

INFORME DE COYUNTURA NACIONAL N.º 14. 2024

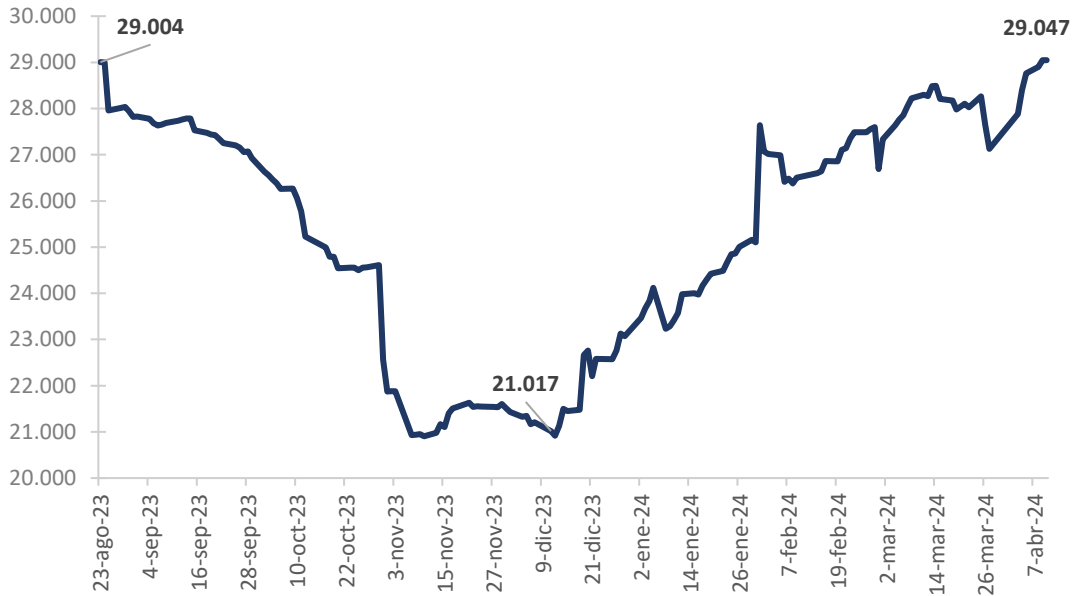
Informe Sector Financiero

En los primeros 10 días de abril las reservas aumentaron en 1.920 millones y la gestión podría alcanzar reservas netas positivas este mes.

- Las reservas internacionales se ubicaron al 10 de abril en 29.047 millones de dólares. Se recuperó el valor alcanzado luego del desembolso realizado por el FMI tras conocerse el resultado de las PASO de 2023. En ese momento el organismo internacional había desembolsado 6.402 millones de dólares, desde entonces las reservas cayeron hasta la asunción de Javier Milei que se dio con 21.017 millones. Es probable que recién en abril el gobierno alcance reservas netas positivas. De todos modos, aún se está lejos del promedio de reservas brutas del Banco Central para las últimas décadas.
- Un dato positivo respecto del crecimiento en las reservas estos meses, es que el mismo se explica esencialmente por la compra de divisas en el MULC, desde diciembre se compraron 12.259 millones de dólares. En esas compras influyó fuertemente el aumento del 118% del tipo de cambio el 12 de diciembre, desde entonces se mantiene un 2% de devaluación mensual.
- En los primeros días de abril comenzó a notarse la incidencia de la cosecha gruesa en el nivel de compra de divisas del Banco Central. Asimismo, debe considerarse que en el actual marco de cepo cambiario aún no se regulariza el régimen de acceso a divisas para importación lo que incrementa el saldo de la autoridad monetaria por MULC.
- Como se mencionó, la compra de divisas es casi el único factor explicativo del crecimiento de las reservas internacionales en estos meses. El resto de los factores explicativos de la variación de reservas incidieron de la siguiente manera: Otros (incl. pasivos en USD con el exterior) (-3.862), Otras Operaciones del Sector Público (-1.325), Efectivo Mínimo (341), Organismos Internacionales (121).
- Teniendo en cuenta que a mediados de diciembre se llegaron a registrar valores cercanos a los 21.000 millones de dólares, la recomposición de reservas ocurrida en este período implica alejarse de cifras que, medidas en términos reales, rondaban los valores más bajos registrados desde la salida de la convertibilidad. Desde que cambió el gobierno las mismas se incrementaron en un 38% (al 10 de abril).
- En cuanto a la variación mensual de marzo, que arrojó un positivo de 437 millones de dólares, al igual que en febrero se destacó el mismo un hecho relevante: las mismas cayeron por todas las partidas exceptuando la de compra de divisas que compensó los otros saldos. En marzo, el saldo positivo en el MULC fue de 2.882 millones de dólares. Por otro lado, se cancelaron pasivos con organismos Internacionales dejando negativo de 515 millones por ese rubro, las reservas también disminuyeron en concepto de “Efectivo mínimo” en 418 millones. Además, las reservas disminuyeron por los saldos de las cuentas “Otros. Incluidos

