



Semana Económica

Resumen Ejecutivo

N°761

Del 28 de enero al 3 de febrero de
2023



Claves de la semana

Mercado cambiario: cierre 2022 y perspectivas 2023

Actividad: las dos mitades de 2022, ¿cuál se expresará en 2023?

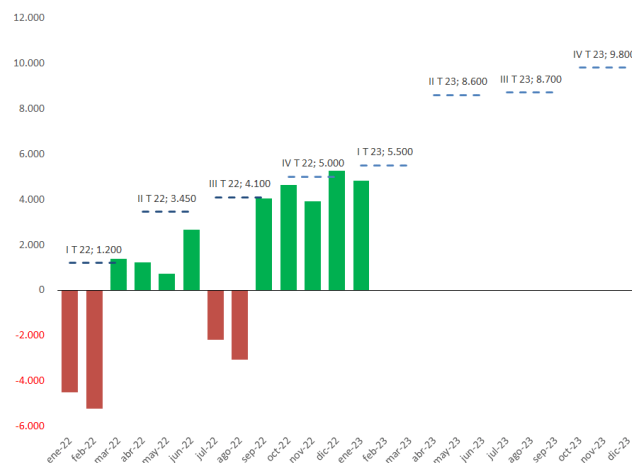
Mercado cambiario: cierre 2022 y perspectivas 2023

El año pasado, las reservas netas de encajes, swap y repos crecieron más USD 5.000 millones, cerrando el año por encima de USD 10.500 millones. De esta forma, se alcanzó el objetivo acordado con el FMI, que imponía un piso de aumento de USD 5.000 millones para 2022 y se habría habilitado el giro de USD 5.400 millones en marzo próximo (producto del cumplimiento también del objetivo fiscal y de asistencia monetaria del Banco Central al Tesoro).

Ahora bien, alcanzar la meta no fue simple. Por el contrario, ciertas ayudas “exógenas” fueron determinantes: el desembolso inicial del Programa de Facilidades Extendidas en marzo pasado (USD +6.900 millones, de los cuales se contabilizaron USD +4.100 millones) y el financiamiento externo al sector privado, que habría sumado no menos de USD 10.000 millones en 2022 resaltan por sobre otras fuentes.

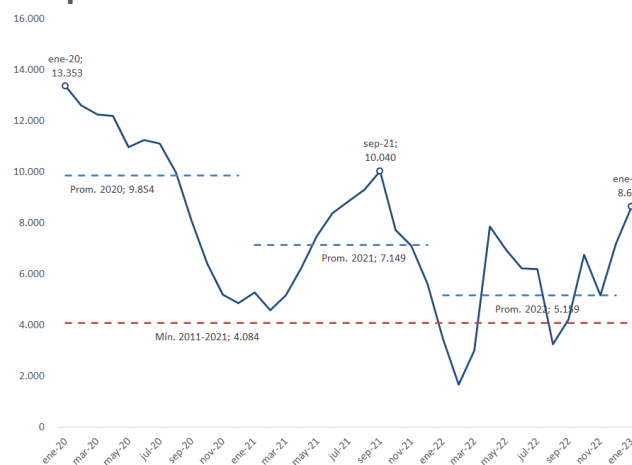
Este segundo punto se verificó tanto del lado de las ventas al resto del mundo como de las compras. Respecto de las exportaciones, ambos “dólares soja” incrementaron los envíos prefinanciados, ampliando en USD 5.000 millones el stock de deudas comerciales en la primera edición del Programa (cobros realizados con entregas pendientes). Por su parte, la deuda comercial por importaciones creció casi USD 9.000 millones entre enero y septiembre de 2022, número que se habría estabilizado en el cuarto trimestre. En ese período, se “acercaron” las tasas de variación interanual de la compra de dólares para importar bienes no energéticos y su ingreso por

Reservas netas, crecimiento desde dic-21. Criterio FMI. En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Reservas netas, serie histórica. Criterio pasivos BCRA. En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Aduana, especialmente en noviembre y diciembre (-16,9% i.a. y -10,7% i.a., respectivamente).

