

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, pagos al FMI y movimiento del tipo de cambio**
- **Actividad: comparación con otros años electorales, ¿qué tiene de especial 2023?**
- **Mercado de cambios: ¿soluciones estructurales a problemas transitorios?**

Editorial: Compras del Banco Central, pagos financiados al FMI y movimiento del tipo de cambio

El Banco Central compró USD 540 millones esta semana, encadenando así su segunda semana al hilo en terreno positivo (la anterior había adquirido USD 735 millones en el mercado). La ampliación de la tercera edición del Programa Incremento Exportador a maíz y cebada permitió sumar USD 1.600 millones desde su puesta en marcha el 25 de julio, revirtiendo la posición vendedora que predominaba desde fines de mayo -entre junio y la primera mitad de julio, la autoridad monetaria vendió USD 2.400 millones, de modo que todavía resta espacio para recuperar esas salidas-. Por su parte, las menores ventas al resto de la economía también fueron fundamentales para el cambio de posición: éstas pasaron de USD 580 millones promedio semanal en junio y USD 770 millones en las primeras tres semanas de julio a USD 200 millones la semana pasada y USD 100 millones en la primera de agosto. En consecuencia, una mayor oferta del sector agropecuario, incentivado hasta fin de agosto por un tipo de cambio preferencial de 340 ARS/USD, y menores ventas al resto de los sectores, explicaron el cambio.

En términos de composición de cartera, las salidas de yuanes sumaron casi CNH 1.000 millones esta semana, equivalentes a USD 140 millones a un tipo de cambio promedio de 7,17 CNH/USD. De esta forma, las operaciones de comercio exterior con la moneda china acumulan CNH 2.675 millones. Ahora bien, el pasado 30 de junio se cancelaron alrededor de USD 1.100 millones de capital con el FMI con esta moneda, operación que se reeditó el lunes 31 de julio: los tres pagos de julio al Fondo se concentraron en un solo día, cancelándose USD 1.700 millones con Yuanes y USD 1.000 millones con financiamiento de la Corporación Andina de Fomento (CAF) que debería ser repuesto en el corto plazo. Como resultado, el monto total de Yuanes utilizados hasta el momento roza los USD 5.500 millones, incluyendo operaciones de cuenta corriente y cuenta capital.

En materia de pagos al FMI, este viernes también se cancelarán los vencimientos de interés de agosto, que suman poco más de USD 720 millones. La operación estará mediada por un Acuerdo de Facilidad con el estado qatarí por DEGs 580 millones, equivalentes a poco más de USD 750 millones y con vencimiento el próximo 6 de septiembre -según la publicación del *staff* del Fondo de la semana pasada, el organismo multilateral le transferiría alrededor de USD 7.500 millones a nuestro país en el corto plazo, monto que serviría, entre otras cosas, para honrar este nuevo compromiso-. Asimismo, vale destacar que la tasa de interés se ubica en torno del 4% anual, de modo que es neutra en términos de DEGs, ya que es el mismo rendimiento que devenga esta moneda, a la vez que debería sumársele un 3% adicional en caso de traspasar la fecha de devolución pactada. De esta manera, se despejarían los vencimientos con el Organismo Multilateral hasta el 21 de septiembre, fecha en que corresponderá abonar DEGs 688 millones, equivalentes a poco menos de USD 920 millones.

Por el lado de la deuda en pesos, el próximo domingo 13 de agosto vencen ARS 700.000 millones en títulos ajustables por inflación, pagaderos el viernes 11. Por este motivo, el próximo jueves 10 de agosto tendrá lugar la primera licitación del Tesoro del mes. La segunda será el viernes 18, pero para ese entonces no quedan compromisos relevantes (en el total del mes vencen ARS 730.000 millones), por lo que podría servir para captar financiamiento neto y relajar otras formas de asistencia.

Finalmente, en los últimos días se observó cierta aceleración del tipo de cambio A3500, que cerró la semana en 279,3 ARS/USD, avanzando 2,1% respecto del viernes pasado, equivalente a 9,2% mensualizado. La semana pasada estos porcentajes habían sido de 1,5% y 6,9%, respectivamente, en tanto el dólar subió 7,1% en el promedio mensual de julio.