Pases Pasivos con el Exterior” y “Otras Operaciones del Sector Público” por 835 y 677 millones respectivamente.

Evolución de Reservas Internacionales 23 de agosto de 2023 - 10 de abril de 2024 (En millones de dólares nominales)



Fuente: Fundación Libertad en base a información del BCRA.

- Como se mencionó, en enero de 2024 las reservas internacionales se alejaron de valores que, en relación con la serie histórica son bajos. De todos modos, aún se permanece lejos de alcanzar el promedio (41.750) registrado desde el mínimo de los últimos 18 años observado en marzo de 2006 (20.918). El valor más cercano al dato mencionado se registró a mediados de diciembre cuando Fernández entregó la banda a Milei (20.920), el anterior mínimo al de diciembre de 2023 se había observado en el final del segundo mandato de Cristina Fernández (24.154 millones) en diciembre de 2015.

Evolución de Reservas Internacionales Período marzo 2006 - marzo 2024 (En millones de dólares nominales)



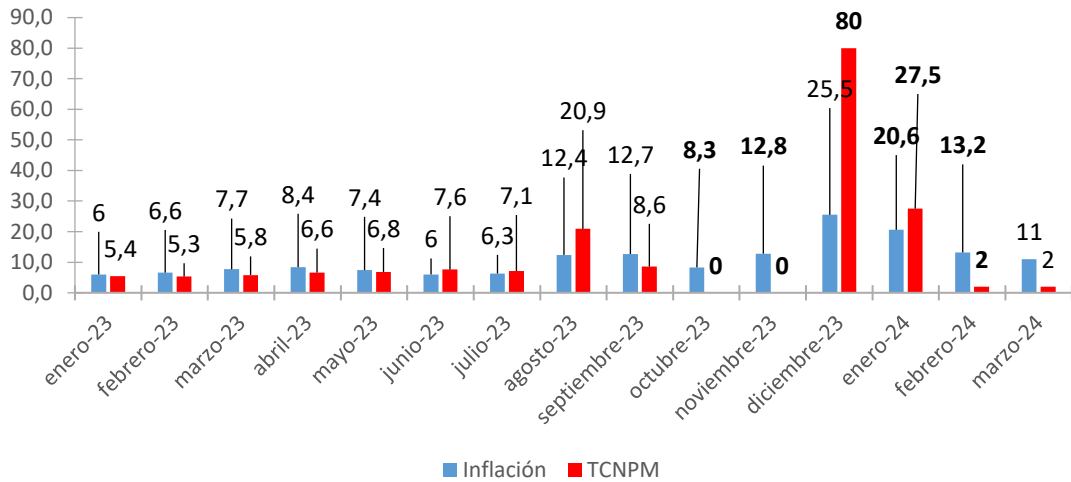
Fuente: Fundación Libertad en base a información del BCRA.

- Por otro lado, el máximo de los últimos años fue registrado previo a las elecciones PASO de 2019 con el dato fue 77.481 millones de dólares durante el gobierno de Mauricio Macri. Respecto de los últimos meses se observa una tendencia decreciente que se correspondió con el último tramo de la campaña de Massa. El día 23 de agosto de 2023, como se mencionó ingresaron en concepto de “Organismo internacionales” 6.402 millones de dólares lo que llevó las reservas a 29.000 millones. Desde entonces, las reservas cayeron por 8.080 millones de dólares hasta registrarse 20.920 millones el 12 de diciembre. El valor de la caída fue superior a lo que significó el desembolso del Fondo. Al 10 de abril finalmente se volvió a superar el valor referido.

