



Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

Sector externo y pago del bono en las provincias

Informe de coyuntura semanal 11/09

Sector externo

Acumulación de reservas: el desempeño del BCRA

A lo largo de los distintos informes, hemos puesto el foco en el sector externo de la economía argentina, por su relevancia estructural para el desempeño macroeconómico, pero también porque este año se vio particularmente afectado por los efectos de la sequía.

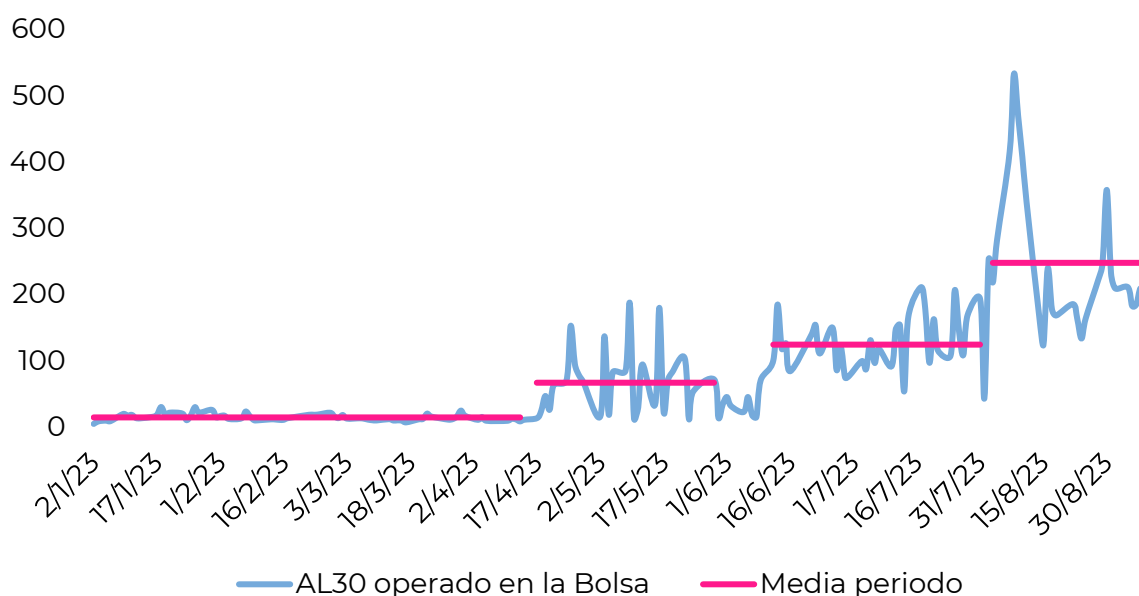
Durante el mes de agosto el Banco Central compró dólares en el mercado de cambios por U\$S 1.254 millones, lo que representa una excepción en lo que va del año. Como habíamos mostrado en el [informe de julio](#), desde fines de enero el BCRA venía vendiendo dólares de forma sistemática, dado que las importaciones superaban a las exportaciones, salvo durante la vigencia del llamado dólar soja III. La posibilidad de acumular divisas a través del mercado de cambios sin dudas representa un alivio para la acuciante situación de las reservas internacionales, que a principios de agosto perforaron el piso de los USD 24.000 millones.

Además, el desembolso que finalmente el FMI realizó por USD 7.500 millones luego de las PASO, también significó un incremento de las reservas. Aunque una parte del mismo fue utilizado para la devolución de préstamos de corto plazo (que se habían utilizado para pagar los vencimientos al propio organismo) y para un pago adelantado al propio fondo, el desembolso dejó un saldo positivo en torno a USD 4.800 millones (de los cuales USD 3.100 millones estarían en DEGs, mientras que

USD 1.700 millones el Fondo los desembolsó en yuanes, con lo que se “repuso” una parte del Swap¹).