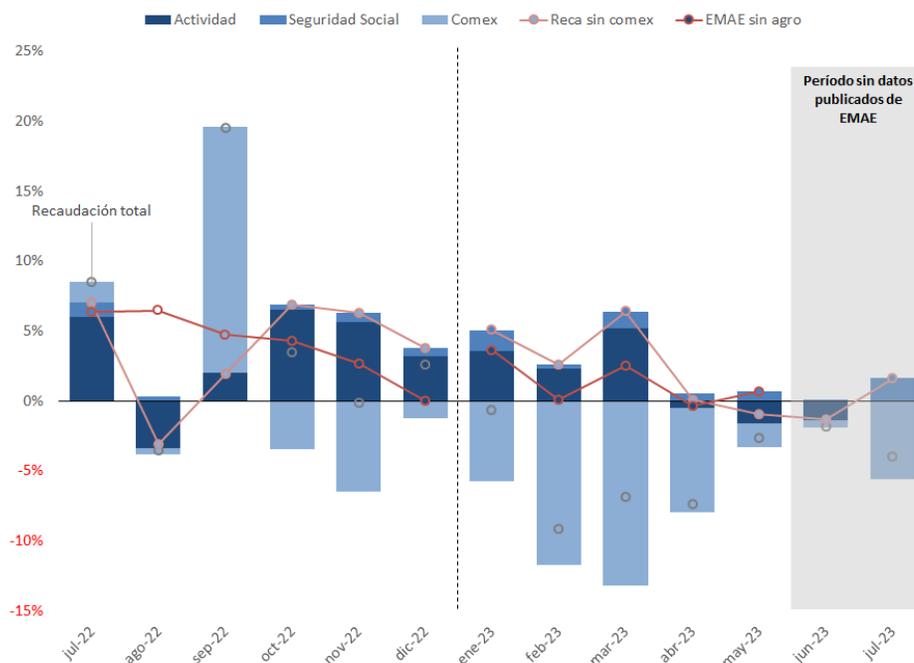
Actividad: comparación con otros años electorales, ¿qué tiene de especial 2023?

En mayo, la economía cayó 5,5% i.a. según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) que elabora INDEC. Asimismo, se mantuvo virtualmente estable respecto de abril (-0,1%), pero quedó casi 2% por debajo de marzo: en el cuarto mes del año, la producción había retrocedido 1,8% y no se recuperó en mayo. Mirando estos números, pareciera que la actividad “viene mal”: en rojo respecto de 2022 y también del arranque de este año.

Ahora bien, al aislar el efecto de la sequía, este panorama mejora de manera relevante. A nivel interanual, 3,7 p.p. de los 5,5 p.p. de caída de mayo los explicó el agro (-42,8% i.a. y un peso de 8,6% en el total), de modo que el retroceso se reduce a 1,8% i.a. sin este sector. En la misma línea, si bien continúa el estancamiento de abril (+0,1% la serie sin estacionalidad y sin agro, elaborada por la Gerencia de Estudios Económicos a partir de los datos de INDEC), el rojo respecto de marzo se transforma en un avance de 0,3%.

Así, la actividad acumuló un avance de 1,8% en los primeros cinco meses del año, dinámica que no se habría alterado significativamente en junio ni julio, según los principales indicadores adelantados. Por caso, la recaudación de AFIP cayó 1,6% i.a. en términos reales en junio al excluir a los derechos de exportación del cálculo, a la vez que creció 2,1% i.a. en julio. En tanto, en mayo, había retrocedido 1,3% i.a., algo menos que el nivel de actividad sin agro, por lo que no se habría verificado un deterioro relevante en los meses sin datos.

Gráfico I – EMAE sin agro y recaudación, variación interanual real. Fuente: AFIP e INDEC.



Retomando el análisis de algunos informes atrás (ver **Semana Económica 785**), vuelve a cobrar sentido la pregunta acerca de qué motiva esta dinámica: ¿por qué en un contexto de elevada nominalidad e incertidumbre -la falta de precisiones sobre el futuro desalienta la inversión y el consumo a plazo-, y de política fiscal y cambiaria no expansiva, la demanda sigue creciendo? En primer lugar, vale decir que, a diferencia de 2021 y 2022, la masa salarial no estaría ayudando de manera significativa, por lo que habría que seguir investigando.

