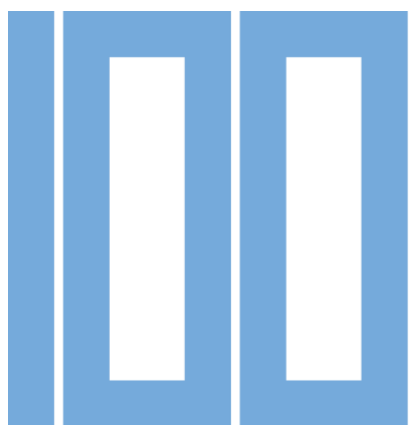




Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

**informe
de coyuntura
mensual n°4**

julio 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 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

Como en los informes anteriores, seguimos atentos a los efectos de la sequía sobre la economía argentina y, en particular, sobre su sector externo. Después de tres meses de cuenta corriente cambiaria deficitaria, los meses de abril y mayo arrojaron un saldo positivo de USD 71 y 776 millones respectivamente. Esto se explica fundamentalmente por la liquidación del grueso de la cosecha mediante el dólar soja III.

Durante la vigencia de esta medida, el BCRA pudo comprar divisas en el Mercado de Cambios, una excepción en lo que va del año. Sin embargo, el saldo comprador del BCRA en el MULC no fue suficiente para compensar los otros factores que explican la variación de reservas, como los pagos a Organismos Internacionales o las intervenciones para contener los dólares financieros.

Si las Reservas continuaron su trayectoria descendente a pesar de la vigencia del dólar soja III, el panorama para los meses venideros no resulta muy alentador. La tendencia en el Mercado de Cambios se invirtió nuevamente: el BCRA llevaba vendidos USD 545 millones al 26 de junio. Además, el 30 de junio, el gobierno pagó al FMI USD 2.700 millones, a lo que deberá sumar USD 1.000 millones a acreedores privados en la primera semana de julio.

La necesidad de una re-discusión del acuerdo con el FMI para alcanzar el cierre del sector externo probablemente explique en parte la decisión del oficialismo de ir a elecciones con una lista de unidad llevando como candidato a quien hoy tiene a cargo la cartera de economía.

Por su parte, la actividad sigue mostrando rasgos de robustez sorprendidos dada la dinámica del sector externo. Es cierto que el EMAE de abril mostró una caída tanto en términos anuales como intermensuales, pero es muy temprano para afirmar que ellos implica un cambio en la tendencia de la actividad económica. Por el momento la caída parece concentrarse fundamentalmente en el sector agropecuario, lo que puede generar una variación negativa del PBI por el peso de este sector sobre el total, pero se trata de un escenario muy distinto a pensar que, por la falta de dólares, la sequía termine afectando al conjunto de la economía.

Otro dato relativamente positivo (dado el contexto general) fue el dato de la inflación: 7,8% mensual, es decir, una reducción de 0,6 puntos porcentuales respecto al mes anterior. Así, la variación interanual llegó al 114,2% y la acumulada para los primeros 5 meses del año, al 42,2%. La categoría de mayor peso, alimentos, aumentó un 6%, un dato significativamente menor al 12,6% del mes pasado. Más allá de este incipiente quiebre en la tendencia, es difícil saber qué sucederá en los próximos meses. Una tasa de inflación del 7% mensual sigue siendo muy alta y peligrosa, porque implica una dinámica general inestable.