Entrado abril, se mantiene la devaluación del 2% del tipo de cambio oficial (luego del salto inicial del 118%) y la inflación acumulada de diciembre a marzo fue del 90%.

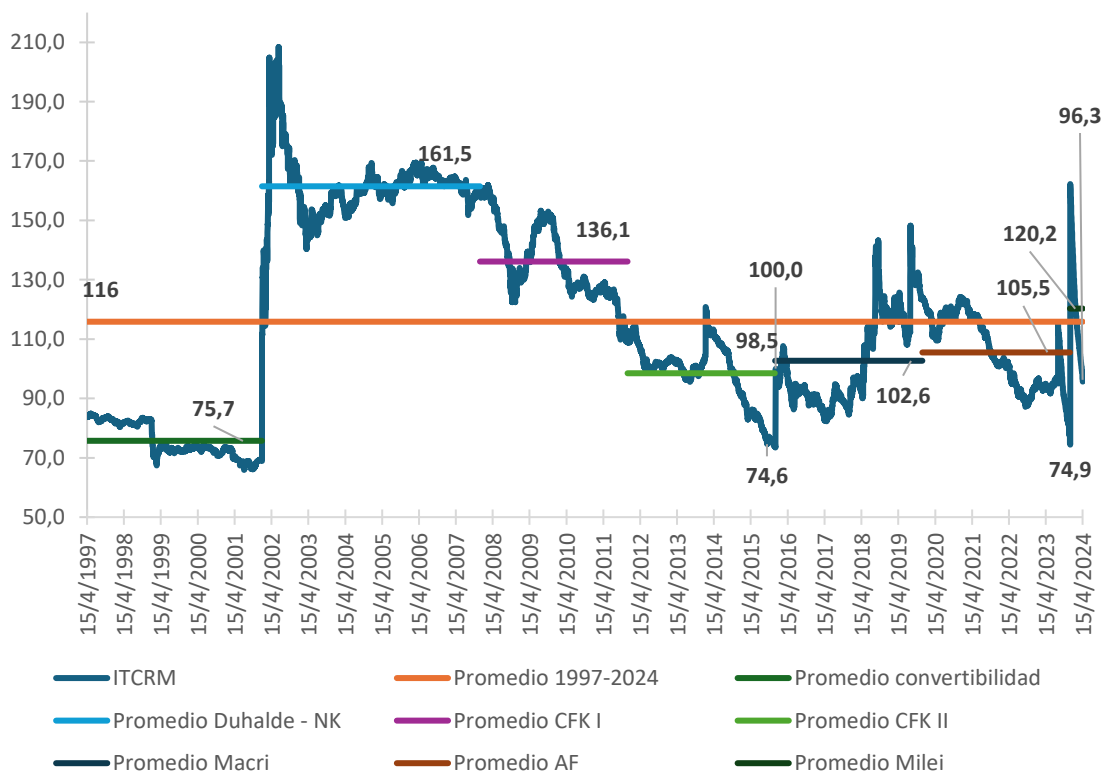
- La decisión del gobierno entrante de llevar el dólar oficial a 800 pesos por dólar el 13 de diciembre respecto de los 366,5 pesos que cotizaba el día anterior, implicó una de las mayores devaluaciones diarias de la historia argentina. La misma, en lo inmediato llevó a un salto de competitividad para los productos argentinos y ha favorecido la acumulación de reservas durante los últimos meses. Contra muchos pronósticos se llega a la cosecha gruesa manteniendo firme el ancla cambiaria a pesar de la inflación acumulada. Sin embargo, entrado abril las dudas respecto de la sostenibilidad de la continuidad del crawling peg del 2% siguen vigentes.
- El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) y Bilaterales mide el precio relativo de los bienes y servicios de la economía argentina con respecto al de los de los principales 12 socios comerciales del país, en función del flujo de comercio de manufacturas. El índice se había depreciado desde los 95,8 puntos el día anterior a las PASO hasta los 115,77 en un salto discreto de un día. A partir de allí el tipo de cambio real se apreció hasta 95,8 puntos al cierre de septiembre perdiendo toda la competitividad ganada. Desde entonces la apreciación continuó hasta la entrega del gobierno con un valor de 77,3 puntos del índice. La devaluación llevo el ITCRM a 169,3 puntos. Actualmente, se rompió la barrera post PASO (109,7) y actual el valor del tipo de cambio real (96,3) ya quedó por debajo del que se registró cuando el gobierno de Mauricio Macri (100) salió del cepo cambiario heredado de su anterior gestión.
- Es un debate inabarcable en este informe cuál debería ser el tipo de cambio real de equilibrio para la economía argentina, comparando el TCRM se observa que el valor registrado al 15 de abril de 2024 ya está por debajo del promedio de los gobiernos de Duhalde/Néstor Kirchner (161,4), Cristina Fernández I (136,1), Cristina Fernández II (98,5), Macri (102,6) y Alberto Fernández (105,5). Sin embargo, permanece por encima de los últimos años de la convertibilidad (75,7), el promedio de todo el período descripto se encuentra en 116 puntos.

