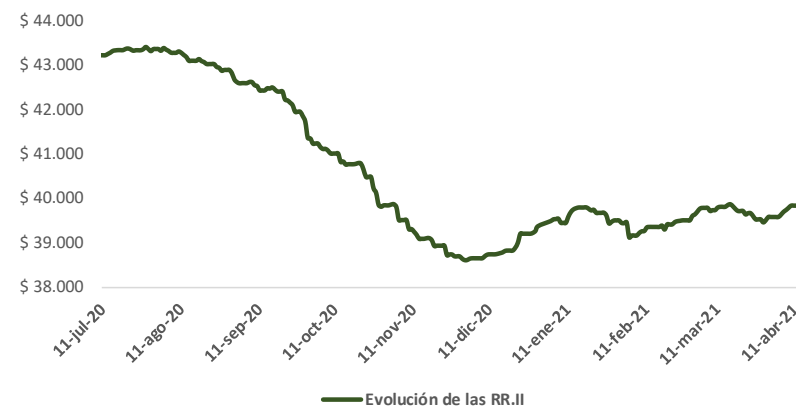
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

## RESERVAS INTERNACIONALES

Desde diciembre, las reservas internacionales (RR.II.) mostraron una tendencia sostenida a la alza, presentando una dinámica positiva en gran parte de los días hábiles. La gran disminución de Reservas sucedió entre agosto y noviembre, con un saldo negativo de US\$ 4.734 millones. En cambio, para el periodo diciembre y marzo 2021, repuntaron US\$ 974 millones. Mientras que en abril el incremento de las reservas fue de US\$ 256 millones marcando la tendencia observada de los meses anteriores. Sin embargo, queda mucho por recuperar desde la caída abrupta que se dió desde julio del 2020.

Como se observa en el gráfico, la evolución de las RR.II., muestra que se frenó el drenaje a finales de noviembre del año pasado. La Estabilización fue resultado del ordenamiento en las variables macroeconómicas que permitieron menguar las expectativas devaluatorias, como así también la estabilización en las brechas entre el tipo de cambio oficial y paralelo (blue). A su vez, la liquidación de cosechas 2020 (siembra de oleaginosas), en los próximos meses, repercutirá en la acumulación de reservas del BCRA. Además, la reducción de los derechos de exportación, impactará positivamente, en la acumulación de reservas para lo que resta del año. Según estimaciones del ministerio de desarrollo, se prevé un crecimiento de las ventas en el exterior por US\$ 70.000, lo que seguramente marcará la evolución de las reservas.

## EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS (en millones de USD)



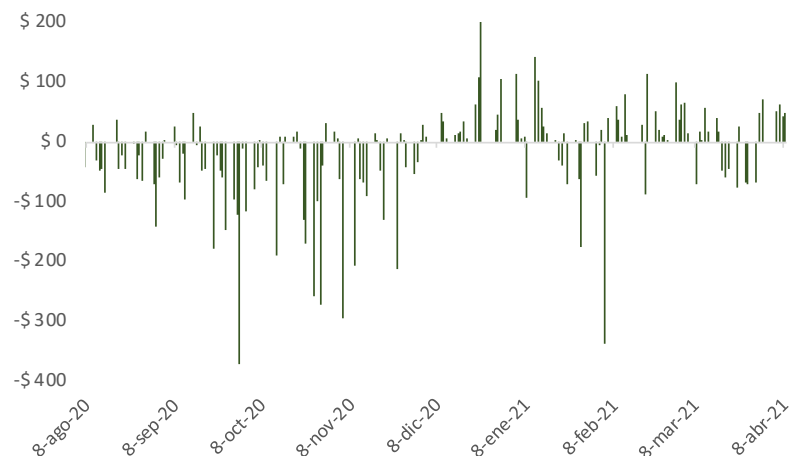
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

En consecuencia, esto viene permitiendo que el BCRA, desde el 1 de noviembre, haya comprado divisas en 63 de 82 jornadas. Solamente en tan sólo 19 días tuvo, como resultado, saldo vendedor. Esto impactó fuertemente en la acumulación de RR.II., dado que es el principal canal para aumentarlas, por fuera del endeudamiento externo (con los costos a largo plazo que esta herramienta conlleva). Cabe mencionar que los mayores saldos negativos, a principios del mes de febrero, son el resultado del pago al FMI por US\$ 314 millones en concepto de intereses. En el siguiente gráfico se puede ver claramente cómo la dinámica diaria en la variación de las reservas



internacionales, desde diciembre, viene con saldos de compras por encima de las ventas netas de divisas.

