

PERSPECTIVAS CAMBIARIAS 2023: TURBULENCIAS MÁS ALLÁ DE LA REVISIÓN DE METAS

RESUMEN

- *El financiamiento de organismos internacionales, la administración del comercio y el dólar soja explicaron el cumplimiento de los objetivos para el sector externo en 2022. El 2023 comenzó difícil: la sequía y los límites de la estrategia del año pasado incrementan la dificultad que suele tener la administración del mercado de cambios en años electorales.*
- *El ejercicio de proyección realizado arroja un faltante de U\$S 7.000 millones y explica la renegociación de las metas para el año con el FMI. El escenario impone a las autoridades una agenda en la que la búsqueda de nuevo financiamiento y las restricciones comerciales sostendrán su centralidad en la agenda económica. Cabe esperar que las tensiones se acrecienten entre el segundo y tercer trimestre del año.*
- *La dependencia respecto de nuevas fuentes de financiamiento externo (ya sea multilateral o por medio de nuevas versiones del dólar-soja) colocan al gobierno en una posición de debilidad tanto en la negociación con exportadores, como de cara a la oposición, donde el boicot al financiamiento externo puede asumir una dinámica similar a la que se observa sobre la deuda en pesos.*
- *El dólar-soja parece haber distorsionado el funcionamiento del mercado de cambios. Al perderse la noción de “excepcionalidad” que acompañó su primera versión, su implementación es hoy imprescindible para normalizar el nivel de intervenciones del BCRA en el mercado. Nuevas rondas difícilmente aporten más que tres meses de oxígeno respecto de las tensiones se espera comiencen a manifestarse en II-23.*
- *Bajo la vigencia de un esquema de control de cambios, cabe esperar que las tensiones sobre el mercado oficial se expresen primero y con mayor violencia sobre los precios de los dólares alternativos [brecha cambiaria]. El presupuesto de U\$S1.000 millones que plantea el programa de recompra de deuda en dólares luce insuficiente para atender las presiones esperables sobre la brecha y tiende a incrementar las necesidades de financiamiento para el año.*

La dinámica del mercado oficial de cambios en los primeros dos meses del año plantea serias dudas respecto de la capacidad del gobierno para transitar el 2023 sin turbulencias. Luego de **un 2022 en el que los objetivos de reservas pactados con el FMI se alcanzaron por medio de los aportes del propio organismo y un mix de controles e incentivos que forzaron la toma de deuda comercial de corto plazo por parte del sector privado**, las perspectivas para el año en curso lucen desafiantes.

Por un lado, los principales pilares del resultado positivo del año pasado tienden a agotarse. El financiamiento comercial de importaciones [forzado por las restricciones de acceso al mercado que obliga a las empresas a financiarse en el exterior para pagar] parece comenzar a agotarse. Además, el cronograma de vencimientos con organismos internacionales es más ajustado debido a los compromisos de pagos netos al FMI [se estima que el pago de intereses y el desfase entre desembolsos y vencimientos insumirían aproximadamente U\$S2.800 millones en 2023].

