

Cooperación Sur Global

China, Argentina y Latinoamérica
en la Gobernanza Global



**La utilización del swap entre el Banco
Central de la República Argentina y el
Banco Popular de China**



· FUNDACION ·
GERMAN ABDALA

La utilización del swap entre el Banco Central de la República Argentina y el Banco Popular de China

Nicolás Segal

Economista UBA. Docente UNLA y UNDAV.
Investigador ITE-Fundación Germán Abdala

Julián Borgo

Economista UBA. Maestrando en
Economía UNLP

Nicolás Pertierra

Economista UBA. Docente UNPAZ

Introducción

A poco de cumplirse diez años desde la primera activación del swap entre el Banco Popular de China y el Banco Central de la República Argentina, este mecanismo se ha convertido en un factor decisivo para la estabilidad macroeconómica argentina en el actual contexto de escasez de divisas. De esta manera, el swap se ha convertido en el principal instrumento de cooperación financiera entre ambos países y su reciente utilización reafirma la relevancia de la adhesión a la Iniciativa de la Franja y la Ruta (IFR).

El propósito de este documento es presentar una reseña de la operación del swap entre el Banco Popular de China (BPC) y el Banco Central de la República Argentina (BCRA). En una primera sección se comenta el rol de este instrumento en la estrategia de internacionalización del renminbi y en la red financiera de seguridad global. En la segunda sección se mencionan las características específicas del swap con el BCRA y se analizan su costo y sus aplicaciones. En la tercera sección se resumen las conclusiones.

Las líneas de swap del Banco Popular de China

La estrategia de internacionalización del renminbi

A partir del año 2009 China comenzó una política de internacionalización del Ren-MinBi (RMB). El progreso de esta estrategia es gradual, dado que China aún mantiene medidas de control en la cuenta capital y financiera, pero refleja su creciente importancia en la economía mundial, el volumen de operaciones de comercio exterior y, más recientemente, su relevancia como exportador de capital a países en desarrollo.

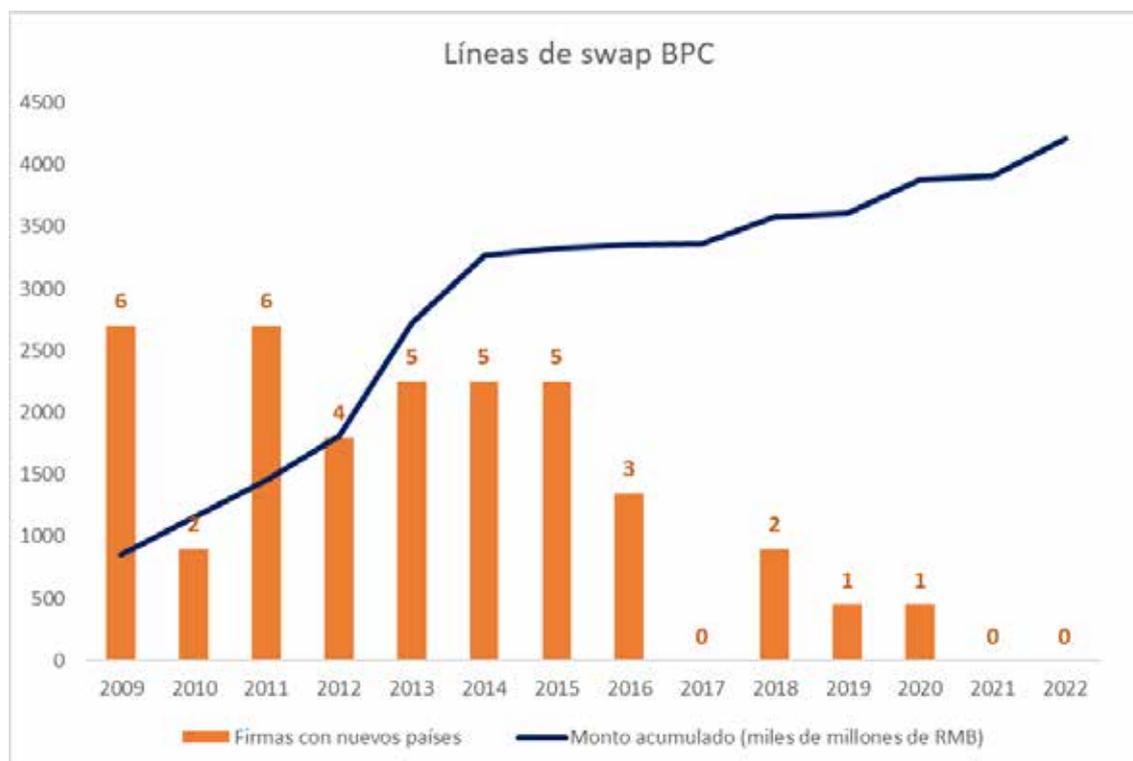
La internacionalización del RMB y el desafío a la hegemonía del dólar estadounidense son dos cuestiones de diferente orden. La internacionalización se refiere a su utilización como moneda internacional, lo cual involucra tanto su función de medio de pago (comercio internacional en RMB) como de reserva de valor. China dispone de diversos mecanismos para promover el uso global del RMB, aun manteniendo un considerable grado de controles de capitales, como señalan Eichengreen et al. (2022). Esta estrategia requiere que el Banco Popular de China (BPC) mantenga elevadas tenencias de dólares para sostener dentro de un rango aceptable la paridad entre su moneda y el dólar. En cambio, el desafío del renminbi a la hegemonía del dólar podría involucrar beneficios mucho mayores para China, disminuyendo la necesidad de dólares del BPC, pero requeriría una liberalización de los flujos de capitales para permitir que el RMB pudiera escalar en la jerarquía de monedas internacionales al nivel del dólar. Los riesgos asociados a este tipo de desregulación de los flujos financieros, que quedaron de manifiesto en la crisis asiática de 1997, han llevado a las autoridades chinas a consolidar una política gradual de apertura de capitales, con prioridad en los flujos asociados a inversiones de largo plazo.