Aun así, si no contamos los desembolsos y pagos al FMI, el mes habría cerrado con un saldo negativo para las reservas en torno a USD 1.000 millones. Esto se debe a que, a pesar de la compra de divisas en el mercado de cambios, ese saldo positivo se vio más que compensado por otros factores. Estos fueron: cierto retiro de depósitos en dólares (que afecta a las reservas vía encajes), la depreciación del yuan (que reduce el valor en dólares del Swap) y sobre todo una intervención activa por parte del Banco Central en los dólares financieros para contener la brecha. Como hemos explicado en otros informes, se trata de una doble intervención, vía compra de bonos en dólares (lo cual tiene un impacto en reservas) y vendiendo en pesos, lo que reduce el tipo de cambio resultante. Esta política, que fue especialmente intensa en la semana pre-PASO, tuvo un costo estimado de USD 1.000 millones durante el mes de agosto, y continúa en septiembre con un promedio de USD 37 millones diarios. En el gráfico se observa desde el comienzo del año como con cada corrida cambiaria se fue elevando el volumen operado de bonos AL30 (herramienta preferida del Banco Central para intervenir).

Volumen diario operado de AL30. En millones de USD.



Fuente: BYMA.

Desempeño de las liquidaciones por exportaciones: nuevo programa.

En los primeros días de septiembre continúa la posición compradora del BCRA en el MULC, impulsada por el nuevo Programa de Incremento Exportador (“dólar Soja 4”). Este último es distinto de las versiones anteriores del programa, ya que no implica reconocer de forma directa un tipo de cambio más alto para las exportaciones de soja. Consiste en mantener en \$350 el tipo de cambio (valor del

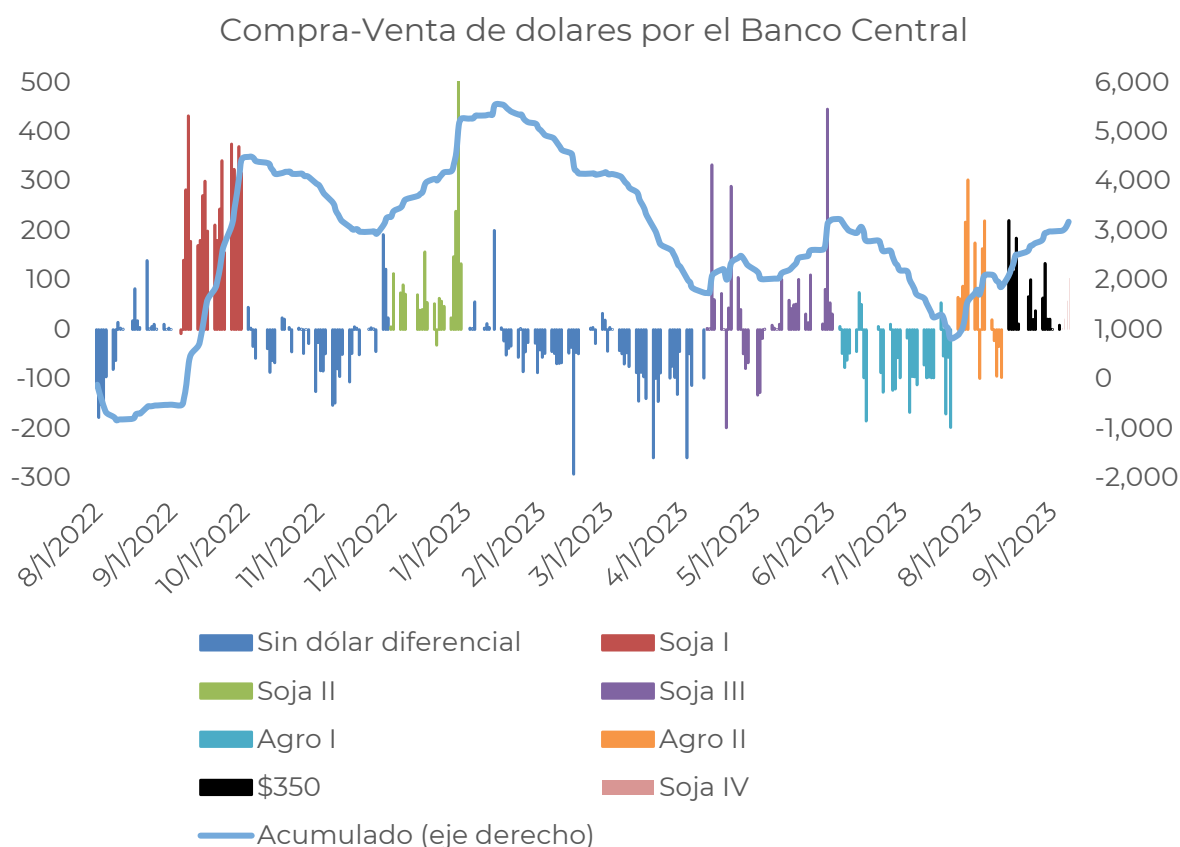
¹ En realidad, de acuerdo a [datos oficiales del FMI](#), Argentina tiene 2.230 millones de DEGs, que equivalen a USD 2.960 millones.

