

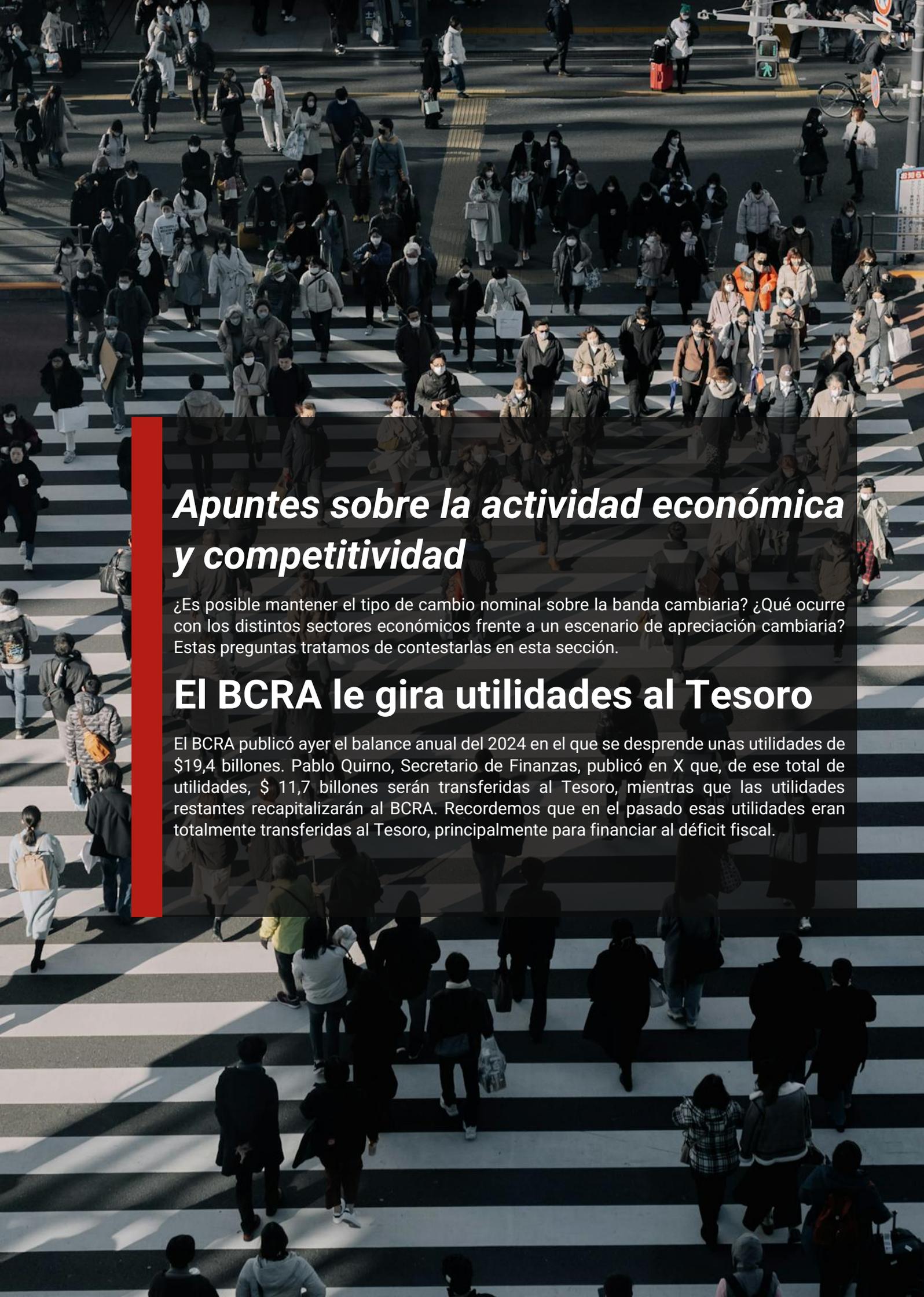
Año 3 – N°77 24/04/2025

Informe Económico Semanal



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



Apuntes sobre la actividad económica y competitividad

¿Es posible mantener el tipo de cambio nominal sobre la banda cambiaria? ¿Qué ocurre con los distintos sectores económicos frente a un escenario de apreciación cambiaria? Estas preguntas tratamos de contestarlas en esta sección.