En el informe mencionado, analizamos la dinámica del crédito: si bien la tasa de interés se ubicaba por encima de la inflación esperada, decíamos, las expectativas de devaluación podían estar motorizando el crédito al

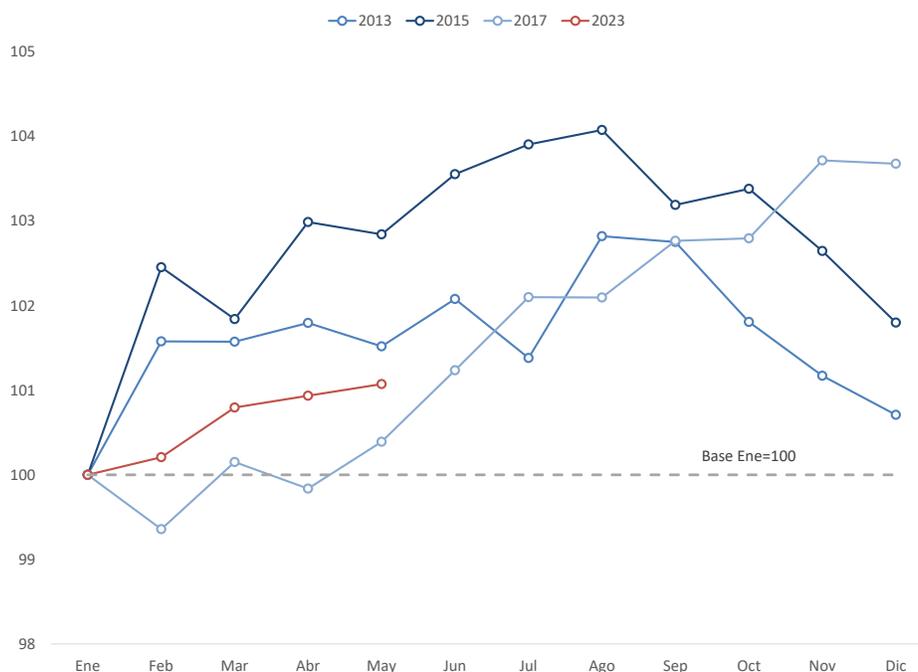
al sector privado. En primer lugar, vale destacar que desde ese entonces se aceleró la inflación esperada: tal como explicamos en el **Semana Económica 786**, el impacto nominal de la extensión del impuesto PAIS a las importaciones de bienes y servicios sería acotado en el año y la tendencia, pero relevante en agosto y posiblemente también en septiembre a nivel puntual (de manera directa y a través de sus efectos de segunda ronda). En consecuencia, se atenuó parte del carácter contractivo de la política monetaria en lo inmediato.

Asimismo, aunque el tipo de cambio oficial se movió en línea con el nivel de precios en los últimos veinte días (+6,6%), de modo que no se habría atrasado en términos reales -especialmente luego de descontar la inflación internacional-, los tipos de cambio financieros lo hicieron más rápidamente: +8,4% en el caso del MEP y +12,4% en el del CCL. Un mes atrás, esta diferencia era sustancialmente menor (0,6 p.p. entre el tipo de cambio oficial y los financieros), por lo que parte de nuestra hipótesis de cobertura parece estar materializándose.

Reforzando esta línea, entonces, podemos pensar en qué se parece el arranque de 2023 a otros episodios con expectativas de devaluación, para así entender mejor qué tiene de particular esta coyuntura y qué de general. Para esto, analizamos los anteriores años electorales, especialmente aquellos en donde había controles para la compra de divisas (2013, 2015 y 2021) y, no menor, en donde el flujo de cuenta corriente era negativo (2013, 2015 y 2017), producto de la dinámica de mediano plazo insostenible que este movimiento genera (ver **Sección MULC**). Si asumimos que las subas del tipo de cambio tienen efectos contractivos en nuestra economía -vía aceleración inflacionaria, caída de salario real y del consumo-, es lógico inferir que las previas electorales con escenarios externos tensos traigan expectativas de devaluación y búsquedas de cobertura.

