

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas de divisas del Banco Central, suba de tasas y financiamiento neto del Tesoro**
- **Tipo de cambio oficial y paralelo: precios en perspectiva histórica**
- **Deuda externa del sector privado: dinámica 2022 y primer trimestre 2023**

Editorial: Ventas de divisas del Banco Central, suba de tasas y financiamiento neto del Tesoro

El Banco Central vendió USD 60 millones esta semana, en un contexto de mayor volatilidad financiera. De esta forma, interrumpió una racha de dos semanas en terreno positivo, cuando había sumado USD 210 millones la semana pasada y USD 300 millones -vale destacar que el viernes pasado había sido particularmente favorable, producto de un cambio de normativa en la compra de divisas para importación de bienes que pospuso ciertas operaciones que se habrían normalizado esta semana-. El cambio de posición se explicó por las menores ventas del sector agropecuario (USD 145 millones vs. USD 115 millones promedio diario), a la vez que las compras del resto de la economía treparon de USD 95 millones promedio diario a USD 125 millones.

En las últimas cinco ruedas, el tipo de cambio oficial avanzó 1,8%, equivalente a un crecimiento mensual de 7,4%. De esta forma, la tasa mensual de depreciación del peso se aceleró 0,9 p.p. respecto del avance de la semana pasada (+1,6% semanal y +6,5% de TEM) y de 1,4 p.p. en relación con el acumulado de marzo. Como resultado, el tipo de cambio trepó 6,5% nominal en abril, en línea con la mayor nominalidad que reflejó el IPC de marzo. Por su parte, el tipo de cambio financiero (MEP AL30) creció 0,5% en las últimas cinco ruedas, cerrando abril apenas por encima de los 400 ARS/USD y dejando la brecha apenas por debajo del 100% y marcando una leve baja en relación con el viernes pasado.

Dicho esto, el máximo de esta semana fue el martes, cuando el tipo de cambio financiero rozó los 452 ARS/USD y la brecha se ubicó en torno del 105%. En este escenario, y en pos de “propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y de actuar para preservar la estabilidad monetaria y financiera”, el Banco Central elevó en 10 p.p. su tasa de interés de política monetaria este jueves. Así, el rendimiento de las LELIQs a 28 días saltó de 81% de TNA a 91%, equivalente a una tasa efectiva mensual de 7,6%, en línea con la inflación de marzo (+7,7%) y 0,4 p.p. por encima de la suba del IPC Núcleo (+7,2%). Asimismo, este porcentaje está 1,6 p.p. por encima de la inflación esperada para abril por el Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central de marzo, número que se actualizará esta semana (posiblemente al alza, dado que la estimación de marzo quedó 0,7 p.p. por debajo del dato efectivo).

En otro orden, sobresale que este miércoles el Tesoro más que financió sus vencimientos por ARS 0,95 billones -mayormente en manos privadas, dado que eran tenedores que no habían entrado al canje de marzo-, colocando cerca de ARS 1,15 billones y logrando una tasa de rollover cercana al 120%. De estos, casi 7 de cada 10 pesos fueron a bonos duales con vencimiento en abril de 2024, a la vez que el 15% fue a títulos ajustables por CER y el resto a letras a descuento a tasa fija que pagaron una tasa efectiva mensual de 7,4%. Como resultado, el Ministerio de Economía captó ARS 1,37 billones en abril, más que financiando sus obligaciones por ARS 1,15 billones y obteniendo una tasa de rollover cercana al 120% en el mes.

Asimismo, resalta que el viernes pasado, 21 de abril, Hacienda solicitó su segundo Adelanto Transitorio al Banco Central, esta vez por ARS 0,1 billones. De esta forma, los giros acumulan ARS 0,23 billones en lo que va del año, dejando un margen de ARS 0,14 billones para mayo y junio, según los toques nominales de asistencia pautados con el FMI, meses en los cuales los vencimientos de deuda ascienden a ARS 0,8 billones y ARS 1,25 billones, respectivamente.