Seguimos sosteniendo que la inflación ha tomado una dinámica propia. El nivel de indexación de nuestra economía lleva a que un escenario “bueno” signifique lograr frenar aumentos defensivos (principalmente aliviando tensiones externas), pero no

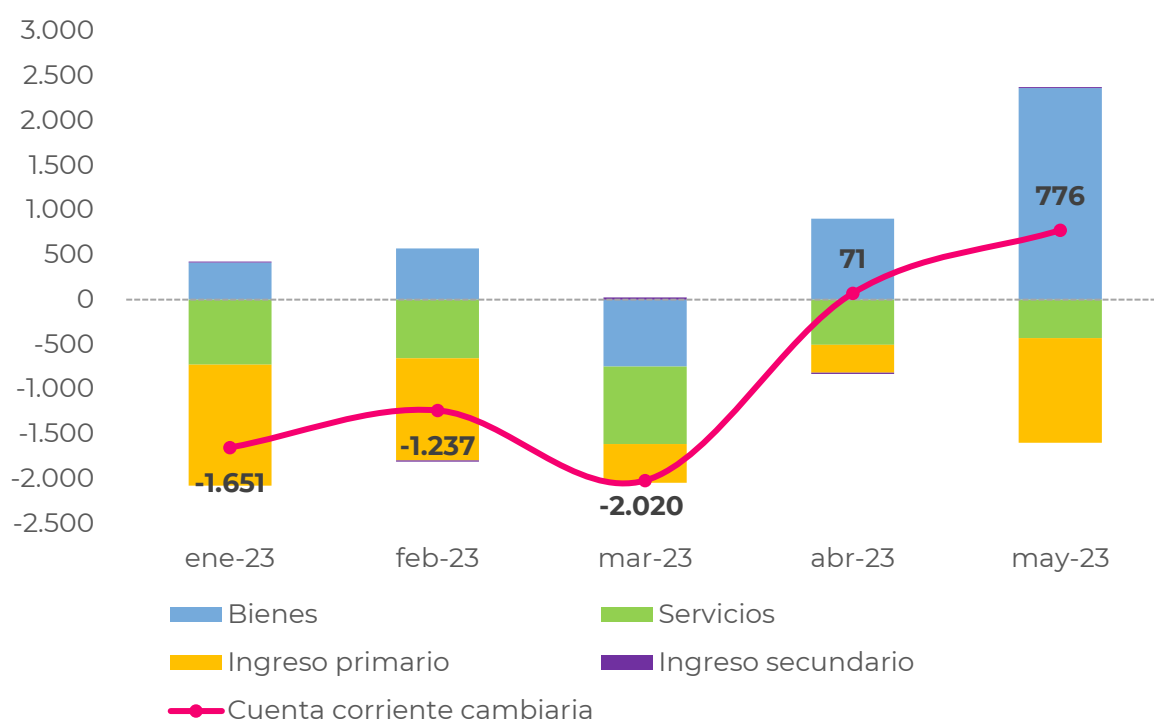
bajar sustantivamente el nivel de nominalidad en el corto plazo. La integralidad que requiere un plan desinflacionario duradero, atacando a todas las variables a la vez (tarifas públicas, tasa de interés, paritarias, tipo de cambio, renegociación con FMI, etc) probablemente sea factible en un escenario post electoral. Eso no quita que todas estas variables no deban ser gestionadas con precisión quirúrgica en la actualidad para que, aún con una nominalidad elevada, no entremos en un nuevo ciclo aceleracionista.

1. Sector externo

• Cuenta corriente abril e intercambio comercial de mayo

Después de tres meses de cuenta corriente cambiaria deficitaria (mayor egreso de divisas que ingresos), cuya causa principal fue la sequía, los meses de abril y mayo arrojaron un saldo positivo de USD 71 y 776 millones respectivamente. Esto se explica fundamentalmente por la liquidación del grueso de la cosecha mediante el dólar agro. Los cobros de exportaciones promedio entre enero y marzo alcanzaron la cifra de USD 4.758 millones, mientras que en abril y mayo sumaron USD 6.299 y 8.246 millones respectivamente.

Gráfico 1: cuenta corriente cambiaria. Enero a mayo de 2023. En millones de USD.



Fuente: BCRA.

Al igual que en las ediciones anteriores de dólar soja de septiembre y diciembre, la balanza comercial cambiaria de mayo arrojó un resultado más superavitario que la balanza comercial del balance de pagos. Es decir, el saldo de aduana (diferencia entre los bienes que efectivamente entraron y salieron) fue menor al saldo del BCRA (diferencia entre los dólares que entraron y salieron por pagos o cobros de importaciones y exportaciones).