Entre los mecanismos que permiten a China avanzar en la política de internacionalización del RMB sin levantar completamente los controles de capitales se encuentran su promoción como medio de pago en transacciones transfronterizas, su inclusión dentro de la canasta de monedas del FMI (2015) y el posterior incremento de su participación (2022) y la creación de nuevas instituciones financieras internacionales; estas políticas se acompañan con una paulatina flexibilización financiera en medidas tales como la apertura del mercado

de títulos a inversores internacionales. La firma de acuerdos bilaterales de monedas entre el Banco Popular de China y otros bancos centrales es uno de los pilares de esta estrategia de internacionalización.

El crecimiento de la red de swaps se concentró entre 2009 y 2014, principalmente con aquellos socios de la zona de influencia de China, tales como los del Sudeste Asiático y los territorios de Hong Kong. En esta primera etapa de expansión de los swaps, Argentina y Brasil se destacan como los únicos países latinoamericanos en firmar acuerdos de intercambio de monedas. Chile se incorporó posteriormente a este mecanismo, en el año 2015. También se encuentran países que han atravesado crisis de balanza de pagos, tales como Islandia (2010), Pakistán (2011) y Turquía (2012). Con la consolidación del mecanismo del swap, el BPC sumó líneas con bancos tradicionales, como el Banco Central Europeo, Gran Bretaña y Suiza. En la actualidad, el BPC cuenta con swaps de monedas acordados con 40 países por un volumen total de 4 billones de RMB (BPC, 2022).

Gráfico N° 1. Líneas de Swap firmadas (en cantidad y miles de millones de RMB)



Fuente: elaboración propia con base en BPC (2022)

Las ventajas que pueden encontrar los países que firman acuerdos de swaps con el BPC son principalmente dos: el fortalecimiento de sus instrumentos de seguridad financiera, dado que los swaps pueden ser un complemento de las reservas internacionales y de las líneas de crédito del FMI para responder ante salidas de capitales, y el acceso al financiamiento para el comercio exterior en RMB. Las ventajas de China son el incremento en el uso de su moneda en transacciones y como reserva de valor, lo cual apuntala su posicionamiento como moneda internacional, el rendimiento financiero por el uso de los swaps y el incremento en la participación de China en el comercio mundial (Perez-Saiz & Zhang, 2023).

Mientras que el incremento del monto vigente de los swaps firmados por el BPC muestra de manera nítida el avance de esta política, el uso efectivo de las líneas es menos claro. La distinción entre la firma de swap y su posterior activación y uso es relevante, dado que la primera refiere a la disponibilidad teórica de las líneas de crédito, pero sólo los tramos activados y utilizados son aquellos que muestran la efectiva utilización del mecanismo.

Si bien no hay registros oficiales conocidos sobre el uso de las líneas de swap del BPC, estimaciones independientes sitúan esta cifra en el orden de los 328 mil millones de RMB (45 mil millones de dólares) (Horn et al., 2023). Un indicador relevante son los países que ampliaron el monto total de la firma, lo cual puede tomarse como un indicio de que la línea pudo haber sido utilizada. Los países que ampliaron el monto de sus swaps son sólo ocho de los cuarenta firmantes: Argentina, Chile, Malasia, Mongolia, Hungría, Corea del Sur y Turquía, además de Hong Kong.

El caso de Argentina tiene una relevancia particular, tanto por su peso a nivel nacional (hacia finales de 2023 el swap con el BPC representaba alrededor de un tercio de las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina), como por su carácter innovador a nivel internacional, que ha involucrado una ampliación del monto total, la activación y utilización de diversos tramos y su aplicación al pago de importaciones, a la conversión en dólares estadounidenses e incluso a la cancelación en RMB de obligaciones de la Argentina con el FMI.

Los swaps en la red financiera de seguridad global

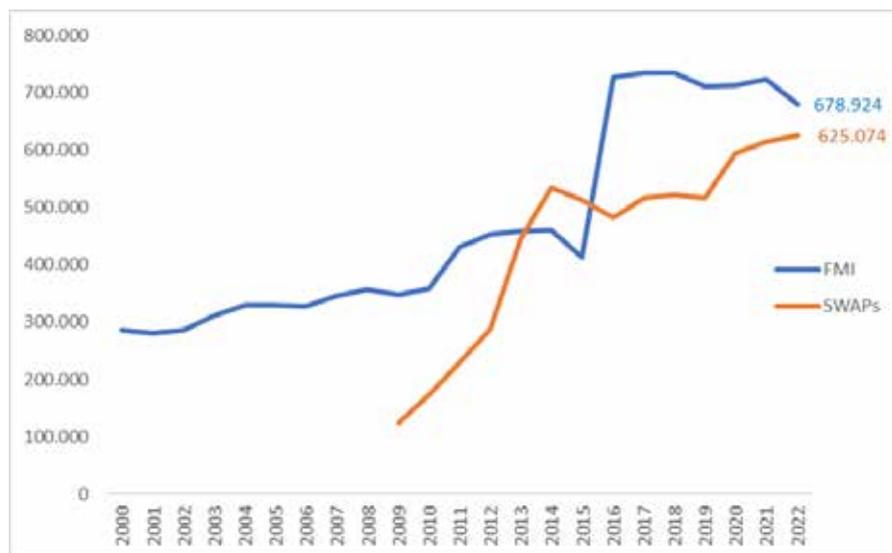
El crecimiento de la red de swaps del BPC desde 2009 implica la aparición de un nuevo pilar en la red financiera de seguridad global, compuesta por las reservas internacionales, los recursos del FMI y los acuerdos de monedas regionales. Si bien los swaps aún no alcanzan niveles que coloquen al BPC como un actor decisivo en el total de la red global, su magnitud ha comenzado a resultar comparable con la disponibilidad total de recursos del FMI