Tasa de Inflación y Devaluación Mensual, periodo enero 2023- marzo 2024 Tipo de Cambio Nominal Promedio Mensual (TCNPM) y Nivel General IPC Nacional



Fuente: Fundación Libertad en base a información del BCRA e INDEC.

Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) Período diciembre 1997 - abril 2024



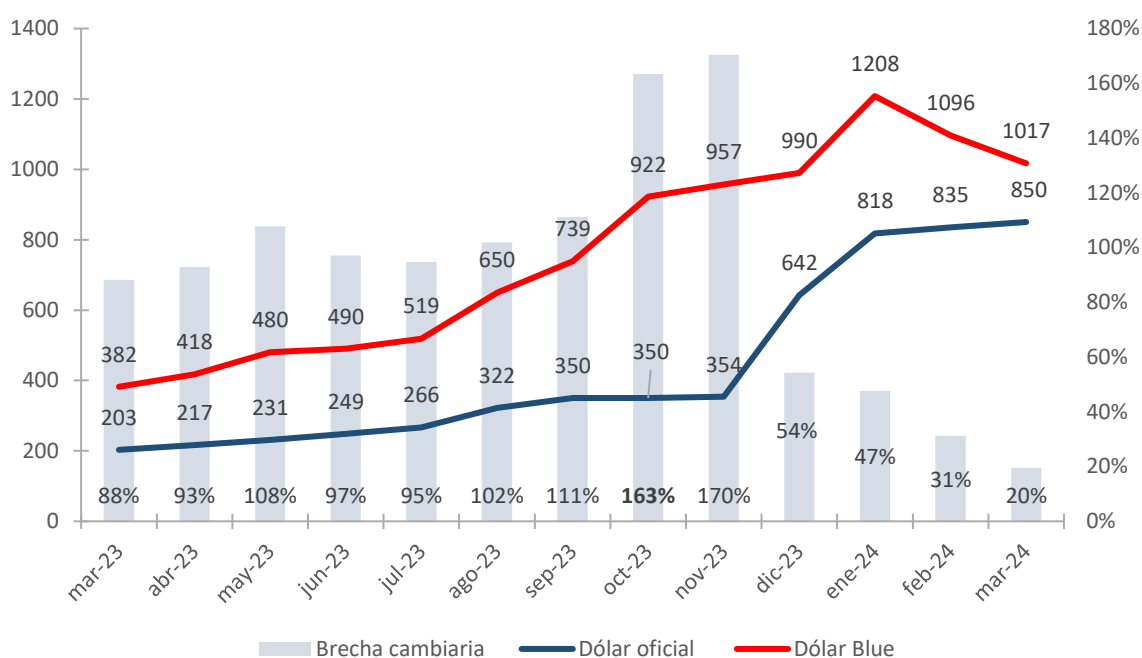
Fuente: Fundación Libertad en base a información del BCRA e INDEC. (*Nota: Ponderado por el comercio de manufacturas (promedios móviles 12 meses. Ponderaciones actuales: Brasil: 32%; Estados Unidos: 12%; China: 16%; Zona del euro: 19%) Fuente: BCRA, INDEC, Direcciones de estadística de la Provincia de San Luis y de la Ciudad Aut. de Buenos Aires, Thomson Reuters y REM-BCRA).