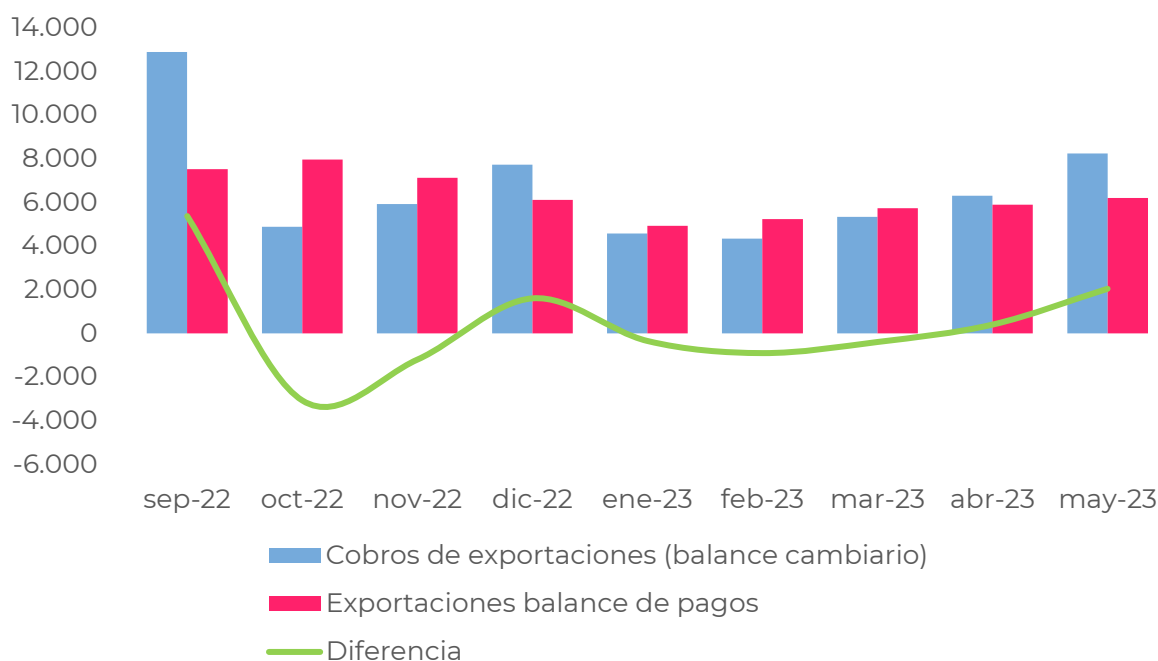
Las exportaciones del ICA en mayo alcanzaron los USD 6.203 millones, al tiempo que las importaciones sumaron USD 7.359 millones, arrojando un saldo comercial negativo por USD -1.156 millones, el mayor déficit registrado desde mayo de 2018.

En el gráfico 2 se observa de manera más clara el impacto del precio del dólar en el balance cambiario. Durante el período en el que existe el incentivo del dólar soja, los cobros por exportaciones tienden a aumentar, ya que los beneficiarios cobran

por anticipado la venta de la soja que entregarán en los meses siguientes. Esto explica la discrepancia entre un saldo comercial cambiario superavitario, pero también nos induce a esperar una disminución en los cobros de exportaciones en los próximos meses.

