

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central y apreciación de monedas emergentes en noviembre**
- **Política monetaria: LELIQs, pases y Reservas**
- **Reservas y endeudamiento externo: fortalezas y debilidad respecto de 2016-2019**

Editorial: Ventas del Banco Central y apreciación de monedas emergentes en noviembre

El Banco Central vendió USD 180 millones esta semana, cortando con una racha de cinco semanas en terreno positivo, donde había sumado más de USD 1.000 millones. En tanto el sector agropecuario aceleró sus liquidaciones en la última semana, pasando de USD 15 millones promedio diario a poco más de USD 40 millones, la reversión del saldo se explicó por las mayores ventas al resto de la economía, que saltaron de USD 15 millones más de USD 50 millones por día.

Más allá de la dinámica reciente, el BCRA compró casi USD 400 millones netos en noviembre, impulsado por los buenos datos de la primera mitad del mes. De esta forma, más que compensó las ventas de octubre (USD -225 millones), producto de las mayores liquidaciones del sector agropecuario, que pasaron de USD 740 millones a USD 1.000 millones, en un contexto de menores ventas al resto de la economía (USD -970 millones y USD -620 millones, respectivamente).

Sin perjuicio de este avance, las reservas brutas cayeron poco más de USD 1.000 millones el mes pasado, cerrando en torno de USD 21.500 millones. Pagos a Organismos internacionales por USD 1.800 millones (donde poco más de USD 800 millones correspondieron al pago de intereses al Fondo) y salidas por efectivo mínimo -demanda de billetes por parte de los bancos comerciales- por cerca de USD 100 millones en el mes revirtieron el saldo positivo del mercado de cambios. Por su parte, la apreciación del Yuan chino (su cotización cayó de 7,30 CNH/USD a 7,15 CNH/USD, fortaleciéndose 2,3% en el mes) y el avance de casi 1% de la onza de oro sumaron alrededor de USD 400 millones a esta cuenta, explicando la diferencia.

En este sentido, sobresale que el Yuan no fue la única moneda emergente que tuvo un buen desempeño en noviembre: por caso, el Real brasileño se apreció 2,3% en el mes, en tanto el peso chileno hizo lo propio en 3,1% y el uruguayo en 2,2%. Una desaceleración mayor que la esperada en la inflación de Estados Unidos motivó esta dinámica. La decisión de tasas de la Reserva Federal del próximo 13 de diciembre, un día después de conocerse la inflación de noviembre de la primera economía del mundo, será determinante para que este ciclo se extienda.

En materia de commodities, noviembre también fue un buen mes: la soja subió 4,7%, a la vez que el trigo avanzó 1,1% y el maíz 0,5%, ayudados por el buen clima financiero internacional. Más allá de esta recuperación, vale destacar que se verifican bajas relevantes en relación con un año atrás (-7,5% i.a. para la soja y cercanas a -33% i.a. para el trigo y el maíz), de modo que todavía hay terreno para recuperar. En este sentido, sobresale que, si bien los futuros reflejan cierto incremento respecto de los precios actuales -por ejemplo, la soja promedia USD 500 por tonelada en 2024, poco más de 1% por encima del USD 495 del spot, los valores permanecen por debajo del promedio 2022 (USD 580 por tonelada)-.

Antes de terminar, corresponde notar que el tipo de cambio A3500 avanzó 3% en noviembre, cerrando apenas por encima de 360 ARS/USD (y 387,5 ARS/USD para importar bienes y servicios, dado que corresponde sumarle el 7,5% de impuesto PAIS). Por su parte, el dólar MEP avanzó 1,5% durante noviembre, ubicándose cerca de los 870 ARS/USD y el contado con liquidación retrocedió 0,5%, quedando en 845 ARS/USD. Como resultado, la brecha cambiaria cayó 5 p.p., pasando de la zona de 145% el 31 de octubre a 140% en la actualidad. Más aún, si tomamos como referencia el "dólar exportador", compuesto en un 50% por el A3500 y el resto por el CCL, la diferencia es de 40%.