- Independientemente de las discrepancias de analistas en torno a lo positivo o negativo del actual nivel de tipo de cambio real de la economía, claro está que puesto en dinámica la sostenibilidad de la devaluación al 2% mensual luce insostenible.
- El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) proyecta una inflación para los próximos 4 meses del 39%. Si se sostuviera la tasa del 2% y el impacto de la inflación en el TCRM fuera similar al ocurrido en los primeros 4 meses del año se perderían otros 28 puntos de competitividad, llegando a julio con un tipo de cambio real cercano a 70 puntos. Sería un valor más apreciado que el del final de la convertibilidad y que el que se registró en las herencias que dejaron Cristina Fernández a Macri y Alberto Fernández a Milei con 75 puntos. Este hecho apoya la idea de que, o se desploma el nivel y las expectativas de inflación, se entra en otro régimen cambiario o eventualmente se tendrá que cambiar la tasa de devaluación en el corto plazo. Bajo las proyecciones actuales la política cambiaria como está concebida tiene horizonte temporal corto.

En marzo se mantuvo el colapso de la brecha cambiaria. En promedio, la misma fue del 20% en marzo.

- En marzo de 2024, el dólar blue promedió un valor de 1.017 pesos por dólar. Esa cifra cayó 7% con respecto al 1.096 promedio del mes anterior. El promedio de diciembre para el tipo de cambio oficial fue 642, valor que se modificó fuertemente respecto al promedio de los valores de noviembre (353,8), implicando una suba del 81%. Si bien el dólar oficial se mantuvo con baja variación durante marzo el dólar blue cayó haciendo disminuir la brecha cambiaria. El sostenimiento y la reducción de la brecha cambiaria al actual valor del 20% se convierte en un argumento sólido en favor de avanzar hacia una unificación del mercado cambiario.
- Con respecto al mes de noviembre, la brecha cambiaria pasó del 170% al 54% en diciembre y al 48% en enero. La diferencia entre el promedio mensual de las cotizaciones del dólar oficial y el del paralelo venía aumentando desde agosto cuando se registró una brecha del 102%, el mes siguiente la misma se ubicó en 111%. Desde entonces, se registraron valores superiores a 165% hasta la caída abrupta observada en diciembre.
- En enero y febrero la brecha continuo cayendo debido a la baja en los dólares financieros. En la caída del dólar blue se destaca la presión vendedora, sobre todo, derivada del dólar blend, también de la venta de dólares de ahorristas y la baja demanda de importaciones ante un nivel de actividad muy bajo. La liquidación del 20% de las exportaciones en el CCL implicó un volumen de oferta muy alto en un mercado que afecta la dinámica del resto de los dólares financieros.