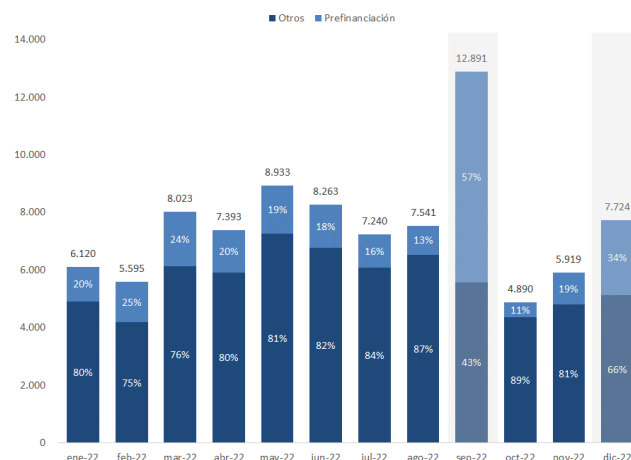
En contraste, en enero, las reservas netas habrían caído alrededor de USD 500 millones según la metodología del FMI. Ventas netas por casi USD 200 millones del Banco Central en el mercado y pagos de intereses a privados por títulos públicos explican este resultado. Así, la autoridad monetaria debería sumar alrededor de USD 700 millones entre febrero y marzo para alcanzar la meta del primer trimestre de 2023 (USD +500 millones), destrabando el desembolso de junio. Entre abril y junio, la autoridad monetaria debería sumar USD 3.100 millones para destrabar el desembolso de septiembre, número algo mayor que los USD 2.250 millones objetivo del segundo trimestre 2022, cumplimentados además mediante un *waiver* (se acumularon alrededor de USD 1.700 millones).

En respuesta, las limitaciones del mercado cambiario no se flexibilizarían en el corto plazo. No obstante, si se cumplieran las metas, la posición externa de la economía argentina mejoraría de manera sustancial: las reservas netas sumarían USD 10.000 millones en dos años, multiplicando su stock por tres en relación con el cierre de 2021 y acercándose a los picos relativos de 2017.

Actividad: las dos mitades de 2022, ¿cuál se expresará en 2023?

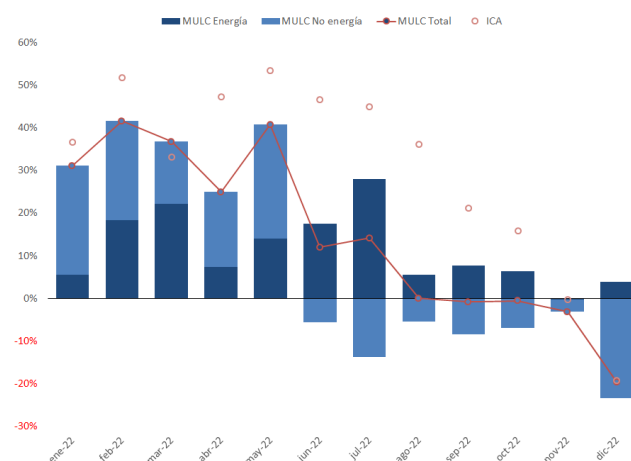
El año pasado, la economía habría promediado un crecimiento no menor a 5,5% i.a. Entre enero y septiembre, la actividad avanzó 6,5% i.a., de modo que, incluso con el probable retroceso

Venta de divisas por exportación de bienes, según modalidad de cobro (anticipado o vista y diferido). En USD millones



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA. En gris los meses con Programa de Incremento Exportador

Importaciones Aduana y compra de dólares para importaciones de bienes. Variación interanual