oficial) para el 75% de lo exportado, que debe ser obligatoriamente liquidado en el mercado de cambios oficial (MULC), mientras que el 25% es de libre disponibilidad para los exportadores, sin necesidad de liquidarlo en el MULC. Si los liquidan mediante el tipo de cambio del CCL, a partir de la compra de bonos o acciones, implícitamente reciben un dólar promedio mayor al oficial, que cuando comenzó la medida se ubicaba en \$455. Si tomamos esta referencia, la liquidación final del “nuevo dólar soja” quedaría: $\$350 \times 75\% + \$770 \times 25\%$.

En esta línea, el aumento de la oferta de dólares en el CCL provocó una caída en su cotización, que había alcanzado los \$770 el día previo al “dólar soja 4”, y descendió a \$741 al cierre de la semana (4 días después de la publicación de la medida en el boletín oficial). Por este motivo, genera un incentivo sostenido en el tiempo, ya que en caso de aumentar la cotización del dólar CCL, aumenta el “dólar soja”

En sus primeras 4 jornadas de vigencia de este programa se observó una mejora en la comercialización de soja, ascendiendo a 696.576 toneladas. Se estima que el stock pendiente de liquidación es 6,9 millones de toneladas, y que asciende a las 10,8 toneladas al sumarle los contratos que no tienen precio cerrado. Si se lograra una comercialización del 50% del stock con esta medida, se estiman cerca de USD 2.500 millones extras de liquidación.

Compra/venta de dólares por el BCRA. En millones de dólares.



Fuente: BCRA y MAE.

Nos interesa analizar acá las ventajas y desventajas del nuevo dólar soja. En principio, al gobierno le sirve tomar una medida económica que incentive el ingreso de dólares y, al mismo tiempo, no implica -como sí las ediciones anteriores- una emisión de pesos para pagar un tipo de cambio diferencial. Por lo tanto, no solo se evita el aumento de la masa de pesos que pueden presionar sobre el dólar, sino que también al ingresar vía dólar CCL, se reduce la cotización del mismo y la brecha cambiaria.

Los efectos negativos son principalmente recaudatorios, dado que el tesoro no cobrará retenciones por el 25% de lo exportado que no se liquida en el mercado de cambios oficial. Habrá que esperar a ver cómo impacta en la recaudación del Impuesto a las Ganancias, ya que implica un aumento de los ingresos de los exportadores. Las otras desventajas son: sus posibles efectos inflacionarios, al ser una devaluación parcial (aunque la soja y sus derivados no son relevantes en la canasta de consumo de la población), y el hecho de que el dólar soja ya se vuelve “costumbre” (en el futuro, los exportadores presionarán para obtener nuevas versiones de este programa antes de liquidar).