Tipo de cambio oficial y paralelo: precios en perspectiva histórica

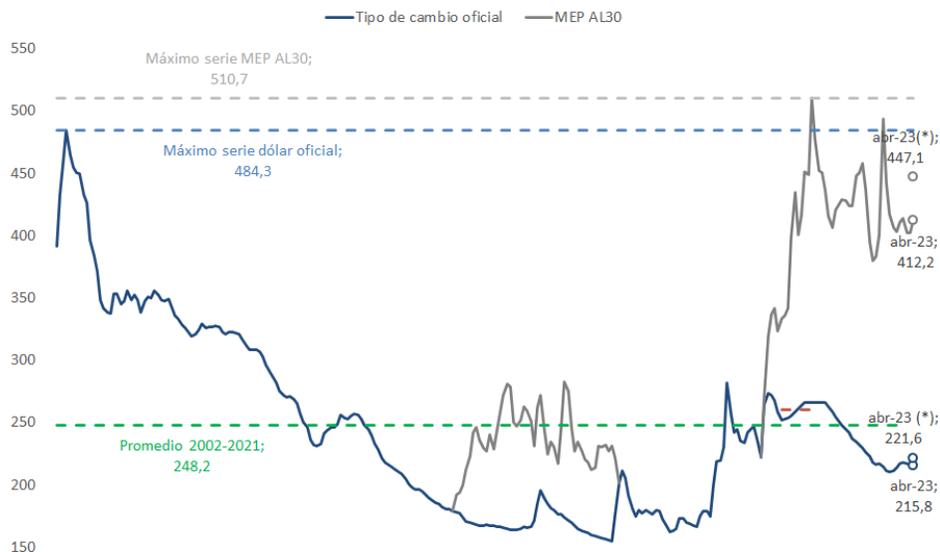
En 2021, el tipo de cambio oficial subió la mitad que el nivel general de precios (+23,3% i.a. y +50,8% i.a., respectivamente) y el tipo de cambio real multilateral se atrasó 17,6% en un año. En la misma línea, el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos cayó 12,7% en el segundo año de gestión del Frente de Todos. Esta dinámica se repitió en 2022: el dólar oficial avanzó 69,7%, quedando más de 25 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de una inflación que sumó 94,8% en el año. Como resultado, el tipo de cambio real multilateral se redujo 8,9%, a la vez que el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos se atrasó 6,6%. En ambos casos, una inflación internacional en torno del 5% anual moderó el proceso de fortalecimiento del peso.

En términos de precios y a valores de hoy, el dólar oficial promedió ARS 250 en 2021, cerrando el año en ARS 232,1 y ARS 217,5 en 2022. El año pasado, el piso fue de ARS 210,4 en septiembre, para avanzar 3,1% en el último cuatrimestre, producto de una baja mayor de la inflación que la anticipada *ex ante*, cerrando el año en línea con el promedio. Se observa así el abaratamiento de la divisa en el mercado oficial, consistente con un encarecimiento relativo de nuestra producción y un deterioro de nuestra competitividad precio.

A nivel histórico, el tipo de cambio oficial real multilateral promedió ARS 445 en 2002, con un pico de ARS 485. Asimismo, el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos se ubicó en torno de ARS 330 entre 2003 y 2007. De estos números se desprenden dos conclusiones iniciales. Por un lado, que en la actualidad el dólar está por debajo de la época de “tipo de cambio real competitivo”, que motivaba un saldo comercial favorable, producto de, entre otras cosas, un poder de compra en moneda extranjera reducido que, en simultáneo con un nivel de demanda interna menor que el actual, daban lugar a superávits de cuenta corriente sucesivos y relevantes.

Por el otro, que los precios que alcanzó el tipo de cambio paralelo esta semana están por encima de lo que la economía argentina, al menos por su lado real, exige: *ceteris paribus*, los mismos más que cierran cualquier eventual desequilibrio de cuenta corriente. Si bien es cierto que excesos de oferta de pesos pueden transformarse en excesos de demanda de divisas, máxime en contextos de incertidumbre y alta volatilidad y nominalidad -horizontes de proyección reducidos-, no por eso se convierten en valores sostenibles o “racionales” desde el punto de vista macroeconómico -sin incorporar a los análisis variables de ingresos ni sociales, números imposibles de saltar cuando se piensan estos precios relativos-.

Gráfico 1 – Tipo de cambio real bilateral a precios de hoy. Base: abr-23=215,8. abr-23(*): valores al 27/04/23. Fuente: BCRA y Bloomberg.



