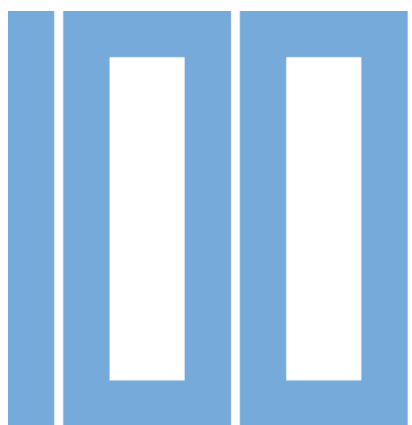




Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

**informe
de coyuntura
mensual n°2**

abril 2023



Somos el Centro de Investigación de Economía Nacional (CIEN), un espacio de economistas graduados recientemente de la Facultad de Ciencias Económicas (UBA).

Motivados por las recurrentes dificultades económicas de nuestro país, tenemos la vocación de aportar, desde el peronismo, nuestra perspectiva sobre la economía argentina.

Los tiempos que corren exigen cuadros técnicos capacitados para comprender, interpretar y ofrecer soluciones respecto a los fenómenos económicos que atraviesan a nuestro país.

No tenemos todas las respuestas, pero buscamos participar de debates serios respecto de cómo emprender un proceso sostenible de desarrollo económico con inclusión social.

¡Te invitamos a que nos sigas en nuestras redes y te suscribas a nuestro mailing para que te lleguen nuestros informes y publicaciones!



Resumen

La sequía está afectando fuertemente a una macroeconomía que ya mostraba dificultades. Los objetivos de no tener un nuevo proceso de aceleración inflacionaria, contener presiones devaluatorias, apuntalar la actividad, cumplir con las metas del acuerdo con el FMI y, al mismo tiempo, mejorar una ya bastante castigada calidad de vida de la sociedad se muestran, por momentos, como mutuamente excluyentes.

El valor exportado podría disminuir en más de USD 20.000 millones producto de la sequía, lo que representa una reducción del 50% de las exportaciones de los sectores oleaginoso y cerealero. Este dato se conjuga con la obligación de pagar al Fondo, en términos netos, más de USD 3.400 millones. El objetivo de hacer que los números cierren en el frente externo aumenta el riesgo de que medidas que se suponían extraordinarias, como el dólar soja, se vuelvan habituales, generando incentivos muchas veces dañinos y distributivamente negativos. Lograr compensar la caída de exportaciones probablemente requiera medidas adicionales: terminar el gasoducto Néstor Kirchner (que aplazaría la importación de energía en una primera instancia); aplicar nuevas restricciones al turismo y al acceso de divisas en general; y la búsqueda de financiamiento externo con organismos internacionales o bilaterales (ej. EEUU, Arabia Saudita) son algunas de las posibilidades.

La sequía también afecta directamente la recaudación de impuestos, principalmente por los derechos de exportación (más conocidos como retenciones). Si en 2022 las exportaciones hubieran caído en un 50% (el escenario previsto para 2023) el impacto directo por caída de recaudación en retenciones habría sido de alrededor del 1% del PBI. También cabe esperar una contracción en la recaudación de los impuestos vinculados a la actividad económica, como el IVA (el principal impuesto de la estructura tributaria). La baja producción del agro tiene un impacto directo en el nivel de actividad, pero también indirecto, ya que, sin dólares, no se puede sostener el crecimiento de la economía por lo que se termina restringiendo importaciones para no agregar tensiones sobre el sector externo.

Si la recaudación se ve resentida, quedan dos alternativas para obtener recursos: financiamiento monetario (emisión) o endeudamiento en pesos. Respecto a lo primero, la meta del FMI fija en 0,6% del PBI el financiamiento del BCRA al Tesoro. De todas formas, según nuestras estimaciones, la Carta Orgánica del BCRA no permitiría emitir más del 0,7% del PBI, es decir, no se aleja por mucho de lo solicitado por el FMI. Aun haciendo abstracción de las restricciones económicas (más emisión implicaría mayor presión sobre los dólares paralelos), la monetización posible es pequeña respecto al déficit esperado.

Llegamos entonces a un aspecto que en los meses previos ya se anticipaba como crucial para garantizar el “cierre” del programa financiero: la toma de deuda en

pesos. Si se cumpliera la meta fiscal, el rollover¹ necesario sería del 115%. Para un déficit primario de 2,9% producto del impacto de la sequía, el rollover necesario pasaría a ser del 130%. Se trata de una exigencia alta, aún más si consideramos que el sector privado muestra cierta reticencia a prestarle al Tesoro más allá de agosto/octubre/diciembre, porque piensa que puede venir un nuevo gobierno que no cumpla los contratos.

La inflación del 7,7% nuevamente se ubicó por encima de las expectativas del mercado (REM). ¿En qué medida este número se debe a la sequía? En primer lugar, la falta de alimento animal podría ser un condicionante para la oferta: los precios de la carne y sus derivados, por ejemplo, arrastran el aumento de los cultivos utilizados para alimentar al ganado. Por otro lado, el impacto interno del “dólar soja” y demás tipos de cambio diferenciales podría influenciar en el aumento de precios de los bienes transables afectados, ya que aumenta su “precio en pesos”. Además, el elevado nivel de concentración económica que presenta el sector agropecuario hace que sea más “fácil” o “directo” trasladar el aumento como formadores de precios internos. Por el lado de las importaciones, la escasez de dólares también impacta al contraer la oferta de bienes de la economía (ajustando cantidades importadas) y/o, como consecuencia de ser realizadas a los dólares paralelos. La poca expectativa de mejora en el frente externo evidentemente condiciona el dato de inflación de los próximos meses, ya que la incógnita en torno el costo de reposición de los insumos no pareciera disiparse.

En este contexto, donde la inflación interanual se ubica en 104,3% difícilmente se puedan recuperar los salarios reales únicamente a través de un estímulo a las paritarias. Este complejo panorama inevitablemente se refleja en los indicadores sociales. La pobreza fue de 39,2% en el segundo semestre del año pasado, aproximadamente 2 puntos porcentuales por encima del dato del 2021 y alrededor de 4 p.p. por encima de la cifra de diciembre de 2019.

La situación es sumamente complicada en todos los frentes. Las urgencias son tales que llevan al gobierno a implementar políticas como el Dólar Agro o el canje de bonos del sector público, para intentar evitar una devaluación, contener la inflación, y que cierren el sector externo y el programa financiero, sin resentir mucho a la actividad en el camino.

Más allá de las imposiciones del Fondo Monetario Internacional, los desafíos propios que tiene nuestro país para atender sus problemas económicos son altos: los meses venideros anticipan desafíos crecientes, al menos al nivel de los que atravesamos actualmente, que seguramente requerirán medidas adicionales y el máximo de la “creatividad” del equipo económico, pero también definiciones políticas a nivel nacional que arrojen claridad sobre las perspectivas de corto plazo de la Argentina.

¹ Este término hace referencia a la renovación de los vencimientos. Es decir, conseguir con la emisión de nuevos títulos el financiamiento necesario para hacer frente al pago de la deuda. Si el rollover es mayor al 100%, implica que la emisión de nuevos títulos supera a los vencimientos.

Introducción

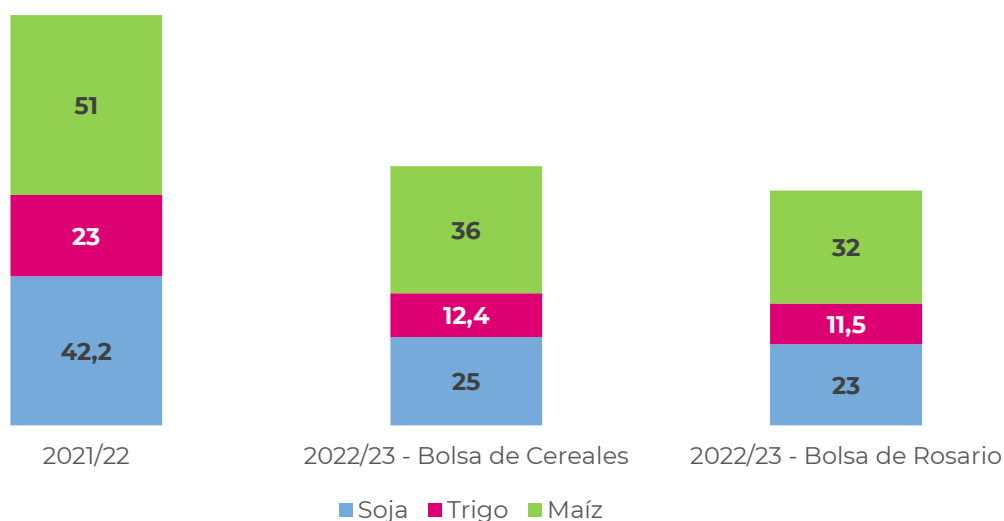
La economía argentina está sufriendo las consecuencias de una fuerte sequía. Su impacto más evidente es sobre el sector externo, al disminuir enormemente la oferta de divisas de la economía, agravando en consecuencia la restricción externa. Pero también repercute negativamente en otros aspectos de la economía como la recaudación, la actividad económica e incluso la inflación. En este informe, abordaremos precisamente esta cuestión: ¿cómo afecta la sequía a la economía?