Política monetaria: LELIQs, pases y Reservas

El sistema financiero es un intermediario: de manera simplificada, los bancos captan ahorros para luego prestarlos a quienes demandan esa liquidez, en general empresas para invertir o familias para consumir. En la diferencia entre la tasa pagada a los depositantes y la cobrada a los prestatarios reside la ganancia del banco. A medida que el sistema económico se complejiza, se van creando otros activos financieros donde estas entidades pueden colocar sus tenencias, por ejemplo, acciones y bonos, pero la operatoria elemental se mantiene.

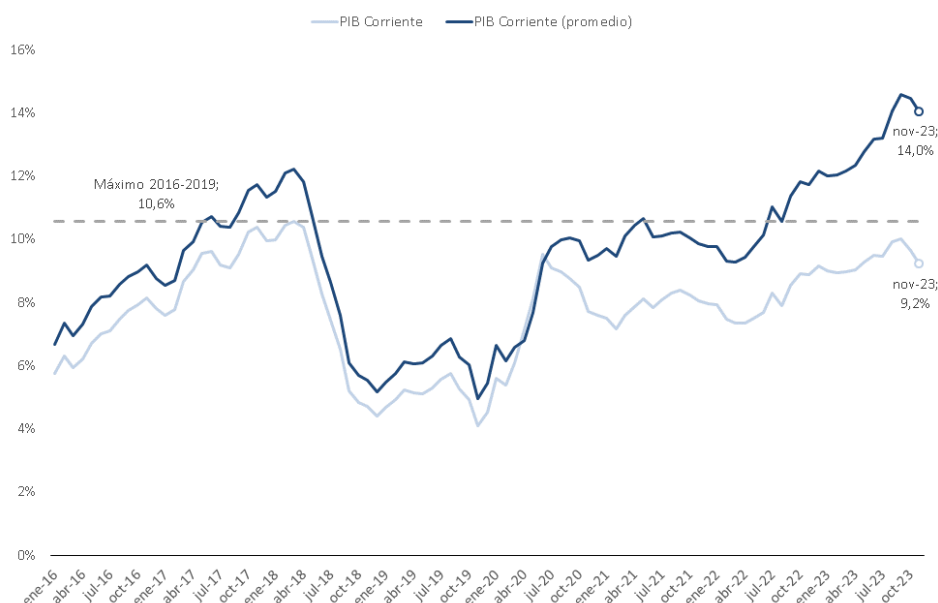
Las LELIQs son “letras de liquidez” a 28 días de plazo y tasa fija, emitidas por el Banco Central y solo operables por los bancos comerciales. En el *spread* entre estas letras y el rendimiento de los plazos fijos (+11,1% efectivo mensual vs. +10,6%) estriba parte del negocio bancario. Por su parte, los pases -pasivos- cumplen una función similar, pero con un menor plazo y rendimiento (a 1 día, +10,9% efectivo mensual), dado que son la contracara de las cajas de ahorro y cuenta corriente que pagan intereses menores a los de los plazos fijos.

En escenarios de nula incertidumbre temporal, las LELIQs son más atractivas. Sin embargo, este no es el caso, en ninguna economía del mundo: no solo hay que analizar las tasas, sino también los plazos de vencimiento, en pos de calzar pasivos -depósitos- y activos -préstamos, LELIQs, títulos, etc.-.

En la actualidad, las LELIQs representan 5,5% del PIB, en tanto los pases equivalen a 3,7% de este. De este modo, suman 9,2% del Producto, lo que implica 0,2 p.p. más que hace un año y 2 p.p. más que el promedio de 2016-2019 (+7,2%). En contraste, se ubican 1,4 p.p. por debajo del pico de abril de 2018 (+10,6%).

