

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, activación del swap y déficit comercial en septiembre**
- **Crecimiento, importaciones y reservas: Argentina y la región**
- **Sector externo: déficit comercial en septiembre por caída de las exportaciones**

Editorial: Ventas del Banco Central, activación del swap y déficit comercial en septiembre

El Banco Central vendió USD 140 millones esta semana, moderando de manera sensible su posición respecto de la primera mitad de octubre (USD -360 millones promedio semanal). Este cambio se explica por las menores compras de la economía no agropecuaria, que pasaron de USD 80 millones promedio diario en la primera semana de octubre y USD 175 millones en la segunda a USD 55 millones en esta tercera. En contraposición, la liquidación de CIARA-CEC (Cámara de la Industria Aceitera y de Exportadores de Cereales de la República Argentina) se redujo de la zona de USD 40 millones por día en la primera mitad del mes a USD 20 millones esta semana.

En otro orden, el Banco Popular de China autorizó este miércoles el uso del segundo tramo del swap que posee con el Banco Central de la República Argentina. Esta decisión suma CNH 47.000 millones (equivalentes a USD 6.500 millones) a las reservas "líquidas", en tanto los CNH 37.000 millones (USD 5.100 millones) aprobados en enero ya se utilizaron en su totalidad. Esta flexibilización podría robustecer las intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado de cambios, en tanto los yuanes disponibles pueden usarse para pagar importaciones. Asimismo, en junio y julio, poco más de USD 1.900 millones correspondientes al primer tramo se habían usado para cancelar pasivos con bonistas (cupones de AL30 y GD30) y el FMI, de modo que también podrían servir las necesidades por esta vía.

Sin perjuicio de esto, las operaciones con yuanes promediaron menos de USD 10 millones entre miércoles, jueves y viernes, permaneciendo en niveles similares a los de la primera mitad de octubre -es decir, antes de la aprobación del segundo tramo- y por debajo de los USD 60 millones de julio. Por lo tanto, podría haber novedades en los próximos días.

Con relación a este tema, el miércoles se anunció que el próximo lunes 23 de octubre el Gobierno Nacional pre-cancelará sus vencimientos de capital con el FMI del mes, actualmente pautados para el 30/10. Estos alcanzan los DEGs 1.975 millones, equivalentes a poco más de USD 2.600 millones; como resultado, no habría más compromisos de deuda en lo que resta del octubre. No obstante, el próximo miércoles 1 de noviembre vencen DEGs 630 millones (USD 830 millones) con el mismo organismo, que también podrían honrarse con la divisa china.

Por su parte, las reservas brutas pasaron de USD 25.200 millones al cierre de la semana pasada a USD 24.800 millones el último jueves 19 de octubre -sin datos del viernes 20 al cierre de este informe-, considerando la venta de divisas por USD 100 millones comprendida en los primeros tres días hábiles de esta semana y el aporte del oro por casi USD 200 millones, producto del aumento de su cotización (+5,6%), en un contexto de virtual estabilidad del yuan.

Antes de cerrar, vale destacar que la balanza comercial arrojó un déficit de USD 800 millones en septiembre, contrastando con el superávit de USD 380 millones del año pasado. Este deterioro se explica por el retroceso exportador (-23,5% i.a.), en un contexto de sequía, bajo dinamismo de la demanda global y buenas cosechas en Brasil y Estados Unidos. Por su parte, las importaciones cayeron 8,3% i.a. en igual período, donde 5 p.p. del agregado se explican por las menores necesidades de compras energéticas al exterior, en un marco de deflación de sus precios internacionales (-18,3% i.a.). Descontando este uso económico, el rojo importador fue de 3,1% i.a.

Crecimiento, importaciones y reservas: Argentina y la región

En nuestro último informe (**Semana Económica 797**) planteamos que la Argentina tenía un déficit fiscal primario similar al de la región, pero menores Reservas en el Banco Central. Así, se tornaba más complejo financiar el desequilibrio de las cuentas públicas, y a iguales niveles de liquidez interna, mayores tensiones cambiarias. Entre otras consecuencias negativas, esta configuración provocaba la suba constante de precios y la mayor volatilidad de nuestra economía real.