### VARIACIÓN DIARIA DE LAS RR.II. (en millones de USD)

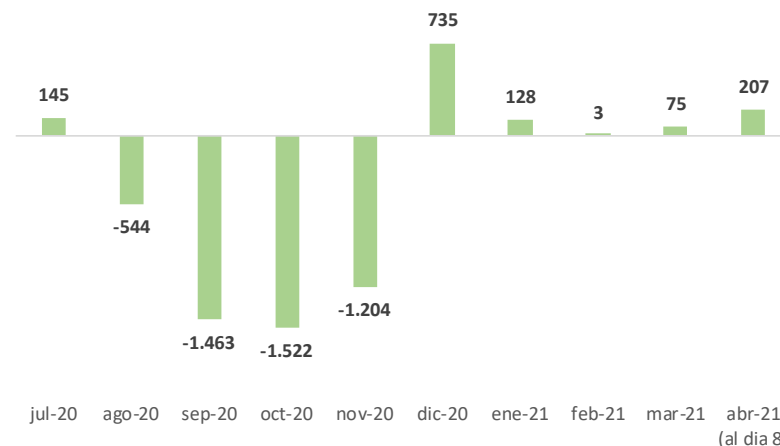


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

El saldo neto de variación de RR.II., como se dijo más arriba, fue positivo durante los últimos meses. En diciembre, las RR.II. se incrementaron US\$ 758 millones. Mientras que en lo que va del 2021 crecieron en US\$ 413 millones. Efectivamente resulta un quiebre con respecto a los cuatro meses anteriores, donde las Reservas se redujeron principalmente producto de salidas de depósitos en dólares y venta de divisas por parte del BCRA, sobre todo entre septiembre y noviembre. En febrero, si

sacamos el efecto pago de intereses de la deuda con el FMI, el saldo negativo fue de US\$ 596 millones, mientras que el saldo positivo fue de US\$ 667 millones, dando como resultado neto positivo unos US\$ 70 millones de las reservas diarias hasta el 8 de abril.

### SALDO MENSUAL DE LAS RR.II. (en millones de USD; abril hasta el día 8)



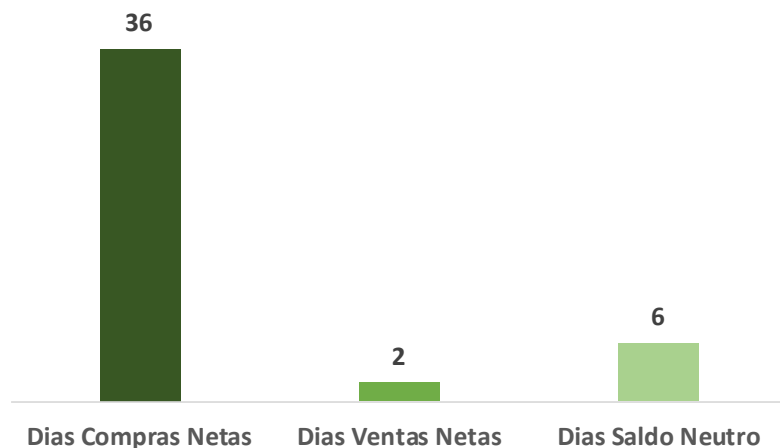
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Gran parte de la buena performance desde diciembre en las RR.II. se debe a la compra neta de divisas que viene logrando el BCRA. A partir de la estabilización de la brecha cambiaria, el incentivo al complejo agroexportador a liquidar y la menor

monetización del déficit fiscal gracias al buen funcionamiento del mercado de capitales local (lo que reduce la cantidad de pesos en la economía y por ende la demanda de dólares de la sociedad). Como se mencionó previamente, de 82 jornadas (desde el 1 de Diciembre del 2020), en 63 hubo compras netas de divisas por parte de la máxima entidad financiera; mientras que en tan solo 19 días hábiles hubo venta neta de divisas.