1. Sector externo

La Bolsa de Cereales estima una cosecha de 25 millones de toneladas de soja, 12,4 millones de toneladas de trigo y 36 millones de toneladas de maíz. La Bolsa de Comercio de Rosario, por su parte, tiene estimaciones aún menores: 23 millones de toneladas de soja, 11,5 millones de toneladas de trigo y 32 millones de toneladas de maíz. Para entender la magnitud de la caída, debemos compararlo con las toneladas cosechadas en la campaña pasada: 42,2 millones de toneladas de soja, 23 millones de toneladas de trigo y 51 millones de toneladas de maíz.

Gráfico 1: producción de soja, maíz y trigo.

En millones de toneladas.



Fuente: Bolsa de Cereales y Bolsa de Comercio de Rosario.

La caída de las cantidades cosechadas implica menores exportaciones y por ende un menor ingreso de dólares al país. La magnitud de la merma de divisas dependerá de la evolución de los precios internacionales, que descendieron luego del pico que alcanzaron entre abril y junio del año pasado, cuando la guerra en Ucrania disparó el precio de las commodities.

Al momento, las estimaciones de la caída del valor exportado con respecto al año pasado superan los USD 20.000 millones. Implicaría una reducción del 50% de las exportaciones de los sectores oleaginoso y cerealero, que a su vez representan el 50% de nuestras exportaciones totales. Es decir, una reducción de casi 25% de nuestras exportaciones del año pasado.

Los datos de comienzo de año confirman este panorama, ya que muestran un sendero complicado en materia de exportaciones y de reservas internacionales. En la tabla 1 mostramos la comparación de las exportaciones registradas por el balance cambiario en los dos primeros meses de este año respecto del año 2022, donde podemos ver que se registró una caída del 23,9% en el agregado. Pero la caída es aún más marcada si enfocamos la mirada en el sector oleaginoso y cerealero: asciende a -65,7%. Y en términos absolutos, más que explica la caída en el total.

Tabla 1: cobros por exportaciones registrados en el balance cambiario.

En millones de dólares.

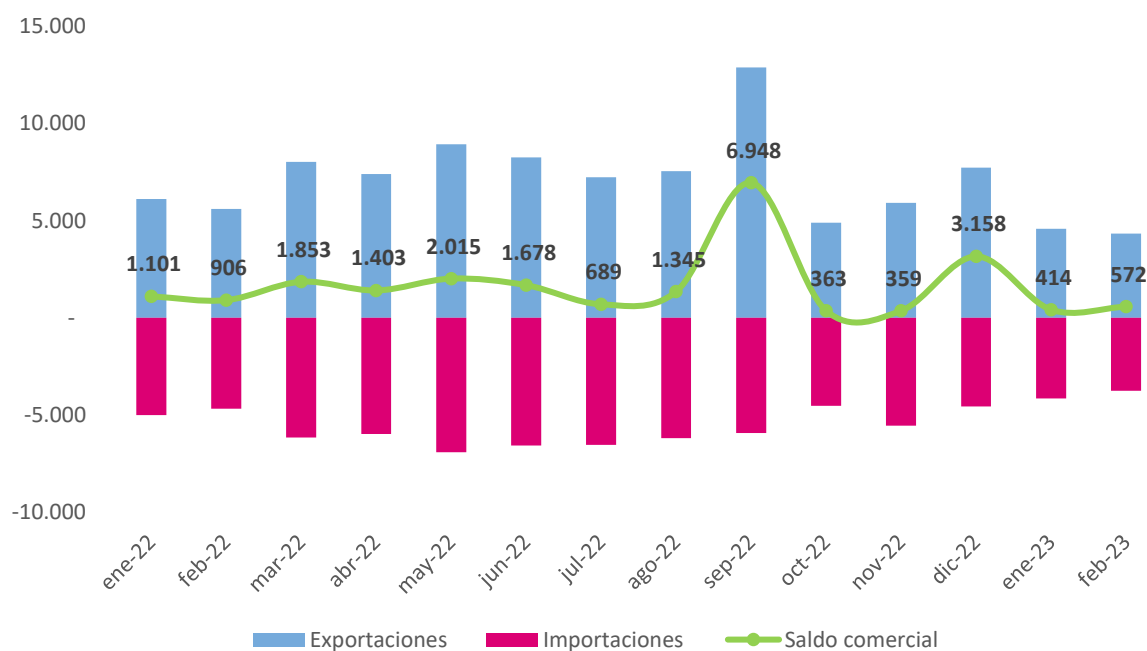
	Total	Oleaginosas y cereales
Enero y febrero 2022	11.715	5.333
Enero y febrero de 2023	8.912	1.829
Caída absoluta	-2.803	-3.504
Caída porcentual	-23,9%	65,7%

Fuente: BCRA.

Como producto de esta caída en el valor exportado causada por la sequía, observamos un deterioro del saldo comercial en el balance cambiario, cuya trayectoria está detallada en el gráfico 2. Vemos como desde enero de 2022 se ha reducido a la mitad. La caída de las exportaciones se vio en parte amortiguada por la reducción del pago de importaciones registrado desde junio de 2022, pero con mayor ímpetu desde diciembre.

Gráfico 2: saldo comercial del balance cambiario.

En millones de dólares.



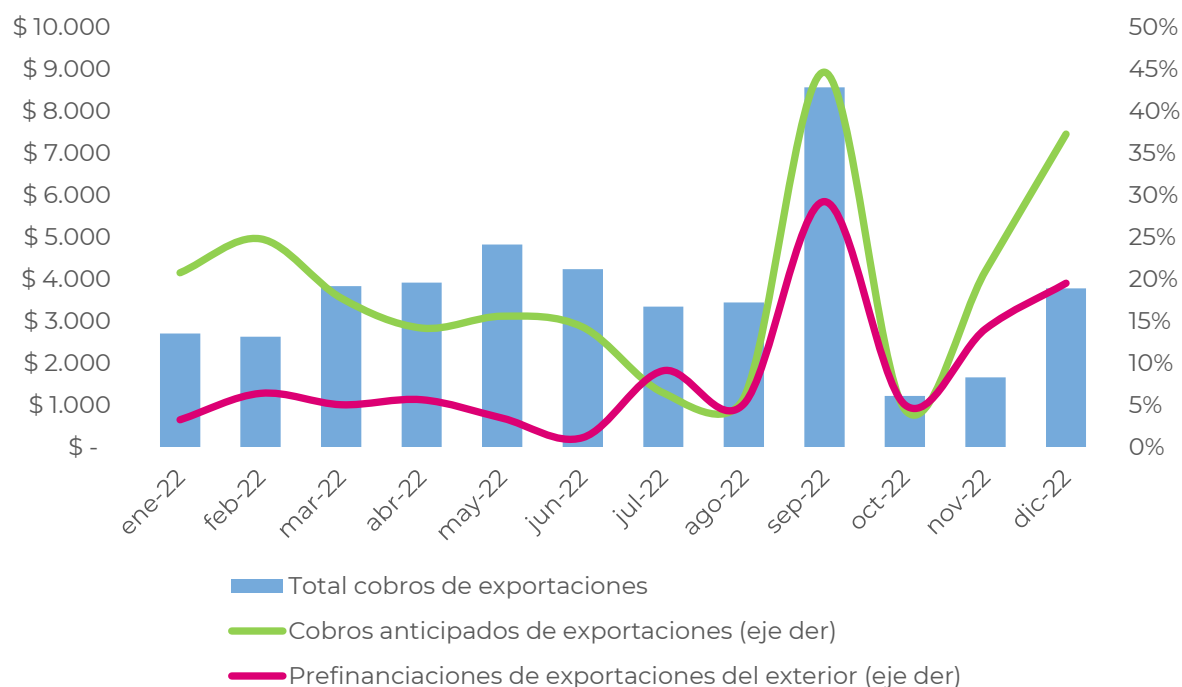
Fuente: BCRA.

Sin dejar de considerar los efectos de la sequía, cabe destacar que la dinámica de las exportaciones de oleaginosas y cereales en el balance cambiario está atravesada por la medida del dólar soja, hoy expandida a dólar agro. Cada aproximadamente tres meses desde septiembre de 2022, el gobierno viene asegurando un dólar más elevado que el oficial de forma temporal para los complejos exportadores agrarios. Esto afecta la estacionalidad normal de la liquidación agropecuaria.

En el gráfico a continuación se observa que, en septiembre y diciembre, meses en los que rigió el dólar soja, las exportaciones de oleaginosas y cereales crecieron fuertemente respecto de los meses previos. Además, muestra que en esos dos meses creció el peso sobre el total de las exportaciones de las cobradas de forma anticipada y de las pre-financiadas.

Gráfico 3: cobros por exportaciones de oleaginosas y cereales.

En millones de dólares.



Fuente: BCRA.

Entonces, la caída en las exportaciones de oleaginosas y cereales de enero y febrero puede en parte deberse a que hubo un adelanto de esas exportaciones a diciembre, para aprovechar el dólar soja. Y también es probable que haya habido cierta retención de la cosecha, ya que se descontaba una nueva edición del dólar soja (lo que finalmente se confirmó este mes). En este sentido, es esperable una recuperación en los cobros de exportaciones en el mes de abril, a pesar de los efectos de la sequía, por la implementación del dólar agro.