Flexibilizaciones de las importaciones

Retomando el análisis sobre la situación del sector externo, aunque la coyuntura todavía es compleja (las reservas netas permanecen en valores negativos y el segundo tramo del Swap con China no se encuentra activado todavía) la situación parecería ser menos alarmante para los próximos meses, en cuanto a la disponibilidad de dólares. Por el lado del FMI, luego del desembolso de fines de agosto, no quedan pagos pendientes antes de las elecciones generales. En un escenario en el que la actividad se está desacelerando, en parte por la dificultad de importar insumos, el gobierno tomó tres decisiones en el transcurso de la semana con un impacto en la demanda de dólares: se liberaron importaciones para 7,428 PyMes por USD 700 millones, se aprobó el ingreso de 20 mil vehículos importados (bajo un acuerdo de precios) y se eliminaron las retenciones a las economías regionales (arroz, vino, citricultura, pesca y acuicultura, maní, tabaco y foresto industria), lo que beneficia a un sector que emplea a 1,2 millones de personas en una reducción impositiva que se estima en USD 180 millones anuales.

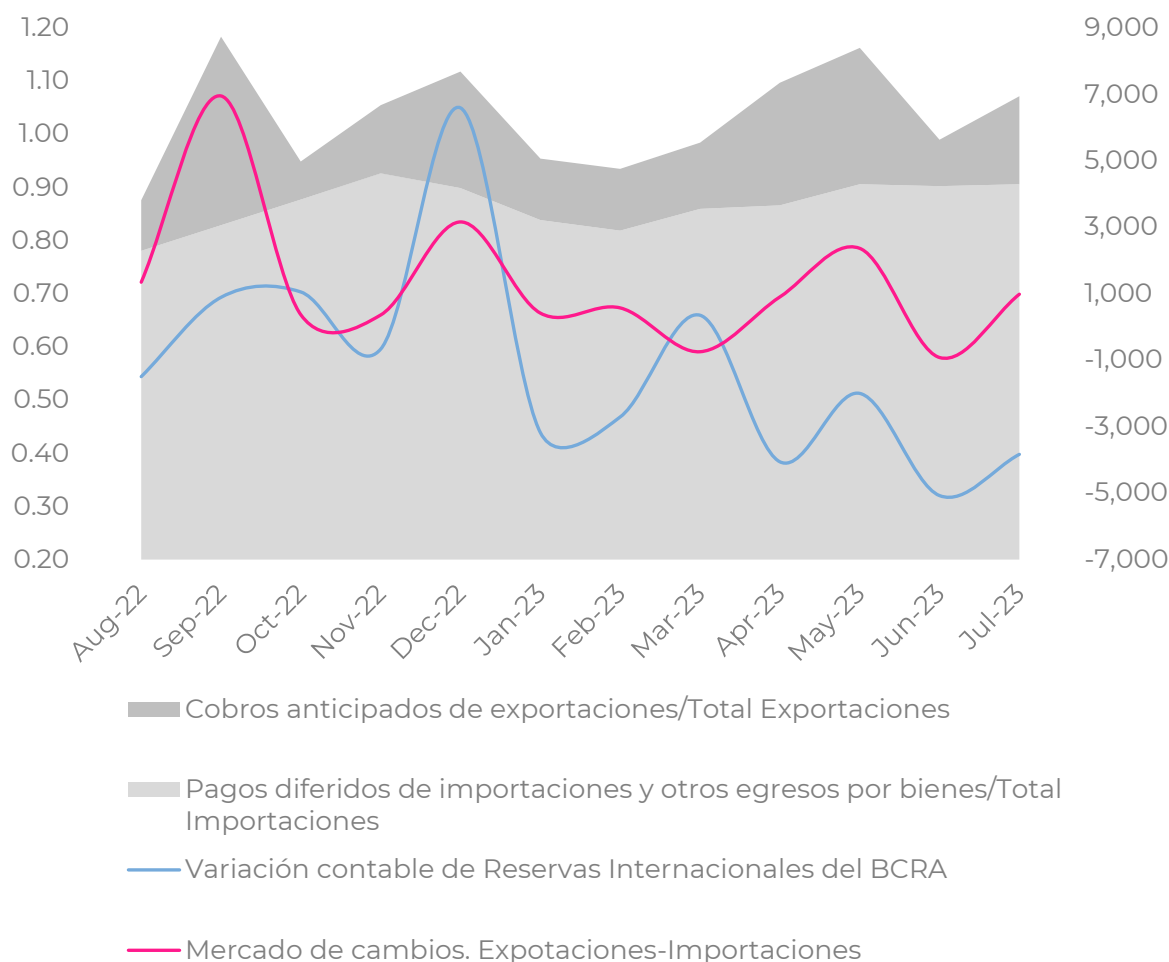
Deudas comerciales externas

Más allá del saldo positivo en agosto en el mercado de cambios, lo cierto es que Argentina acumula varios meses de déficit comercial. De acuerdo a los datos de INDEC sobre el Intercambio Comercial Argentino (ICA), en julio las exportaciones se redujeron en un 