El BCRA le gira utilidades al Tesoro

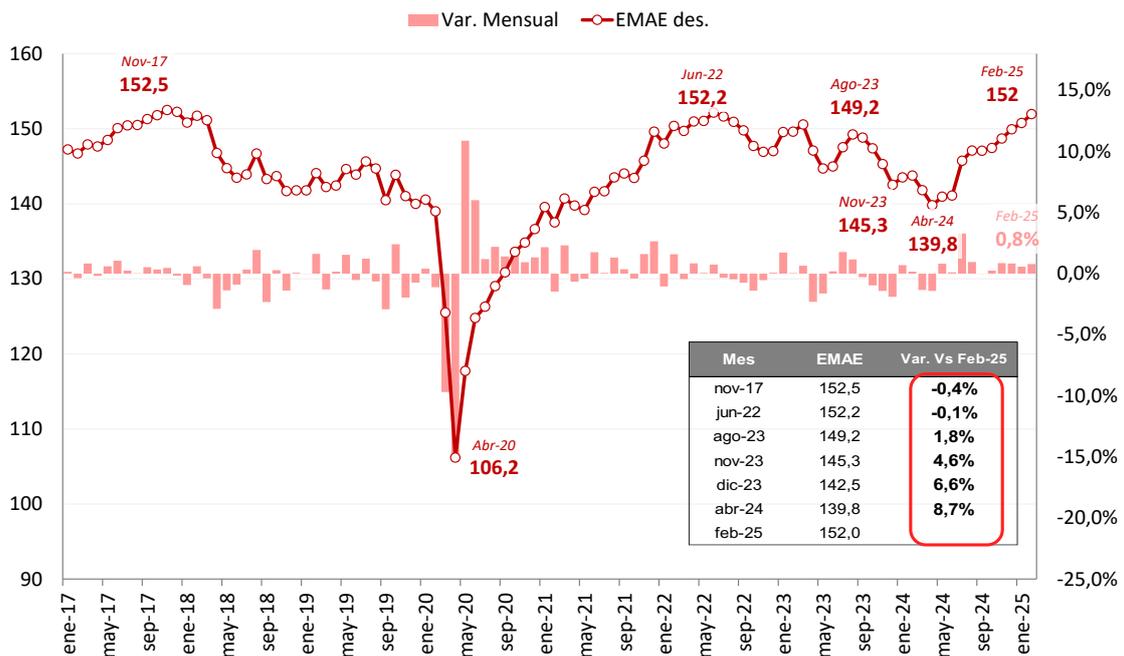
El BCRA publicó ayer el balance anual del 2024 en el que se desprende unas utilidades de \$19,4 billones. Pablo Quirno, Secretario de Finanzas, publicó en X que, de ese total de utilidades, \$ 11,7 billones serán transferidas al Tesoro, mientras que las utilidades restantes recapitalizarán al BCRA. Recordemos que en el pasado esas utilidades eran totalmente transferidas al Tesoro, principalmente para financiar al déficit fiscal.

Apuntes sobre la actividad económica y competitividad

La actividad económica en febrero subió 0,8% mensual y 5,7% interanual. En el primer bimestre, el EMAE crece 6,2% respecto al mismo período de 2024. Para tomar dimensión de la rápida recuperación registrada, la economía se encuentra únicamente 0,4% por debajo del máximo histórico de noviembre del 2017, año en el que Cambiemos ganó las elecciones intermedias en gran parte del país, pero sobre todo en la Provincia de Buenos Aires ni más ni menos frente a Cristina Kirchner.

GRÁFICO I: ACTIVIDAD ECONÓMICA

Serie desestacionalizada del EMAE y variación mensual - Ene-17 - Feb-25



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Nos hacemos dos preguntas en este informe:

- 1) ¿El tipo de cambio puede ir al piso de la banda y sostenerse en esos niveles?
- 2) ¿Qué sectores ganan y pierden con un tipo de cambio apreciado?