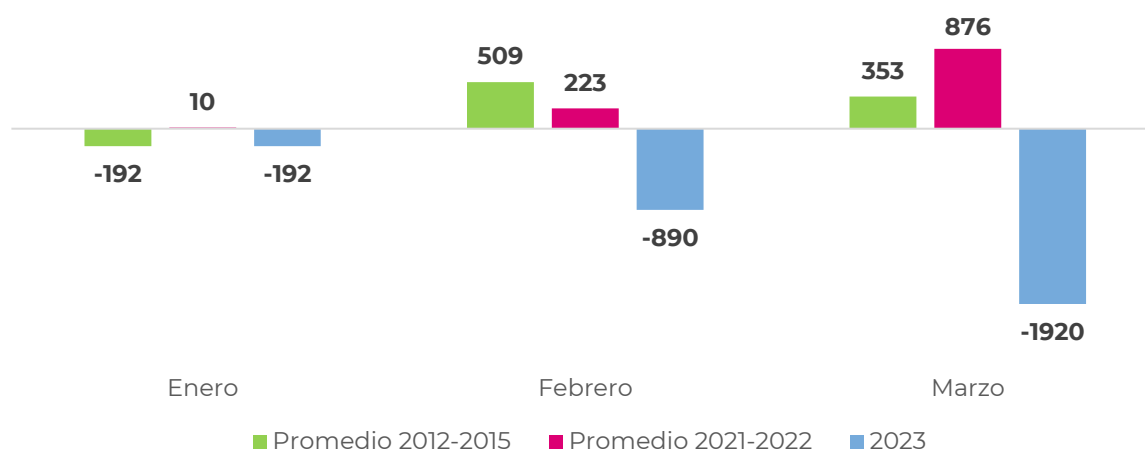
Este peor desempeño exportador complica aún más el frente externo. Si el Banco Central estaba teniendo problemas para acumular reservas en un contexto de abultados superávits de balanza comercial, este problema recrudece con un saldo exportador más chico. En el gráfico a continuación, mostramos el desempeño del

BCRA en el Mercado de Cambios (MULC²) en los primeros tres meses de este año, en comparación con otros años en los que también rigieron controles cambiarios. Las barras positivas denotan que pudo acumular reservas por esta vía, mientras que las barras negativas implican que debió vender divisas para compensar el exceso de demanda.

Salta a la vista que el desempeño de febrero y particularmente el desempeño de marzo fueron mucho peores que los de años anteriores. Si bien todavía no tenemos el balance cambiario de marzo, la merma de divisas a través del MULC y los datos de liquidación de divisas de CIARA-CEC muestran que la evolución de las exportaciones no mejoró respecto a enero y febrero.

Gráfico 4: acumulación de reservas del BCRA a través del MULC.

En millones de dólares.



Fuente: BCRA.

• ¿Cómo cierra el sector externo?

Las enormes dificultades para que “cierre” el sector externo son evidentes. Con “cierre” nos referimos a encontrar la forma de compensar el menor ingreso de dólares por la caída de las exportaciones agrarias (idealmente con otras fuentes de generación divisas, pero más probablemente reduciendo la demanda), para evitar una devaluación.

Desarrollemos esto último con un poco más de profundidad: en un contexto en el que menguan las reservas internacionales y de por sí hay presiones devaluatorias por la elevada brecha cambiaria, la caída de la oferta de dólares por reducción de exportaciones agrarias agrava el problema aún más. Si la demanda de dólares es superior a su oferta, el Banco Central puede intervenir durante un tiempo a través de la venta de sus reservas, como viene sucediendo, pero esta situación solo puede extenderse hasta que este stock se agote. Cuando esto último sucede, la devaluación del peso con respecto al dólar se vuelve inevitable.

Si bien una devaluación podría equilibrar el frente externo, porque encarece las importaciones y reduce los ingresos reales, generando una abrupta caída de la demanda de dólares, sus costos en términos económicos y sociales son más

² Mercado único y libre de cambios: allí se llevan a cabo todas las transacciones que involucran la compra y venta de dólar oficial.

elevados que sus beneficios. El cierre del sector externo se daría a partir de la consolidación de la actual tendencia recesiva de la actividad económica, no sólo anulando cualquier posibilidad de recuperar los deteriorados salarios reales, sino disparando la inflación a niveles difíciles de prever. Además, al devaluar con escasas reservas netas, el Banco Central no tiene poder de fuego para ponerle un techo a la devaluación. Por este motivo, el gobierno está obligado a hallar medidas alternativas para abordar la situación actual y evitar una devaluación desordenada que implique una espiralización aún mayor de la inflación.

En este contexto, el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional suma complejidades. Por un lado, porque impone la obligación de acumular reservas con determinadas metas. Seamos claros: engrosar las reservas internacionales es un objetivo obviamente deseable, pero no puede ser inflexible ante contextos de escasez. Además, el problema es que la acumulación de este activo por parte del Banco Central en esta situación puede ser contradictorio con otros objetivos, como evitar la profundización de la recesión causada por la sequía.

El FMI concedió una reducción en la meta de acumulación de reservas, pero esta es insuficiente. En el primer trimestre, se estima que terminamos USD 2.000 millones por debajo de la meta ajustada (por lo que necesitaremos un “*waiver*”³ en la revisión que se realizará en junio) y para lo que resta del año debemos acumular en torno USD 8.000 reservas netas.

Por otro lado, el acuerdo implica que este año los pagos al Fondo deben superar los desembolsos del organismo por unos USD 3.400 millones. Es decir, ingresarán USD 20.000 millones menos por la sequía, y aun así debemos acumular USD 8.000 millones de acá a fin de año y desembolsar más de USD 3.000. Difícil que cierre, por no decir imposible.

Es evidente que la situación es delicada, y es por ello que la política económica tiene un serio desafío por delante en esta materia. Vale la pena preguntarse cómo se podrían compensar (al menos parte de) los USD 20.000 millones de dólares faltantes:

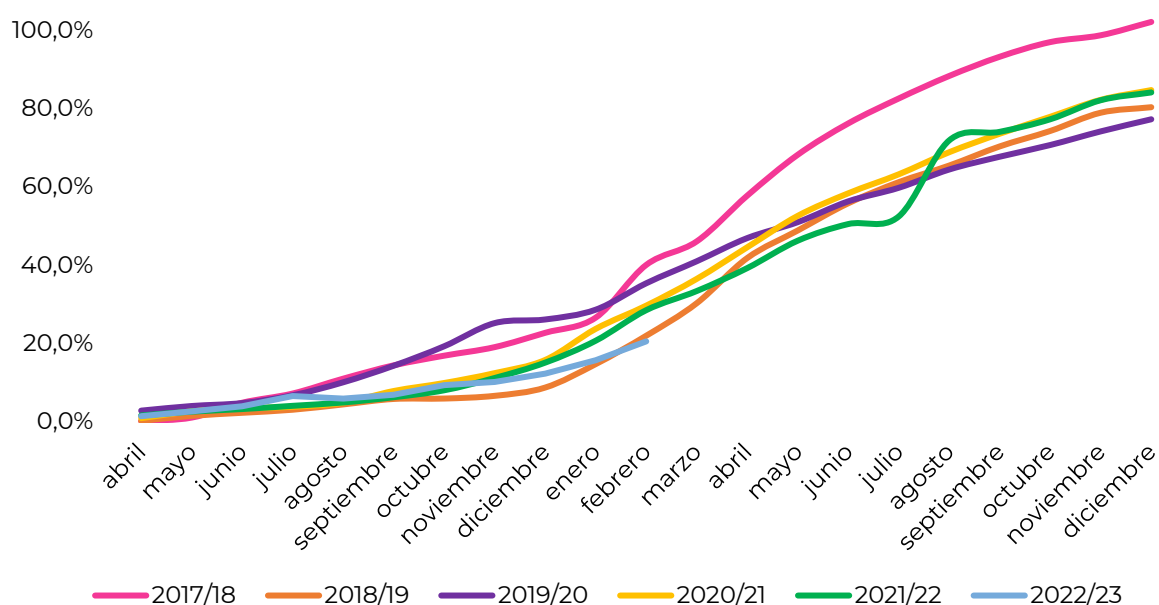
1) Dólar agro y stock de cosechas anteriores

Como comentamos más arriba, el año pasado el Estado argentino pudo cumplir las metas establecidas por el Fondo Monetario Internacional a través de la implementación de un tipo de cambio diferencial para la soja y sus derivados. En el gráfico a continuación podemos observar cómo esta medida logró entre agosto y septiembre hacer converger a la proporción de la producción de soja liquidada con la norma de las campañas anteriores.

³ Un *waiver* es un “perdón” (dispensa) que el FMI otorga a un país cuando hubo un desvío respecto de una meta del programa. Esto permite que el país reciba los desembolsos acordados, a pesar del incumplimiento. Cabe aclarar que el reporte que el FMI publicó a fines de marzo -por la revisión de las metas de diciembre- tiene proyecciones de producción de soja, trigo y maíz mucho más optimistas que las de Bolsa de Comercio y Bolsa de Rosario: 45,5 millones de toneladas de soja, 13,3 millones de toneladas de trigo y 46,8 millones de toneladas de maíz. Esto implicaría una merma de -solo- USD 6.000 millones en relación con lo proyectado en diciembre pasado, en la anterior revisión del programa. Si efectivamente la cosecha termina siendo menor a la proyectada por el FMI, esto puede utilizarse como argumento para el otorgamiento de un *waiver*.

El gráfico también permite ver que en general no se comercializa el total de lo producido por la campaña agrícola. A partir de la diferencia entre lo producido, lo importado y lo comercializado se puede estimar un remanente en cada campaña que no fue vendido, porque los productores se encuentran a la espera de mejores condiciones ya sea en términos cambiarios, impositivos o internacionales. Esto permite pensar que existe cierto stock acumulado de campañas anteriores que, de venderlo, podría compensar parcialmente la mala cosecha de este año. En este sentido, el Dólar Soja aparece como una medida para fomentar al máximo la liquidación, incluso de las existencias.