Esta comparación no es sencilla, debido a las distintas características de cada tipo de financiamiento. En particular, se destacan dos diferencias:

- Acuerdo de swap vs. activación/desembolso: el funcionamiento de los swaps plantea una diferencia entre la celebración de un acuerdo de swap con el BPC y la activación del mismo para su libre disponibilidad de los fondos por parte del otro Banco Central (lo que sería análogo a un desembolso). El principal inconveniente es la disponibilidad de datos que permitan distinguir entre swaps acordados y tramos activados.
- Plazos: si bien los swaps generalmente se firman por un plazo de tres años, el vencimiento de jure de su tramo activado suele ser de corto plazo (menor a un año), lo que lleva a la necesidad de *rollover* sucesivos cuando este apoyo financiero se extiende en el tiempo. El criterio con que se considere esta dinámica (contar sólo el monto inicial del swap o sumar los *rollover*), además de la disponibilidad de información sobre el roleo, afectará la comparación con créditos de más largo plazo, como los del FMI.

Una aproximación posible es comparar la capacidad prestable del FMI de su principal fondo, la General Resources Account (GRA), con la totalidad de acuerdos de swap celebrados por el BPC. En este caso se evita la necesidad de distinguir las activaciones y se comparan recursos que podrían dirigirse a países de similares características.

Gráfico N° 2: Recursos FMI (GRA) y Swaps firmados (millones de USD)



Fuente: Horn et al. (2023), BPC y FMI

En esta comparación se aprecia el rápido ascenso de los swaps acordados por el BPC entre 2009 y 2014 en comparación con la capacidad prestable del FMI, a la cual superó en 2014 y 2015. Cabe aclarar que entre 2011 y 2017 hubo una fuerte reducción del *outstanding* de créditos del FMI (de USD 138.000 millones a USD 55.000 millones) luego de sus desembolsos durante la crisis financiera entre 2009 y 2010 y en un contexto de tasas internacionales bajas, por lo que no había una presión adicional sobre su capacidad prestable. En 2016 el FMI hizo efectiva su última ampliación de cuotas expandiendo la capacidad prestable. Desde entonces las firmas de nuevos swap o ampliaciones redujeron su ritmo de expansión, aunque actualmente acumulan un monto por más del 90% de la capacidad prestable del FMI.

Al comparar los desembolsos efectivamente realizados bajo cada mecanismo (en lugar de los recursos disponibles), puede verse que la participación del RMB es sustancialmente menor que la del FMI. Entre 2010 y 2021 el FMI acumula desembolsos por USD 280.000 millones, mientras que el BPC desembolsó yuanes en el marco de activaciones de swaps del BPC por algo menos de USD 45.000 millones en el mismo período, de acuerdo con las estimaciones de Horn et al. (2023).

Gráfico N° 3. Desembolsos FMI (GRA) y Swaps activados (millones de USD)



Fuente: Elaboración propia con base en Horn et al. (2023) y FMI

La cooperación financiera BPC-BCRA a través del swap de monedas

Reseña histórica

Argentina ha sido pionera en la cooperación financiera con China desde hace más de una década. El primer acuerdo bilateral de monedas entre los bancos centrales de ambos países, en 2009, fue la quinta firma que realizó el BPC y la primera en Latinoamérica. Aunque involucró un monto simbólico, de 70 millones de yuanes¹, el acuerdo no llegó a ser activado y, cumplidos los tres años previstos en el acuerdo original, venció en el año 2012².

En 2014 se firmó un nuevo acuerdo bilateral que alcanzó un monto más relevante, por 20.000 millones de RMB y que tuvo activaciones, entre 2014 y 2015, por un monto que se estima en 2,3 y 7,2 miles de millones de RMB en cada año (Arnold, 2023).

Un aspecto relevante del swap en la Argentina es su permanencia como instrumento del Banco Central en gobiernos de diversa orientación política. En diciembre de 2015 Mauricio Macri asumió la presidencia luego de doce años de gobierno de Néstor y Cristina Kirchner. En un contexto de intensa confrontación política entre los gobiernos entrante y saliente y de un cambio rotundo en la orientación de la política económica, que incluyó el levantamiento de controles cambiarios, el cambio de régimen de política monetaria y el default sobre los contratos de futuros de tipo de cambio vendidos por el BCRA, el swap se mantuvo en vigencia. De hecho, la activación del swap fue uno de los mecanismos a los que recurrió el nuevo gobierno en diciembre de 2015 para unificar el tipo de cambio. El 16 de diciembre de 2015, día en que el BCRA levantó las restricciones a la compra de divisas,

1 El comunicado <https://www.bcra.gob.ar/pdfs/comytexord/p49465.pdf> presenta un error de tipeo, las cifras se encuentran reflejadas en los Estados Contables al 31/12/2009 <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2009estados%20contables.PDF>

2 Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2012estadoscontables.PDF>

también se firmó un acuerdo suplementario para la conversión del swap de RMB a dólares. Esto le permitió al BCRA acceder a 3.000 millones de liquidez en moneda estadounidense (Brenta & Larralde, 2020).

