

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central y pagos al FMI**
- **Mercado cambiario y comercio exterior: deuda comercial por importaciones**
- **Financiamiento del Tesoro en pesos**

Editorial: Compras del Banco Central y pagos al FMI

El Banco Central compró USD 290 millones esta semana, acumulando más de USD 690 millones en las últimas dos semanas, número que contrasta con los USD 860 millones vendidos en la primera mitad de octubre. En un contexto de moderado crecimiento de las liquidaciones del sector agropecuario (pasaron de USD 35 millones promedio diario en las primeras tres semanas de octubre a USD 38,5 millones la semana pasada y USD 43 millones la actual), el avance de la oferta del resto de la economía fue fundamental: ésta pasó de USD -100 millones promedio diario entre el 1 y el 20 de octubre a USD +42 millones la semana pasada y USD +48 millones la actual.

El pasado 24 de octubre, el Poder Ejecutivo lanzó el Programa de Fomento Exportador, vigente hasta el 17 de noviembre. Éste permite que el 30% de las divisas provenientes de las exportaciones de bienes sean de “libre disponibilidad”, pudiendo venderse en los mercados paralelos a una mayor cotización. Considerando un tipo de cambio Contado con Liquidación (CCL) de 880 ARS/USD, esto arroja una tasa de conversión de 505 ARS/USD para los envíos al exterior, lo que deja al tipo de cambio real de exportación por encima de la media histórica. En este sentido, sobresale que el CCL cayó 15,5% desde el 20 de octubre, es decir, desde que se puso en marcha este Programa. Por su parte, el dólar MEP cerró la semana en 877 ARS/USD, retrocediendo 2,8% en las últimas dos semanas (había cerrado apenas por debajo de los 900 ARS/USD el mencionado 20 de octubre).

Por otra parte, corresponde destacar que las variaciones de reservas por “factores no explicados”, donde se incluyen las operaciones del Banco Central en los dólares financieros se contrajeron de manera sustancial en el período mencionado, pasando de USD 85 millones en la tercera semana de octubre a menos de USD 20 millones en las últimas ruedas. En consecuencia, no solo se redujo el precio, sino que también se moderó la oferta pública.

Sin perjuicio de esto, las reservas brutas cayeron USD 2.700 millones en la última semana, pasando de USD 24.600 millones el viernes 27 de octubre a USD 21.900 millones el jueves 2 de noviembre -sin datos del viernes al cierre de este informe-. A los USD 290 millones comprados en el mercado oficial entre lunes y jueves (el número del primer párrafo incluye datos del viernes) debe restarse los USD 2.600 millones de vencimientos con el Fondo correspondientes a pagos de capital de octubre. De éstos, vale destacar que USD 1.900 millones se habrían cancelado con DEGs, en tanto los USD 700 millones restantes se habrían abonado en yuanes. Así, el tramo del swap con el Banco Popular de China activado acumularía USD 6.600 millones, quedando disponible un saldo de poco más de USD 4.900 millones.