Gráfico 5: toneladas comercializadas vs producido por campaña de soja.



Fuente: estimación propia en base a datos del Ministerio de Agricultura, Bolsa de Cereales y Bolsa de comercio de Rosario.

De acuerdo con información de la Bolsa de Comercio de Rosario, la contracara del primer Dólar Soja eran 23 millones de toneladas de soja sin comercializar, y el programa permitió liquidar 13,4 millones de toneladas. Luego, en diciembre, quedaba un stock de entre 9 y 12 millones de toneladas, y se liquidaron 6,1.

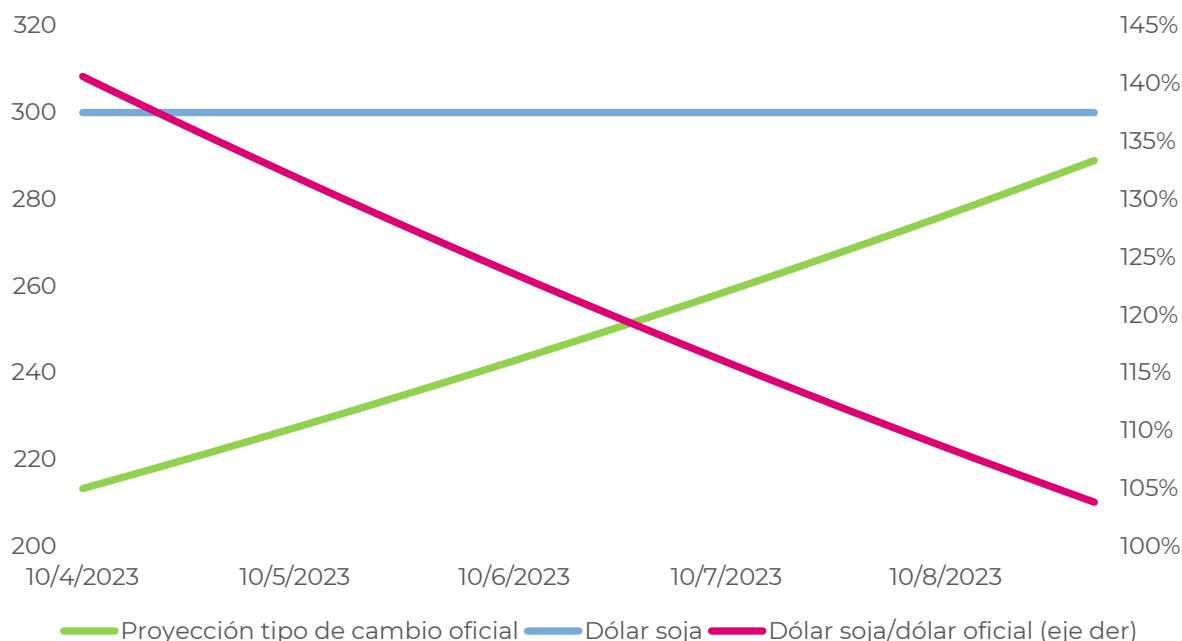
En el mismo sentido, utilizando datos del Ministerio de Agricultura, la Bolsa de Cereales y la Bolsa de Comercio de Rosario, estimamos que la campaña 2021/22 dejó un remanente de aproximadamente 7 millones de toneladas de soja, que suman a la campaña 2022/23 como stock inicial.

Después de dos ediciones del mencionado dólar soja, el gobierno lanzó recientemente una tercera versión denominada Dólar Agro, el cual va a garantizar una cotización del dólar a \$300 pesos para el sector sojero hasta el 31 de mayo, que se extenderá hasta el 31 de agosto para el caso de las economías regionales. Es decir, amplió los productos alcanzados, para fomentar las exportaciones de otros sectores.

Esto implica una liquidación de las cosechas a un tipo de cambio hoy un 41% más elevado que el tipo de cambio oficial, brecha que se va a ir acortando como

consecuencia de la política de devaluaciones diarias seguida por el Banco Central, denominada *crawling peg*. Suponiendo que el ritmo de devaluación promedio de lo que va del año continúe, hacia el final del plazo se proyecta un dólar un 26% más atractivo para la soja (hacia el 31 de mayo) y un 4% más atractivo para las economías regionales (hacia el 31 de agosto).

Gráfico 6: dólar soja vs dólar oficial proyectado.



Fuente: proyección propia en base a datos de BCRA.

De la mano del stock inicial, junto con liquidación de exportaciones acordadas con antelación para parte del año, se espera una liquidación de cerca de USD 3.000 millones, y entre USD 4.000 y 5.000 millones por parte de las economías regionales. Finalmente se espera que USD 5.000 millones terminen en las reservas del Banco Central.

Otro de los beneficios que recibirán los exportadores será que los pesos recibidos por la liquidación a \$300 podrán ser depositados en una caja de ahorro *dollar linked* -vinculados al dólar-, que mantendrá los depósitos cubiertos frente a una devaluación del dólar oficial.

Por lo expuesto arriba respecto de que el atractivo del dólar a \$300 va disminuyendo con el paso del tiempo, es esperable que las mayores liquidaciones producto de esta medida se den al principio de esta. En este sentido, en los últimos tres días de la semana pasada, empezaron a verse los efectos y se habría revertido la situación en el MULC. Mientras durante todo el año, y especialmente en marzo, el BCRA había tenido que vender reservas de manera diaria para compensar la poca oferta divisas, en los últimos días aumentó significativamente la liquidación y el BCRA pudo acumular algo de reservas. Según trascendidos, entre el 12 y el 14 de abril se habrían liquidado unos USD 800 millones, de los cuales el BCRA podría haber comprado vía MULC casi USD 400 millones.

De todas formas, no todas son ventajas, dada la sequía y necesidad de recursos, pocos productores conservan stock, por lo que el beneficio sería percibido por

empresas exportadoras. Al mismo tiempo, la implementación del dólar soja implica emisión monetaria por parte del BCRA. Por cada dólar que compra, debe entregar \$300, mientras que por cada dólar que vende, hoy absorbe \$200. Esta emisión de pesos adicional, que no se encuentra limitada por las metas del Fondo, ya que no va directamente a financiar al Tesoro, podría ejercer presión sobre los tipos de cambio financieros.

Además, la medida beneficia al complejo agropecuario por sobre los exportadores de bienes con mayor valor agregado como la industria manufacturera. Sin embargo, la desventaja más notoria de la implementación de esta medida es su impacto sobre la distribución del ingreso. En definitiva, se trata de un tipo de cambio diferencial más favorable hacia uno de los sectores más competitivos del país. Si esta medida se repite periódicamente y se amplían los bienes beneficiados, pierde su carácter de medida transitoria para convertirse en una devaluación selectiva que puede ser internalizada por el sector y percibida como permanente para su flujo de ingresos, con efectos inflacionarios sobre el precio de los alimentos y de carácter regresivo por engrosar la renta del agro.

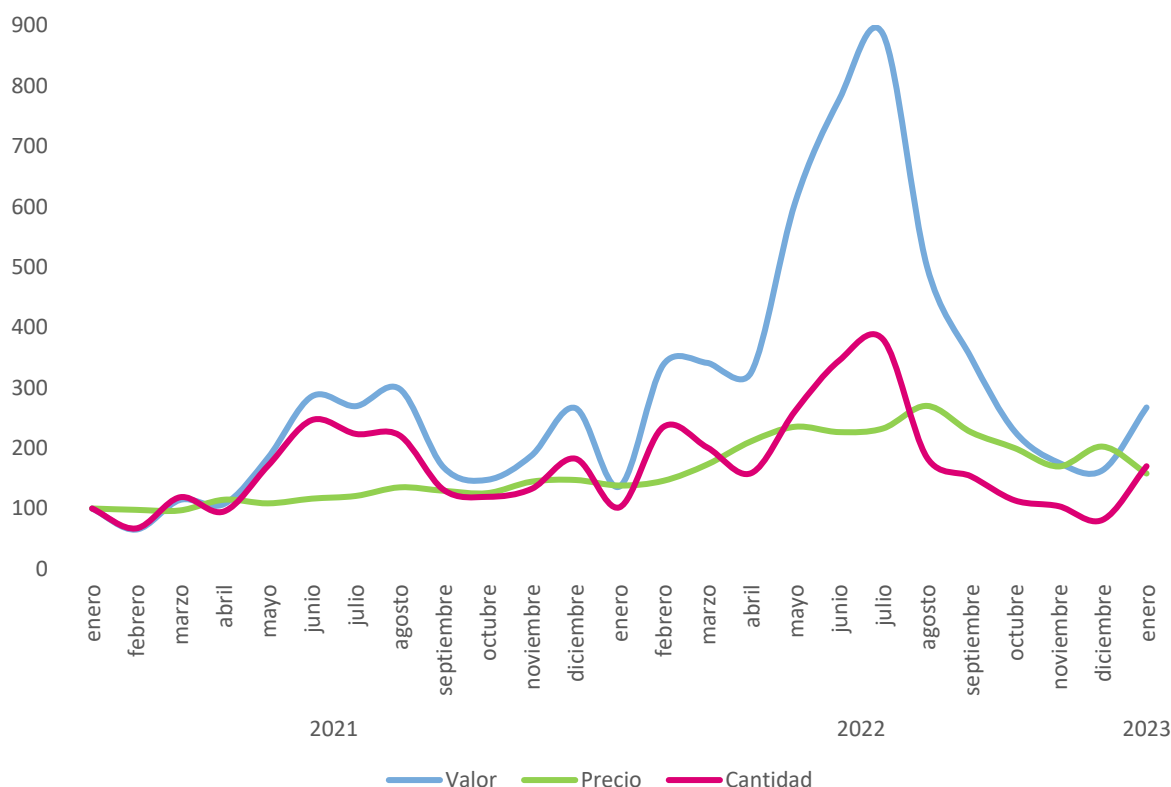
Si los autores pertenecientes a la corriente del estructuralismo latinoamericano, como Marcelo Diamand, proponían en los contextos de agudización de la restricción externa la implementación de una devaluación “compensada”, es decir, un aumento de la cotización del dólar oficial acompañada de un aumento de las retenciones, con el objetivo de que dicho salto cambiario beneficiara a sectores exportadores no tradicionales como la industria y evitara los efectos indeseables de la devaluación, como el aumento local del precio de los alimentos, la repetición del dólar-agro aparece como la medida claramente contrastante, una devaluación que solo beneficia al sector agropecuario. Esta decisión política de beneficiar a un sector asociado al poder económico con el que históricamente ha pujado el peronismo da cuenta de la delicada situación macroeconómica actual; evitar la devaluación se ha convertido en el objetivo prioritario para la gestión económica.