El swap fue renovado nuevamente bajo la presidencia de Macri, en 2017, con una ampliación de 70 a 130 mil millones de RMB y se incorporó un acuerdo suplementario, en 2018, para especificar el mecanismo de activación de desembolsos por motivos de estabilidad financiera. En esta oportunidad, la novedad fue que la Argentina transitaba un contexto macroeconómico completamente distinto, ya sin acceso al financiamiento internacional a través del mercado y se encontraba bajo un acuerdo Stand By con el FMI por USD 57.000 millones tras desatarse una crisis de balanza de pagos. La particularidad de este acuerdo suplementario fue el condicionamiento del swap a la permanencia de un acuerdo vigente con el FMI (ítem 5 del Acuerdo Suplementario del 2/12/2018). Eso implicó restringir las fuentes de financiamiento disponibles, dado que el acceso al swap quedó supeditado al acceso a otras líneas de crédito. De esta manera, se homologaron las condiciones del swap a las de otros organismos multilaterales (Banco Mundial, Corporación Andina de Fomento, Banco Interamericano de Desarrollo, etc.).

La línea fue activada bajo el acuerdo de 2017/2018 por un monto que posteriormente el FMI informó menor a los RMB 10.000 millones, unos USD 1.500 millones en aquel momento, que se mantuvieron activos hasta septiembre de 2019 (FMI, 2023). La magnitud es baja en comparación con la masiva salida de capitales que enfrentó la economía, por el orden de los USD 45.000 millones. Sin embargo, el hecho de haberse utilizado puso de manifiesto tanto la predisposición del gobierno de Macri de recurrir a la cooperación financiera con China en situación de necesidad (incluso luego de haber suspendido la ejecución de la obra de las represas en Santa Cruz, el proyecto de infraestructura con financiamiento chino más grande del país), como también la propia voluntad de cooperación del gobierno Xi Jinping, independientemente del signo político de su contraparte.

Bajo el gobierno de Alberto Fernández la cooperación financiera con China se intensificó. En 2020, al vencimiento del acuerdo vigente hasta entonces, se negoció su extensión por otros tres años, manteniendo el monto total de RMB 130.000 millones. La condicionalidad del acuerdo vigente con el FMI fue excluida de los términos del swap. Una activación especial del swap fue acordada en enero de 2023, por un monto de RMB 35.000³. Al vencimiento de esta línea, en junio de 2023, se acordó su renovación por un monto total de RMB 130.000 millones y tres años de duración. En simultáneo, se resolvió la continuidad con el tramo activado del swap por RMB 35.000 millones adicionales⁴ y una solicitud de ampliación, que fue concedida en octubre de 2023 por unos RMB 47.000 millones adicionales⁵. De esta manera, la activación durante el año 2023 alcanzó los RMB 82.000 millones, equivalentes a unos USD 11.500 millones.

Implicancias contables y económicas para el BCRA

En cuanto al efecto sobre el balance del BCRA, el swap constituye al mismo tiempo un activo en las reservas y un pasivo por el mismo monto, por lo que incrementa las reservas brutas, pero no modifica el nivel de reservas netas. Es decir, el impacto en el balance de la entidad monetaria es neutro y en términos de solvencia, no se ve modificada la situación del BCRA. No obstante, la posibilidad de activar el swap implica contar con una fuente

3 Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2022estadoscontables.pdf>

4 Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/bcra-PBC-renuevan-swap-de-monedas.asp>

5 Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/se-activa-swap-con-china.asp>

alternativa de liquidez. Esto significa que, ante la necesidad de disponer de reservas en el corto plazo, el BCRA puede recurrir al swap para hacer frente a esa necesidad. En este sentido, el swap es una fuente de financiamiento complementaria a otras alternativas como la utilización de otros activos (oro o títulos de deuda) bajo un repo (acuerdo de recompra).

De esto surge un aspecto relevante que no ha sido siempre tratado de forma correcta a la hora de evaluar el efecto del swap en la situación patrimonial del BCRA. Desde el inicio del acuerdo de facilidades extendidas (EFF) de la Argentina con el FMI en marzo de 2022, ha tomado mayor relevancia el seguimiento de las reservas netas dado que constituye una meta cuantitativa que debe ser evaluada en cada revisión del organismo. Al margen del rol de la meta cuantitativa de reservas en el acuerdo EFF, tiene sentido evaluar la acumulación de reservas de un país a partir de un indicador de reservas netas. De esa manera, se cuenta con un buen indicador de la solvencia del Banco Central. Para obtener el nivel de reservas netas se resta de las reservas brutas el swap con el BPC y otros activos del Banco Central que cubren pasivos (por ejemplo, los encajes de los depósitos en moneda extranjera).

Sin embargo, de forma complementaria ha aparecido en la discusión el término “reservas líquidas” para reflejar la capacidad de intervención de corto plazo del BCRA. En este caso, el cálculo de reservas líquidas busca reflejar la capacidad de intervención del BCRA en el mercado de divisas a corto plazo. Es decir, busca reflejar la capacidad de la entidad de sostener el valor de su moneda *en el corto plazo*, a diferencia de las reservas netas que busca ser indicativa de una posición de solvencia *en el largo plazo*. Para la estimación de las reservas líquidas se suelen restar a las reservas netas los activos comprometidos en el corto plazo (DEGs para el pago de vencimientos con el FMI) o activos de difícil conversión (oro) (FMI, 2023). El inconveniente es que, en este cálculo, se descuenta por completo el swap en yuanes cuando, justamente, su función es incrementar la liquidez disponible del Banco Central al momento de ser activado. De hecho, calculado de esa manera se llega a la inconsistencia de tener “reservas líquidas negativas”. Si pueden registrarse reservas netas negativas es precisamente, en parte, gracias a instrumentos como el swap, que permiten contar con esa liquidez transitoria.