Estos instrumentos pagan intereses -cercaños a la tasa de política monetaria-, por lo que tienen un costo neto para el BCRA, proporcional a su *stock*. Más aún, teniendo presente que el rendimiento de las colocaciones en pesos es el principal canal que tiene la autoridad monetaria para disuadir la demanda de dólares, este costo aumenta con las expectativas de devaluación; no obstante, vale destacar que su costo de oportunidad, ceder ante las tensiones cambiarias, podría ser peor en tanto su efecto inflacionario, social y real.

Gráfico I – Stock de LEBACs, LELIQs y pases como % del PIB mensual desestacionalizado (promedio doce meses y corriente). Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

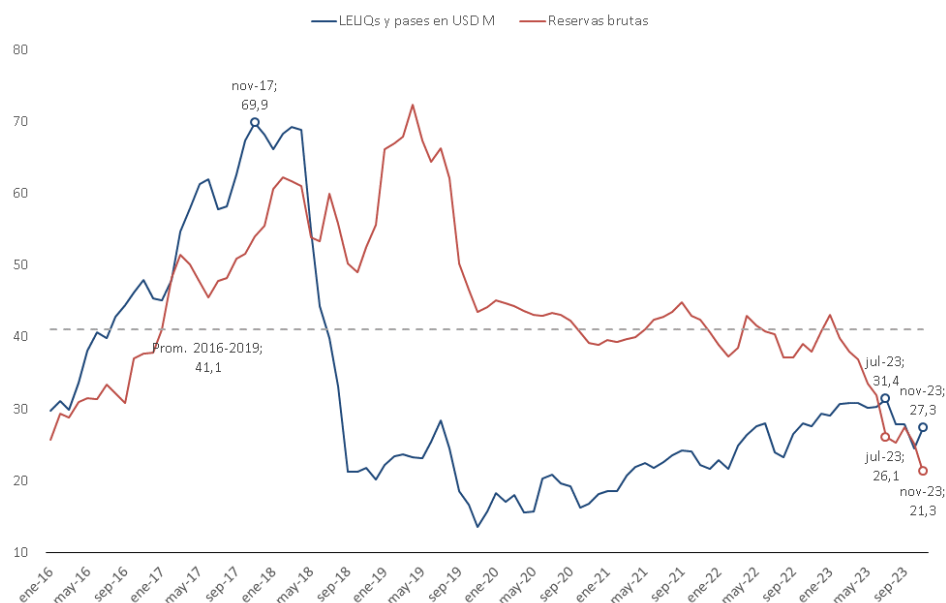


El principal factor explicativo del aumento del *stock* de instrumentos remunerados del BCRA (IRM) es la caída de los préstamos: -12,2% i.a. en términos reales en noviembre y -22,9% contra igual mes de 2021, o, lo que es lo mismo, de 6,8% del PIB a 6,2% un año más tarde y 5,6% en la actualidad. De esta forma se entiende que el incremento del *stock* de IRM está reduciendo la inversión y el consumo potencial, en tanto dinero que podría haberse canalizado a la demanda de bienes y servicios fue al prestamista de última instancia. Ahora bien, dado que no probamos causalidad ni inferencia, la inversa también puede ser válida: los IRM crecen producto de la moderación de la demanda privada -o de la oferta de financiamiento-, que no toma créditos en este contexto de elevada volatilidad nominal.

En este punto, podemos decir que una condición necesaria para la recuperación del crédito y la relajación virtuosa del *stock* de IRM sería aumentar el horizonte de previsibilidad nominal. En esta coyuntura de alta varianza en las expectativas de inflación, endeudarse a mediano plazo puede terminar siendo muy costoso o muy barato, según cuánto difiera la suba de precios esperada de la efectiva. Por caso, en noviembre de 2022, el REM del Banco Central, esperaba una inflación de 100% para 2023, 85 p.p. menos que en octubre de 2023 -última publicación-. Así, haber otorgado un crédito a tasa fija al cierre del año pasado no pareciera haber sido un gran negocio, de modo que podría estar desalentando su oferta en la actualidad, o, lo que es lo mismo, su cobertura con activos de menor plazo, como son las LELIQs y los pases.