### CANTIDAD DE DÍAS DE COMPRA Y VENTA NETA DE USD POR PARTE DEL BCRA

(del 1 de febrero al 8 de abril)

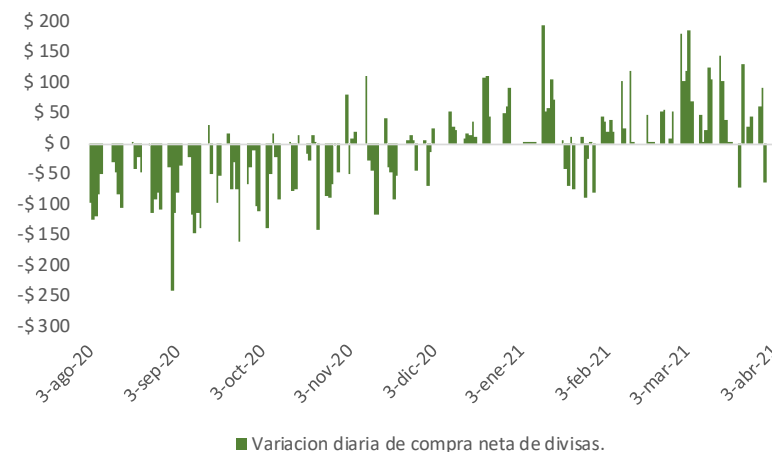


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Es claro el cambio de tendencia en relación al periodo agosto-noviembre 2020. Además, si observamos las variaciones diarias del primer trimestre del 2021, fueron más los días en que el BCRA logró hacerse de divisas en el mercado de cambios. Las compras netas en días hábiles fueron de 36, cuando las ventas netas solamente se hicieron en 2 jornadas.

### VARIACIÓN DIARIA DE COMPRA NETA DE DIVISAS

(en millones de USD)



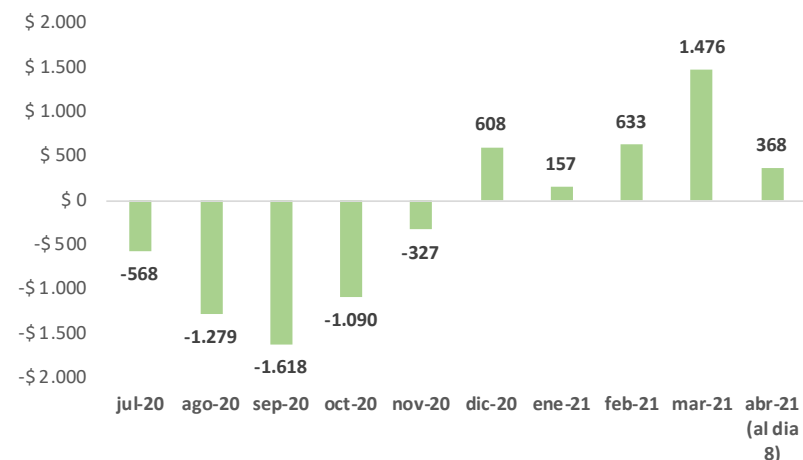
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Es por ello que, si observamos el saldo mensual en la compra neta de divisas por parte del BCRA, tanto en enero (US\$ 157