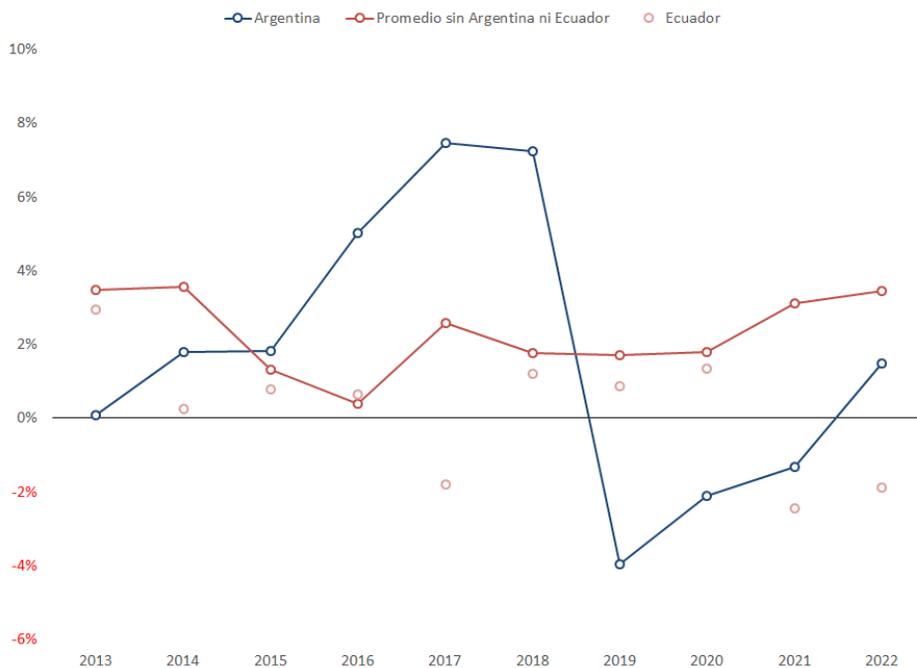
En este apartado, intentaremos responder dos interrogantes: i) ¿por qué la Argentina tiene menos reservas que el promedio de la región? y ii) ¿cómo se podría corregir la escasez actual?

En relación con la primera pregunta, en el **Semana Económica 797** mostramos que el resultado de cuenta corriente de nuestro país -intercambio entre residentes y no residentes de bienes, servicios y rentas- era similar al promedio de la región, a excepción de 2016 y 2017. Por lo tanto, en términos generales, el problema de reservas no provino esencialmente de la economía real. Hay que buscar por otro lado.

La variación de reservas es idéntica al saldo la cuenta corriente más el de la cuenta capital y financiera. En esta última se incluyen las inversiones netas de no residentes en nuestro país, financieras y reales, además de los ingresos netos de capital -público y privado-. Efectivamente, al analizar este estado contable se observa una peor *performance* de la economía argentina que la de los demás países, de modo que podemos empezar a elaborar una respuesta.

Antes de seguir, vale destacar que, metodológicamente, la cuenta de capital es positiva cuando salen capitales, ya que, técnicamente, se están “desacumulando” pasivos; en consecuencia, a mayor rojo de la cuenta capital, mayor ingreso de divisas. Para que el texto no sea contraintuitivo, en el presente desarrollo invertiremos el signo de la cuenta bajo análisis: mayor déficit de cuenta capital, mayor salida de divisas.

Gráfico I – Cuenta capital como % del PIB. Fuente: FMI.