Para responder la primer pregunta, vamos a analizar que flujos de dólares lucharán en el mercado cambiario en el corto plazo. Por un lado, está la balanza comercial. En marzo, la expectativa del cambio en régimen cambiario (que demostró ser acertado) generó una "avalancha" de adelantamiento de importaciones y retraso de exportaciones. En este sentido, podemos esperar que, en el corto plazo, los flujos de exportaciones crezcan y los de importaciones caigan, aunque parcialmente debido a que una de las restricciones que se liberaron con la salida del cepo es que ahora se pueden pagar al contado en vez de a 30 días.

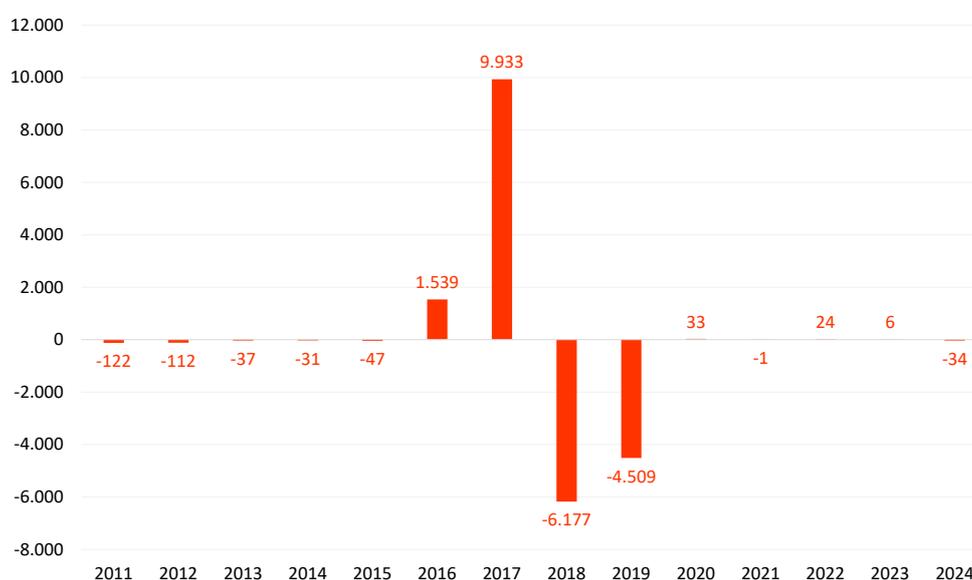
Por otro lado, la liberación del cepo abre la puerta a la entrada de dólares, ya sea para inversión extranjera directa o para inversiones financieras de corto plazo. La razón de ello es la inversa a de lo que explicábamos el por qué no iban a entrar dólares cuando había cepo. Si, por ejemplo, un hincha de un club de fútbol sabe que a la salida de la cancha lo esperará la barrabrava del equipo rival para golpearlo, directamente no irá al estadio. Algo similar ocurre con el cepo, no ingresarán dólares al país si después saben

que no pueden los pueden sacar o que es costoso hacerlo. Ahora bien, lo que hizo el gobierno fue sacar a los barrabravas para que cualquiera pueda ir a la cancha (si quiere) teniendo la seguridad de que puede salir tranquilamente. En el corto plazo, no creemos que la IED vaya a ser de gran magnitud ya que lleva su tiempo para que entren, a menos que haya algún proyecto del RIGI que esté por ingresar los fondos.

Sin embargo, pueden llegar a entrar dólares con objetivos de corto plazo, aunque no en la misma magnitud que en 2016-2017 debido a [la medida macroprudencial](#) que estableció el BCRA que establece un período mínimo de permanencia de 6 meses. En la era Macri habían entrado alrededor de US\$ 11.500 millones en los primeros dos años, pero en el sudden stop de 2018 se fueron rápidamente. La medida macroprudencial apunta a reducir la volatilidad del tipo de cambio real, evitando apreciaciones bruscas en el corto plazo y depreciaciones fuertes luego, una vez que los dólares salgan cuando se corta el *carry trade*.