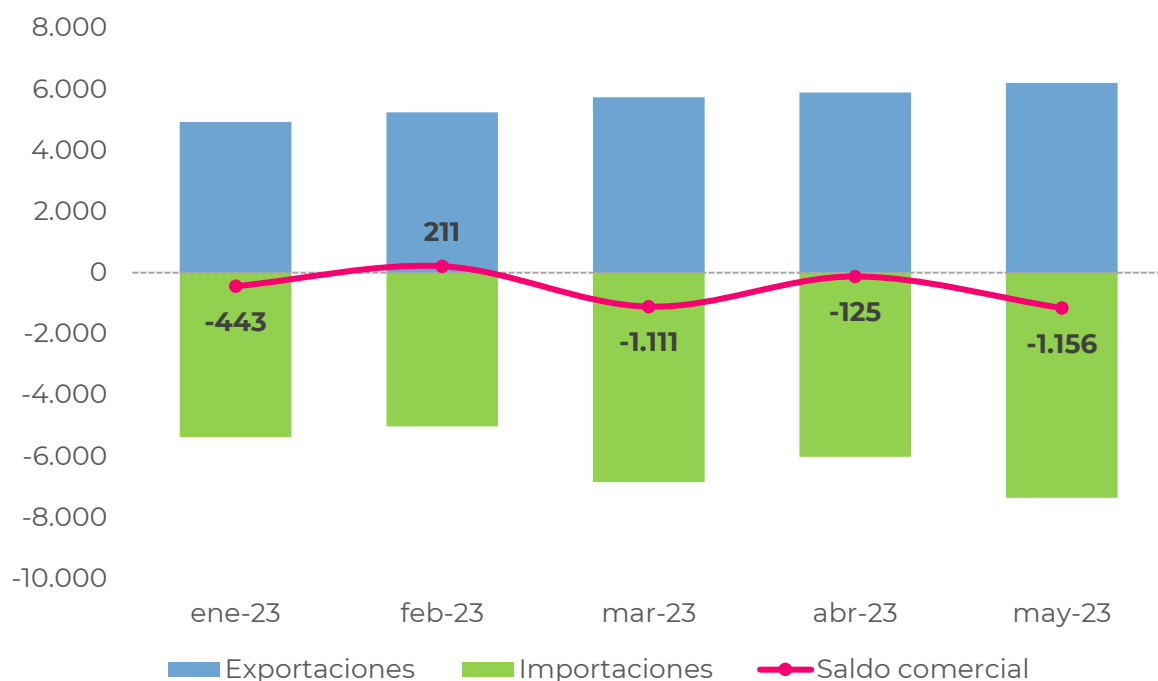
Gráfico 2: Cobros de exportaciones (balance cambiario) y exportaciones (ICA).

En millones de USD.



Fuente: BCRA e INDEC.

Gráfico 3: exportaciones, importaciones y saldo comercial. Enero a mayo de 2023. En millones de USD.



Fuente: INDEC.

En la tabla 1 desplegamos a las exportaciones e importaciones por rubro y uso respectivamente y calculamos sus variaciones interanuales y su incidencia en la variación total. Lo primero que salta a la vista es que el deterioro del saldo comercial se debe fundamentalmente a las exportaciones —cuya merma fue del 24,85%— ya que las importaciones cayeron con respecto al valor que habían alcanzado un año atrás. En segundo lugar, se destaca que casi el 90% de la caída del valor exportado se explica por productos primarios y manufacturas de origen agropecuario. Ambos puntos vuelven a confirmar el fuerte impacto de la sequía, que se está haciendo notar mes a mes en la evolución de las exportaciones.