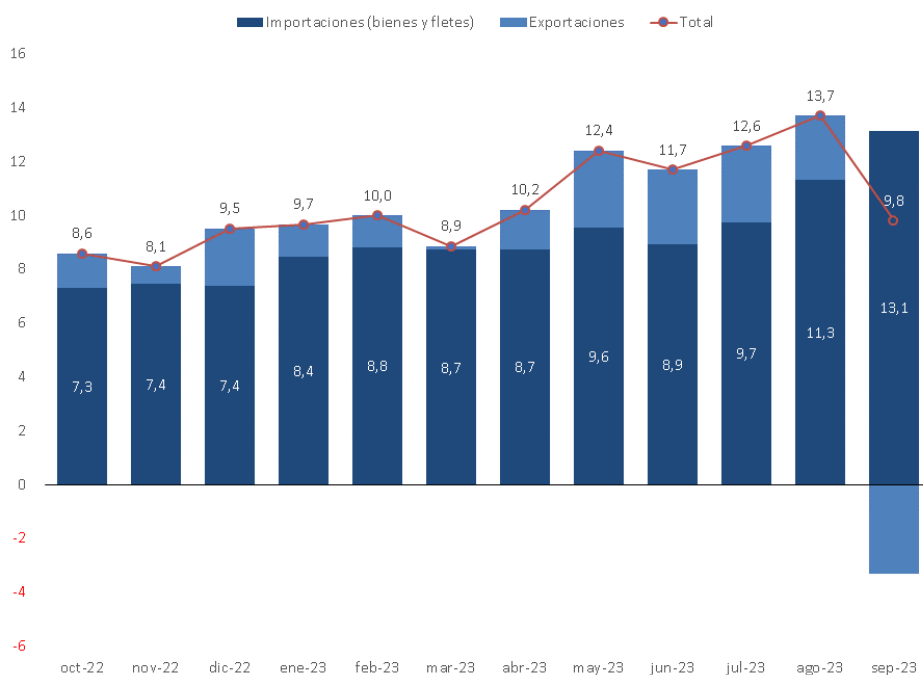
Como resultado, queda un pago de intereses con el FMI de noviembre por USD 800 millones y otro de capital con el FMI de diciembre por USD 900 millones, a la vez que vencen USD 110 millones con otros organismos multilaterales en noviembre y USD 250 millones en diciembre.

Mercado cambiario y comercio exterior: deuda comercial por importaciones

Entre enero y septiembre de este año, las importaciones de bienes de Aduana sumaron USD 58.000 millones, en tanto la compra de divisas para importar bienes más los pagos de fletes y seguros asociados alcanzaron USD 45.700 millones. De esta forma, representaron poco menos del 80% de las entradas efectivas, ubicándose 10 p.p. por debajo de igual período de 2022 (+90%) y 23 p.p. por debajo de 2021 (+103%), cuando los datos de INDEC habían sumado USD 46.000 millones y los del BCRA USD 47.600 millones.

Por su parte, las exportaciones se mantuvieron relativamente en línea entre ambas fuentes: USD 51.100 millones según INDEC y USD 50.400 millones la liquidación de divisas informada por el Banco Central, arrojando un ratio de 98,6%. En consecuencia, mientras que la balanza comercial de Aduana mostró un déficit de USD 6.900 millones en los primeros nueve meses del 2023, la compra neta de divisas asociada al comercio exterior de bienes fue superavitaria en USD 4.600 millones.

Gráfico I – Diferencia entre ICA INDEC y MULC BCRA, acumulado doce meses. En USD miles de millones. Fuente: INDEC y BCRA.



Del escenario expuesto se desprende una conclusión y dos preguntas. En primer lugar, resalta que el saldo cambiario fue sustancialmente mayor que el comercial, moderando el impacto del desequilibrio de la cuenta de bienes sobre las reservas. Dicho esto, tiene sentido analizar i) las motivaciones de esta dinámica, así como ii) su efecto económico, enfocados en si atenúa o amplifica el ciclo. Veamos.

Un resultado cambiario mayor que el comercial implica que los tiempos financieros se disocian de los operativos: que los tiempos de pago o cobro -en este caso, principalmente los primeros- difirieren de los de entrega o envío. Por lo tanto, está teniendo lugar un proceso de endeudamiento en moneda extranjera del sector privado local con sus proveedores del resto del mundo.