GRÁFICO II: INVERSIÓN DE CARTERA

En millones de US\$ - Serie anual - 2011-2024

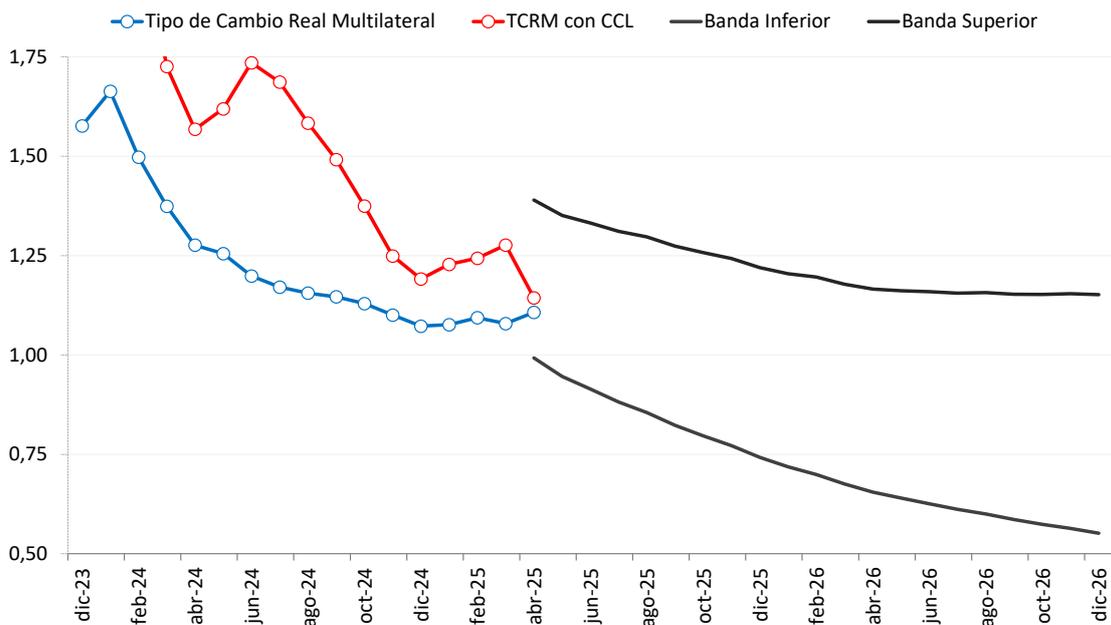


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Por estos motivos, mejora en la balanza comercial base caja y entrada de inversiones de cartera, es posible que el tipo de cambio vaya al piso de la banda, aunque eso solamente podría ocurrir en el muy corto plazo. El hecho de que la banda inferior se ajuste hacia abajo un 1% mensual, sumado la inflación, el tipo de cambio real de la banda inferior se aprecia mucho, lo cual es totalmente insostenible para la balanza de pagos. En este caso la demanda de dólares aumentaría, ya sea por importaciones de bienes y servicios o por compra de dólares de personas humanas. No creemos que el gobierno esté pensando en que vaya de acá a fin de año al piso, sino que quieren apaciguar el *pass through* de la salida del cepo. En otras palabras, si el piso de la banda no se toca en las próximas semanas, difícilmente la toque más adelante.