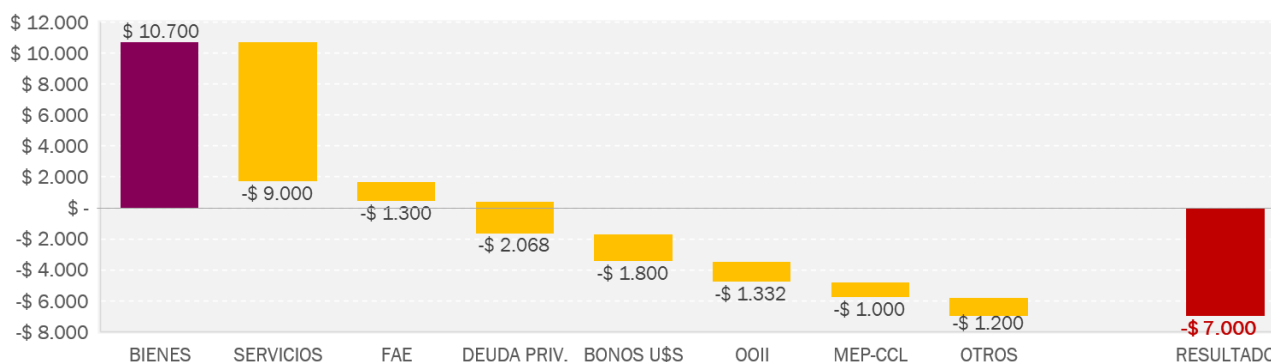
Por otra parte, los efectos de la sequía afectarán considerablemente la liquidación de exportaciones, al tiempo que se mantiene abierta la incertidumbre sobre la magnitud de la mejoría en el saldo energético. Por si fuera poco, la gestión cambiaria es siempre compleja en Argentina en años electorales, y 2023 difícilmente sea la excepción en vistas de la centralidad que asumirá el debate sobre el régimen cambiario en los programas y propuestas electorales.

ESCENARIO CAMBIARIO 2023

Se presenta a continuación un ejercicio de proyección del balance cambiario 2023 sobre la base de un escenario de continuidad de la estrategia cambiaria y un conjunto de supuestos respecto de los focos de incertidumbre para el año en curso.

- **Exportaciones:** (i) Se asume que la sequía genera una merma de un 15% sobre la liquidación de oleaginosas y cereales [es decir más parecida a la merma de 17% de 2018 que a la caída de 27% de 2009]; (ii) Complementariamente, las exportaciones de energía y manufacturas de origen industrial sostienen un muy buen desempeño.
- **Importaciones:** (i) Las importaciones se mueven al ritmo de una actividad económica que cae en el año 0,6% pero con una dinámica de “U” que acompaña una recuperación en el período electoral; (ii) se moderan las importaciones de energía tanto por efecto precio, como por menores cantidades.
- **Financiamiento comercial:** Se asume que el financiamiento comercial se mantiene estable respecto de los niveles de finales de 2022¹.
- **Servicios:** (i) Los gastos en concepto de turismo y tarjeta se moderan y permiten más que compensar el beneficio otorgado al turismo receptivo que trasladó al MEP-CCL las liquidaciones de dólares por gastos con tarjeta de extranjeros; (ii) Se reducen las erogaciones en concepto de fletes en línea con la reducción de los volúmenes de comercio exterior y los precios internacionales.
- **Vencimientos con Organismos Internacionales:** Se obtiene financiamiento multilateral adicional que permite compensar parcialmente los compromisos de pagos netos con el FMI.
- **Programa de recompra de deuda en dólares:** Las intervenciones sobre los mercados financieros para la recompra de títulos públicos denominados en dólares [y control de las cotizaciones MEP-CCL] se limitan a los U\$1.000 millones anunciados. En caso de incrementarse se asume que se cubrirían con nuevo financiamiento internacional [¿REPO?, ver sección final del informe].

GRÁFICO 1. PROYECCIONES PARA EL MERCADO DE CAMBIOS OFICIAL EN 2023



Fuente: Elaboración propia

¹ Cabe recordar que el financiamiento por importaciones parece comenzar a agotarse luego de aportar un estimado de U\$6.600 millones el año pasado debido a las restricciones comerciales [al limitarse el acceso al mercado de cambios se obliga a las empresas a conseguir los dólares en el exterior]. Un escenario sin nuevos aportes de financiamiento comercial implica asumir la recuperación del incremento de las prefinanciaciones de exportaciones que generó el dólar-soja a fines de 2022 [+U\$2.200 millones] y que se retrajo en los primeros meses de 2023.

Los resultados del ejercicio arrojan **un faltante de U\$S 7.000 millones que impone a las autoridades una agenda en la que la búsqueda de nuevo financiamiento y las restricciones comerciales sostendrán su centralidad**. Tal como señalamos anteriormente, el contexto no luce sencillo en vistas de las dificultades que suele imponer al mercado de cambios el propio escenario electoral.