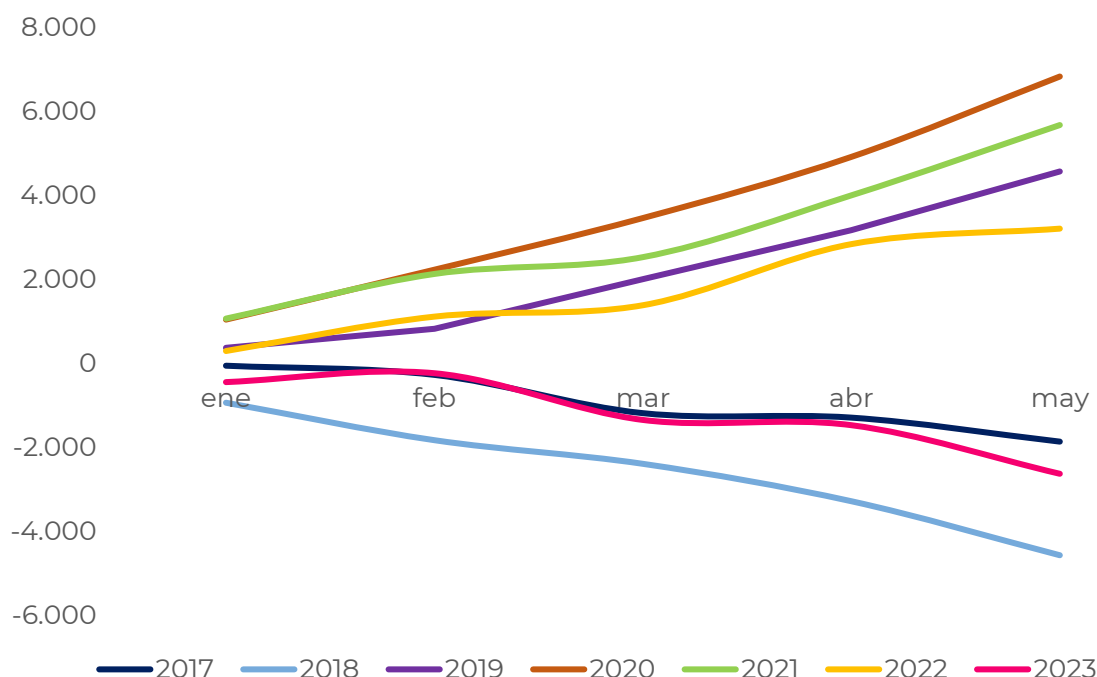
Tabla 1: exportaciones por rubro e importaciones por uso (mayo de 2023 contra mayo de 2022).

Agregado	may-23	may-22	Variación	Incidencia en la variación
1) Exportaciones	6.203	8.254	-24,85%	1
Productos primarios	1.329	2.115	-37,16%	38,3%
MOA	2.588	3.646	-29,02%	51,6%
MOI	1.755	1.930	-9,07%	8,5%
Combustibles y energía	531	562	-5,52%	1,5%
2) Importaciones	7.357	7.886	-6,71%	1
Bienes de capital	1.108	1.043	6,23%	-12,3%
Bienes intermedios	2.784	2.874	-3,13%	17,0%
Combustibles y lubricantes	992	1.616	-38,61%	118,0%
Piezas y accesorios	1.474	1.392	5,89%	-15,5%
Bienes de consumo	709	725	-2,21%	3,0%
Vehículos	252	171	47,37%	-15,3%
Resto	40	63	-36,51%	4,3%

Fuente: INDEC.

El impacto de la sequía se evidencia claramente en el gráfico 4, donde se presenta el saldo comercial acumulado durante los primeros cinco meses del año, para los últimos 7 años. Durante estos cinco meses, se registra un déficit comercial de USD -2.691 millones, siendo este el segundo más alto después del alcanzado en 2018, cuando también se experimentó una sequía que afectó negativamente la cosecha, generando un déficit de USD -4.562 millones. En comparación, el mismo período de 2017 presentó un saldo negativo de USD -1.859 millones, similar al déficit observado este año. En los demás años analizados (2019, 2020, 2021 y 2022), se registraron saldos comerciales positivos.

Gráfico 4: saldo comercial acumulado en los cinco primeros meses del año (2017-2023). En millones de USD.



Fuente: INDEC.

• Finalización del dólar agro y dinámica de reservas

Si bien la caída de las exportaciones respecto de 2022 es fundamentalmente consecuencia de la sequía, también puede haber cierta retención de cosecha por parte de los exportadores. Esta conducta se debe no solo a la elevada brecha cambiaria y las expectativas de depreciación del tipo de cambio asociadas al año electoral, sino también a un precio internacional de la soja algo más bajo que los máximos que llegó a alcanzar el año pasado. Los exportadores esperan cobrar más por la soja en el futuro, ya sea por aumento del precio internacional como por una devaluación del peso.