Fuente: Elaboración propia en base BCRA e INDEC



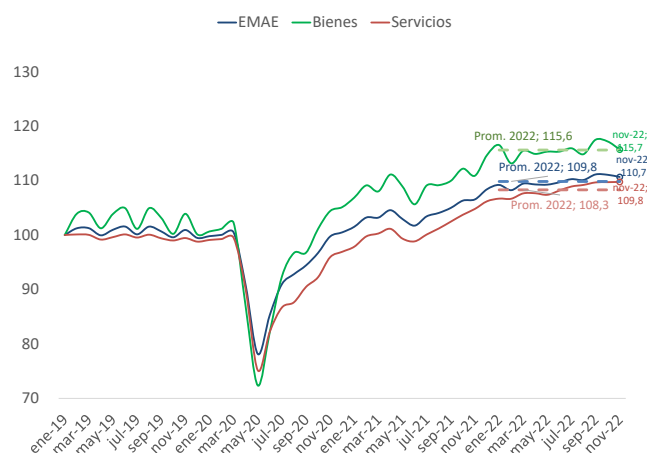
desestacionalizado del último trimestre (en sus dos primeros meses, la producción se redujo 1,2% respecto de septiembre, a la vez que todavía no hay datos de diciembre), el PIB habría cerrado el año pasado en terreno positivo.

La mejora se concentró entre abril y agosto. Mientras que la producción se mantuvo estancada entre enero y marzo (-0,2%), resultado de, mayormente, el *shock* de oferta que había provocado el brote de COVID de enero, saltó 3% entre abril y agosto, impulsada por la recuperación del poder adquisitivo (+0,7% trabajadores privados registrados), los puestos de trabajo (+2,4% según SIPA) y un sector público expansivo. De esta forma, se observa cómo la mejora estuvo tirada por la demanda. Por su parte, la oferta acompañó el crecimiento, pero no fue el impulso “inicial”.

Ahora bien, esta tendencia se revirtió a partir de septiembre: desde entonces y hasta noviembre, la actividad se redujo 1,5%, dinámica que no habría cambiado de manera significativa en diciembre. Para explicar este giro encontramos tres grandes factores, dos de los cuales se habrían moderado en la actualidad -casualmente, los vinculados a la demanda-, pero un tercero que se mantendría y que actuaría como condición suficiente para limitar la recuperación de la economía real, al menos en el arranque de 2023: i) la aceleración de la nominalidad de julio-agosto, cuando la suba de precios pasó de 5,5% promedio mensual en el segundo trimestre a casi 7% en el tercero, ii) la caída del salario real (-2,8% entre junio y octubre para todos los trabajadores, reducido a -1,1% en noviembre, aunque sin efecto inmediato), resultado directo de

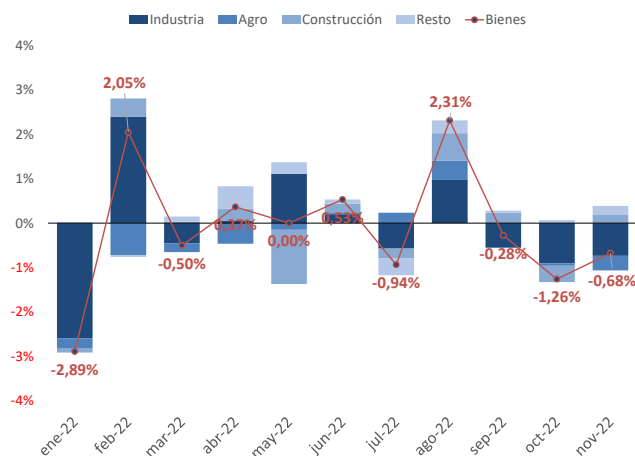
EMAE, serie desestacionalizada.