Tabla N° 1: Composición de las Reservas Internacionales del BCRA

	31-Dic-22	30-Jun-23	15-Ago-23
1. Reservas Internacionales Brutas	44,6	27,9	23,8
a. Pasivos brutos	35,8	33,1	34,1
Swaps	21,8	21,0	20,9
BPC	18,8	18,0	17,9
BIS	3,0	3,0	3,0
Encajes	12,1	10,3	10,3
SEDESA (seguros de depósitos)	1,8	1,8	1,8
Otros	0,1	0,0	0,0
2. Reservas Internacionales Netas	8,8	-5,2	-10,3

Fuente: Elaboración propia con base en BCRA y FMI

Mecanismo de activación y condiciones financieras

En términos operativos, el swap funciona como una fuente de financiamiento contingente. En el caso de que las autoridades monetarias consideren oportuno hacer efectiva esa fuente de financiamiento, deben hacerlo con la conformidad del BPC.

El requisito de la conformidad previa del BPC le da a la entidad china la posibilidad de juzgar su conveniencia de acuerdo a sus propias condiciones macroeconómicas —presiones alcistas o bajistas que enfrente su moneda en el mercado internacional— y políticas, dado que puede dar lugar a solicitudes semejantes de otros países con los que tiene acuerdos similares. Por lo tanto, la disponibilidad del swap también queda sujeta a la evaluación que hagan las autoridades chinas del impacto que tendría en su propia situación política y económica.

La denominada “activación” del swap implica la conversión de RMB (continental) a CNH (renminbi offshore) y conlleva un costo financiero acordado previamente que suele ubicarse en torno a la tasa Shibor más un *spread* entre 200 y 400 pbs (Horn et al., 2023). Para su comparación con otras fuentes de financiamiento en otras monedas, considerando a modo ilustrativo un *spread* de 300pb, la apreciación del CNH implícita en los contratos de futuros conlleva una tasa de interés cubierta en USD algo mayor, entre 6,5 - 7,6% (TNA) según el plazo como podemos observar en la Tabla N° 2.

Tabla N° 2: Tasa del swap en CNH y tasa cubierta en USD, por plazo (en TNA).

	(A)	(B)	(C = A + B)	(D)	(E)	(F = C - E)
PLAZO	SHIBOR (TNA)	SPREAD (TNA)	TASA SWAP EN CNH (TNA)	FWD CNH/ USD	TASA FUTUROS (TNA)	TASA SWAP EN USD (TNA)
3M	2,2%	3,0%	5,2%	7,26	-1,3%	6,5%
6M	2,2%	3,0%	5,2%	7,21	-1,8%	7,1%
9M	2,3%	3,0%	5,3%	7,16	-2,1%	7,4%
12M	2,4%	3,0%	5,4%	7,12	-2,3%	7,6%

Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg. Datos al 15/9/2023.

Para comparar con fuentes alternativas de financiamiento, como Organismos Internacionales (OOI), préstamos colateralizados, FMI o el mercado de capitales global, a continuación, se presenta un ejercicio analítico del costo de cada tipo de financiamiento durante un año, con las tasas vigentes al 15/9/2023.

Tabla N° 3: Costo de financiamiento en USD a un año, por tipo de fuente (en TEA).

	SWAP	OOII	Préstamos colateralizados	FMI	Mercado Global
Estructura de tasa	SHIBOR + 300 pbs	SOFR + 135 pbs	SOFR + 400 pbs	Tasa FMI + 300 pbs (sobrecargos)	EMBIG + US Treasury 10Y
Tasa Efectiva Anual	7,5%	7,0%	9,8%	9,1%	26,0%
Spread vs swap (pbs)	-	-57	225	157	1416

Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg. Datos al 15/9/2023. Nota: para el swap y el FMI, la TEA corresponde al interés en USD cubierto con futuros.

En el caso del swap se consideró la tasa Shibor a 3 meses +300 pbs, capitalizada cada 3 meses, cubierto con el futuro de CNH/USD a un año. Para los préstamos de OOII se tomó el interés SOFR esperado a 3, 6, 9 y 12 meses, más un *spread* de 135 pbs (margen de referencia de préstamos del BID para el segundo trimestre del 2023), capitalizado trimestralmente. Para los préstamos colateralizados se utilizó la misma tasa SOFR con un *spread* de 400 pbs, mientras que para el financiamiento de mercado se consideró el *spread* EMBIG más el rendimiento del bono estadounidense a 10 años.

En el caso del FMI, la tasa de interés básica sobre sus préstamos en DEGs es de 5.076% (al 15/9), a lo cual se añaden los sobrecargos de 300 pbs (por monto y por duración de la sobreexposición en términos de cuota en el organismo), lo cual implica una tasa de interés de 8,076%. Además, dado que el préstamo es en DEGs, debe tenerse en cuenta la canasta de monedas que lo componen y su ponderación: dólar estadounidense (43,38%), euro (29,31%), renminbi (12,28%), yen (7,59%) y libra esterlina (7,44%). Por lo tanto, para calcular la tasa de interés cubierta en USD del FMI deben considerarse los futuros de tipo de cambio de todas las monedas, que en al 15/9 indican una apreciación del DEG de 0.8% frente al USD en un año, aumentando el costo de financiamiento medido en dólares.

Puede verse que la tasa del swap está entre las más bajas de todas las alternativas, con una diferencia favorable de 157 pbs respecto del financiamiento con el FMI y de 225 pbs respecto de un préstamo colateralizado a SOFR + 400 pbs. Por otro lado, el préstamo tomado como referencia de los OOII resulta menos costoso que el swap, aunque con una diferencia leve de 57 pbs. Por último, el financiamiento con emisión de bonos globales sería claramente el más costoso, dada la falta de acceso al mercado de capitales internacional.