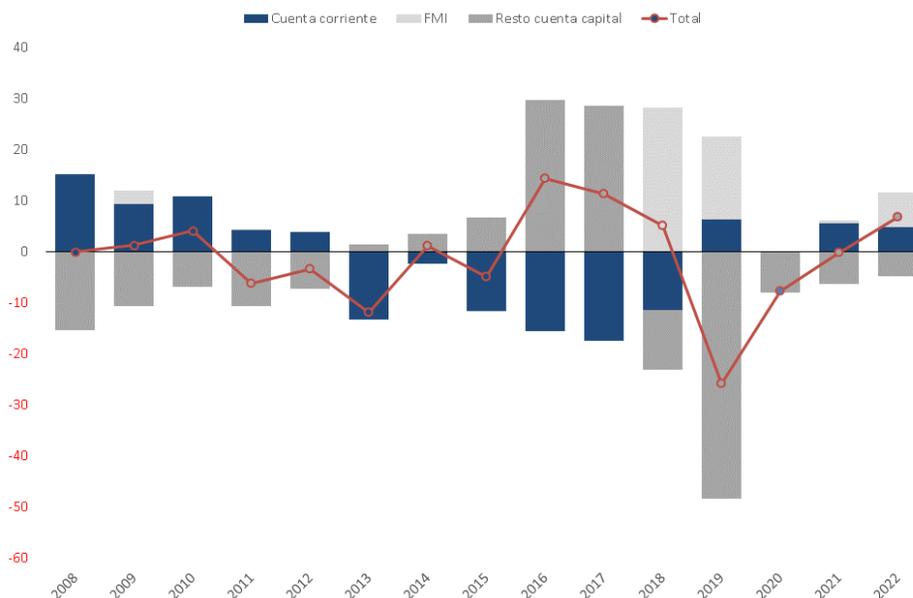
Por su parte, entre 2008 y 2011 el dólar oficial promedió ARS 225 de abril 2023, aunque cerró este período en torno de los ARS 180, es decir, muy por debajo de los niveles actuales. Más aún, a fines de 2013 la divisa se ubicaba alrededor de ARS 170 de hoy, de modo que la competitividad precio de entonces era todavía menor. En 2014, luego de la corrección, este valor rondó los ARS 190, por lo que tampoco llegó a los niveles actuales. Por último, en 2015 el promedio fue de ARS 160, es decir, todavía por debajo de los mínimos anteriores.

En 2016, la eliminación de retenciones impactó positivamente en la competitividad de ciertos bienes manufacturados de origen agropecuario -por razones metodológicas, los productos primarios no se incluyen en los cálculos del tipo de cambio real ya que se considera que su competitividad precio viene dada por otros factores-. En un sentido similar, la flexibilización del mercado de cambios y la consecuente devaluación también redujeron los costos internacionales de la economía argentina. No obstante, y tal como se puede observar en el gráfico, los máximos alcanzados fueron similares a los niveles actuales, quedando, incluso, levemente por debajo (ARS 205 en febrero, por caso).

En 2017, el fuerte influjo de capitales externos fortaleció al peso, ubicando la paridad en torno de los ARS 170. Empero, vale destacar que esta dinámica, en simultáneo con la desregulación del comercio exterior y el avance tecnológico -que deterioró nuestra balanza de bienes y servicios, en tanto los bienes electrónicos y el turismo ganaron terreno- llevaron al déficit de cuenta corriente a más de USD 30.000 millones en el año, volviendo insostenible *ex post* para nuestra economía y sembrando el terreno para las sucesivas corridas cambiarias de 2018. En consecuencia, no por observado este nivel se mostró deseable o sostenible.

En el tercer año de gestión de Cambiemos, el tipo de cambio llegó a un máximo de ARS 280 actuales en septiembre, quedando en ARS 245 en diciembre, valor que promedió en la segunda mitad del año. En 2019, la tendencia de atraso prevaleció hasta agosto, cuando el dólar quedó en ARS 220 actuales, para saltar luego a ARS 275 producto de un escenario de tensiones financieras en un marco de libre movilidad de capitales y cuentas externas desreguladas. Nuevamente, se verifica que los valores de equilibrio, incluso en escenario de *stress* y mayores restricciones a la compra de divisas como entonces.

Gráfico 2 – Balance cambiario acumulado anual. En USD miles de millones.



A modo de conclusión, vale decir que el tipo de cambio actual se ubica algo por debajo del promedio histórico (ARS 248,2), pero no particularmente desalineado. Más aún, vale decir que hubo momentos de mayor fortaleza externa del peso, incluso en períodos de mayor nivel de actividad interno y consecuente mayor

demanda de importaciones, a la vez que los términos de intercambio, es decir, el poder de compra en divisas de nuestras exportaciones, no necesariamente era mayor. Más aún, podemos destacar que, si bien los valores que tocó el tipo de cambio paralelo esta semana no son los máximos del período 2020-2023 (en octubre 2020 se superaron “cómodamente” los ARS 500), los mismos no representan adecuadamente los *fundamentals* de la coyuntura.