2) Menores importaciones de energía

Si miramos la balanza comercial de 2022 salta a la vista que casi un 16% de las importaciones están asociadas a combustibles. Este salto se debió a factores como la guerra que encareció el precio de la energía a nivel mundial, como la recuperación económica e industrial de la salida de la pandemia, es decir, aumentaron tanto los precios como las cantidades importadas, como mostramos en el gráfico 7.

Sin embargo, las perspectivas para la evolución futura son positivas. En primer lugar, el precio de la energía probablemente continúe su tendencia bajista. Segundo, la finalización del gasoducto Néstor Kirchner hacia finales de este invierno sienta las bases para consolidar una gran reducción de las cantidades importadas de energía. Es decir, tanto por precios como por cantidades hay razones para pensar que la demanda de dólares asociada a la restricción energética disminuya, contribuyendo a aliviar el frente externo.

Gráfico 7: Índices de valor, precio y cantidad importada de combustibles
(enero de 2021 =100).



Fuente: INDEC.

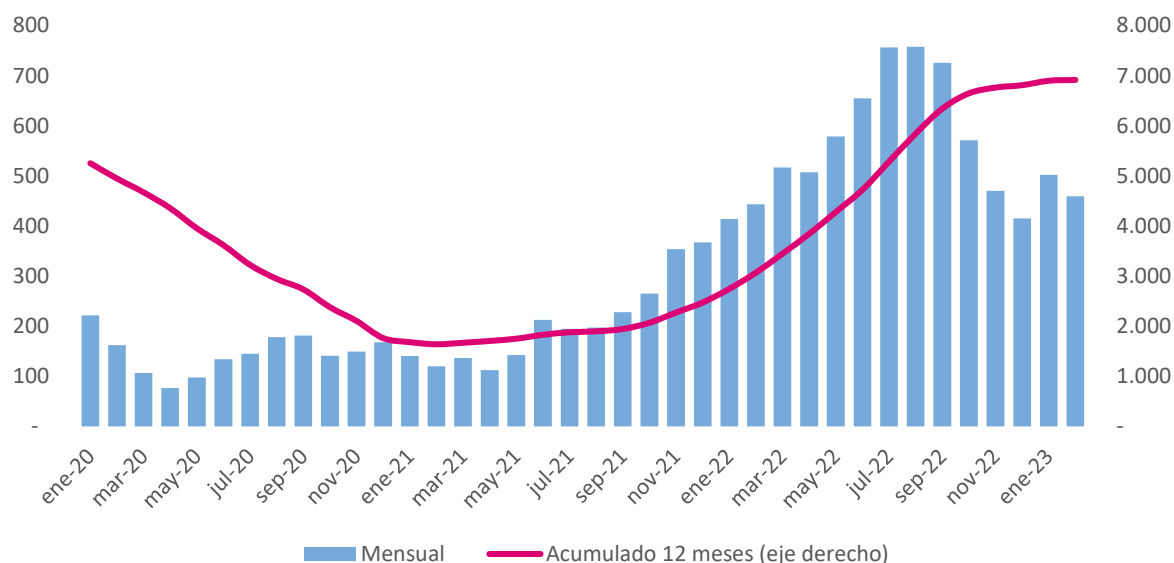
3) Menor salida de dólares por turismo

El año pasado, el turismo se recuperó fuerte, luego de la caída estrepitosa por la pandemia. Esta cuenta es estructuralmente deficitaria para nuestra economía (salen menos dólares de los que entran), pero ese déficit tiene a crecer en contextos de cepo y brecha cambiaria: los turistas extranjeros que visitan el país no cambian sus divisas en el mercado oficial, ya que es más conveniente hacerlo a blue o mep, mientras que los argentinos que viajan al exterior tienen incentivos a pagar todo con tarjeta en lugar de consumirse dólares propios (que les costaría más caro reponer).

La implementación del llamado “dólar qatar” en octubre pasado implicó un verdadero encarecimiento del precio que deben pagar quienes viajan al exterior si quieren pagar la tarjeta en pesos, fomentando que abonen en dólares (ya sea propios o comprados en los mercados paralelos). Esta medida parece haber provocado una caída de la salida mensual de dólares por turismo, aunque estos datos pueden presentar estacionalidad. En el acumulado 12 meses, la salida de dólares por turismo por el momento no cayó, pero sí se frenó su crecimiento. Habrá que ver qué ocurre a mitad de año, momento de la mayor salida de divisas del año pasado.

Gráfico 8: salida de dólares por turismo.

En millones de USD.



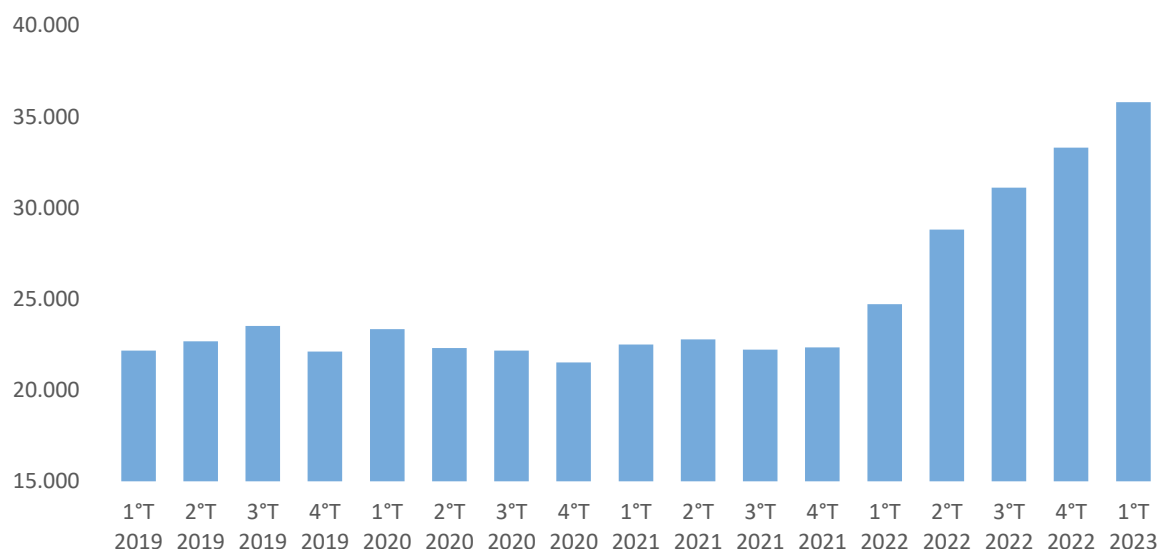
Fuente: BCRA

4) Nueva deuda comercial por importaciones pendiente de pago

Como práctica usual, ciertas importaciones se pagan luego de recibidas, ya sea inmediatamente o como forma de financiamiento. Por este motivo, desde diciembre del 2017 hasta el 2021, el promedio de la deuda comercial por importaciones se ubicaba en los USD 23.000 millones. Durante el 2022, frente a la necesidad de reducir la salida de dólares del país, se establecieron ciertas normativas para fomentar el financiamiento a mayor plazo de las importaciones, llevando a este stock de deuda a un máximo de USD 35.000 millones de dólares. Es decir, está creciendo la práctica de posponer el pago de importaciones. Es una incógnita cuánto más puede crecer este stock, pero puede ser otra manera de compensar la menor oferta de divisas. Permite mantener -o reducir menos- las importaciones que la economía necesita para funcionar con este nivel de actividad, a pesar de no tener los dólares para financiarlas. De todas formas, es un arma de doble filo. No son públicos los datos de ese endeudamiento (muchas veces es de las sucursales en Argentina con sus propias casas matrices), por lo que no es posible conocer sus plazos, pero sería un problema si ese financiamiento eventualmente se corta y hay que reducir el stock: en ese caso, estos valores se sumarían a la necesidad proyectada de dólares.

Gráfico 9: stock de deuda comercial por importaciones de bienes.

En millones de USD.



Fuente: BCRA y estimaciones propias para el 1T23 en base a INDEC y BCRA.