Sin perjuicio de esta diferencia, ambos instrumentos siguen siendo a tasa fija, de modo que se reducen en términos reales de manera proporcional a la aceleración inflacionaria. Por este motivo, sostener que “las LELIQs son el principal problema de la economía argentina”, implícitamente, equivale a decir que no se espera un **gran** salto cambiario inmediato: si este fuera el caso, estos pasivos caerían de manera significativa. Por su parte, los pasivos del Tesoro Nacional ajustan en su mayoría por alguna variable nominal -CER, tipo de cambio oficial-, de modo que su resiliencia en un escenario de salto del nivel de precios es mayor.

Gráfico II – Stock de LELIQs y pases (a un tipo de cambio de 850 ARS/USD) y de Reservas brutas en USD miles de millones. Fuente: BCRA y Bloomberg.



El stock de IRM actual representa un mayor desafío en el plano cambiario que en términos del PIB. Mientras que en el segundo caso se ubica por debajo de los picos de la primera mitad de la gestión Cambiemos, en el primero supera a las reservas brutas (USD 21,3 MM y USD 27,3 MM), algo que no pasa desde principios de 2018.

Dicho esto, puede notarse que en ese entonces el mercado cambiario mostraba mayor flexibilidad, de modo que la velocidad de conversión de “pesos a dólares” era sensiblemente mayor. Por lo tanto, los riesgos de ambos escenarios no son estrictamente comparables.

Del presente gráfico se desprende que tanto el *stock* de IRM como el de Reservas están desalineados respecto de los promedios recientes, de modo que cabría esperar cierto orden. Para esto, hay tres opciones: i) reducir el *stock* de IRM, ii) incrementar las Reservas o iii) aumentar el tipo de cambio de conversión, es decir, valorar más las reservas respecto de los pesos: de-valorar al peso.

En relación con el primero, sería una salida óptima: sustituir deuda del Banco Central por inversión y consumo privado. Sin embargo, dados los niveles de nominalidad y volatilidad actuales, esta opción parece compleja de lograr, al menos en lo inmediato. Por su parte, una devaluación tampoco parece una salida ideal. En primer lugar, por el impacto sobre la inflación que tendría un movimiento cambiario, con la experiencia de agosto como antecedente. Asimismo, porque el tipo de cambio real no presenta niveles de atrasos insostenibles: a modo de ejemplo, esta variable promedió alrededor de 830 ARS actuales en 2002, con un pico de 900 ARS/USD en junio de ese año. En la misma línea, en un escenario de cosecha normal -y administración cambiaria y comercial- las exportaciones de bienes y servicios reales superan a las importaciones, de modo que la economía real tampoco pareciera demandar una mayor competitividad.

La recomposición de las reservas, entonces, parece como una salida viable dados sus niveles históricos y la situación de la economía argentina. Ahora bien, cuán posible y “saludable” es. En la siguiente sección del presente informe intentaremos pensar esto.

Reservas y endeudamiento externo: fortalezas y debilidad respecto de 2016-2019

Las reservas brutas cerraron noviembre en USD 21.500 millones, lo que implica una caída de 4,3% respecto del final de octubre (USD 22.600 millones) y de 43,2% en relación con igual mes del año pasado, cuando rondaban los USD 38.000 millones. Más aún, se ubican por debajo del 5% del PIB, menos de un tercio del promedio de la región (+18,6% en 2022 según datos del FMI).