Evolución de la brecha cambiaria periodo marzo 2023 - marzo 2024

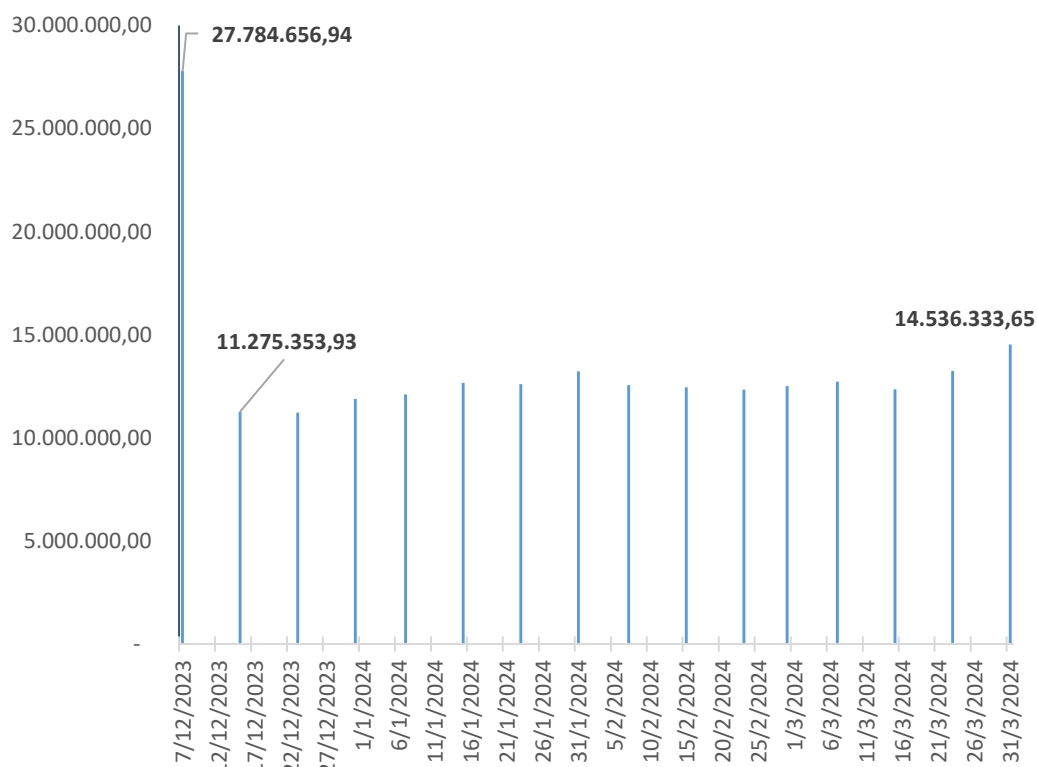


Fuente: Fundación Libertad en base a información de BCRA e INDEC.

Desde el inicio de la actual gestión la base monetaria se contrajo 35% en términos reales.

- Observando el Balance Semanal del Banco Central, al 31 de marzo de 2024 y comparando la misma hoja de balance al 7 de diciembre de 2023 se puede ver que la Base Monetaria pasó de 10.124.959.601 miles de pesos a 12.463.695.230, es decir tuvo un crecimiento del 20%. Sin embargo, en ese período la inflación fue del 90% aproximadamente. Lo mismo llevó a una contracción real del 35% de la base monetaria. Los billetes y monedas en circulación se contrajeron 32% y los cheques cancelatorios en pesos un 70% en términos reales. Asimismo, las cuentas corrientes en pesos se redujeron un 40% real desde el comienzo de la gestión Milei.
- La parte más relevante del Pasivo del Balance del Banco Central se compone por aquellos que se remuneran mediante el pago de intereses. Estos, para el período observado crecieron desde 25.270.001.514 miles de pesos hasta 42.131.245.605 miles de pesos, lo que implica un crecimiento nominal de 67% y una contracción real del 12%. Los títulos emitidos por el Banco Central se componen de aquellos emitidos en moneda nacional, en la actualidad (principalmente PASES) que se redujeron un 23% real y aquellos emitidos en moneda extranjera (esencialmente BOPREAL) que aumentaron 122% en términos reales.
- Por el lado del Activo hubo un crecimiento real del 9% impulsado principalmente por una variación real de un 58% de las Reservas Internacionales. Dentro de ese rubro las tenencias de oro crecieron 34%, las divisas 49% y las colocaciones en divisas 126% en términos reales. Por otro lado, el Pasivo total se contrajo ajustado por IPC en un 9% lo que llevó a una mejora del Patrimonio Neto de la autoridad monetaria.

**Base Monetaria a cierre semanal a dólar oficial (En miles de dólares)
Período 7 de diciembre de 2023 – 31 de marzo de 2024**



Fuente: Fundación Libertad en base a información del BCRA.

- La lectura respecto de la mejora patrimonial de la autoridad monetaria varía dependiendo si la medición es ajustando valores por IPC (como en este caso), si se utiliza dólar oficial o si se ajusta por dólar blue. Para los primeros dos casos hay una conclusión muy clara, más allá de otros factores que puedan incidir, el efecto de la licuación de pasivos en pesos contra inflación y tipo de cambio para una entidad que tiene una mayor proporción de su pasivo que de su activo expuesto a moneda nacional lleva a una mejora patrimonial inmediata. Sobre esta lógica, el crecimiento desde diciembre de la exposición creciente de la autoridad monetaria a deuda en dólares limita los incentivos de esta a devaluar nuevamente, lo que podría funcionar alineando las expectativas de los agentes con el ancla cambiaria del programa.
- Respecto de la variación de la base monetaria en dólares la misma era de 27.784.656 miles de dólares al cierre de la semana del 7 de diciembre (con un dólar oficial de 364,4 pesos para reducirse a 11.275.354 miles de dólares la semana siguiente (con un dólar de 801). Al 31 de marzo la misma se encuentra en 14.536.333,65 miles de dólares lo que implica una contracción del 48% utilizando el ajuste por dólar oficial.