En el gráfico precedente se observan tres períodos: uno que va de 2013 a 2018, donde la cuenta capital fue superavitaria, otro de 2019 a 2021 donde la salida de inversiones financieras agravó el problema de reservas

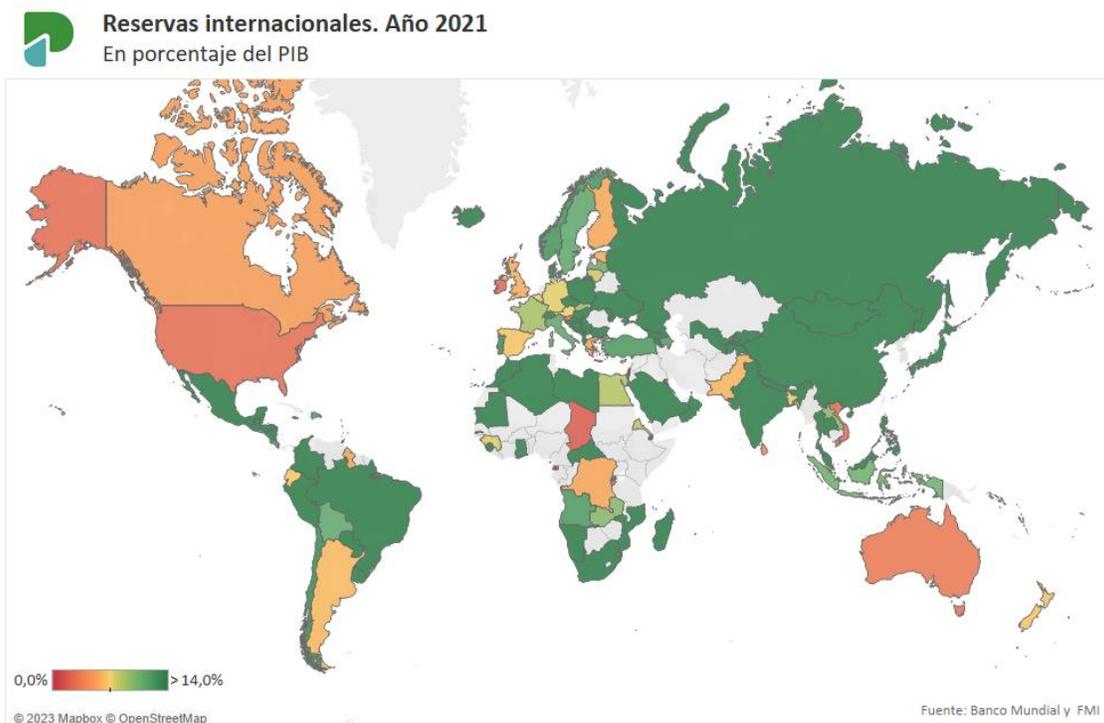
(contrarrestada en parte con los superávits de cuenta corriente que dejaba la menor actividad) y un 2022 en donde la asistencia neta del FMI revirtió la salida de inversiones privadas. La primera etapa puede, a su vez, dividirse en dos: entre 2013 y 2015, el ingreso de inversiones reales (provenientes de Rusia y China y focalizadas en energía y minería) explicó el resultado, en tanto entre 2016 y 2018 la entrada de capitales financieros, primero privados y luego del FMI, motivó el desempeño. Como resultado, nuestras reservas brutas se mantuvieron estancadas entre 2013 y 2022 (+0,3% anualizado), en torno de USD 44.000 millones.

En contraposición, las Reservas del Banco Central de Ecuador crecieron 11,8% promedio anual, las de Paraguay 6% y las de Colombia 4%. Vale destacar que las de Bolivia cayeron más de 10% promedio anual y las de Brasil 1,3% -el resto de los países tuvo avances moderados, por encima de los de Argentina-. Sin embargo, más allá de este desempeño, su cociente Reservas/PIB es mayor que el de nuestro país. Es un problema de stocks, no de flujos.