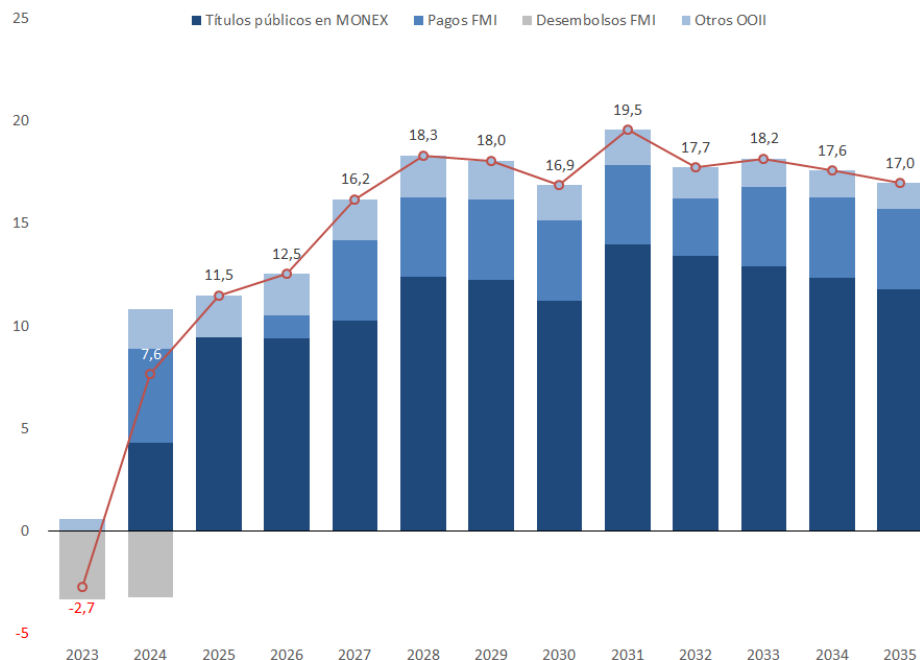
Dicho esto, vale destacar que el próximo 21 de diciembre vencen poco más de USD 900 millones de capital con el Fondo, a la vez que hay pagos por USD 250 millones a otros organismos multilaterales de crédito. En contraste, si se aprobase la séptima revisión del acuerdo con el propio FMI -originalmente pautada para la primera mitad de noviembre, donde se analizarán los objetivos fiscales, monetarios y de acumulación de reservas al 30 de septiembre-, a nuestro país le corresponderían USD 3.300 millones.

Sin otros movimientos, las reservas brutas cerrarían el año en torno de USD 24.000 millones, equivalente 3,8% del PIB: un indicador que se encuentra por debajo de los estándares internacionales -en todos los casos por encima del 10% para los países emergentes-. En consecuencia, y tal como intentamos mostrar en el apartado anterior, es necesaria su recomposición en el corto plazo. Dado que una devaluación significativa del tipo de cambio real tensaría aún más la situación nominal y social -ver sección **Política monetaria**-, las primeras señales apuntarían más al canal financiero que al comercial -más deuda que exportaciones netas de bienes y servicios reales, dicho de otra forma-. En esta clave se marca la gira del Presidente electo y su equipo por Estados Unidos.

Ahora bien, ante esto cabe preguntarse por las posibilidades de conseguir financiamiento externo en el mercado, además de su costo. Para esto, podemos comparar con 2016-2018, anterior período de colocación de deuda externa en montos significativos por parte de Nación con tres focos: i) el perfil de vencimientos actual de nuestro país, para pensar de qué necesidades partimos, ii) las colocaciones internacionales en moneda

extranjera, para analizar la oferta/disponibilidad de crédito y iii) las tasas de interés, ya que la Reserva Federal de Estados Unidos pasó del rango 0,25%-0,50% en el arranque de 2016 a la zona de 5,25%-5,50% en 2023.

Gráfico 1 – Perfil de vencimientos deuda pública en moneda extranjera. En USD miles de millones. Fuente: Secretaría de Finanzas.



Como se observa en el gráfico, el perfil de vencimientos se incrementa de manera sustancial a partir de 2025: entre ese año y 2027, el Palacio de Hacienda tiene compromisos por USD 13.500 millones anuales, número que llega a USD 18.200 millones cuando miramos 2028-2031. Por lo tanto, sin conseguir ese monto de piso, la acumulación neta de reservas brutas se complicará.