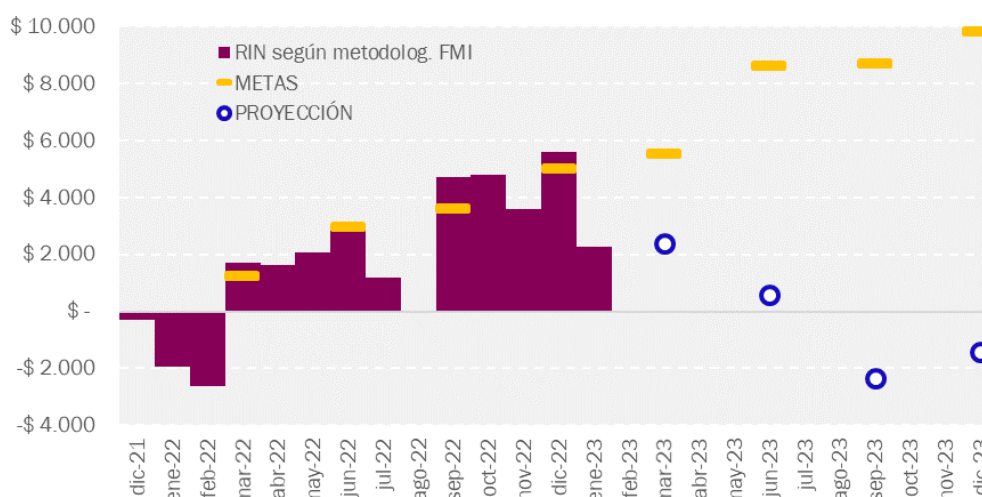
La dependencia de financiamiento externo podría configurar en 2023 una posición de debilidad respecto de la oposición en los meses previos al proceso electoral similar a la que afecta a la deuda en pesos. Así, en la proximidad de las elecciones boicotear o sembrar dudas sobre el repago de financiamiento que consiga el oficialismo ofrecería a la oposición un mecanismo de desestabilización económica que traslade a la actual gestión alguno de los costos implícitos de su programa económico [Ver Informe Enero-23].

El anuncio respecto de las posibilidades de activación del swap con el Banco de la República Popular China por U\$S5.000 millones ofrece hasta el momento la principal fuente de financiamiento para cubrir parcialmente el faltante [o posibles desvíos de la programación por mayores efectos de la sequía]. Sin embargo, el volumen de las ruedas cambiarias en yuanes no muestra hasta el momento indicios de utilización significativa.

Sea cual sea el resultado de las gestiones de las autoridades para conseguir los dólares que equilibren el mercado de cambios en 2023, la proyección cristaliza el improbable cumplimiento de las metas de reservas internacionales asumidas con el FMI. El Acuerdo de Facilidades Extendidas de 2022 planteaba para el corriente año un objetivo de acumulación de reservas de U\$S4.800 millones. Esto explica la relevancia que asumió en la prensa especializada la noticia sobre la negociación de funcionarios con el organismo en vistas de alcanzar una flexibilización de las metas producto de los efectos de la sequía y la guerra en Ucrania [cabe recordar que el Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI contempla explícitamente potenciales flexibilizaciones por estos motivos].

Dada la estacionalidad del mercado de cambios argentino, el rezago de la cosecha en el contexto de sequía, el esquema de revisiones trimestrales con el FMI y un calendario electoral que incluye el adelantamiento de elecciones en varias provincias, será importante no solo el saldo final del mercado, sino también su dinámica a lo largo del año. De no mediar cambios significativos, **cabe esperar que los niveles de reservas netas retornen entre el segundo y tercer trimestre del año niveles similares a los previos a la firma del acuerdo con el FMI**. Se trata de niveles que tanto a principios como mediados de 2022 dispararon el refuerzo de los controles cambiarios y un salto en la brecha cambiaria con claras derivaciones inflacionarias.