Dicho esto, vale destacar que el *shock* climático adverso puede tener un efecto sobre la competitividad externa: el tipo de cambio depende de flujos -máxime en un contexto de bajas reservas netas-, por lo que los menores volúmenes cosechados y enviados al resto del mundo inevitablemente reducirán la entrada bruta de divisas, pudiendo redundar en episodios de tensión si no son compensados con menores salidas por importaciones -de bienes o servicios- o nuevas entradas de capital -privadas, multi o bilaterales y, especialmente, comerciales o financieras (ver sección siguiente)-.

Deuda externa del sector privado: dinámica 2022 y primer trimestre 2023

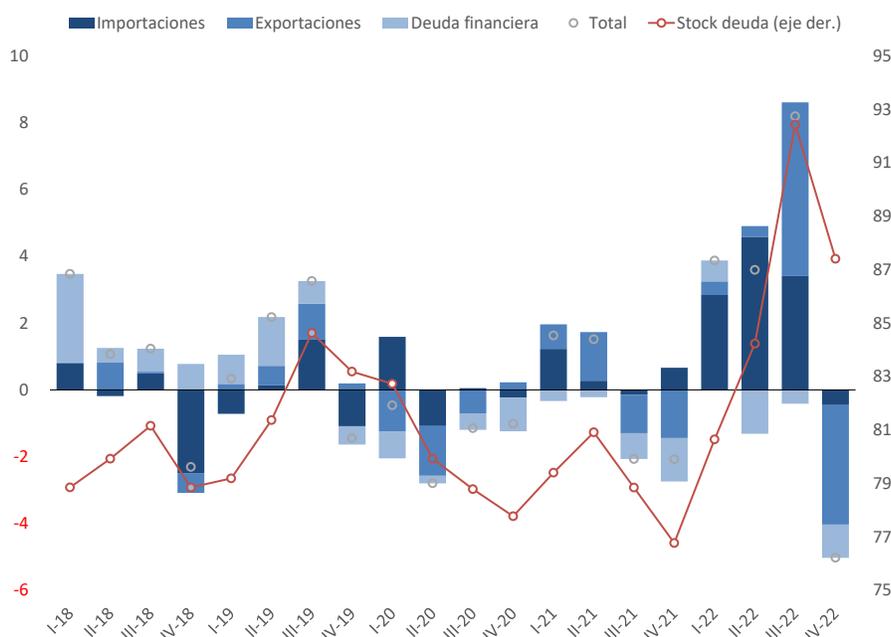
En 2022, el stock de deuda externa del sector privado creció 13,9%, pasando de USD 76.800 millones al cierre de 2021 a USD 87.400 millones el año pasado. Si bien este número representa una caída de USD 5,4% en comparación con los USD 92.400 millones de septiembre 2022, es el segundo mayor valor de la serie histórica. Este ahorro se explicó esencialmente por la menor deuda comercial por exportaciones de bienes (USD -3.600 millones, pasando de USD 11.000 millones a USD 7.400 millones), ya que la primera edición del Programa de Incremento Exportador había adelantado el cobro de algunos envíos todavía no realizados -en pos de “vender temporariamente caros los dólares”, muchas firmas del sector habían prefinanciado sus operaciones-. En este sentido, sobresale que la segunda edición del Programa, la de diciembre, también aumentó este stock en comparación con los valores previos (USD 7.400 millones contra USD 5.300 millones en el primer semestre y USD 6.400 millones en 2021), pero en un menor monto que la primera.

El crecimiento de la deuda externa del sector privado obedeció a los pasivos comerciales (USD +12.735 millones, llegando a USD 49.150 millones de *stock*), en tanto los financieros se redujeron USD 2.100 millones durante el año pasado. Tal como marcamos en el primer párrafo, las obligaciones por exportaciones de bienes treparon USD 2.350 millones en 2022, a la vez que las correspondientes a las importaciones saltaron USD 8.600 millones. Así, llegaron a USD 31.000 millones, lo que representa un pico histórico: entre 2017 -primer dato disponible- y 2021, el anterior máximo había sido USD 25.000 millones en el tercer trimestre de 2018.