22,4% respecto del mismo mes del año anterior, mientras que las importaciones lo hicieron en un 19,1%. El resultado fue una balanza comercial deficitaria por USD 649 millones, registrando 6 meses de saldo negativo en lo que va del año.

De la comparación de esta información (que registra los bienes que efectivamente entraron y salieron del país) con el balance cambiario del Banco Central (que registra los bienes que se cobraron y pagaron), surge que la deuda comercial por

importaciones continuó aumentando en julio. Esto puede deberse tanto al ingreso de bienes importados que todavía no se pagaron, como al cobro adelantado de exportaciones que todavía no salieron del país.

Variación contable de Reservas Internacionales del BCRA y mercado de cambios. Porcentaje de cobros anticipados de exportaciones/exportaciones y pagos diferidos de importaciones y otros egresos por bienes/Importaciones.



Fuente: INDEC y BCRA.

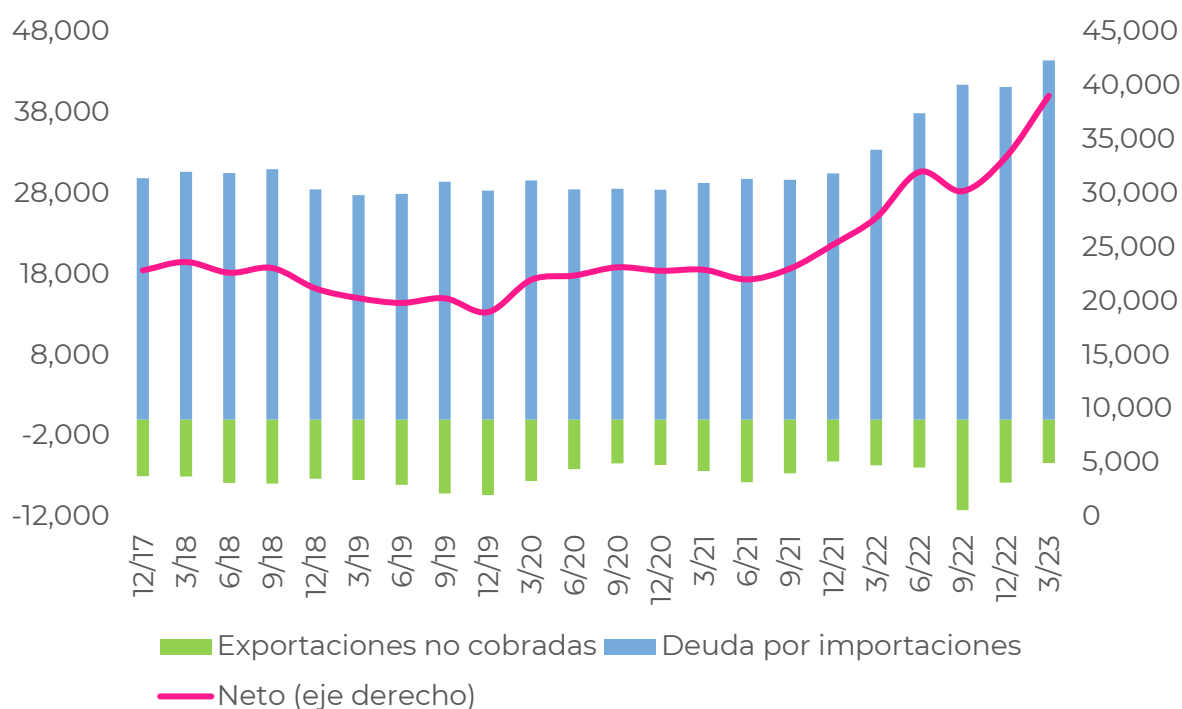
Los cobros anticipados de las exportaciones se identifican principalmente en los meses con vigencia de las distintas ediciones del “dólar soja”, en los que los exportadores adelantaron la declaración de exportaciones que se realizarían en el futuro cercano para aprovechar el tipo de cambio diferencial (diferencia entre exportaciones caja y devengadas). Mientras que, en las importaciones, se observa un subpago de las importaciones casi todos los meses, lo que implica un crecimiento del endeudamiento comercial.