GRÁFICO III: TIPO DE CAMBIO REAL

Índice dic-01=1



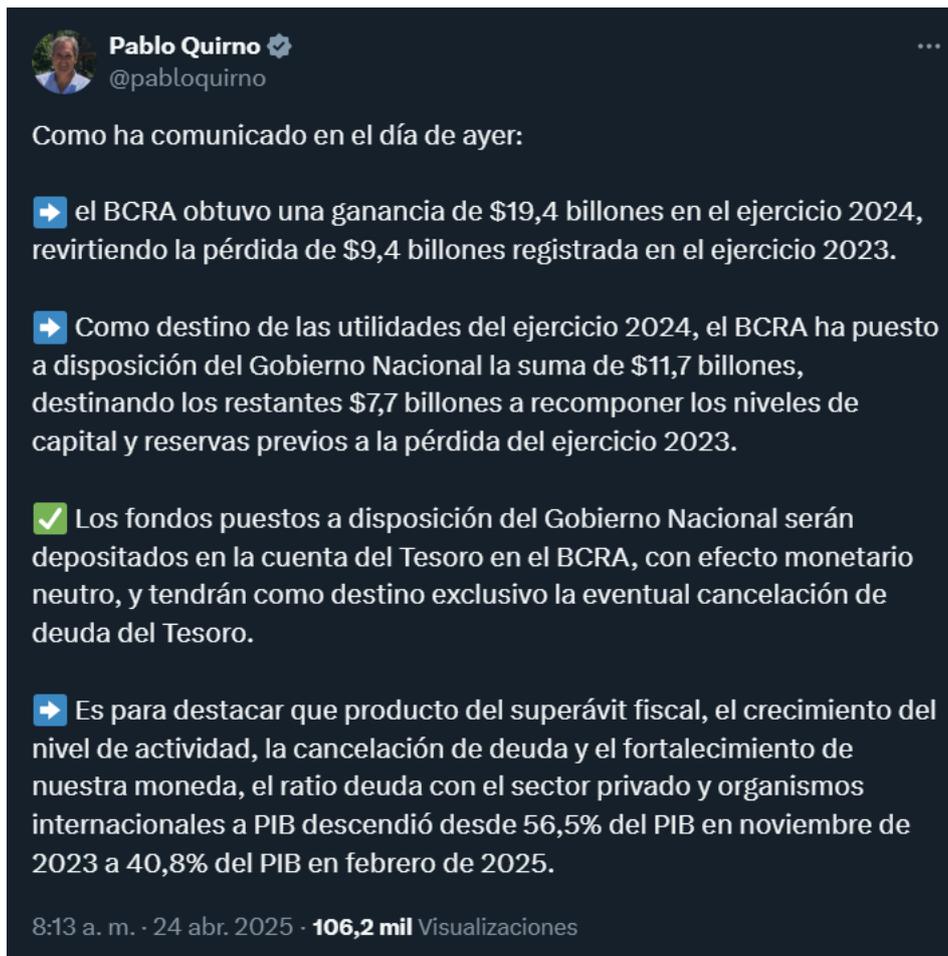
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En cuanto a la segunda pregunta, si el tipo de cambio llegase a ubicarse en un nivel bajo, sostenido por mayores exportaciones de energía y minería, los sectores perjudicados son los transables que perderían competitividad respecto al resto del mundo. En este grupo se encuentran sectores industriales como la automotriz y siderúrgica. Además, el tipo de cambio apreciado y mayor libertad para comerciar con el resto del mundo perjudicará a sectores previamente beneficiados por barreras comerciales y brecha cambiaria alta, como el sector textil. No obstante, no quiere decir que las empresas dejen de existir, sino que, en vez de producir los bienes en Argentina, optarán por importarlos desde otro país, destruyendo puestos de trabajo. Luego de tantos años conviviendo con una economía protegida, la transición hacia una economía abierta debe pasar por una transición que tiene sus costos. Hay sectores beneficiados en este esquema. El Comercio mayorista y minorista debería crecer por el mayor ingreso y el hecho de poder vender productos importados a menor precio. El sector de la construcción es un caso aparte debido a que debería ser un sector beneficiado por mayor ingreso y la reaparición del crédito hipotecario, pero está atravesando una etapa en donde el costo de la construcción se encareció mucho más rápido de lo que subió el precio del metro cuadrado. Por esta razón es que la actividad viene bastante reprimida, sumado a que el gobierno cortó de raíz la obra pública.

El BCRA le gira utilidades al Tesoro

El BCRA publicó ayer el balance anual del 2024 en el que se desprende unas utilidades de \$19,4 billones. Pablo Quirno, Secretario de Finanzas, publicó en X que, de ese total de utilidades, \$ 11,7 billones serán transferidas al Tesoro, mientras que las utilidades restantes recapitalizarán al BCRA. Recordemos que en el pasado esas utilidades eran totalmente transferidas al Tesoro, principalmente para financiar al déficit fiscal.