millones), como en febrero (US\$ 633 millones), y marzo (US\$ 1.476 millones), el resultado fue positivo. El BCRA tuvo un saldo neto de US\$2.634 millones en estos tres meses. Además, en lo que va de abril la dinámica es similar: en la primera semana, tuvo un saldo positivo por US\$ 368 millones. Por ende, es sumamente importante que pueda seguir manteniendo la dinámica actual, de compra de divisas y acumulación de Reservas, de cara a un año se espera que sea de recuperación económica (con la consecuente demanda de importaciones para insumos productivos que ello conlleva). Por otra parte, para seguir armonizando la macroeconomía luego del impacto de la pandemia del covid-19 (sumado a la herencia recibida) y los compromisos de deuda con organismos internacionales de crédito. Por lo cual, resulta deseable un BCRA con cada vez mayores RR.II., para así tener fuerzas ante eventos disruptivos (como puede ser un shock que impacte en el tipo de cambio o el empeoramiento sanitario de la pandemia) y tener capacidad de pago para los empréstitos contraídos.

## SALDO MENSUAL DE LA COMPRA NETA DE DIVISAS

(en millones de USD; abril hasta el día 8)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

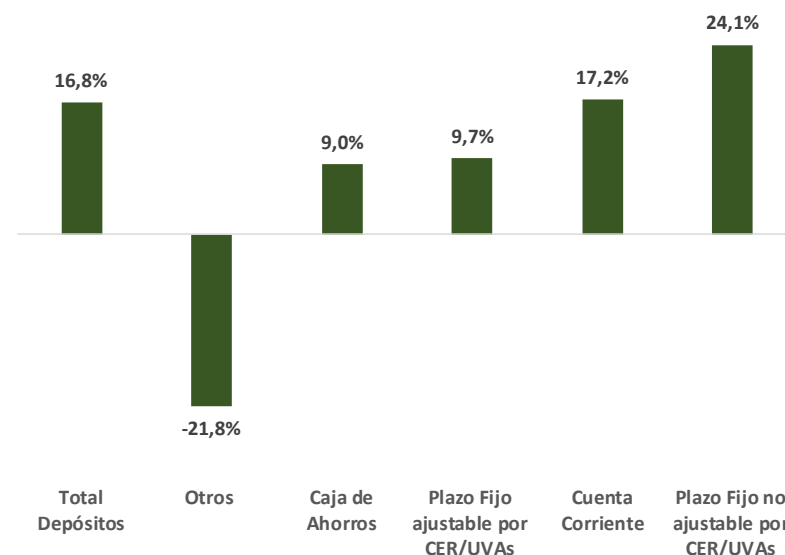
## DEPÓSITOS EN PESOS

Los depósitos del sector privado en pesos vienen experimentando una suba sostenida con intermitencias desde el último trimestre del año pasado. El incentivo al ahorro en pesos por parte de la actual administración mediante el establecimiento de tasas mínimas a los

depósitos a plazo y el control del mercado cambiario resultó en un aumento de las colocaciones por parte de los ahorristas. De modo, que el total de depósitos en el mes de marzo del corriente año alcanzaron los \$5.400.318 millones. Asimismo, los Plazo fijo no ajustable por CER/UVAs ascendieron a \$2.564.088 millones, por su parte, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro registraron montos expresados en millones por \$1.279.996 y \$1.349.892 respectivamente. De igual modo, los plazos fijos ajustables por CER/UVAs computaron \$98.634 millones. Por último, el valor de otros depósitos se ubicó en \$107.707 millones.

En los últimos doce meses, los depósitos del sector privado en pesos experimentaron un fuerte incremento interanual en términos reales. Dado que la gestión anterior llevó adelante una política monetaria contractiva con el objetivo de controlar la inflación e impuso controles en el mercado cambiario para contener el precio del dólar, los depósitos del sector privado en pesos disminuyeron como consecuencia de la incertidumbre reinante debido a la profunda crisis económica en la que se encontraba la economía argentina.