En el gráfico a continuación se ve desde comienzos del 2022 una tendencia hacia el aumento en deuda comercial por importaciones que asciende a USD 44.438 millones (USD +11.042 millones interanual y USD +3.302 millones en comparación al último trimestre). Por el contrario, en cuanto a las deudas por exportaciones, hubo una política de incentivar el cobro de las mismas descendiendo a USD 5.400

(USD -265 millones interanual y USD -2.414 millones en comparación al último trimestre).

Con el dato de julio de 2023 se observa cómo continúa elevándose la postergación de pagos de importaciones, presionando al alza la deuda comercial. Ya que desde abril del 2023 (cuando ya no hay datos de deuda comercial) las importaciones declaradas ascendieron a USD 27.434 millones, mientras que los pagos registrados por el Banco Central fueron por USD 26,285, dejando un estimado de USD 1,149 millones que se tendrían que haber pagado con dólares en el extranjero de las empresas o con endeudamiento.

Obligaciones con el exterior del sector privado. Deuda comercial, deuda de exportaciones y deuda de importaciones. En millones de dólares.



Fuente: BCRA.

Provincias y bono

Entre las medidas anunciadas por Sergio Massa para mitigar los impactos de la devaluación, una de las más destacadas es la suma fija de \$60.000 para las y los trabajadores registrados cuyo sueldo neto sea inferior a los \$400.000 (a cobrarse en dos cuotas de \$30.000 con los salarios de agosto y septiembre). En realidad, se asemeja más a un bono que a una suma fija, dado que no se incorporará como parte integrante del salario, sino que es por única vez.

La medida alcanza tanto a trabajadores del sector público como privado. Sin embargo, dentro del primer grupo, el gobierno nacional solo tiene jurisdicción directa sobre las y los trabajadores del estado nacional, pero no de los estados subnacionales. En las dos semanas transcurridas desde el anuncio, [distintas provincias anunciaron que no pagarán dicho bono](#): Chaco, Córdoba, Catamarca,

Jujuy, Entre Ríos, Misiones, Neuquén, La Pampa, Salta, San Juan, Santa Cruz, Tucumán y Santa Fe, así como la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. El listado llama la atención, dado que se trata de casi el 60% de las provincias del país, gobernadas tanto por Juntos por el Cambio o fuerzas provinciales, como por Unión por la Patria.

El principal argumento esgrimido por los gobernadores es que cada una lleva adelante su propia negociación paritaria y que, con los aumentos salariales ya acordados en el marco de las mismas, los trabajadores ya tendrían incrementos asegurados para defenderse de la aceleración inflacionaria.