En ese sentido, en los informes anteriores hemos analizado la adopción del llamado “Dólar Soja 3” como una medida que buscaba incentivar las liquidaciones del sector, al reconocer un tipo de cambio de \$300 para los exportadores, marcadamente superior al tipo de cambio oficial que durante la medida cotizó entre los \$220 y los \$250.

El 31 de mayo finalizó el período en el que el Banco Central reconoció este tipo de cambio diferencial para la soja y sus derivados, que había comenzado a regir el 12 de abril. Si bien continúa hasta fines de agosto para las economías regionales, estas no representan un porcentaje elevado de las exportaciones totales (con una liquidación diaria promedio de 15 millones de dólares), por lo que ya podemos hacer un balance de la efectividad de la medida.

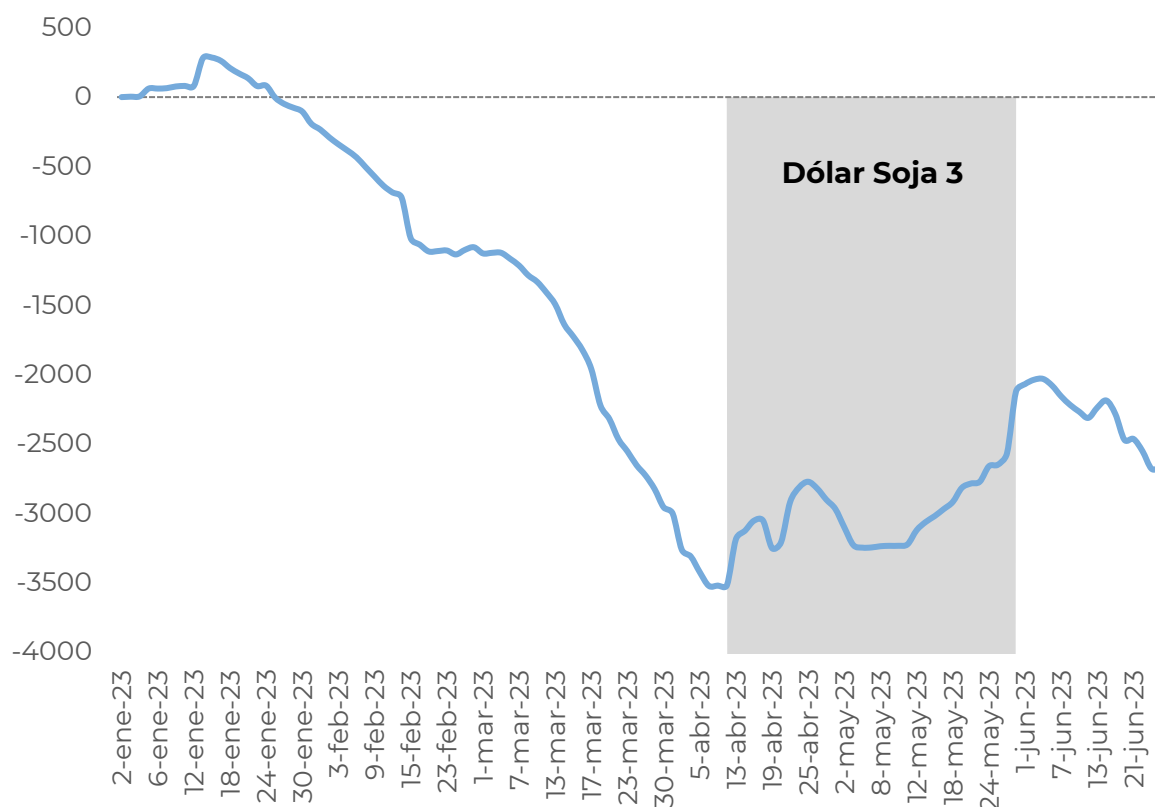
A continuación, el gráfico 5, muestra el resultado acumulado en el año del MULC (Mercado Único y Libre de Cambios), donde se ve que el saldo acumulado por el

BCRA es negativo en más de USD 2.600 millones, es decir, el BCRA tuvo que vender reservas para defender el nivel del tipo de cambio oficial, dado que la demanda de dólares del conjunto de la economía superó a su oferta. Los días en los que el resultado deficitario se reduce son aquellos en los que el BCRA pudo comprar dólares.