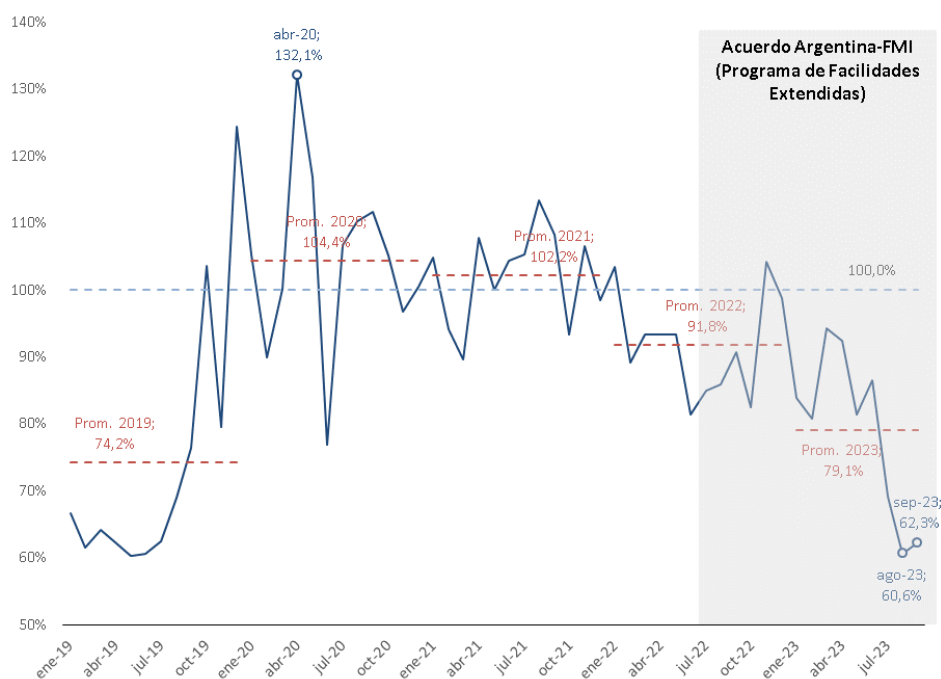
Asumiendo que toda la deuda vence en los próximos doce meses, y, no menor, que ésta no se refinancia en absoluto -algo poco probable -, con los cobros de 2024 habría que afrontar los pagos de 2024 y 2023. De esta forma, se generaría una mayor exigencia sobre las exportaciones, dado que éstas deberían solventar no solo las importaciones actuales, sino también las pasadas. En este punto, vale destacar que los ingresos comerciales

podrían complementarse con los de capital: no hace falta cancelar todas las compras de ayer con las ventas de hoy, sino que también puede hacerse con nuevo financiamiento.

La sequía y el retroceso de los precios internacionales provocaron una caída de exportaciones agropecuarias cercana a USD 14.000 millones en los primeros nueve meses del año (los envíos externos de Productos Primarios y Manufacturas de Origen Agropecuario pasaron de USD 44.100 millones entre enero y septiembre de 2022 a USD 30.300 millones en 2023), siendo la principal motivación de la posposición de pagos: sin ella, las urgencias por el lado de las reservas habrían sido sustancialmente menores. Ahora bien, considerando que la disociación temporal había empezado en la segunda mitad de 2022 -por caso, en el segundo semestre del año pasado la compra de divisas para importar bienes y pagar fletes y seguros acumuló USD 36.200 millones, 90,5% de los USD 40.100 millones importados-, no puede explicarse íntegramente por las malas condiciones climáticas. En este sentido, el acuerdo con el Fondo y sus objetivos de acumulación de reservas -condición necesaria para los desembolsos- fueron determinantes para explicar la nueva dinámica.

Respecto del siguiente gráfico, corresponde aclarar que, en 2019, un mercado de cambios desregulado provocaba que no todas las compras de divisas para importar bienes se anotaran como tal: una empresa podría comprar dólares “porque sí”, usándolos luego para cancelar compras de bienes. Por este motivo su cociente es menor al 100%. No obstante, considerando que en 2020 y 2021 varios meses arrojaron cocientes mayores al 100%, durante ese período también se acumularon pasivos externos.

Gráfico II – Compra de divisas y pagos de fletes y seguros como % del total importado. Fuente: INDEC y BCRA.