No analizaremos aquí la negociación paritaria de cada una de las 24 jurisdicciones del país, aunque corresponde mencionar que este argumento puede tener algo de verdad. Lo cierto es que la paritaria nacional tenía aumentos acordados solamente hasta el mes de agosto. Es decir, en estos primeros días de septiembre los trabajadores cobraron tanto el último tramo de la paritaria (12% de aumento) como el bono de \$30.000, pero el próximo mes, de no mediar un nuevo acuerdo, este bono será en realidad el único aumento para ellos. Puede ocurrir entonces que los trabajadores públicos provinciales reciban aumentos similares, aunque no perciban el bono, por los acuerdos paritarios propios de cada jurisdicción.

El otro argumento esgrimido por las provincias es que no tienen recursos para afrontar el pago del bono. Para ver si esto es cierto, analizaremos brevemente el estado de las cuentas provinciales, con el fin de evaluar su capacidad del pago, tanto en términos de solvencia como de liquidez.

De acuerdo a la información de la Dirección Nacional de Asuntos Provinciales, 13 de las 14 provincias que no pagarán el bono tuvieron un superávit primario en 2022 (la única excepción es La Pampa). Por lo tanto, si bien no contamos con información respecto de la evolución de las cuentas públicas este año, podemos afirmar que partían de una situación de solvencia.

Sí disponemos de los recursos tributarios de origen nacional (RON) que las provincias percibieron hasta agosto inclusive, producto de la coparticipación y otros regímenes. A partir de estos datos, y con la información de los ingresos totales de cada provincia en 2022, estimamos los recursos totales percibidos por cada una de ellas (incluyendo los recursos tributarios provinciales, las transferencias, los ingresos de capital etc).

En la tabla a continuación se presenta el tamaño de la planta de personal de cada provincia (datos de 2021, últimos disponibles) y el costo fiscal que representaría el pago del bono si toda la planta lo percibiera (es decir, se asume que ningún trabajador cobra más de \$400.000 netos, lo que implica cierta sobreestimación del costo fiscal). Luego, se muestra qué porcentaje representa dicho costo fiscal sobre los recursos tributarios de origen nacional ya percibidos entre enero y agosto y sobre los recursos totales estimados. Se puede observar que el costo es relativamente pequeño, para ninguna provincia representaría más del 1,5% de los ingresos totales percibidos en los primeros 8 meses del año.

	Planta	Costo fiscal bono en millones de \$	% de los RON enero-agosto	% de los recursos totales enero-agosto (estimado)
CABA	200.637	\$ 12.038	7,0%	0,7%
CATAMARCA	47.211	\$ 2.833	1,4%	1,0%
CORDOBA	127.462	\$ 7.648	1,1%	0,5%
CHACO	79.376	\$ 4.763	1,3%	0,8%
ENTRE RIOS	90.780	\$ 5.447	1,5%	0,8%
JUJUY	66.377	\$ 3.983	1,9%	1,4%
LA PAMPA	26.570	\$ 1.594	1,1%	0,6%
MISIONES	69.120	\$ 4.147	1,6%	0,8%
NEUQUEN	71.594	\$ 4.296	3,2%	0,6%
SALTA	72.319	\$ 4.339	1,5%	1,0%
SAN JUAN	45.412	\$ 2.725	1,1%	0,8%
SANTA CRUZ	35.665	\$ 2.140	1,8%	0,7%
SANTA FE	140.937	\$ 8.456	1,2%	0,6%
TUCUMAN	93.083	\$ 5.585	1,6%	1,0%

Fuente: DNAP.

Así como las provincias tendrían la solvencia suficiente para afrontar el pago del bono, también contarían con la liquidez necesaria para hacerlo. En efecto, el Banco Central informa los depósitos que tiene cada provincia en el sistema bancario (ya sea en caja de ahorro, cuenta corriente o plazo fijo). Los últimos datos disponibles (jun23) muestran que, si bien la situación aquí es más variopinta, para ninguna de las 14 jurisdicciones el costo fiscal de la medida supera el 25% de sus depósitos y para 7 de ellas representa menos del 10%.

En conclusión, consideramos que el pago del bono está lejos de ser un esfuerzo imposible de afrontar para las provincias que han decidido no pagarlo.