En este punto, vale destacar que el avance de 1,1% de la economía no agropecuaria acumulado entre febrero y mayo de 2023 (el 1,8% mencionado era para enero-mayo de 2023, pero el primer mes del año suele ser más volátil que los demás y por eso lo excluimos del análisis) se asemeja a los resultados de los años electorales previos: +1,5% en 2013, +2,8% en 2015 y +0,4% en 2017. Por su parte, la economía había crecido 1,0% en 2019 y caído 1,3% en 2021: en estos casos, las bases de comparación que habían dejado los meses previos, por las sucesivas devaluaciones de 2018 y la pandemia –“reaparecida” en abril y mayo de 2021 con la llegada de los meses fríos y el rebrote de Coronavirus-, distorsionan los resultados.

Gráfico II – EMAE sin agro y sin estacionalidad. Base 100 enero de cada año electoral. Fuente: INDEC.



Más aún, al comparar la dinámica del sector industrial, principal rama productora de bienes -en un escenario de ajuste cambiario, éstos tienden a encarecerse respecto de los servicios- y, también, principal rubro con capacidad de *stockearse*, ya que la producción física es más fácil de ser acaparada que la inmateral, los senderos se asemejan todavía más: +2,0% en 2013, +1,2% en 2015, -0,1% en 2017 y +2,1% en 2023. Las restricciones a la compra de divisas llevan parte de la demanda de dólares “billete” a la de importaciones, una forma de hacer una operación similar en términos reales: las restricciones cambiarias suman un componente “especulativo y precautorio” al tradicional que tienen las importaciones de bienes. Por este motivo, es lógico que la dinámica se parezca más en 2013 y 2015 que en 2017, cuando ese factor era cero. Asimismo, producto de una política fiscal y de demanda privada menos expansiva, lo mismo que una tasa de interés real mayor, los porcentajes pueden ser algo menores este año.

En síntesis, entendemos que el crecimiento del nivel de actividad de la primera parte del año de la economía no agropecuaria se explica por un *set* de precios relativos que no se espera se mantenga en el mediano plazo, especialmente de cara a 2024. Más allá de la discusión sobre si hay o no atraso cambiario, lo cierto es que la situación de las reservas y los vencimientos de deuda mantendrán vigente esta expectativa (ver **sección MULC**).

En consecuencia, no esperamos una reversión significativa en el corto plazo -nuevamente, los datos de junio y julio así lo demuestran-, a la vez que el sendero futuro dependerá, en esencia, de i) si se logran despejar las expectativas de devaluación, ya sea porque ii) se recompuso la hoja de balance externa del Banco Central o iii) porque ajustó la demanda de divisas, ya sea por precios o por cantidades.

Mercado de cambios: ¿soluciones estructurales a problemas transitorios?

En el primer semestre de 2023, el mercado único y libre de cambios (MULC) arrojó un déficit de USD 16.000 millones. De esta forma, tuvimos el primer rojo para un acumulado enero-junio desde 2020 y el segundo de los últimos ocho años -el otro había sido en 2019-. Este saldo contrasta con el superávit de USD 4.500 millones alcanzado en la primera mitad del año pasado, número que había sido de USD 3.100 millones en 2021.

Más importante aún, la cuenta corriente (bienes, servicios y rentas) mostró un déficit de USD 5.800 millones, el primero desde 2018, cuando no había regulaciones para acceder al mercado cambiario, obligatoriedad de liquidar las divisas provenientes de las exportaciones de bienes y servicios y el giro de utilidades y dividendos no estaba administrado, disociando la dinámica cambiaria de la comercial. En 2022, el saldo de esta cuenta había sido de USD +820 millones, golpeada por el adelantamiento en los pagos de las compras externas de energía: en 2021, en cambio, este resultado había sumado USD 7.100 millones.

Por su parte, la cuenta capital y financiera tuvo un desequilibrio de USD -10.300 millones en el primer semestre de 2023, el mayor de los últimos años (en 2022, este saldo había sido superavitario en USD 3.650 millones, impulsado por la entrada neta de USD 6.800 millones del FMI, en tanto en 2021 había arrojado un déficit de USD 4.000 millones). Por último, hasta 2023 el mayor rojo había sido en 2019 (USD -7.200 millones). En consecuencia, no solo la cuenta corriente tuvo un resultado negativo: las operaciones financieras también lo hicieron.