Una vez activado el mecanismo de conversión de CNY a CNH, el swap puede ser aplicado a distintos fines. El caso más frecuente, por las características de las relaciones económicas entre ambos países, es la demanda de importaciones desde la Argentina que, en caso de no contar con el swap activado, requeriría dólares para cancelar sus obligaciones en el exterior. En este caso, la contraparte del importador suele ser de origen chino.

Aunque el pago de importaciones CNH-ARS y la conversión de CNH-USD son los instrumentos más frecuentes para la aplicación del swap, el mecanismo también podría ser aplicado en otros usos en la medida en que la relación bilateral involucre una mayor variedad de operaciones y el tipo de cambio de las operaciones sea a precios de mercado. Estos pueden ser la inversión extranjera directa, el giro de utilidades y dividendos, el envío de remesas, la liquidación de operaciones en el mercado de capitales o la cancelación de servicios de deuda, entre otros. Como sugiere la literatura (Bahaj & Reis, 2020), su aplicación como fuente de financiamiento se volverá más relevante en la medida que mayor cantidad de pasivos pasen a estar denominados en yuanes.

Aplicaciones del swap 2020-2023

El swap acordado en 2020 tuvo como destino tres aplicaciones: pago de obligaciones comerciales, pago de obligaciones de deuda con organismos multilaterales (FMI) y pago de obligaciones con bonistas privados. A continuación, se detallan los contextos y particularidades de cada uno de estos casos.

El impacto de la sequía y la necesidad de importaciones

Desde fines de 2022, el impacto de la sequía fue incrementándose paulatinamente hasta ocasionar un perjuicio irreversible entre enero y febrero de 2023. El impacto implicó una caída en las exportaciones agropecuarias por USD 20.000 millones para el corriente año. En un contexto ya apremiante por la escasez de divisas, esto intensificó la presión sobre el tipo de cambio y el sector externo por la menor oferta de divisas.

Frente a un shock de estas características, la recomendación estándar de política económica en una economía abierta con tipo de cambio flexible sugiere una contracción de la actividad interna para reducir las cantidades importadas y una depreciación cambiaria que apunte ese proceso, mediante un encarecimiento de los productos transables con respecto a los productos no transables. El acceso al financiamiento ante esos shocks permite suavizar los ajustes en el tipo de cambio y en el nivel de actividad, de manera tal que todo el esfuerzo no tenga que recaer en una fuerte contracción de la actividad ni en una brusca devaluación.

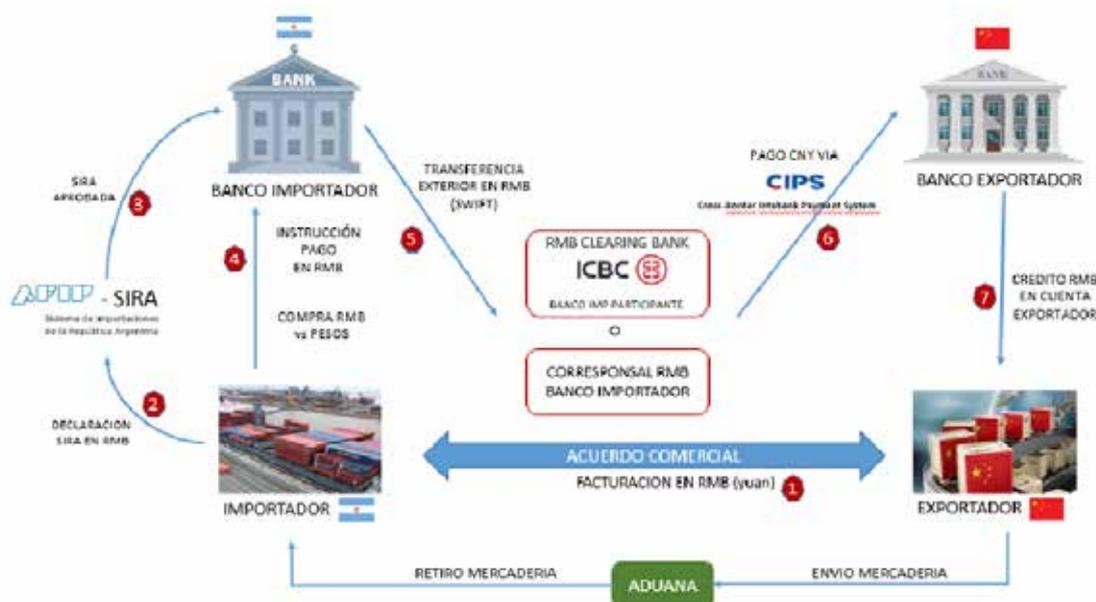
En este marco, la activación del swap por RMB 35.000 millones de libre disponibilidad en junio de 2023⁶ y luego por RMB 47.000 millones adicionales permitió continuar con el flujo de importaciones desde China y de esa manera sostener el nivel de actividad. La mayor oferta de divisas proveniente del swap compensó parcialmente la fuerte reducción que implicó la sequía.

Para poder instrumentar con mayor facilidad el pago de importaciones con yuanes, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) incorporó un código específico en el Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRA) el 25 de abril de 2023. A partir de esto, los importadores cuentan con la posibilidad de manifestar la intención de utilizar

6 Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0723.pdf>

yuanes para cancelar la solicitud de importación. De esa manera, las autoridades cuentan con la previsión de la demanda de yuanes para el pago de importaciones. Por parte de China, un requisito importante para poder dar curso a estas operaciones es la autorización por parte del BPC de un banco responsable de la compensación de pagos. Esta entidad es la encargada de recibir el pago en yuanes offshore y operar en el marco del sistema de pagos interbancarios transfronterizo (CIPS, por sus siglas en inglés) para su conversión a yuanes continentales. Actualmente, el CIPS cuenta con 97 participantes directos y 1370 participantes indirectos, de los cuales 17 son sudamericanos.