Dicho esto, vale destacar que la cuenta corriente cambiara acumuló un superávit de USD 4.800 millones en 2022, de modo que podría compensar parte de estas necesidades. Entre enero y octubre de 2023, este saldo se revirtió, quedando en USD -7.000 millones, producto esencialmente del menor superávit de bienes (pasó de USD +18.300 entre enero y octubre del año pasado a USD +7.100 millones este año), golpeado por la sequía. Asimismo, vale destacar que un saldo “muy positivo” de la cuenta corriente no es consistente con una recuperación acelerada del nivel de actividad: resultado de la mayor elasticidad ingreso de nuestras importaciones en comparación con nuestras exportaciones -a iguales tasas de crecimiento del PIB, nuestras compras al resto del mundo crecen más rápido que nuestras ventas-, será necesario moderar la recuperación de la producción para que la economía real siga ofreciendo dólares netos en lugar de demandarlos.

En segunda instancia, corresponde notar que la oferta de crédito se redujo de manera sensible en los últimos años: mientras que entre 2016 y 2018 los países emergentes colocaron USD 260.000 millones de deuda promedio anual, entre enero y noviembre de 2023 este número cayó a USD 180.000 millones. Más aún, en esos años, nuestro país era el mayor emisor, con montos que rondaron los USD 70.000 millones en 2016, USD 55.000 en 2017 y USD 11.000 millones en 2018, en tanto este año el principal emisor fue Corea del Sur con menos de USD 24.000 millones.

Así las cosas, no solo las necesidades financieras de nuestro país serían mayores que en 2016-2018, sino que, además, la disponibilidad de divisas también sería menor.

Cuadro I – Emisiones de deuda pública en moneda extranjera, países emergentes. Fuente: Bloomberg.

País	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018	2023
Argentina	69,4	54,4	11,6	45,1	0,0
Arabia Saudita	17,5	21,5	13,0	17,3	22,0
Qatar	18,0	0,0	24,0	14,0	0,0
Corea del Sur	15,2	17,0	7,9	13,4	24,4
Oman	8,5	14,0	16,0	12,8	0,0
Egipto	8,0	14,0	13,1	11,7	0,0
Indonesia	12,0	12,0	10,0	11,3	7,0
Emiratos Árabes Unidos	10,4	16,1	0,0	8,8	5,0
Ecuador	12,9	12,0	0,0	8,3	0,0
Hong Kong	6,5	9,6	8,6	8,2	11,3
Turquía	6,5	10,3	7,8	8,2	15,4
Nigeria	0,0	6,0	10,7	5,6	0,0
Kuwait	0,0	16,0	0,0	5,3	0,0
Bahrain	5,2	6,0	2,0	4,4	4,0
Resto	70,8	96,5	85,0	84,1	92,5
Total	261,0	305,3	209,7	258,7	181,6

Por último, resta analizar el costo de financiamiento: entre 2016 y 2018, la inflación promedió 2% anual en Estados Unidos, quedando dentro del objetivo de la Reserva Federal, lo que permitía una tasa de interés nominal baja (+0,5%), estableciendo i) un piso bajo para los demás países y ii) ayudando a su perfil de sostenibilidad de deuda, cálculo que rápidamente y con algunos supuestos en el camino podríamos asumirlo como que la tasa de interés en moneda extranjera sea menor que la tasa de crecimiento esperada del PIB en moneda extranjera: de esta forma, de no mediar nuevas colocaciones, el cociente entre deuda y PIB debería reducirse tendencialmente.

Cuadro II – Tasa de interés, títulos a diez años. Fuente: Bloomberg.