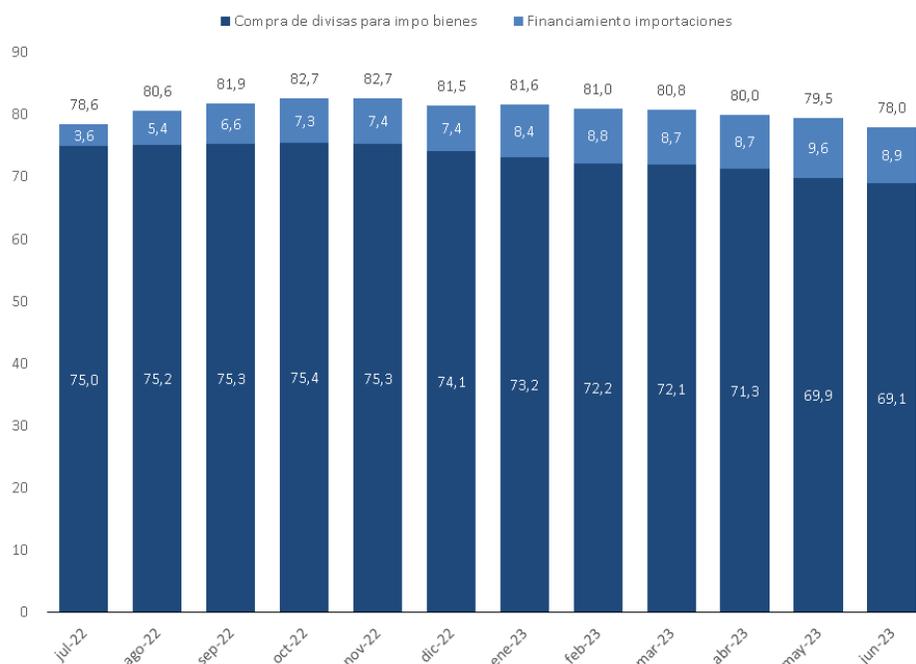
Lo primero que se desprende de este *racconto* es que la economía argentina demandó más dólares -en realidad, divisas- de los que generó en el primer semestre de este año. Considerando que las reservas brutas están en niveles particularmente bajos (en torno de los USD 24.000 millones, el piso de los últimos diez años, y en USD 31.500 millones si sumamos el desembolso de USD 7.500 millones pre-acordado con el *staff* del FMI, número que, igualmente, se ubica USD 13.100 millones por debajo del cierre del año pasado), esta trayectoria

precisa una corrección en el corto plazo. Para eso, hay dos opciones: ajustar por precios o cantidades; dicho de otra forma, una depreciación del peso en términos reales o reforzar la administración del control de cambios.

Analizar por qué el MULC arrojó el resultado descrito más arriba (incluyendo algunas otras variables en el análisis) nos permitirá pensar qué correcciones posibles hay, además de sus beneficios y sus costos.

Para empezar, vale decir que las exportaciones del sector agropecuario cayeron USD 9.300 millones (-31,8% i.a.) en el primer semestre de este año. Como afirmamos reiteradas veces, la sequía que redujo las toneladas cosechadas aproximadamente a la mitad, lo que sumado a una caída de 9,5% i.a. en el precio *spot* de la soja entre la primera mitad de 2023 e igual período de 2022 explica este deterioro. Por lo tanto, si bien es cierto que la pérdida de divisas es difícil de sostener, máxime en un contexto de reservas netas de pasivos de corto plazo del Banco Central en terreno negativo, la primera causa del desequilibrio pareciera ser exógena.

Gráfico I – Importaciones Aduana-INDEC y compra de divisas para importar bienes y fletes, BCRA. Acumulado doce meses, en USD miles de millones.



Más aún, al comparar el resultado del resto de la economía se observa una mejora con relación a igual período de 2022: el déficit por bienes de la economía no agropecuaria pasó de USD 20.400 millones a USD 17.400 millones en un contexto de caída de la entrada de importaciones (-8,8% i.a. según el ICA de INDEC y de -3,8% i.a. si excluimos combustibles y lubricantes, en precios récord el año pasado) y mayor reducción de sus pagos, producto del aumento del financiamiento externo al sector privado vía cuenta corriente, principalmente intra-empresa (la compra de dólares para la importación de bienes y para transporte de mercancías cayó 13,3% i.a.).