Por su parte, las operaciones a plazo vinculadas con importaciones de servicios crecieron USD 1.800 millones durante el año pasado, superando el stock de USD 10.100 millones. En este sentido, vale destacar la incidencia que viene ganando esta deuda en relación con las operaciones de bienes: mientras que los pasivos por compras de servicios representaron un 28,4% de los de compras de bienes entre 2017 y 2021 (y 25% entre 2017 y 2019), este porcentaje cerró 2022 en 32,7%.

Este cambio obedece a dos dinámicas. En primer lugar, al mayor flujo de intercambio externo de servicios, una tendencia que viene ganando peso en los últimos años producto de los avances tecnológicos. En segundo, a las propias lógicas del control de cambios, que motivan la importación de estos rubros, con menor administración de cantidades que los bienes (distinto es el caso de los precios, donde existe, por ejemplo, el “dólar turista”).

Gráfico 1 – Deuda externa del sector privado, en USD miles de millones. Fuente: BCRA.



Más allá de los números, este escenario refleja una dinámica que venimos comentando de manera regular: el deterioro de la balanza comercial no se está traduciendo en un menor saldo cambiario por bienes, al menos en lo inmediato, producto del financiamiento externo a la compra de bienes. En este punto, sobresale que la mayor fuente de financiamiento viene siendo las empresas del mismo grupo (USD +7.815 millones en 2022), ya que los bancos y otros tenedores financieros redujeron en casi USD 2.500 millones su exposición a las firmas locales (la diferencia se explica por la cuenta “Otras fuentes privadas”, que sumó USD 5.260 millones a este cálculo).

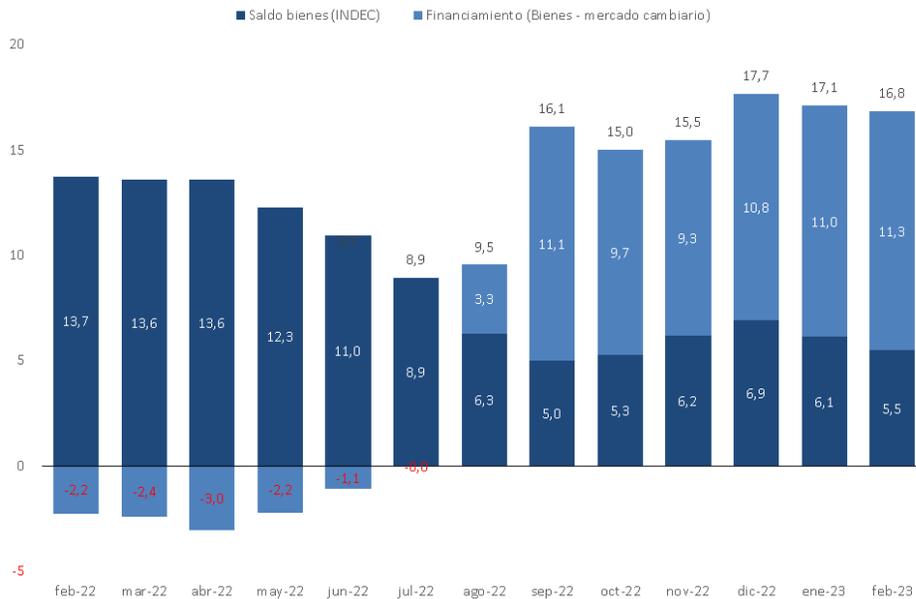
En otros términos, esto implica que i) hay un menor superávit comercial, pero que ii) vienen quedando más divisas netas en nuestro país producto de la contracción de obligaciones, a la vez que iii) los principales acreedores son comerciales, donde sobresalen las mencionadas empresas multinacionales y proveedores. A nivel macroeconómico, esto tiene dos implicancias relevantes, quizás contrapuestas entre sí. Por un lado, modera el impacto negativo sobre el plano cambiario -y sobre reservas- del menor saldo comercial. Por el otro, incrementa la exposición externa de las firmas locales, incrementando las necesidades futuras de divisas y los potenciales perjuicios de una corrección del tipo de cambio oficial, resultado del mayor riesgo y penetración del descalce de moneda.

En consecuencia, según cómo se cancele la deuda -refinanciacines, nuevos flujos, concentración del perfil de vencimientos- y cómo sea el escenario externo de nuestro país para entonces -términos de intercambio y cantidades, donde los recortes de producción a los que fuerza la sequía podrían agravar los problemas-, predominarán los aspectos positivos o los negativos del esquema: la toma de deuda relaja la situación actual, pero puede tensar los escenarios posteriores, especialmente si en el camino no se generan condiciones para mejorar el repago.