Dicho esto, corresponde notar que un “exceso” de reservas no siempre es deseable: por el contrario, implica que hay un costo que se está pagando en materia de crecimiento para consolidar este *buffer*. En otros términos, divisas que se podrían usar para financiar importaciones se están “reservando” para evitar potenciales tensiones cambiarias. Así, a medida que aumenta la credibilidad de un país y su consolidación monetaria, se puede relajar el volumen de activos externos.

A nivel mundial, esto se verifica en países desarrollados con relaciones Reservas/PIB moderadas, en tanto los países en desarrollo muestran una mayor acumulación de activos externos. Como se observa en el siguiente mapa, la Argentina es una anomalía en la región: las reservas “bajas” pueden ser la consecuencia del desarrollo, pero no su causa.

Gráfico II – Reservas como % del PIB, datos a 2021. Fuente: FMI.



Llegado este punto, podemos recapitular algunas ideas. Nuestro país tiene un déficit fiscal primario similar al de la región, pero menores reservas, lo que provoca mayores tensiones nominales y reales (nuevamente, ver **Semana Económica 797**). Las menores reservas no son producto de un peor desempeño exportador de la

economía real, sino, principalmente, de la menor entrada neta de inversiones vía cuenta capital. Como resultado, nuestro cociente Reservas/PIB es particularmente bajo a nivel mundial para un país en desarrollo.

Dos salidas podrían resolver esta dinámica: exportar más o importar menos, en ambos casos vale tanto para el sector real -bienes y servicios- como financiero. La primera opción siempre es la más deseable, especialmente por el lado de la cuenta corriente, ya que reduce los esfuerzos que implica “comprar” menos a otros países. Sin embargo, no siempre está disponible, al menos no de manera inmediata.

Pasemos ahora a la segunda. En este caso, los controles cambiarios parecieran haber alcanzado un máximo en la actualidad: no se puede seguir restringiendo la compra de divisas para ahorro. En consecuencia, quedaría la opción importadora. Ahora bien, en este punto podemos dividir al análisis en dos: la dinámica y la situación actual. Con relación a la segunda, cuando se comparan las importaciones como % del PIB se verifica que, en 2022, nuestro país tuvo el cociente Importaciones/PIB más bajo de la región (+12,9%), seguido por Brasil (+15,2%) y Uruguay (+28,2%). El resto, de diferente estructura productiva, tuvo tasas mayores al 20%.

Empero, al comparar la tasa de crecimiento de éstas en 2021 y 2022 en relación con la del PIB sí se verifica una elasticidad particularmente alta para la Argentina: mientras que nuestro nivel de actividad creció 4,7% entre 2022 y 2019 -pre-pandemia-, nuestras importaciones avanzaron 66%. En cambio, estos porcentajes fueron de 4% y 44,4% para la región. Como resultado, las compras externas pasaron de representar 10,9% de nuestro PIB a casi 13% de este. Por el contrario, este cociente se mantuvo virtualmente inalterado en el resto de la región, ubicándose en torno de un quinto del PIB.

En consecuencia, si bien es cierto que nuestras compras externas son bajas en la comparación internacional, y que tienen terreno para crecer -no es correcto comparar con países sin industria o mercados internos más chicos que el de Argentina, pero sí con Brasil, por caso, un país con un perfil productivo similar al nuestro, donde este cociente es 3 p.p. mayor que el de nuestro país-, no es menos cierto que éstas deben hacerlo a un ritmo compatible con el del resto de la economía: caso contrario, agudizarán la escasez de reservas, profundizando los desequilibrios iniciales.

En síntesis, y a modo de cierre, podemos decir que i) es deseable corregir el déficit fiscal, para descomprimir algunas tensiones, pero que ii) si las reservas no se recomponen en el camino, cualquier “orden” quedará chico. Para esto, iii) lo ideal sería exportar más, bienes o servicios, reales o financieros, pero, dadas las complicaciones que tiene esta salida expansiva, y que los tiempos de la Argentina no son los del mundo, iv) cierto control de las importaciones podría ayudar. Considerando que los niveles de compras externas son menores a los de países similares -Brasil-, el problema estuvo en la tasa de crecimiento de los últimos años -2021 y 2022-, insostenible para el ritmo de expansión de los demás sectores, provocando, en simultáneo con otros factores -por caso, la sequía- las tensiones actuales.