GRÁFICO 2. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS SEGÚN EFF DEL FMI, METAS Y PROYECCIONES 2023



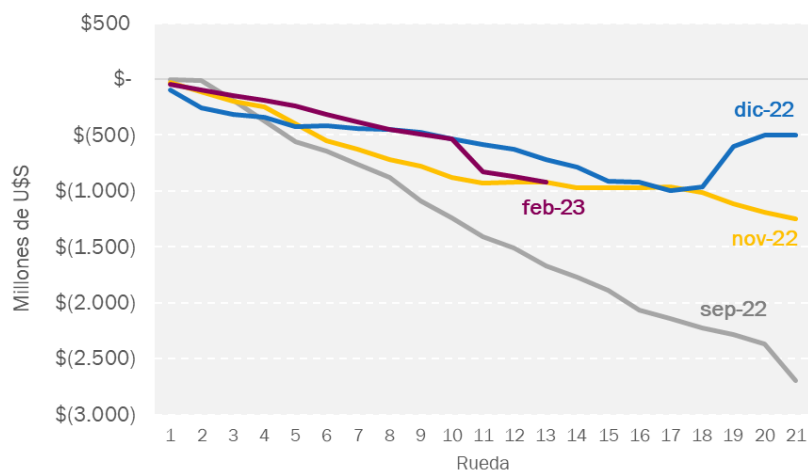
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y FMI

DISTORSIONES DE LA SEQUÍA Y EL DÓLAR-SOJA

En este contexto es altamente probable que se implementen nuevas ediciones del programa dólar-soja. La experiencia reciente demuestra que la efectividad del programa tiende a reducirse en la medida que deja de ser percibido como una oportunidad excepcional por los productores y comercializadores. La primera versión del dólar-soja aportó U\$S 7.600 millones y la segunda, U\$S 3.100 millones. En este marco, se requiere de su implementación no tanto para conseguir que los productores desarmen sus stocks, sino para que mantengan un ritmo de liquidación normal. Así, nuevas versiones del programa difícilmente puedan aportar algo más que 3 meses de financiamiento, postergando las tensiones un trimestre [al III-23]. Cabe también esperar que la posición negociadora de las autoridades se debilite con el correr de los meses, por lo que no puede descartarse que el sector consiga mejoras adicionales en las nuevas ediciones.

El funcionamiento del mercado de cambios oficial desde la implementación del dólar-soja ofrece algunos signos de alarma respecto de distorsiones que podría haber generado el programa sobre el comportamiento general. Los resultados se encuentran fuertemente afectados por la sequía por lo que es difícil asignar responsabilidades directas.

GRÁFICO 3. INTERVENCIONES DEL BCRA EN EL MULC DESCONTADO EL DÓLAR SOJA



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y MAE

Tal como se observa en el gráfico precedente, la pérdida de reservas descontando los aportes del dólar soja promedia los U\$S 1.000 millones mensuales desde la implementación del SIRA [llegó a superar los 2.500 en sep-22]. Se trata de un piso de ventas de dólares mensuales que deberán compensar las autoridades con las herramientas de las que dispone [¿una combinación de financiamiento, restricciones y dólar soja?]. La dinámica refleja que el dólar-soja ha dejado de ser percibido como una medida excepcional y se requiere su implementación periódica para normalizar el nivel de intervención en el mercado de divisas del BCRA.

LAS INTERVENCIONES SOBRE LA BRECHA CAMBIARIA

Bajo la vigencia de un esquema de control de cambios, las tensiones sobre el mercado oficial tienden a expresarse primero y con mayor violencia sobre la brecha cambiaria a partir del alza de los dólares alternativos [financiero e informal]. Sin embargo, como desarrollamos en informes anteriores, existe en la actualidad otro mecanismo que impulsa las cotizaciones de los dólares financieros.