5) Mayores restricciones al acceso a divisas

En este contexto, es difícil descartar un endurecimiento de los controles cambiarios. Las opciones son la eliminación del dólar ahorro (es decir, que no se puedan comprar los USD 200 mensuales), restringir aún más el acceso al MULC para el pago de deuda financiera de las empresas y, lo que asoma como más probable, limitar el acceso al MULC para el pago de importaciones.

Esta medida, como todas las vinculadas a administrar la escasez de divisas, tiene costos. Para el importador que no puede acceder al dólar oficial, las opciones son dos. O no hace la importación, lo cual implica una reducción de la oferta de bienes e insumos para la economía, con consecuencias negativas sobre el nivel de actividad económica. O hace la importación adquiriendo los dólares necesarios en los mercados paralelos, lo cual implica un encarecimiento del bien, con consecuencias sobre la inflación.

6) Financiamiento externo

Sin subestimar los esfuerzos y la creatividad del equipo económico, parece muy poco probable que el conjunto de las alternativas señaladas en esta sección alcance para compensar una merma de USD 20.000 millones y permitir el “cierre” del sector externo.

Entendemos que la última alternativa restante es conseguir financiamiento externo. Eso parece estar buscando Massa en sus viajes a Washington. La semana pasada se anunció que el BID aprobó una línea de crédito para proyectos de inversión y salud en Argentina por USD 600 millones, la semana anterior se habían anunciado USD 300 millones del Banco Mundial para educación. Además, trascendió que el ministro cerró una inversión de USD 500 millones para infraestructura con el Fondo Saudita para el Desarrollo.

A pesar de los anuncios, haría falta una línea de financiamiento más significativa para compensar la merma de dólares por la sequía. Con el acceso a los mercados internacionales de crédito cerrado, las opciones serían una renegociación del acuerdo con el FMI que modifique la ecuación para este año de desembolsos - pagos o buscar algún préstamo bilateral.

2. Sector público

La sequía también afecta de manera directa y significativa al plano fiscal dado que significa una menor recaudación por derechos de exportación (retenciones).

Como señalamos en la sección anterior, se espera que el valor exportado de oleaginosas y cereales este año sea un 50% menor que el año pasado, principalmente por la caída de las cantidades exportadas por la sequía, agravada por una caída del precio internacional. Un ejercicio simple para estimar el impacto sobre la recaudación arroja que, si en 2022 los ingresos por retenciones hubieran sido un 50% menores, la recaudación tributaria se habría reducido en un 1% del PBI.

Si bien se trata de un ejercicio a trazo grueso, los datos para el primer bimestre del año parecieran validarlo. En enero y febrero los cobros de exportaciones de oleaginosas y cereales registrados en el MULC fueron un 66% menores que los registrados en los mismos meses del año pasado. La recaudación por retenciones del bimestre, por su parte, fue un 64% menor que en 2022, medida al tipo de cambio nominal promedio del período. Es decir: las retenciones cayeron prácticamente en la misma proporción que las exportaciones.

Adicionalmente, la sequía va a tener efectos sobre el nivel de actividad económica (ver próxima sección), lo cual afectará la recaudación de los impuestos vinculados a la misma, y que son, a su vez, los que más recursos tributarios aportan (IVA principalmente).

Ante este escenario, se añade otra dimensión de análisis: la gestión conjunta de la política económica con el FMI. La meta fiscal luce muy difícil de cumplir, cuestión que ya se perfilaba desde el mes pasado. Según el acuerdo con el Fondo, el déficit primario debe achicarse en 0,4 p.p. del PBI respecto del 2022 (1,9% vs 2,3%). Con una merma de al menos 0,5 p.p. de la recaudación por retenciones, la brecha entre el déficit de base y la meta asciende a casi 1 p.p. (y esto sin considerar que, como explicamos en el [informe anterior](#), este año no contaremos con ingresos extraordinarios por rentas de la propiedad, que posibilitaron el cumplimiento de la meta en 2022). Si bien el gobierno puede tomar algunas medidas para intentar reforzar la recaudación (por ejemplo, recientemente se suspendió exención de Ganancias e IVA para empresas importadoras), lo cierto es que el cumplimiento de la meta demandaría necesariamente una caída del gasto sensiblemente mayor a la esperada antes de la sequía.

En su último reporte, el Fondo concedió una reducción en la meta de reservas y, si bien reconoció una merma en la recaudación por caída de las retenciones (estimada en 0,4% del PBI), mantuvo inalterada la meta fiscal. Para garantizar su cumplimiento, pidió una mayor reducción de los subsidios energéticos y una mejor focalización de la política social. Concretamente, proyectaron una reducción de los subsidios de 0,5p.p. del PBI y de la asistencia social de 0,7p.p. con relación a 2022.

Desde nuestra perspectiva, es poco probable que la reducción del gasto en subsidios alcance para cerrar la brecha señalada de al menos 1 p.p. entre el déficit de base y la meta. Requeriría una reducción del gasto en subsidios de aproximadamente 40% en términos reales respecto de 2022, cuando en el primer bimestre del año la reducción fue del 2%. La alternativa sería reducir otras partidas del gasto, lo cual significaría hacer política “pro-cíclica”: reforzar la caída de la actividad con la política fiscal. Esto es algo impensable en un año electoral y que va en contra incluso de lo que indican los manuales neoclásicos de economía: el gobierno debe hacer política contra-cíclica para suavizar las subas o caídas de la actividad y evitar volatilidad.

Una discusión que, a nuestro entender, surge producto de esta situación, es si el foco de la política fiscal, antes que en el cumplimiento de la meta del Fondo, debería estar puesto en reducir el impacto de la sequía en la economía, por lo que sería necesario aumentar el déficit fiscal en este año. O si, por el contrario, independientemente de la influencia que el acuerdo con el FMI ejerce sobre la política económica, habría que evitar un aumento del déficit fiscal por los impactos macroeconómicos negativos que esta variable podría tener.

Por un lado, como comentamos en nuestra [nota de coyuntura n°2](#), el planteo sobre la imposibilidad de cumplir con el acuerdo en el mediano plazo se adelantó a este año producto de la coyuntura económica excepcional que estamos atravesando. Esto pone sobre la mesa la posibilidad de discutir un nuevo acuerdo y, entre otras cosas, modificar las limitaciones sobre la política fiscal para este año. Por otro lado, más allá de esta necesidad de renegociación, el debate sobre qué política fiscal debería implementarse en la Argentina como parte de un modelo de desarrollo económico y social está pendiente. Los ejes fundamentales sobre los que podría darse serían: gasto público progresivo; una reforma impositiva que apunte a obtener mayores recursos, reduzca la dependencia de la evolución de la actividad y fomente una mayor progresividad en la distribución del ingreso; y un sendero de déficit fiscal sostenible en el tiempo.

Al margen de este debate, retomando el análisis sobre la factibilidad de las metas actuales del acuerdo, las perspectivas son un incumplimiento seguro de la meta de reservas para este año (salvo que Massa consiga financiamiento externo) y un incumplimiento probable de la meta fiscal. Ante este escenario, sólo quedaría cumplir la meta de emisión monetaria, aunque no sea más que un “gesto” para con las autoridades del Fondo: mostrar vocación de mantener vivo el acuerdo.

La meta de emisión monetaria para este año es del 0,6% del PBI. Lo cierto es que, de incumplirse, el financiamiento del BCRA al Tesoro tampoco podría superar el 0,7% del PBI, porque se encuentra limitado por su Carta Orgánica. Por lo tanto, el Tesoro está obligado a conseguir en el mercado de deuda en pesos la mayor parte de los recursos necesarios para financiar el déficit fiscal.

De acuerdo a nuestras estimaciones, el rollover necesario para que cierre el programa financiero si se cumpliera la meta fiscal es del 115% sobre los vencimientos restantes del año. Este requerimiento crece si se incumple la meta fiscal y el déficit a financiar es mayor. Por ejemplo, para un déficit primario del 2,9%, el rollover necesario es del 130%. El Tesoro, además de buscar adhesiones altas en

las próximas licitaciones de deuda, probablemente intentará aliviar esta exigencia con la realización de nuevos canjes de deuda (voluntarios) en los próximos trimestres. Sin embargo, dada la reticencia del sector privado a prestarle al Tesoro más allá del cambio de gobierno, el nivel de participación en dichos canjes es una incógnita. Un síntoma de este comportamiento por parte del sector privado es la creciente colocación de deuda dentro del sector público. En ese sentido, es una buena noticia el hecho de que la gran mayoría de los vencimientos previstos para el tercer trimestre de este año estén en manos de organismos del sector público.

Es en este contexto de necesidad de garantizarse el financiamiento en pesos que se enmarca la medida sobre el canje de bonos del sector público anunciada hace unas semanas. A través de un DNU, el gobierno dispuso que los organismos del sector público nacional deben desprenderse de sus tenencias de bonos del Tesoro en dólares. Para entender esta medida, es necesario explicar algunas cuestiones.

En parte, la medida sobre el canje de bonos del sector público anunciada hace unas semanas se enmarca en este contexto de necesidad de garantizar el financiamiento en pesos. A través de un DNU, el gobierno dispuso que los organismos del sector público nacional deben desprenderse de sus tenencias de bonos del Tesoro en dólares. Para entender esta medida, es necesario explicar algunas cuestiones.

En la reestructuración de la deuda con acreedores privados del 2020, el Estado argentino emitió dos tipos de bonos con distinta legislación: los llamados “Bonares” o “AL” (legislación argentina) y los llamados “Globales” o “GD” (legislación Nueva York). Estos bonos están denominados y son pagaderos en dólares. Por lo tanto, al vencimiento, los acreedores recibirán dólares. Pero es importante saber que en el mercado secundario cotizan tanto en dólares como en pesos. Esto implica que un acreedor le puede vender sus bonos a otra persona en cualquiera de las dos monedas.