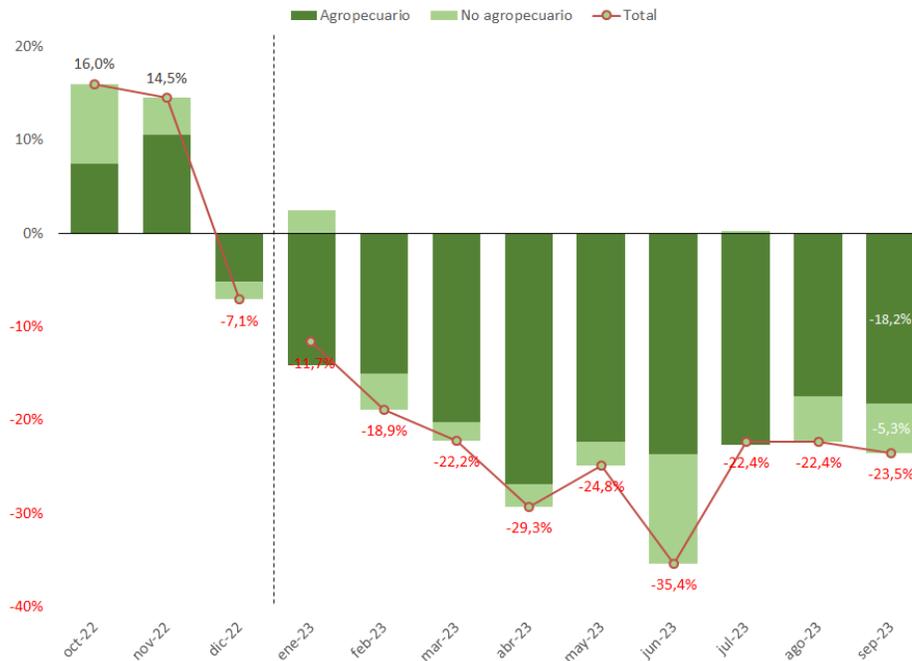
Sector externo: déficit comercial en septiembre por caída de exportaciones

En septiembre de 2023, la balanza comercial fue deficitaria en USD 790 millones, revirtiendo el superávit de USD 800 millones alcanzado en igual mes del año pasado. Al igual que entre enero y agosto, el deterioro del resultado se explicó por la caída de las exportaciones (-23,5% i.a.), que pasaron de USD 7.500 millones en septiembre de 2022 a USD 5.750 millones en igual mes de este año. Por su parte, las importaciones también retrocedieron en la comparación interanual (-8,3% i.a.), ubicándose apenas por encima de los USD 6.500 millones.

Por el lado de las ventas al exterior, más de tres de cada cuatro puntos de la caída total respondieron al sector agropecuario: el retroceso de 31,9% i.a. de Productos Primarios (PP) y de 28,7% i.a. de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) explicaron 18 p.p. del rojo agregado. Por su parte, los envíos de Manufacturas de

Origen Industrial (MOI) se redujeron 5,3% i.a. y los de Combustibles y Lubricantes (CyE) 33,8% i.a., motivando los 5 p.p. restantes.

Gráfico I – Variación interanual exportaciones y contribución al crecimiento. Fuente: INDEC.



En el primer caso, el desempeño se explicó tanto por el rojo de los precios como de las cantidades: los volúmenes de PP retrocedieron 21,2% i.a., mientras que los de MOA hicieron lo propio en 16,3% i.a. Por su parte, los precios cayeron 13,0% i.a. y 15,2% i.a., respectivamente. La sequía, en un contexto de bajo dinamismo de la demanda global y buenas cosechas en Brasil y Estados Unidos provocaron este deterioro del sector externo.