### VARIACIÓN % DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN PESOS (Marzo 2021 vs Marzo 2020, en pesos constantes)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

El total de las colocaciones del sector privado en pesos aumentaron, en términos reales, en marzo del año 2021 un 16,8% con respecto al mismo mes del año anterior. Otros depósitos experimentaron una caída de 21,8%. Asimismo, los Plazo fijo no ajustable por CER/UVAs crecieron un 24,1%. De

igual modo, los depósitos en cuenta corriente se incrementaron un 17,2%. Por último, las colocaciones en Caja de ahorro y en plazo fijo no ajustable por CER/UVAs presentaron subas de 9,0% y 9,7% respectivamente.

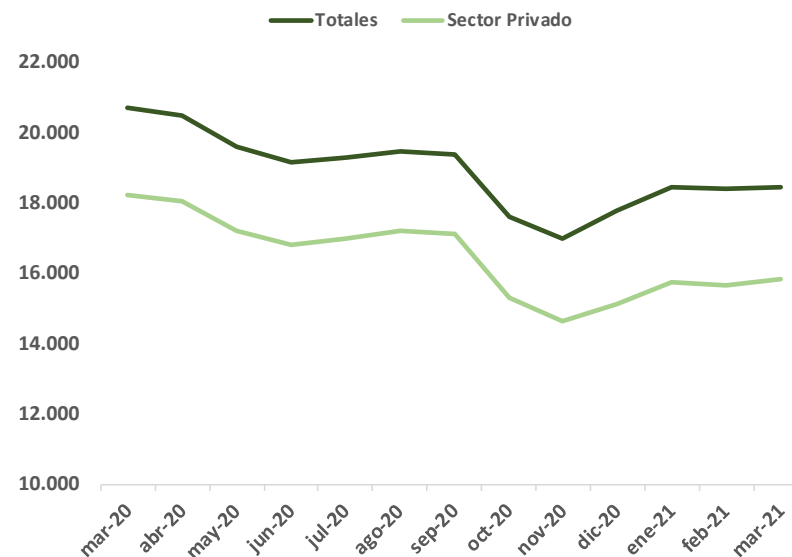
## DEPÓSITOS EN USD

Por el lado de los depósitos, es importante mencionar tres momentos. El primero, es el de cimbronazo cambiario entre septiembre y noviembre del 2020 con una salida de depósitos por US\$ 2.505 millones. El segundo, es la fuerte recuperación observada que va desde Diciembre a enero 2021 con una entrada de US\$ 1.506 millones en concepto de depósitos totales. Por último, un periodo de estabilidad en estos 3 meses del 2021 con ingresos de depósitos por U\$S 217 millones. Si observamos los saldos diarios netos de los depósitos totales, en lo que va de este año, nos encontramos con una entrada neta de U\$S 167 millones. Tanto marzo como abril son meses en los que ingresaron unos U\$S 213 millones. Mientras que en febrero las salidas fueron de U\$S 46 millones.

En cuanto al saldo en los depósitos mensuales en USD del sector privado, desde diciembre 2020 a marzo 2021, podemos registrar un incremento de U\$S 1.867 millones. Un dato a destacar es que en lo que va de abril ingresaron unos

U\$S 61 millones del sector privado, sumando así un total de U\$S 70 millones.

## EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS EN USD (en millones de USD)



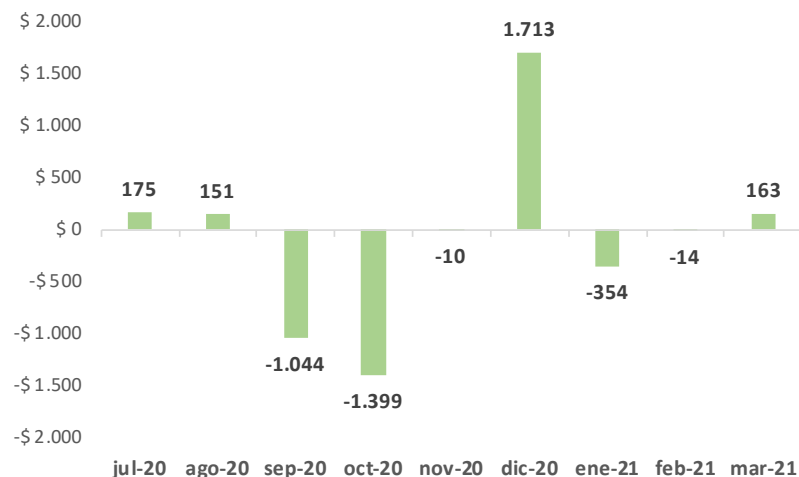
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