Base ene-19=100



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

EMAE, variación desestacionalizada y contribución al crecimiento por oferta, principales sectores



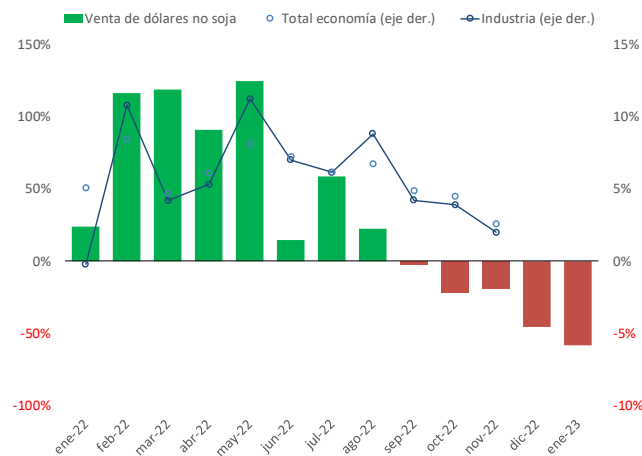
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

esta aceleración inflacionaria no prevista al momento de negociar paritarias y iii) un incremento de los controles a la compra de divisas del sector privado para importar bienes (ver sección **Cambiaria**).

En los últimos meses, los *shocks* negativos de demanda se habrían atenuado. Sin embargo, la restricción de divisas no se habría relajado, limitando la oferta de bienes y servicios producidos; por el contrario, la venta de dólares del Banco Central a la economía no agropecuaria pasó de caer 30% i.a. en el cuarto trimestre de 2022 a más de 50% i.a. en el arranque de 2023 (y -40% i.a. excluyendo la venta de divisas que aportaron ciertas inversiones energéticas liquidadas en el mercado oficial), reflejando que los controles no se habrían moderado.

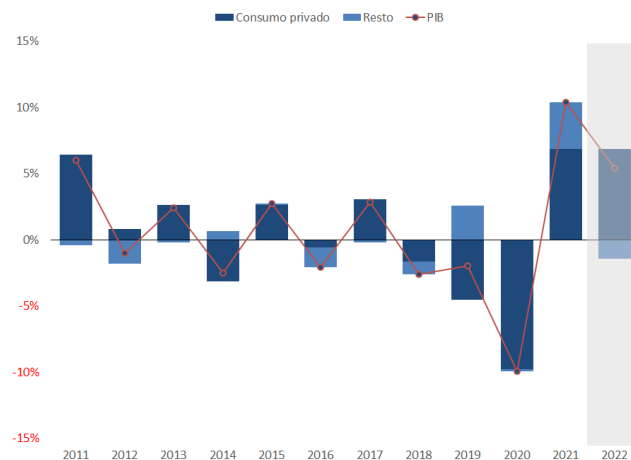
En síntesis, el crecimiento se aceleró en la primera parte de 2022 por la mejora de la demanda, privada y pública, convalidada por la oferta. En cambio, en la segunda parte del año, la oferta no pudo seguir el ritmo, a la vez que los *drivers* de demanda se moderaron y los precios relativos -tasas y tipo de cambio- adoptaron un perfil más moderado. El arranque de 2023 sería una mezcla de ambos tiempos: una demanda que pareciera en vías de recuperar cierta pujanza -mejora del salario, un gasto público algo más holgado, entre otros-, pero una oferta que, al momento, no pareciera poder convalidar un nuevo crecimiento.

Compra neta de divisas BCRA a la economía no agro y EMAE. Variación interanual



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, BCRA y CIARA-CEC.

Variación interanual PIB. Contribución al crecimiento por componente de demanda



Fuente: Elaboración propia en base INDEC

Glosario

- **Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM):** Este relevamiento permite un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo sobre la evolución de la economía argentina y es generado a partir de una encuesta realizadas a personas especializadas, del país y el extranjero.
- **Derechos Especiales de Giro (DEG):** Es un activo de reserva internacional creado por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros. Su valor se basa en una cesta de cinco monedas (dólar estadounidense, euro, renminbi chino, yen japonés y libra esterlina).
- **Programa de Incremento Exportador:** Establece un tipo de cambio preferencial para la exportación de soja y sus derivados de forma transitoria y extraordinaria para aumentar las cantidades vendidas al exterior, fortalecer las Reservas Internacionales del Banco Central y mejorar los índices de actividad del sector agroindustrial local.