Diagrama N° 1: Esquema de pago de importaciones en CNY



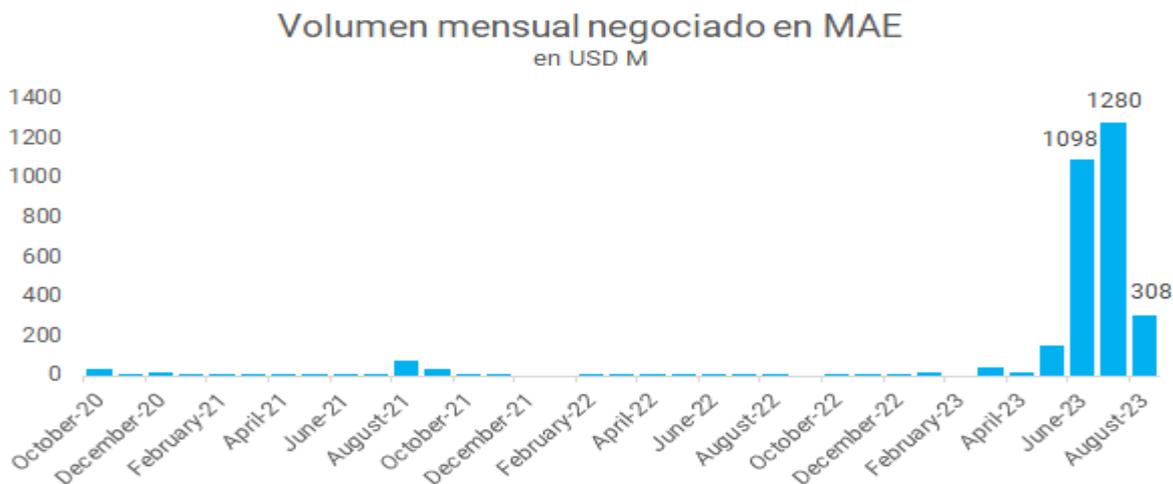
Fuente: ICBC

El resultado de su implementación fue positivo para el flujo comercial entre ambos países. En junio, el volumen de yuanes operados en el mercado mayorista local ascendió a USD 1.098 millones y en julio a USD 1.280 millones. En dichos meses, las importaciones realizadas desde China fueron de USD 1.269 millones y USD 1.320 millones respectivamente⁷ por lo que el valor de las importaciones comercializado en yuanes fue del 87% y 97% respectivamente⁸. Hasta contar con la disponibilidad del swap, las importaciones desde China cayeron en promedio un 26% respecto del año anterior. Con estas medidas, la caída se redujo al 11% en el mes de julio. De haberse mantenido esta tendencia, las importaciones desde China hubiesen sido USD 320 millones menos que lo efectivamente realizado, por lo que el financiamiento a otro banco central en su moneda implicó para China una mejora en las ventas a nuestro país. Este resultado guarda relación con la evidencia recogida en la literatura sobre un incremento en los pagos en RMB en países que firmaron acuerdos de swap con China (Bajaj y Reis, 2022).

7 Disponible en: https://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/ica_cuadros_22_08_23.xls

8 Desde el momento de la importación vía aduana hasta la realización de la operación de cambio que permite su pago puede transcurrir un plazo de noventa días en promedio. Por lo tanto, la comparación entre el volumen operado y el valor importado del mismo mes no se corresponden necesariamente, aunque sirven como parámetro de referencia.

Gráfico N° 4: Volumen mensual de yuanes negociado en MAE (en USD mill.)



Fuente: elaboración propia con base en datos del Mercado Abierto Electrónico

Pago al FMI

Además de los flujos comerciales, la disponibilidad de yuanes permitió financiar transitoriamente vencimientos con el FMI que la Argentina debía pagar por los desembolsos recibidos entre 2018 y 2019. El 31 de julio de 2023 el país debía afrontar un vencimiento de 1.975 millones de DEGs (USD 2.664 millones). Debido a la demora en la realización de la cuarta revisión, originalmente prevista para el 10 de junio, se demoró el desembolso vinculado a dicha revisión, equivalente a un monto de 3.000 millones de DEGs. Por tal motivo, Argentina no contaba con los DEGs al momento de tener que afrontar los vencimientos y esto reducía el margen de negociación en ocasión de la quinta revisión del acuerdo de facilidades extendidas cuyos desembolsos estaban programados para cubrir los pagos del acuerdo previo.

Haber recurrido al mercado cambiario en ese contexto hubiese implicado sumar una fuerte demanda de divisas en un mercado ya de por sí estresado. Eso se evitó recurriendo a diversas fuentes de financiamiento transitorio, entre las cuales se utilizó el swap por un monto equivalente de USD 1.000 millones. Para realizar este pago no fue necesaria su conversión a otras divisas (DEGs o dólares), sino que la transferencia fue realizada en la propia moneda china, que integra la canasta de DEGs. Al momento de aprobarse la revisión y realizarse el desembolso pendiente por parte del FMI el día 23 de agosto, el organismo reintegró esos yuanes en lugar de hacer el desembolso únicamente en DEGs. Luego, esos yuanes se pudieron seguir utilizando para el pago de importaciones de acuerdo al destino mencionado anteriormente.

Del mismo modo, la activación de un segundo tramo del swap en octubre de 2023 también fue utilizada como fuente de financiamiento externo para cubrir el pago de obligaciones con el FMI por alrededor de USD 2.600 millones al cierre de ese mismo mes. En este caso, el pago al organismo internacional se encontraba descalzado de la revisión del acuerdo del EFF, por lo cual la cobertura con recursos del swap permitió despejar la eventual incertidumbre respecto del cumplimiento de los pagos sin reducir los niveles de oro y divisas del BCRA.