La mayor recuperación de los depósitos en USD se dio en diciembre, donde los depósitos del sector privado se

incrementaron en US\$ 1.271 millones. Es fundamental que siga consolidándose la estabilización lograda desde noviembre, dado que esto ayuda al objetivo de armonizar y tranquilizar la macroeconomía.

### SALDO MENSUAL DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN USD

(en millones de USD)



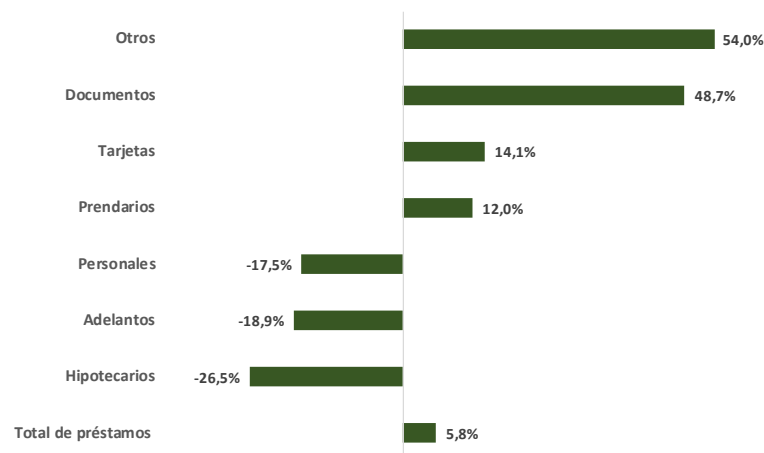
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

### PRÉSTAMOS

Los préstamos al sector privado en marzo del año 2021 crecieron interanualmente en términos reales un 5,8%. Asimismo, Otros, Documentos, Tarjetas y Prendarios mostraron subas de 54,0%, 48,7%, 14,1% y 12,0% respectivamente. Por su parte, Hipotecarios (26,5%), Adelantos (18,9%) y Personales (17,5%) retrocedieron en términos interanuales.

### VARIACIÓN % DE LOS PRÉSTAMOS DEL SECTOR PRIVADO EN PESOS

(Marzo 2021 vs Marzo 2020, en pesos constantes)

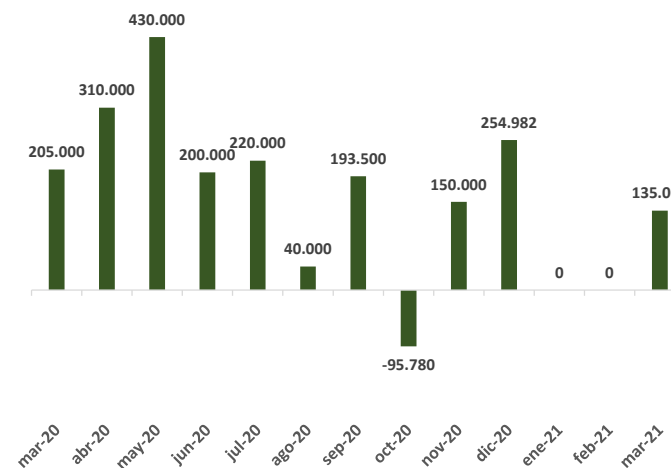


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

## ASISTENCIA AL TESORO

La necesidad y urgencia de financiamiento por los gastos extraordinarios impuestos por la pandemia del covid-19 implicaron que en su inmensa mayoría se hayan financiado a través de la emisión monetaria. Esto fue así porque, por un lado, la caída de los ingresos estatales por el desplome de la recaudación tributaria redujo fuertemente el canal tributario para financiar gastos, y por el otro, el cierre de financiamiento externo por el default heredado y la re-negociación con los bonistas privados en el medio, por lo que anuló el canal del endeudamiento externo para financiar dichos gastos. Por ende, el canal de financiamiento fue únicamente la emisión monetaria.