En tanto, las MOI mostraron estabilidad en cantidades (+0,3% i.a.) en un marco de deflación de activos (-6,1% i.a.), a la vez que los CyE se redujeron en términos reales (-20,5% i.a.), revirtiendo la dinámica de los meses anteriores, y en precios (-15,8% i.a.).

La dinámica fue distinta en materia de importaciones. En primer lugar, vale destacar que no se verificaron caídas todos los usos económicos: piezas y accesorios para bienes de capital (+3,0% i.a.) y vehículos livianos de pasajeros (+95,3% i.a.) avanzaron respecto del año pasado. Con relación a estos últimos, vale recordar que habían experimentado una caída de 80% i.a. en los últimos dos meses, que se reduce a 20% i.a. al comparar julio-septiembre. Por lo tanto, su salto pareciera explicarse más por una compensación de los meses precedentes que por un crecimiento genuino.

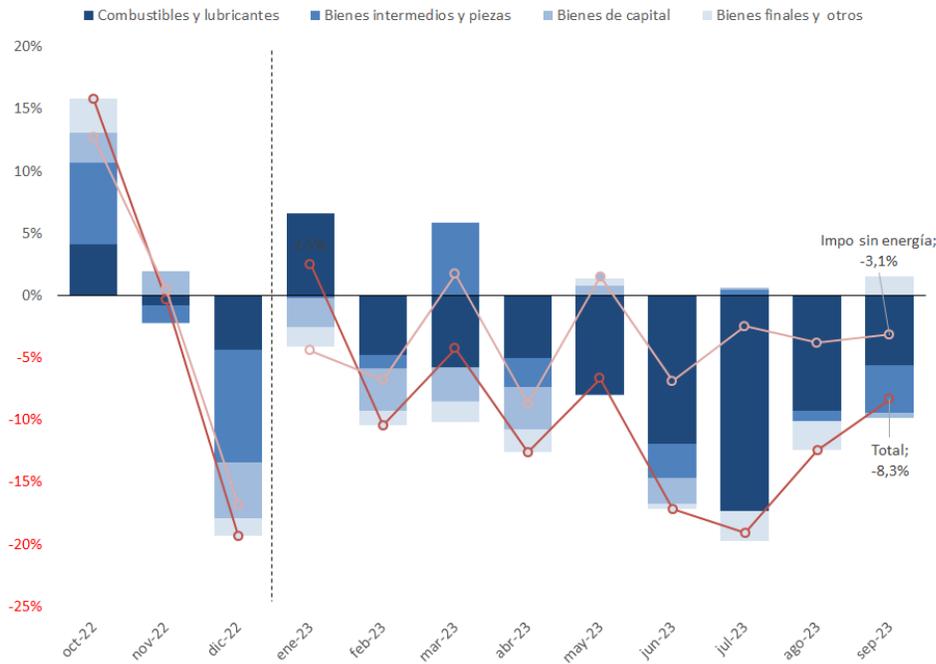
La dinámica fue distinta en materia de importaciones. En primer lugar, vale destacar que no se verificaron caídas todos los usos económicos: piezas y accesorios para bienes de capital (+3,0% i.a.) y vehículos livianos de pasajeros (+95,3% i.a.) avanzaron respecto del año pasado. Con relación a estos últimos, vale recordar que habían experimentado una caída de 80% i.a. en los últimos dos meses, que se reduce a 20% i.a. al comparar julio-septiembre. Por lo tanto, su salto pareciera explicarse más por una compensación de los meses precedentes que por un crecimiento genuino.