Pasado el análisis y la descripción de los números, resta pensar los efectos económicos de esta dinámica. En principio, podemos pensar que la misma es contracíclica, ya que reparte los costos de la sequía entre varios períodos. Concretamente, el endeudamiento en un período de caída exógena de exportaciones es una forma de dividir los costos de la menor generación de divisas -menor acumulación de reservas, potenciales tensiones cambiarias- entre diversos años.

Ahora bien, si las condiciones climáticas adversas persistieran el año próximo, sus perjuicios se amplificarían: tal como dijimos más arriba, no solo deberán afrontarse los compromisos corrientes de 2024, sino también los

pospuestos este año. Por lo tanto, asumiendo que se vuelve a la normalidad en el corto plazo, esta decisión puede ser positiva, caso contrario si no se logra.

En este marco, puede pensarse a esta política como un complemento de la activación de los distintos tramos del *swap* entre el Banco Popular de China y el Banco Central (CNH 35.000 millones en enero y CNH 47.000 millones en octubre, USD 11.000 millones en total): en un período de escasez de reservas, el aumento del endeudamiento externo neto, público y privado, reparten temporalmente los costos.

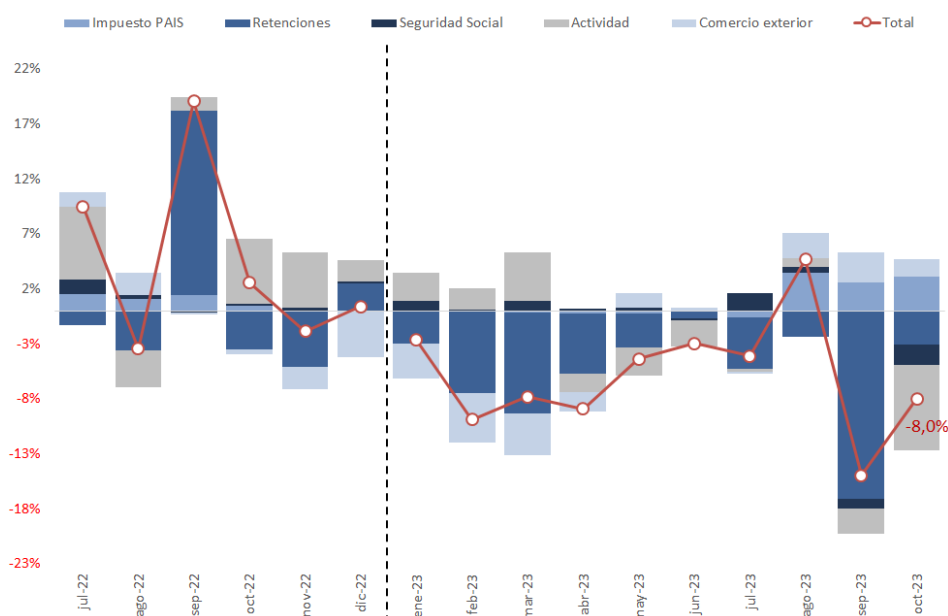
No obstante, ambas políticas tienen distintas implicancias. La deuda comercial impacta sobre las hojas de balance del sector privado, incrementando sus potenciales riesgos de descalce: ante una suba del tipo de cambio real, las firmas que vendan en pesos y hayan acumulado pasivos en moneda extranjera, necesitarán más ventas para conseguir la misma cantidad de divisas. Así, ante un eventual desenlace negativo, lo que era contracíclico *ex ante* puede ser pro-cíclico *ex post*. Empero, si las proyecciones postulan una vuelta a la normalidad, repartir los costos del *shock* es la salida óptima.

En 2023, aumentó el endeudamiento externo del sector privado, en parte importante para relajar el impacto de la sequía sobre las reservas. Si la dinámica de 2024 se parece a la de 2022, la decisión habrá atenuado el impacto del shock adverso; caso contrario, lo amplificará.