GRÁFICO IV: TWEET DE PABLO QUIRNO



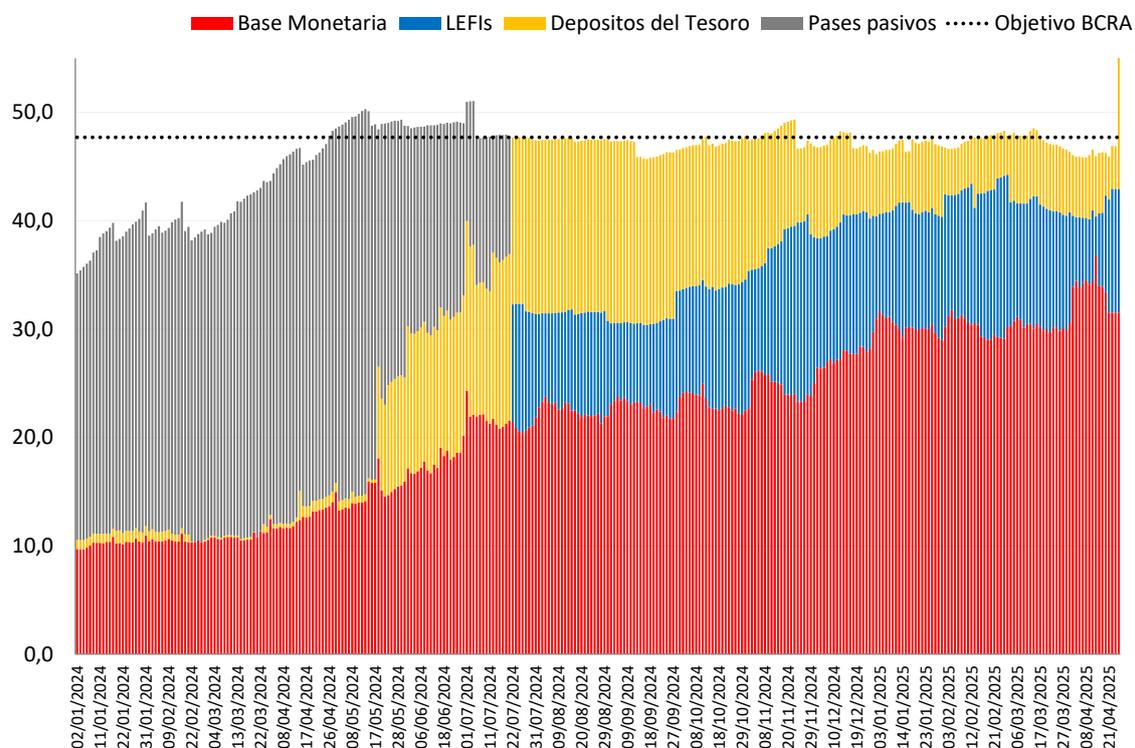
Fuente: X

Los pesos irán a los depósitos del gobierno en el BCRA por lo que, en un primer momento, no habría expansión de la Base Monetaria. En este sentido, si bien ya se había aclarado con el acuerdo con el FMI, queda abandonada completamente la meta de Base Monetaria Amplia (BMA) de \$47,7 billones, en donde se contemplaba la BM + LEFI + Depósitos del Tesoro en el BCRA.

En el tweet, Pablo Quirno señala que esos pesos solo se usarán para cancelar deuda en pesos. En otras palabras, si bien en una primera instancia el efecto monetario es neutro, es posible que eventualmente esos pesos se vuelquen a la economía a través de licitaciones en donde el Tesoro no logre refinanciar el 100% de los vencimientos, lo cual en la práctica es cancelación de deuda neta. No es algo que nos preocupe esta potencial emisión siempre y cuando venga de la mano con un aumento en la demanda de dinero. Era más preocupante la fijación de la $BM=BMA=\$47,7$ billones ya que eventualmente iba a fundir el motor de una economía que para crecer necesita dinero e iba a presionar muy fuerte al alza las tasas de interés.

GRÁFICO V: BASE MONETARIA AMPLIA

En billones de pesos



No descartamos que, dada la exigente meta de reservas que tiene por delante el BCRA (según nuestros cálculos debe comprar en el MULC alrededor de US\$ 4.000 millones neteando desembolsos netos de otros OO. II. teniendo en cuenta los ajustadores, el ajuste del oro y pago de intereses con el FMI), el Tesoro utilice estos pesos para ir comprando paulatinamente dólares en el MULC para luego depositarlos en el BCRA y contabilizarlos como acumulación de reservas netas, manteniendo el status de “no intervención” del BCRA.

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas

ESEADE

*Una Universidad
libre como vos*