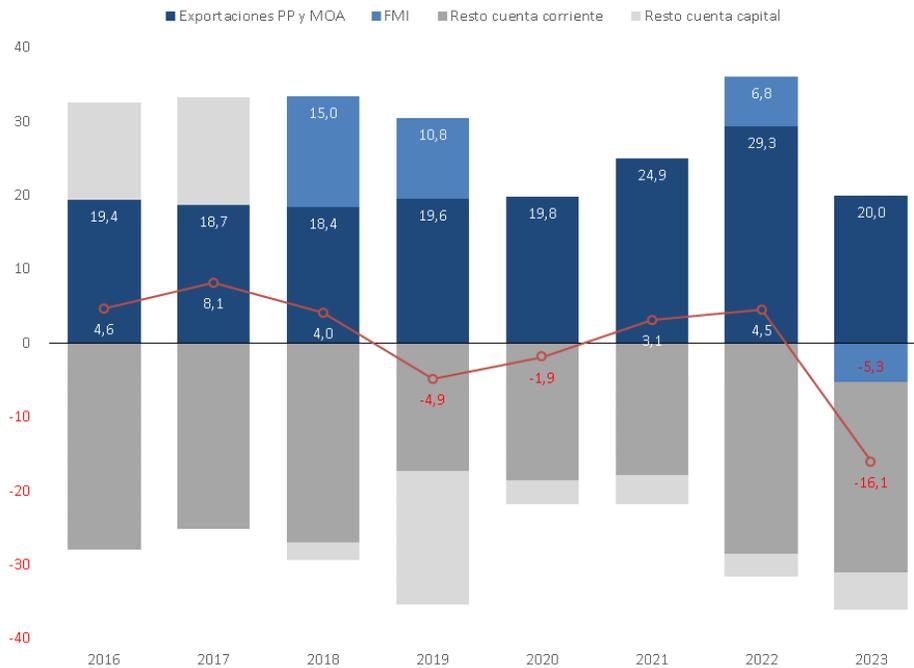
En otro orden, sobresale que el rojo de turismo se mantuvo casi inalterado entre el primer semestre de cada año (USD -3.100 millones en 2022 y USD -2.970 millones en 2023, -4,6% i.a.). Si bien el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos se apreció 3,5% entre el primer semestre de ambos años (y 5,2% el multilateral), vale destacar que el dólar “turista” se encareció más de 20% en términos reales, producto del aumento del impuesto a los gastos con tarjeta en el exterior, realizado a mediados de octubre del año pasado. Por lo tanto, el efecto precio eventualmente podrá haber atenuado esta diferencia, pero no la alentó. No obstante, tal como

se desprende de los saldos de ambos años, no logró reducirla -al menos en lo inmediato-. Antes de seguir, corresponde destacar que la opción de liquidar los dólares comprados a no residentes que visitan el país en el mercado financiero afecta la oferta de esos tipos de cambios financieros, pero no esta cuenta.

Por último, el resto de los servicios redujo su déficit de USD 1.900 millones a USD 600 millones, a la vez que el apartado de Rentas pasó de un rojo de USD 3.100 millones a otro de USD 4.800 millones, producto de, entre otras cosas, el pago de intereses por títulos públicos por alrededor de USD 1.000 millones, ausentes el año pasado. Por su parte, los pagos de intereses al Fondo se duplicaron entre ambos años, pasando de USD 730 millones en el primer semestre de 2022 a USD 1.430 millones en 2023. Como resultado, ambas partidas se compensan en el agregado, manteniéndose virtualmente inalteradas (USD 5.020 millones y USD 5.380 millones, +7,3% i.a.).

Por el lado de la cuenta capital, USD 12.100 millones de los USD 14.000 millones del deterioro se explican por el cambio de posición del FMI: pasó de USD +6.800 millones netos entre enero y junio de 2022 a USD -5.300 millones netos en 2023. En la misma línea, el resto de la cuenta capital pasó de un déficit de USD 3.100 millones a otro de USD 5.000 millones en el período, impulsado por la mayor “compra-venta de títulos valores”, que pasó de un saldo neutro en la primera mitad de 2022 a USD -1.100 millones en 2023.