Financiamiento del Tesoro en pesos

El Tesoro Nacional cerró el mes de octubre con financiamiento por encima de las necesidades estimadas. En la última licitación del mes vencían AR\$505.000 millones y se colocaron instrumentos de deuda por AR\$1.230.000 millones entre la primera y la segunda vuelta, generando colocaciones netas positivas por AR\$718.000 millones. Este desempeño implica un ratio de *roll-over* (suscripciones primarias por encima de los vencimientos) en torno a 242%, bastante superior al promedio anual (153%).

Recaudación tributaria nacional, variación interanual real y contribución al agregado. Fuente: Hacienda, INDEC y estimaciones propias.



Este monto de colocaciones, además, habría alcanzado para cubrir el rojo fiscal, que estimamos algo más elevado en un contexto en el cual la recaudación se vio resentida por efecto de la caída en los derechos de exportación y en tributos asociados a la actividad económica y ganancias en el marco de las devoluciones

pautadas. Así, los ingresos tributarios mostraron una caída real de 8% i.a., más afectados por la sequía y las medidas de alivio fiscal que por una potencial contracción en la actividad económica. Sin embargo, el buen dinamismo de las colocaciones del mes, sumado al excedente del mes anterior, que verificó una licitación extra por fuera del cronograma pautado, permitió al Tesoro prescindir de asistencia monetaria con el Banco Central.

El sobrante del mes aún no se conoce puesto que resta saber cuál fue la dinámica de los gastos primarios. Si bien estimamos una expansión por la vía de seguridad social en el marco del incremento de bonos a jubilados que perciben el haber mínimo, existen otras líneas de carácter discrecional de las que resta conocer su publicación. Pese a no contar aún con el dato de erogaciones primarias del mes de octubre, estimamos un resultado fiscal que no difiere demasiado con lo observado en meses anteriores, por lo que el mes estaría presentando un excedente de fondos que podrían tener varios destinos:

i) La cancelación de deuda flotante, que asciende a ARS1.470.000 millones (0,8% del PIB), ii) la cancelación de adelantos transitorios con el Banco Central (en el marco del acuerdo con el FMI habría que devolver ARS480.000 millones antes de fin de año), iii) la expansión de algunas líneas del gasto o, simplemente iv) la colocación a plazo en el sistema financiero para evitar el deterioro real de esta liquidez hasta que tenga que ser usada.

Vale remarcar que el mes de diciembre suele ser el más exigente desde el punto de vista fiscal, por lo que la última opción podría ser la más probable.

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	%	ago-23	1,3%	0,3%	INDEC	22-nov-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	ago-23	7,6%	121,7%	INDEC	10-nov-23
Salarios reales INDEC	%	ago-23	-4,3%	-1,4%	INDEC	10-nov-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	sep-23	11,5%	-1,3 p.p.	Hacienda	21-nov-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	sep-23	13,0%	-0,9 p.p.	Hacienda	21-nov-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	sep-23	-1,5%	-0,4 p.p.	Hacienda	21-nov-23
Resultado primario sin retenciones	% PIB, dif. i.a.	sep-23	-1,9%	0,5 p.p.	Hacienda	21-nov-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	sep-23	1.406	10.148	BCRA	24-nov-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	sep-23	-895	-16.070	BCRA	24-nov-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	sep-23	-1.124	-5.059	BCRA	24-nov-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	02-nov-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	02-nov-23	1,2		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	02-nov-23	874,0		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	02-nov-23	3,1		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	02-nov-23	21.876		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	27-oct-23	9.316		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	27-oct-23	17.766		BCRA	Diaria
BIS	USD M	27-oct-23	3.166		BCRA	Diaria
Resto	USD M	27-oct-23	-8.372		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	01-nov-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	01-nov-23	10,5%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	02-nov-23	5,0	-6,1%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	02-nov-23	7,3	2,0%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	02-nov-23	480,4	-10,5%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	02-nov-23	247,6	-32,5%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	02-nov-23	480,0	-31,9%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	02-nov-23	82,5	-3,5%	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.