Sin antecedentes en la historia del FMI, los pagos de servicios de deuda en moneda china constituyen un hito en la relación de este organismo con otros países, dado que pone de manifiesto el rol que China efectivamente cumplió como prestamista de última instancia, aunque en una magnitud aún pequeña en relación con las necesidades financieras totales del país deudor.

Pago a bonistas privados

Durante el plazo de activación del swap, el Tesoro Nacional también debió afrontar pagos de deuda denominada en moneda extranjera (dólares y euros) bajo legislación extranjera y local en manos de tenedores privados. En términos de acceso al financiamiento externo, para el BCRA también fue posible cumplir con estos servicios recurriendo a los recursos disponibles por el swap. Dado que en este caso el pago debía realizarse en otras monedas, la operatoria implicó la conversión de CNH a USD y EUR.

Esto incorpora un tercer uso del swap que es el de refinanciar los pagos de deuda en el mercado internacional, incluso cuando esta se encuentra denominada en otras monedas. El vencimiento fue relativamente pequeño —equivalente a USD 1.000 millones— e involucró únicamente intereses. Cabe remarcar que mientras las obligaciones de los servicios de deuda son del Tesoro Nacional, el acceso al financiamiento por medio del swap lo tiene el BCRA, por lo cual el Tesoro debe conseguir por algún otro mecanismo la posibilidad de adquirir los dólares del BCRA en una operación de este tipo. Aun así, en la medida en que se considere el perfil de sostenibilidad externa consolidado del país (con la sumatoria del sector público nacional y provincial, el sector privado y el sector financiero incluyendo al BCRA), la tasa relativamente baja del swap puede habilitar la realización de estrategias de administración de pasivos externos, mejorando la dinámica de rendimiento de la posición de inversión internacional del país.

Conclusiones

La cooperación financiera entre la Argentina y China ha ganado intensidad en los últimos años, a tal punto que el Banco Popular de China se ha convertido en un factor decisivo para la estabilidad macroeconómica argentina en la coyuntura actual.

Desde las primeras operaciones en 2014, el mecanismo del swap fue activado tanto para fines comerciales como para fines financieros. Su aplicación comercial para el pago de importaciones sólo fue requerida recientemente, ante la falta de divisas provocada por la extraordinaria sequía de la campaña agrícola 2022/2023. La rapidez con la que se ha alcanzado un elevado volumen de negociación y el lugar de China como principal origen de las importaciones de la Argentina anticipan que el mecanismo de financiación de importaciones será utilizado intensamente en la medida en que el BPC amplíe los montos de activación.

El swap también resultó una herramienta eficaz por sus múltiples aplicaciones financieras. El fortalecimiento de reservas y la posibilidad tanto de ser aplicado en pagos al FMI, como de ser convertido a otras divisas para la cobertura de otras necesidades, lo vuelven un recurso relevante para países que pueden experimentar dificultades en el acceso a los mercados internacionales, como es el caso de la Argentina desde el año 2018. La coincidencia de los tres gobiernos de Cristina Kirchner, Mauricio Macri y Alberto Fernández en el uso del swap es un caso infrecuente de puntos en común en la política económica argentina.

El swap resulta atractivo por tratarse de un complemento a los mecanismos tradicionales de la red financiera de seguridad global y en especial lo es para la Argentina, porque su costo de activación es inferior al del préstamo con el FMI. Los términos del swap, que tampoco son condicionados en el sentido de los préstamos concesionales que comprometen acciones de política, son otra ventaja comparativa del financiamiento a través de este mecanismo.

Lo anterior no implica que el swap esté libre de influencia política. Los plazos al vencimiento de la activación y de la línea en general pueden ser incluso menores que los del FMI y es de esperar que involucren una discusión donde China ponga de manifiesto sus intereses en la región y el país, lo cual llama a un uso prudente del mecanismo, en el marco de una estrategia general de relacionamiento con China desde una perspectiva para el desarrollo argentino.

Referencias

Arnold, V. (2023). China: Central Bank Swaps to Argentina, 2014. *Journal of Financial Crises*, 5(1). <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol5/iss1/5>

Bahaj, S., & Reis, R. (2020). Jumpstarting an international currency. *Bank of England, Staff Working Paper* (847). www.bankofengland.co.uk/working-paper/staff-working-papers

Brenta, N. L., & Larralde, J. (2020). *El swap chino, condicionado al stand by del FMI*. <https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/123740>

Eichengreen, B., Macaire, C., Mehl, A., Monnet, E., & Naef, A. (2022). *Is Capital Account Convertibility Required for the Renminbi to Acquire Reserve Currency Status?*

FMI. (2023). Argentina: Fifth and Sixth Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Request for Rephasing of Access, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, Modification of Performance Criteria and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina. *Country Report No. 2023/2024*. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/08/25/Argentina-Fifth-and-Sixth-Reviews-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-538482>

Horn, S., Parks, B., Reinhart, C., & Trebesch, C. (2023). China as an International Lender of Last Resort. *NBER Working Paper, No. w31105*. <https://papers.ssrn.com/abstract=4413842>

PBC. (2022). *2022 RMB Internationalization Report*.

Perez-Saiz, & Zhang, L. (2023). *Renminbi Usage in Cross-Border Payments: Regional Patterns and the Role of Swaps Lines and Offshore Clearing Banks* (2023/077). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/03/31/Renminbi-Usage-in-Cross-Border-Payments-Regional-Patterns-and-the-Role-of-Swaps-Lines-and-531684>