Año	Alemania	Argentina	Brasil	Colombia	EE.UU.	México	Perú	Reino Unido
2016	0,1%	6,2%	13,0%	7,9%	1,8%	6,2%	6,3%	1,2%
2017	0,4%	5,2%	10,3%	6,6%	2,3%	7,2%	5,6%	1,2%
2018	0,5%	7,1%	10,6%	6,7%	2,9%	8,0%	5,4%	1,4%
2019	-0,2%	22,5%	7,9%	6,4%	2,1%	7,6%	4,7%	0,9%
2020	-0,5%	23,1%	7,2%	8,0%	0,9%	6,3%	4,0%	0,3%
2021	-0,3%	22,2%	9,7%	9,7%	1,4%	6,8%	5,3%	0,7%
2022	1,2%	21,3%	12,3%	11,4%	2,9%	8,8%	7,5%	2,4%
2023	2,5%	22,6%	11,9%	11,5%	3,9%	9,1%	7,4%	4,0%
nov-23	2,6%	22,5%	11,2%	10,9%	5,5%	9,6%	7,2%	4,2%
2016-2019	0,2%	10,3%	10,4%	6,9%	2,3%	7,2%	5,5%	1,2%
2023-16/19	2,3 p.p.	12,3 p.p.	1,5 p.p.	4,5 p.p.	1,6 p.p.	1,9 p.p.	1,9 p.p.	2,9 p.p.

A modo de síntesis, resalta que las condiciones iniciales para recomponer reservas internacionales a través del crédito externo son más complejas que en 2016-2019: i) el perfil de vencimientos en moneda extranjera de nuestro país es más exigente que entonces, ii) la disponibilidad de divisas es menor en la pospandemia y iii) el costo de endeudamiento es mayor. En contraposición, la cuenta corriente podría dar algo más de oxígeno, a la vez que la acumulación de superávits fiscales pareciera encararse, a priori, hacia un sendero de mayor austeridad.

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	%	sep-23	-0,0%	-0,7%	INDEC	21-dic-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	sep-23	11,7%	132,0%	INDEC	22-dic-23
Salarios reales INDEC	%	sep-23	-0,9%	-0,6%	INDEC	22-dic-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	oct-23	1,9%	-1,5 p.p.	Hacienda	20-dic-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	oct-23	2,1%	-1,4 p.p.	Hacienda	20-dic-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	oct-23	-0,2%	-0,1 p.p.	Hacienda	20-dic-23
Resultado primario sin retenciones	% PIB, dif. i.a.	oct-23	-0,3%	1,0 p.p.	Hacienda	20-dic-23
Precios						
IPC Nacional	%	oct-23	8,3%	142,4%	INDEC	13-dic-23
IPC Núcleo, nacional	%	oct-23	8,8%	149,9%	INDEC	13-dic-23
Comercio exterior						
Exportaciones (INDEC)	USD M	oct-23	5.385	69.655	INDEC	20-dic-23
Importaciones (INDEC)	USD M	oct-23	5.839	74.592	INDEC	20-dic-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	oct-23	-454	-4.937	INDEC	20-dic-23
Balance cambiario						
Bienes (BCRA)	USD M	oct-23	854	10.639	BCRA	29-dic-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	oct-23	-1.167	-16.210	BCRA	29-dic-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	oct-23	-4.260	-11.564	BCRA	29-dic-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	30-nov-23	360,5		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	30-nov-23	1,2		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	30-nov-23	872,2		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	30-nov-23	2,9		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	30-nov-23	21.508		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	24-nov-23	8.793		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	24-nov-23	18.184		BCRA	Diaria
BIS	USD M	24-nov-23	3.117		BCRA	Diaria
Resto	USD M	24-nov-23	-8.586		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	29-nov-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	29-nov-23	10,5%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	30-nov-23	4,9	-6,6%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	30-nov-23	7,1	-0,5%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	30-nov-23	488,2	-7,4%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	30-nov-23	246,1	-33,5%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	30-nov-23	494,1	-33,1%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	30-nov-23	76,0	-8,5%	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.