Tal como desarrollamos en el Informe de Enero-23, las intervenciones del Banco Central sobre el mercado de títulos en pesos para gestionar la crisis de financiamiento público conforman un canal de transmisión directo que va desde la emisión de pesos a la cotización de los dólares financieros. A diferencia de otras formas de financiamiento del

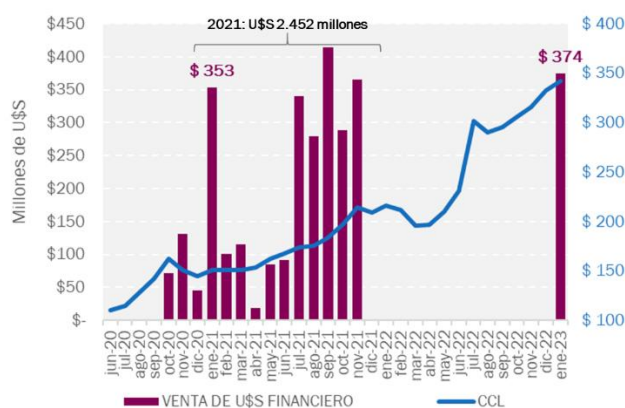
déficit público, en tanto y en cuanto esta emisión de pesos abastece el desarme de posiciones de inversores que con alta probabilidad tienden a dolarizar sus carteras, el impacto sobre la brecha cambiaria es prácticamente directo. Esta hipótesis parece verificarse tanto por la alta correlación que presentan desde septiembre las intervenciones del BCRA en el mercado de deuda en pesos y la dinámica del dólar CCL [ver Gráfico 4], como por el hecho de que la respuesta oficial al comunicado de la oposición sobre la deuda en pesos se basó en un anuncio del Secretario de Finanzas de recompra de deuda en dólares.

Bajo esta perspectiva, el programa de recompra de deuda en dólares puede ser pensado como un mecanismo que busca neutralizar los efectos sobre la brecha de las intervenciones para sostener la deuda en pesos. Así, al comprar títulos de deuda con dólares, se vuelca una oferta de divisas al mercado que busca abastecer la demanda de dolarización de quienes desarmen deuda en moneda local [en términos monetarios puede decirse que se emite para comprar deuda en pesos y se esteriliza esa emisión comprando deuda con dólares]. En enero las compras de títulos públicos en pesos se estiman en \$156.000 millones [o U\$S 447 millones al CCL] y superaron parcialmente la recompra de títulos públicos en dólares [U\$S 374 millones], conviviendo con un alza del 10% del CCL en el mes.

GRÁFICO 4. COMPRAS DE TÍTULOS PÚBLICOS DEL BCRA Y TIPO DE CAMBIO CCL Y BLUE



GRÁFICO 5. INTERVENCIONES DIRECTAS SOBRE EL DÓLAR FINANCIERO Y CCL



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, BYMA y Ambitoweb

En este marco cabe recordar que las ventas de dólares para controlar las cotizaciones del MEP y CCL en el año de las últimas elecciones de medio término, superaron los U\$S2.400 millones de dólares y se acompañaron de numerosas innovaciones regulatorias que buscaron reducir el gasto de divisas. En este sentido, **el presupuesto de U\$S1.000 millones que plantea el programa de recompra de deuda en dólares luce insuficiente para atender las presiones sobre la brecha cambiaria que surgirán tanto de la emisión de pesos requerida para sostener la curva de rendimientos en pesos, como las tensiones cambiarias que cabe esperar durante el año.** Se trata de un factor que con bastante probabilidad incrementará las necesidades de financiamiento externo durante el año².

² Cabe recordar que el incentivo al turismo receptivo que se implementó en diciembre de 2022 implicó que los ingresos de dólares de turistas por pagos con tarjeta se liquiden en el MEP-CCL y no en el MULC. Esta decisión restó oferta del dólar ilegal e incrementó la oferta en el MEP-CCL por aproximadamente U\$S170 millones en enero 2023.