Algunos organismos del sector público, como el FGS o el Banco Nación, tienen estos bonos en su cartera de activos: son acreedores del Tesoro, por lo que una parte de la deuda en dólares que tiene la Argentina es con su propio sector público. El decreto dispuso que estos organismos deben deshacerse de estos bonos, pero de manera distinta dependiendo de si son Globales o Bonares.

En el caso de los Bonares, los organismos del sector público deben venderlos o subastarlos en pesos, en la medida en la que haya demanda de parte del sector privado (bancos, ALyCs, fondos comunes de inversión, etc). Con el 70% de los pesos que reciban por la venta de los Bonares, los organismos públicos deberán comprar un bono dual (el bono paga lo que rinda mejor, al vencimiento, entre inflación y devaluación) emitido por el Tesoro. Es decir, le dan los pesos al Tesoro y se quedan con un nuevo título en su cartera de activos. Uno de los objetivos de la medida, junto con contener la cotización de los dólares financieros, es garantizar el financiamiento en pesos al Tesoro, para que cierre el programa financiero acordado con el FMI.

3. Actividad

La sequía tendrá efectos negativos sobre el nivel de actividad económica en 2023. Tanto por sus efectos directos sobre un sector -el agropecuario- que representa en torno al 7% del PBI, como por sus efectos indirectos sobre otros sectores que dependen de los insumos del agro, como también por las limitaciones que la escasez de divisas impondrá a las importaciones de la economía en general.

Aun así, en enero el EMAE mostró un crecimiento de la actividad. Con respecto a diciembre, creció 0,3%, interrumpiendo una racha de cuatro meses consecutivos de caída. En términos interanuales, el aumento fue del 2,9%, aunque este resultado se debe en parte a la baja base de comparación (enero de 2022), consecuencia del alto nivel de ausentismo en los lugares de trabajo generado por los contagios de COVID-19 (pico de casos). El sector de “Agricultura, ganadería, caza y silvicultura” fue el único que cayó en la comparación anual (-15,5%), restando 0,7pp a la variación del indicador.

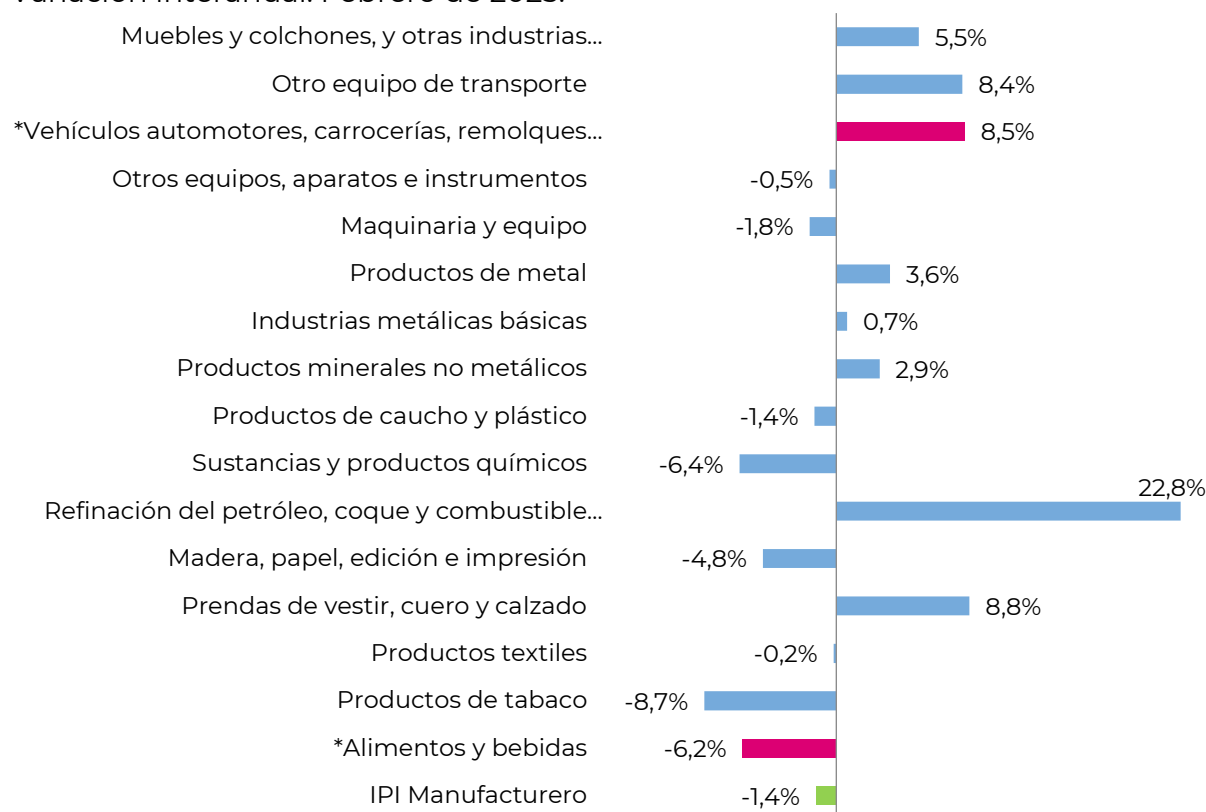
El panorama para febrero no es alentador. A diferencia de enero, se contrajo la actividad industrial. El IPI manufacturero de INDEC registró una caída interanual del -1,4% y una disminución del -1,3% respecto a enero. Las actividades más ligadas al sector agropecuario son las que mayormente explican esta contracción: principalmente “Alimentos, bebidas y tabaco”, resultado, fundamentalmente, de la disminución del producto del sector aceitero. Según CIARA,⁴ ante la reducción de la oferta por la sequía y la incertidumbre consecuente respecto a la provisión de insumos, las empresas productoras de aceite decidieron hacer parates de producción para el mantenimiento de sus plantas durante el mes de febrero.

El segundo sector de mayor incidencia en la caída de la actividad industrial (sustancias y productos químicos) en el mes de febrero también estuvo afectado por la menor disponibilidad de insumos de origen agropecuario. Según la información recabada por el INDEC, este fue el caso de la producción de Biodiesel. Al mismo tiempo, la producción de agroquímicos se vio desincentivada por la menor demanda del sector agropecuario, también resultado de una menor producción, consecuencia de la sequía. En el mismo sentido, maquinarias y equipos registró una disminución del -1,8% en el segundo mes de 2023, resultado, en primer lugar, de la menor disponibilidad de insumos importados para el sector productor de heladeras freezers y calefones (aparatos de uso doméstico), y luego, de la reducción del gasto en maquinaria agrícola desde el sector agropecuario.

⁴ Cámara de Industrias Aceiteras de la República Argentina.

Gráfico N° 10: IPI Manufacturero.

Variación interanual. Febrero de 2023.



Fuente: INDEC.

Nota: las barras en color fucsia representan las variaciones de los sectores de mayor incidencia positiva y negativa.

En el mismo sentido, según el Indicador General de Actividad (IGA) que elabora la consultora Orlando Ferreres (OJF), en febrero la actividad registró un retroceso de -0,7% interanual y una caída del -0,1% respecto al mes anterior. Este resultado es consecuencia directa de la reducción de la actividad agropecuaria, la cual, según la consultora, registró un caída del -20,2% en el acumulado al mes de febrero de 2023.

Más allá de febrero, de acuerdo a las proyecciones del REM de marzo, se espera una caída del PBI de -2,7% para 2023. Se trata de un ajuste importante respecto de la proyección de febrero (crecimiento 0%) y de la proyección de enero (crecimiento +0,5%), causado en gran medida a la fuerte corrección a la baja de las estimaciones de la cosecha. Esto puede afectar las expectativas de los empresarios respecto a la demanda de sus productos durante el ejercicio presente, lo cual probablemente induzca a los mismos a reducir planes de producción.

Si bien las consultoras atribuyen a la sequía el papel protagónico en la explicación de la disminución del nivel de actividad, creemos que esta no tiene su origen sólo en una crisis de oferta local. La disminución de los salarios reales, producto de una inflación creciente, viene poniendo un freno al incremento de la demanda desde el tercer trimestre de 2022. En el último trimestre del año, el salario registrado del sector privado registrado cayó -1,5% en términos reales respecto al mismo trimestre de 2021. Está claro que esta caída de los salarios no contribuye a un incremento del consumo, el componente más importante del PBI.