En el primer trimestre de 2023, esta dinámica se habría profundizado. Si bien al momento no tenemos datos de deuda del Banco Central, sí tenemos información sobre el mercado cambiario, de modo que al compararlo con los números de Aduana podemos estimar la trayectoria de los pasivos netos. En este sentido, sobresale que en enero y febrero de este año esta dinámica se habría profundizado, sumando alrededor de USD 1.400 millones al stock. Los números de marzo de Aduana están publicados (las importaciones cayeron 4,3% i.a.),

pero no la del Banco Central: ésta se conoció al cierre de este informe, por lo que no podemos afirmar que se haya repetido la tendencia del primer bimestre. No obstante, considerando la dinámica del mercado cambiario, podemos descartar una reversión de los flujos.

Gráfico 2 – Balance comercial y balance cambiario por bienes acumulado doce meses. En USD miles de millones. Fuente: BCRA.



En síntesis, resalta que en el último tiempo los pasivos externos del sector privado vienen creciendo de manera acelerada, especialmente en el caso de las empresas grandes. Esta dinámica atenúa el impacto en reservas del menor superávit comercial, lo que permite reducir las tensiones cambiarias en relación con un escenario de “pago total contado” (los Programas de Incremento Exportador profundizan estos descalces temporales, en tanto suman el adelanto de los cobros a la posposición de los pagos).

No obstante, y en el mismo movimiento, también incrementa la fragilidad de nuestra economía y potencia los potenciales efectos de hoja de balance de una eventual corrección del tipo de cambio oficial -activos en pesos, pasivos en dólares-. Por lo tanto, si en el momento de los pagos -el perfil de vencimientos no es público- la solidez externa es mayor que la actual, esta decisión habrá suavizado las presiones. Por el contrario, si la solidez es menor, el mayor endeudamiento podría agravar los problemas en momentos de “sequía” o de discusiones en torno del atraso cambiario.

Principales variables

Calendario y anexo semana económica

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
Actividad						
PIB	%	IV-22	-1,5%	1,9%	INDEC	22-jun-23
EMAE	%	feb-23	-0,0%	0,2%	INDEC	23-may-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	feb-23	6,0%	97,4%	INDEC	10-may-23
Salarios reales INDEC	%	feb-23	-0,6%	-1,5%	INDEC	10-may-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB	mar-23	3,0%	17,8%	Hacienda	22-may-23
Gasto primario	% PIB	mar-23	3,4%	20,0%	Hacienda	22-may-23
Resultado primario	% PIB	mar-23	-0,4%	-2,5%	Hacienda	22-may-23
Resultado financiero	% PIB	mar-23	-0,9%	-4,1%	Hacienda	22-may-23
Precios						
IPC Nacional	%	mar-23	7,7%	104,2%	INDEC	12-may-23
IPC Núcleo, nacional	%	mar-23	7,2%	102,1%	INDEC	12-may-23
Comercio exterior						
Exportaciones (INDEC)	USD M	mar-23	5.723	84.911	INDEC	24-may-23
Importaciones (INDEC)	USD M	mar-23	6.782	80.756	INDEC	24-may-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	mar-23	-1.059	4.155	INDEC	24-may-23
Balance cambiario						
Bienes (BCRA)	USD M	feb-23	2.023	0	BCRA	28-abr-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	feb-23	-81	10.627	BCRA	28-abr-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	feb-23	-1.157	-7.788	BCRA	28-abr-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	27-abr-23	222,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	27-abr-23	1,4		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	27-abr-23	441,6		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	27-abr-23	2,8		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	27-abr-23	36.104		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	24-abr-23	12.032		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	24-abr-23	18.835		BCRA	Diaria
BIS	USD M	24-abr-23	3.142		BCRA	Diaria
Resto	USD M	24-abr-23	2.096		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	26-abr-23	6,7%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	26-abr-23	6,3%		BCRA	Diaria
Letra del Tesoro (LEDE)	% TEM	abr-23	7,3%		Hacienda	Mensual
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	27-abr-23	5,0	4,8%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	27-abr-23	6,9	7,5%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	27-abr-23	524,3	-11,0%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	27-abr-23	305,3	-20,3%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	27-abr-23	525,6	-15,1%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	27-abr-23	74,8	-21,6%	Bloomberg	Diaria

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.