

MONITOR SEMANAL

Lo que dejó el “USD soja”

El USD diferencial de ARS 200 para la exportación de soja vigente durante septiembre permitió al BCRA comprar en el MULC entre el 6-sept y el 26-sept (último dato disponible) divisas por USD 3.661 millones en términos netos de una liquidación total estimada en USD 5.526 millones. Se estima que el mes cerrará con exportaciones totales de “USD soja” del orden de USD 7.000 millones, 13,4 millones de toneladas, un 56% más que las toneladas exportadas en septiembre del año pasado.

Sin embargo, las reservas internacionales del BCRA cayeron USD 268 millones en el mismo período debido principalmente a los pagos que se le hicieron al FMI y al efecto de la reducción de la valuación de ciertos activos que componen las reservas (swap de monedas con el Banco Popular de China y las tenencias de oro).

Además, el “USD soja” generó otros impactos durante septiembre:

- Monetario: aumento de M3 de 7,2% y del stock de Leliqs y Pases de 15,5%, por la esterilización del BCRA para limitar la creación neta de dinero.
- Fiscal: recaudación tributaria por retenciones a las exportaciones como consecuencia de una mayor liquidación de exportaciones a un tipo de cambio más alto, estimadas en ARS 460 mil MM (0,5% del PBI).
- Endeudamiento del Tesoro en USD: el Tesoro emitiría una Letra Intransferible a favor del BCRA para compensarlo por la diferencia de haber comprado dólares a ARS 200 y venderlos ARS 143, estimada en USD 2.800 millones.

Hacia adelante, cabe preguntarse en cuánto las mayores exportaciones de soja de septiembre impactarán en menores exportaciones en los meses siguientes, al igual que una menor recaudación tributaria por retenciones si desde octubre se aplica el mismo tipo de cambio que al resto de las exportaciones.

Por lo pronto, en octubre se contabilizarían desembolsos de Organismos Multilaterales; el FMI por el equivalente a USD 3.900 millones tras la evaluación de las metas de junio y el BID y

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

el Banco Mundial por alrededor de USD 650-800 millones.

El impacto del “USD soja” en reservas

La variación de reservas internacionales brutas y de las principales variables entre el 6-sept y el 26-sept, inclusive, muestra:

Variación RR.II. brutas durante "USD soja"

USD MM. Acum. Entre el 6/9 y el 26/9

		USD MM
A	Liquidación USD soja*	5.526
B	Venta divisas BCRA	1.866
C=A-B	Compras netas divisas BCRA	3.661
D	Pagos netos Organismos Intern.	-2.812
E	Liquidez depósitos en USD	-334
F	Otros movimientos netos	-783
G=C+D+E+F	Acumulación RR.II.	-268
H=D+G	Acumulación RR.II. + Pago FMI	2.544

* Estimado

Fuente: BCRA, CIARA y estimaciones propias

A pesar de la liquidación de “USD soja” por USD 5.526 millones, las compras netas de divisas en el MULC fueron por 3.661 millones. En términos netos, el BCRA perdió USD 268 millones, principalmente por el pago al FMI y por el impacto de la apreciación del USD sobre la valuación de ciertos conceptos que las componen. Descontado el pago al FMI¹, el BCRA acumuló reservas por USD 2.544 millones.

El impacto monetario

La compra de USD 5.526 millones de “USD soja” por el BCRA significó la emisión de pesos por ARS 1,1 billones -expansión de base monetaria del 25,1% de no haber habido factores que lo contrarrestaron-. Una parte, ARS 252.829 millones, fueron absorbidos con ventas de USD a importadores y otros demandantes de divisas (a un tipo de cambio promedio de ARS/USD 143), generando, en consecuencia, una expansión neta de base monetaria por compra neta de divisas de ARS 852.434 millones, como contrapartida de la variación de reservas por este concepto.

¹ El FMI muy probablemente desembolse próximamente USD 3.900 millones por el cumplimiento de las metas de junio -a pesar de que la de reservas netas no se logró-.

MONITOR SEMANAL

Si a esta expansión se suma el pago de intereses de Leliqs y Pases, la emisión del BCRA alcanza a ARS 1,09 billones. Considerando, además, que en el período vencieron ARS 3,148 billones de Leliqs y Pases, pero que se colocaron ARS 4,237 billones de esos instrumentos, el monto de absorción fue de ARS 1,09 billones (15,5% del stock de Leliqs y Pases del 5-sept).

Variación de base monetaria y de agregados durante "USD soja"

ARS MM y %. Acum. Entre el 6/9 y el 26/9

Base monetaria		ARS MM	Var. % vs/5-sept
A	Expansión monetaria por compra USD soja	1.105.263	25,1%
B	Contracción monetaria por venta divisas*	-252.829	-
C=A-B	Expansión neta de base por compras netas divisas	852.434	-
D	Pago intereses Leliqs+Pases	244.105	-
E=C+D	Expansión por compra neta divisas y pago intereses	1.096.539	-
F	Vencimientos Leliqs y Pases	3.148.499	-
G	Colocación Leliqs y Pases*	-4.237.314	-
H=F+G	Absorción Leliqs + Pases**	-1.088.815	15,5%
I	Otros movimientos***	-321.184	-
J=E+H+I	Base monetaria	-313.459	

Agregados monetarios		
M2	323.657	3,4%
M3	1.219.744	7,2%

* (-) significa contracción

** Neta de pago de intereses Leliqs y Pases

*** Incluye compras netas de divisas al Tesoro Nacional, asistencia monetaria al Tesoro Nacional y otros movimientos

Fuente: BCRA y estimaciones propias

Sumando otras operaciones del BCRA se observa que, pese a la expansión por la compra neta de dólares, la base monetaria se redujo durante el periodo considerado en ARS 313.459 millones. Ello se genera en un contexto donde M2 subió ARS 323.657 millones (3,4%), y M3 aumentó en ARS 1,219 billones (7,2%). Es decir, una parte significativa de los pesos recibidos por vendedores netos de dólares al BCRA contribuyeron en forma directa o indirecta a incrementar los depósitos a plazo fijo².

² Hay que tener en cuenta también que, a las tasas actuales de los plazos fijos, la capitalización de intereses (si se miden solo los saldos de capital de las imposiciones) genera un aumento importante.

MONITOR SEMANAL

El impacto fiscal y sobre la deuda en USD del Tesoro

La liquidación de exportaciones de soja a un tipo de cambio de ARS/USD 200 implicaría recaudación por retenciones de ARS 460 mil MM, el equivalente a 0,5% del PBI en el mes de septiembre. Ese ingreso permitiría acercar ingresos fiscales significativos para alcanzar la meta de déficit primario de septiembre. Pero implicaría también menores ingresos por retenciones en los próximos meses.

Sin embargo, por el efecto de esas compras sobre el balance del BCRA, el Tesoro se comprometió a emitir una Letra Intransferible en USD a 10 años de plazo a su favor (Decreto 576/2022) por un monto equivalente total estimado en USD 2.800 millones, que se emitiría en octubre. Es interesante mencionar que la compensación se hará con un instrumento en USD, mientras que el BCRA pagó el diferencial por el “USD soja” en ARS. De esta manera se mejora marginalmente el balance del BCRA.

En síntesis, en el frente cambiario y de reservas probablemente en las próximas semanas seguiremos viendo iniciativas puntuales de contención que podrían permitir al BCRA seguir sumando reservas (ej, USD turismo y desembolsos de Organismos Internacionales). Sin embargo, aún resta definir un esquema que permita sostener la dinámica de acumulación en el tiempo.