El rojo de bienes de capital (-3,3% i.a.) respondió a la baja de las cantidades (-3,3% i.a.), en un contexto de leve incremento de los precios (+0,5% i.a.), dinámica opuesta a la de los bienes intermedios: -12,4% i.a. en valores, +6,7% i.a. en cantidades y -17,7% i.a. en precios. En igual sentido se movieron los bienes de consumo: -8,4% i.a. en valores, +1,0% i.a. en cantidades y -9,4% i.a. en precios. Por su parte, las piezas y accesorios para bienes de

capital crecieron 1,7% i.a. en volúmenes y 1,6% i.a. en precios, arrojando la suba de 3,0% i.a. comentada anteriormente, en tanto los vehículos livianos saltaron 90,6% i.a. en cantidades, acompañados de un alza de 4,5% i.a. de los precios.

Por último, en lo que a importaciones refiere, vale destacar que sin energía la caída pasa de 8,3% i.a. a 3,1% i.a.: el retroceso de CyE (-42,6% i.a.), explicado tanto por precios como por cantidades (-18,3% i.a. y -28,4% i.a., respectivamente) motivó más de 5 p.p. del rojo total.

Gráfico II – Variación interanual importaciones y contribución al crecimiento. Fuente: INDEC.



Con estos números, la balanza comercial acumuló un déficit de USD 6.900 millones entre enero y septiembre de 2023, contrastando fuertemente con el superávit de USD 2.600 millones alcanzado en igual período del año pasado. Tal como dijimos al principio, este deterioro responde a la evolución exportadora (-24,1% i.a.), ya que las compras de bienes al resto del mundo cayeron 10,4% i.a. en los primeros nueve meses del año, atenuando la reversión del saldo. Al igual que en el dato del mes, la dinámica de las ventas responde en mayor medida al sector agropecuario (entre PP y MOA, explicaron 20,5 p.p. del rojo total), en tanto MOI y CyE explican “solo” 3,6 p.p. de la reducción total.

Principales variables

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
Actividad						
PIB	%	II-23	-2,8%	-4,9%	INDEC	15-dic-23
EMAE	%	jul-23	2,4%	-1,3%	INDEC	24-oct-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	jul-23	11,0%	119,5%	INDEC	26-oct-23
Salarios reales INDEC	%	jul-23	4,4%	3,4%	INDEC	26-oct-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	ago-23	9,9%	-0,9 p.p.	Hacienda	20-oct-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	ago-23	11,2%	-0,8 p.p.	Hacienda	20-oct-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	ago-23	-1,3%	-0,1 p.p.	Hacienda	20-oct-23
<i>Resultado primario sin retenciones</i>	% PIB, dif. i.a.	ago-23	-1,7%	0,5 p.p.	Hacienda	20-oct-23
Precios						
IPC Nacional	%	sep-23	12,7%	137,9%	INDEC	13-nov-23
IPC Núcleo, nacional	%	sep-23	13,4%	142,3%	INDEC	13-nov-23
Comercio exterior						
Exportaciones (INDEC)	USD M	sep-23	5.751	72.232	INDEC	17-nov-23
Importaciones (INDEC)	USD M	sep-23	6.544	74.832	INDEC	17-nov-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	sep-23	-793	-2.600	INDEC	17-nov-23
Balance cambiario						
Bienes (BCRA)	USD M	ago-23	1.292	15.689	BCRA	27-oct-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	ago-23	-1.664	-16.645	BCRA	27-oct-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	ago-23	4.411	-7.730	BCRA	27-oct-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A\$500	ARS/USD	19-oct-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	19-oct-23	1,3		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	19-oct-23	889,7		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	19-oct-23	3,3		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	19-oct-23	24.794		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	12-oct-23	9.785		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	12-oct-23	17.794		BCRA	Diaria
BIS	USD M	12-oct-23	3.150		BCRA	Diaria
Resto	USD M	12-oct-23	-5.935		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	18-oct-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	18-oct-23	10,5%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	19-oct-23	5,1	-3,9%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	19-oct-23	7,3	1,6%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	19-oct-23	471,3	-8,4%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	19-oct-23	267,8	-29,0%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	19-oct-23	484,5	-31,2%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	19-oct-23	89,4	-0,8%	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.