4. Inflación

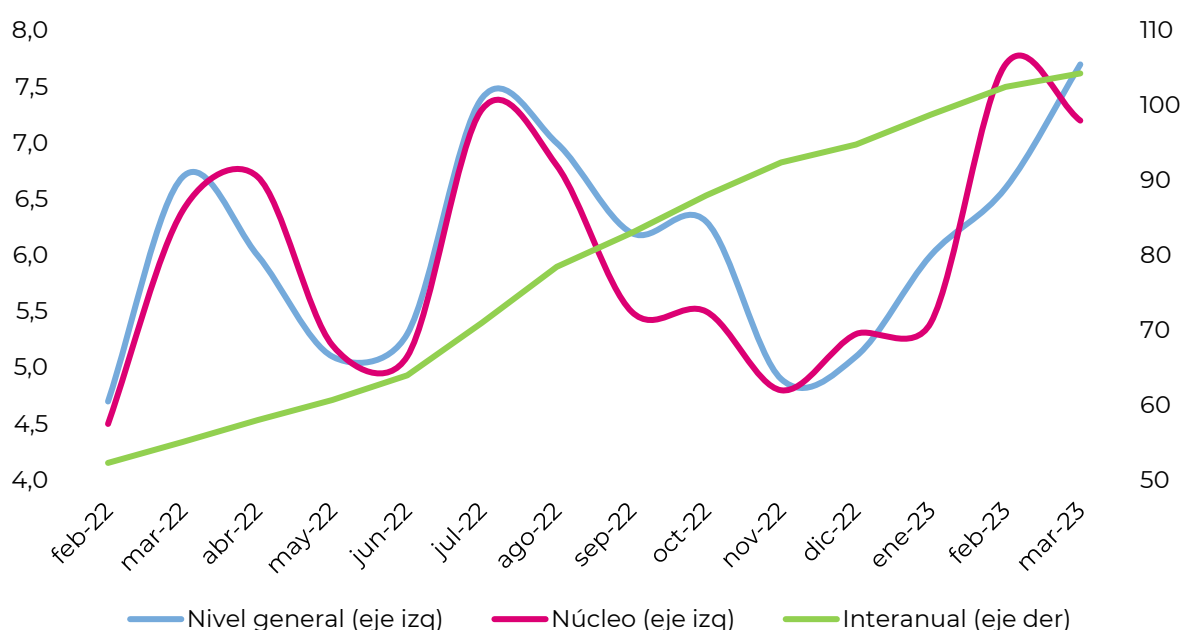
La inflación mensual de marzo fue del 7,7%, arrojando una acumulada anual del 21,7% en tan solo 3 meses. El dato volvió a sorprender, ya que superó a la suba de precios del mes pasado (6,6%) y a las previsiones para marzo del último REM (7%).

Es cierto que el mes de marzo generalmente presenta variaciones mensuales de precios más altas que en otros momentos del año, por cuestiones estacionales, producto del retorno de la actividad y el consumo en casi todos los sectores de la economía luego del periodo de vacaciones. Este mes, hubo subas de educación (29,1% mensual), y también se autorizaron aumentos de prepagas y de los servicios públicos, aunque ambas cosas se ubicaron por debajo del índice general.

El IPC núcleo registró una variación del 7,2%, levemente por debajo del nivel general. En este sentido, la inflación estuvo influenciada principalmente por el disparo en el aumento de los estacionales y los regulados, siendo estos del 9,3% y 8,3% respectivamente. La división con mayor aumento en el mes fue “Educación” (29,1%), coincidiendo con el inicio del ciclo lectivo en todos sus niveles, aunque su ponderación dentro de la canasta no es muy alta. Le siguen los aumentos de “Prendas de vestir y calzado” (9,4%), y -otra vez- Alimentos y bebidas no alcohólicas (9,3%), principalmente por los incrementos en Carnes y derivados y Leche, productos lácteos y huevos, cuyas ponderaciones son las más altas en la canasta.

De esta manera, el piso de la inflación en los primeros 3 meses del año se ubica cerca de los 7 puntos, generando cada vez más dudas sobre la posibilidad de “estabilizar”, aunque sea en un nivel alto. La evolución interanual refleja esta dinámica: a marzo de 2023, la inflación fue del 104,3%, casi el doble que la interanual de marzo de 2022.

Gráfico 11: evolución del IPC mensual e interanual.



Fuente: INDEC.

La pregunta que surge es si la aceleración inflacionaria de estos primeros meses del año puede ser también consecuencia de la sequía.

En este sentido, al analizar qué bienes sufrieron aumentos más notables, encontramos a la carne y sus derivados con aumentos en promedio del 18,8 % en febrero y 11,3% en marzo. Dado que el ganado se alimenta de los cultivos afectados por la sequía (maíz y soja), la falta de alimento puede causar una menor oferta y una suba de los precios de la carne. De todas formas, esto se combina con el atraso relativo del precio de la carne experimentado durante 2022, ya que desde el mes de junio los aumentos mensuales estuvieron siempre por debajo del nivel general. Esto también puede ser producto de cierto anticipo de las ventas de ganado apenas comenzada la sequía, lo que contrario a lo que se observa actualmente, al aumentar su oferta logra mantener un precio “bajo” o estable por un periodo determinado.

Podemos pensar en otros canales por los cuales las dificultades que atraviesa el sector externo pueden afectar el nivel general de los precios internos. En principio, si bien no hubo una devaluación del tipo de cambio oficial, lo que tendría un muy alto traslado a los precios internos (lo que se denomina *pass through*), la mencionada implantación del “dólar soja” en dos oportunidades durante el 2022 y la implementación actual del nuevo “dólar agro” modifican el precio en pesos de los bienes exportables, estando sujetos a un tipo de cambio más alto. Si bien esta medida no estuvo vigente entre enero y marzo, la expectativa de que se implemente de manera recurrente puede generar un impacto en los precios que no sea de una única vez, al alterar de forma permanente lo que los oferentes agropecuarios estiman recibir por sus ventas. Además, el elevado nivel de concentración económica que presenta el sector agropecuario hace que sea más “fácil” o “directo” trasladar el aumento como formadores de precios internos.

Por otro lado, las mayores restricciones a la importaciones supone un “ajuste por cantidades” que también puede generar aumento de precios internos mediante dos vías: a) al disminuir la cantidad de insumos intermedios importados se reduce la oferta de bienes finales para consumo interno, lo que hace aumentar su precio b) al realizar estas importaciones mediante los dólares paralelos, cuyas cotizaciones se encuentran por encima que el dólar oficial, aumenta su precio en pesos. La expectativa de que se endurezcan las restricciones a las importaciones también puede provocar subas de precio preventivas: quien vende el producto importado no necesariamente fija su precio en relación al costo de esa unidad en sí (que puede haber sido el dólar oficial), sino en relación al costo de reposición (que puede ser el dólar paralelo, si se esperan mayores restricciones, o a un dólar oficial más alto, si se espera que no se pueda sostener en su actual nivel).

5. Pobreza

La presencia de esta sección en el informe merece una serie de comentarios al respecto. Primero: los informes de coyuntura económica son elaborados en su gran mayoría por consultoras privadas. El objetivo de esos documentos consiste principalmente en brindar una perspectiva sobre el panorama económico que influye en las decisiones de sus clientes, por lo que no tiene sentido discurrir sobre cuestiones como la distribución del ingreso o la evolución de la pobreza. Los

objetivos que persigue el CIEN son distintos y, al hablar sobre economía, la pobreza es un tema que no puede ser dejado de lado.

Segundo: el dato de pobreza, por un lado, no está afectado por la sequía, el eje que ordena este informe, porque es un dato del segundo semestre del año pasado. Por otro lado, los efectos que pueda tener la sequía sobre la pobreza son indirectos: el dato de la pobreza en Argentina es un índice monetario, por lo que su evolución depende de dos factores fundamentales: la inflación (que afecta el nivel de precios de la canasta de consumo a partir de la cual se calcula la línea de pobreza) y los ingresos (que determinan si los hogares quedan por encima o por debajo de la línea de pobreza).

Sin embargo, a la luz de los datos recientemente publicados, es de esperar que las variables afectadas por la sequía tengan consecuencias sobre los niveles de pobreza en Argentina. En otros términos, es difícil suponer que la pobreza no aumente si se espera que la actividad caiga y la inflación se acelere (o que al menos se mantenga en los niveles actuales).

La pobreza en el segundo semestre del 2022 incidió en el 29,6% del total de los hogares y, en consecuencia, en un 39,2% del total de la población. Por su parte, la indigencia alcanzó al 6,2% de los hogares, lo que implica a un 8,1% de la población (en todos los casos, la población relevada por la EPH, la de los 31 principales aglomerados urbanos, que es de 29,3 millones de personas).

En la evolución reciente de estos indicadores se observa que, desde la salida de la pandemia, tanto la pobreza como la indigencia (con mayor reticencia) se redujeron sostenidamente. Si bien la indigencia mantuvo esta tendencia en el segundo semestre de 2022, en el caso de la pobreza se produjo un quiebre, aumentando casi 3 p.p. Esto muestra que los ingresos de los hogares crecieron por debajo de los precios, en un 2022 signado por la aceleración inflacionaria.

Tabla 2: pobreza e indigencia semestral.

Como porcentaje del total de la población.

	2020		2021		2022	
	1er sem	2do sem	1er sem	2do sem	1er sem	2do sem
Pobreza						
Personas	40,9	42	40,6	37,3	36,5	39,2
Hogares	30,4	31,6	31,2	27,9	27,7	29,6
Indigencia						
Personas	10,5	10,5	10,7	8,2	8,8	8,1
Hogares	8,1	7,8	8,2	6,1	6,8	6,2

Fuente: INDEC.

La solución a este problema, si bien concreta, no es por ello menos compleja: en primer lugar, es necesaria una solución a otro problema endémico de nuestra economía, la inflación. En segundo lugar, un incremento sostenido de los ingresos en términos reales. En tercer lugar, una reducción de la informalidad.

Por las limitaciones en la metodología utilizada en la EPH existe un sesgo producto de la subdeclaración de los ingresos que realmente perciben los hogares, creciente

a mayores niveles de ingreso. En ese sentido, el nivel de pobreza podría ser menor, pero más allá de esta cuestión metodológica, que este indicador haya llegado a casi el 40% a fines del año pasado es un hecho preocupante, aún más si consideramos los enormes desafíos que nuestra economía enfrenta en este año.