## ASISTENCIA AL TESORO POR PARTE DEL BCRA (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

En este sentido, como se observa en el gráfico, el financiamiento directo del BCRA al tesoro, que se ve en la suma de adelantos transitorios y transferencia de utilidades, fue el mecanismo principal de financiamiento. Desde febrero a mayo fue aumentando mes a mes la asistencia al tesoro, llegando al punto máximo en mayo, cuando se transfirieron \$430.000 millones en concepto de adelantos transitorios + transferencias de utilidades. Luego, gradualmente fue reduciéndose el financiamiento via emisión, a medida que se

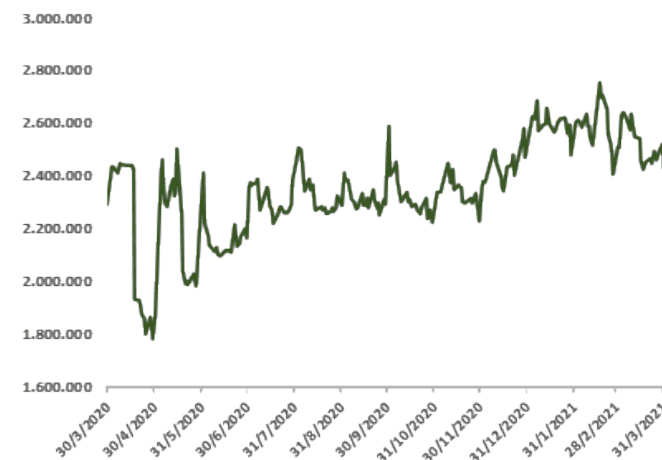
fue recuperando la recaudación tributaria y también gracias a que el gobierno avanzó en la reconstrucción del mercado de capitales local, luego del default en pesos realizado a través de “reperfilamiento” de vencimientos en septiembre 2019 por la administración anterior. La posibilidad de incrementar el financiamiento del Tesoro a través del mercado de capitales local (emitiendo bonos) viene reduciendo la necesidad de asistencia al Tesoro por parte del BCRA, por lo que la monetización del déficit comenzó a achicarse. Incluso, en octubre hubo devolución de adelantos transitorios por parte del Tesoro en -\$95.780 millones. Si bien en diciembre hubo asistencia del BCRA por \$254.982 millones (producto de las necesidades por el nivel de gasto que implica dicho mes) dicha fue menor a la realizada en diciembre 2019. Enero y febrero del año 2021 comenzó sin asistencia por parte del BCRA (al igual que enero 2020). Sin embargo, en marzo la asistencia del BCRA ascendió a \$135.000 millones, la misma no se vio reflejada en la expansión de la base monetaria, porque una parte importante se destinó a la compra de dólares para hacer frente a los pagos de la deuda pública. Las intenciones del gobierno de cara a 2021 son reducir la necesidad de financiamiento via asistencia del BCRA, por dos canales: en primer lugar, dándole un rol cada vez más protagónico al mercado de capitales local, que viene desde el segundo semestre aceptando de manera positiva las colocaciones del Tesoro y, en segundo lugar, consiguiendo mayor financiamiento externo a través de organismos multilaterales (Banco Mundial, BID, etc), que suelen brindar créditos accesibles para inversiones en infraestructura y distintos programas productivos. Esto puede permitir, de

conseguirse, menores grados de monetización del déficit que en 2020.

## BASE MONETARIA

La base monetaria exhibió un incremento a finales de marzo del corriente año de \$23.409 millones, con respecto al cierre del mes de febrero. Si bien, la base monetaria en marzo se expandió en 1,0%, la trayectoria de la misma muestra una tendencia a la baja con intermitencias desde finales del año pasado.

### EVOLUCIÓN DE LA BASE MONETARIA (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.