Gráfico II – Resultado MULC, acumulado primer semestre de cada año. En USD miles de millones.



Del pasado análisis se desprenden dos cosas. En primer lugar, que los principales factores que revirtieron el saldo del MULC en el primer semestre de 2023 fueron transitorios y exógenos: la sequía y los pagos y desembolsos del FMI, a la vez que no se corregirían ni con un refuerzo del control de cambios ni un aumento del tipo de cambio. Más aún, en este marco de incertidumbre de precios relativos y elevada inflación, un ajuste del mercado cambiario, por cualquier vía, parece muy riesgoso *a priori*. Ahora bien, la situación de las reservas no es menos tensa: por el contrario, su *stock* está en mínimos de los últimos años y es incompatible con cualquier proceso de crecimiento -e incluso de estancamiento- que pueda ir más allá de unos meses.

En síntesis, tenemos tres claves: i) problemas exógenos y transitorios de flujos que ii) no mejoran con una devaluación o mayores restricciones a la compra de divisas, pero iii) un problema de *stocks* que complejiza la situación inicial y fuerza a pensar soluciones inmediatas. Asimismo, vale recordar que, en la actualidad, nuestro país no posee acceso a financiamiento externo significativo: en otro momento, este podría haber constituido una salida en el corto plazo -con otros costos y limitaciones que no analizaremos en este informe, pero que podrían aliviar las tensiones presentes-.

Un encarecimiento relativo del tipo de cambio -depreciación real del peso- o una nueva ronda de controles a la demanda de divisas podrían equilibrar el mercado, aunque al costo de no resolver los problemas que le dieron origen. No obstante, dado que su transitoriedad es intrínseca -la sequía se terminará por sí misma; el cronograma con el Fondo ya está pautado de antemano- servirían para equilibrar una situación desequilibrada. En otros términos, reducir la demanda de divisas, ya sea a través de su encarecimiento, una menor actividad o mayores restricciones legales -endurecimiento del control de cambios-, podría “resolver” los desequilibrios coyunturales, pero no las causas que le dieron origen.

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	%	l-23	0,7%	1,3%	INDEC	19-sep-23
EMAE	%	may-23	-0,1%	-5,5%	INDEC	23-ago-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	may-23	7,5%	106,3%	INDEC	10-ago-23
Salarios reales INDEC	%	may-23	-0,3%	-2,6%	INDEC	10-ago-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB	jun-23	6,8%	17,6%	Hacienda	22-ago-23
Gasto primario	% PIB	jun-23	7,9%	19,8%	Hacienda	22-ago-23
Resultado primario	% PIB	jun-23	-1,1%	-2,5%	Hacienda	22-ago-23
Resultado financiero	% PIB	jun-23	-1,8%	-4,1%	Hacienda	22-ago-23
Precios						
IPC Nacional	%	jun-23	6,0%	115,6%	INDEC	15-ago-23
IPC Núcleo, nacional	%	jun-23	6,5%	113,2%	INDEC	15-ago-23
Comercio exterior						
Exportaciones (INDEC)	USD M	jun-23	5.450	77.431	INDEC	22-ago-23
Importaciones (INDEC)	USD M	jun-23	7.177	77.977	INDEC	22-ago-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	jun-23	-1.727	-546	INDEC	22-ago-23
Balance cambiario						
Bienes (BCRA)	USD M	jun-23	-921	15.447	BCRA	25-ago-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	jun-23	-791	-17.260	BCRA	25-ago-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	jun-23	-2.919	-11.805	BCRA	25-ago-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	03-ago-23	278,28		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	02-ago-23	1,39		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	03-ago-23	526,74		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	03-ago-23	2,62		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	03-ago-23	24.145		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	31-jul-23	9.808		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	31-jul-23	18.200		BCRA	Diaria
BIS	USD M	31-jul-23	4.158		BCRA	Diaria
Resto	USD M	31-jul-23	-8.021		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	02-ago-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	02-ago-23	7,6%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	03-ago-23	4,9	-4,6%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	03-ago-23	7,2	5,4%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	03-ago-23	530,8	-5,1%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	03-ago-23	296,9	-12,0%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	03-ago-23	524,1	-21,2%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	03-ago-23	81,6	-11,8%	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.