El arranque del año había sido complicado para el BCRA, con un resultado deficitario en enero, febrero y especialmente en marzo: en ese período, acumuló ventas por USD 3.500 millones. Con la implementación del dólar soja, el Banco Central logró contrarrestar parte de la sangría. Si bien el período no estuvo exento de días en los que el BCRA vendió dólares (como el día que se disparó la corrida cambiaria a fines de abril), la tendencia fue claramente positiva.

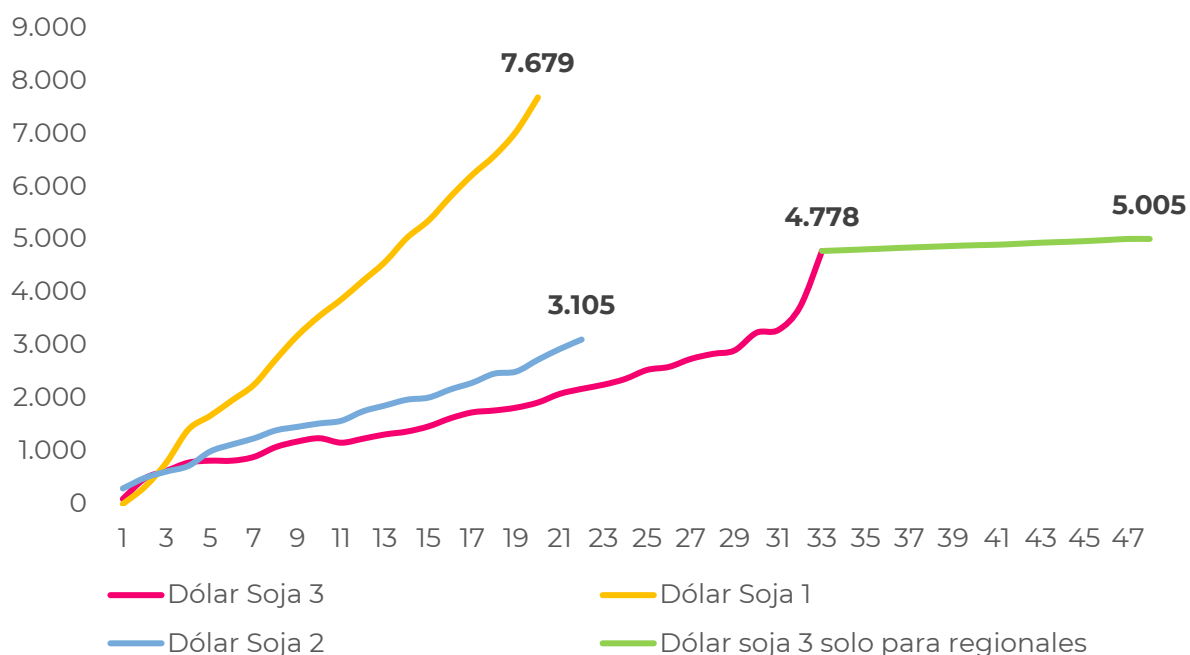
El programa terminó con una liquidación cercana a los USD 5.000 millones (más de USD 1.000 millones se liquidaron el último día de vigencia), de los cuales el BCRA pudo acumular en torno a USD 1.480 millones.

Gráfico 5: saldo acumulado del MULC en 2023.



Fuente: BCRA.

Gráfico 6: liquidación acumulada comparada entre cada edición del dólar soja.



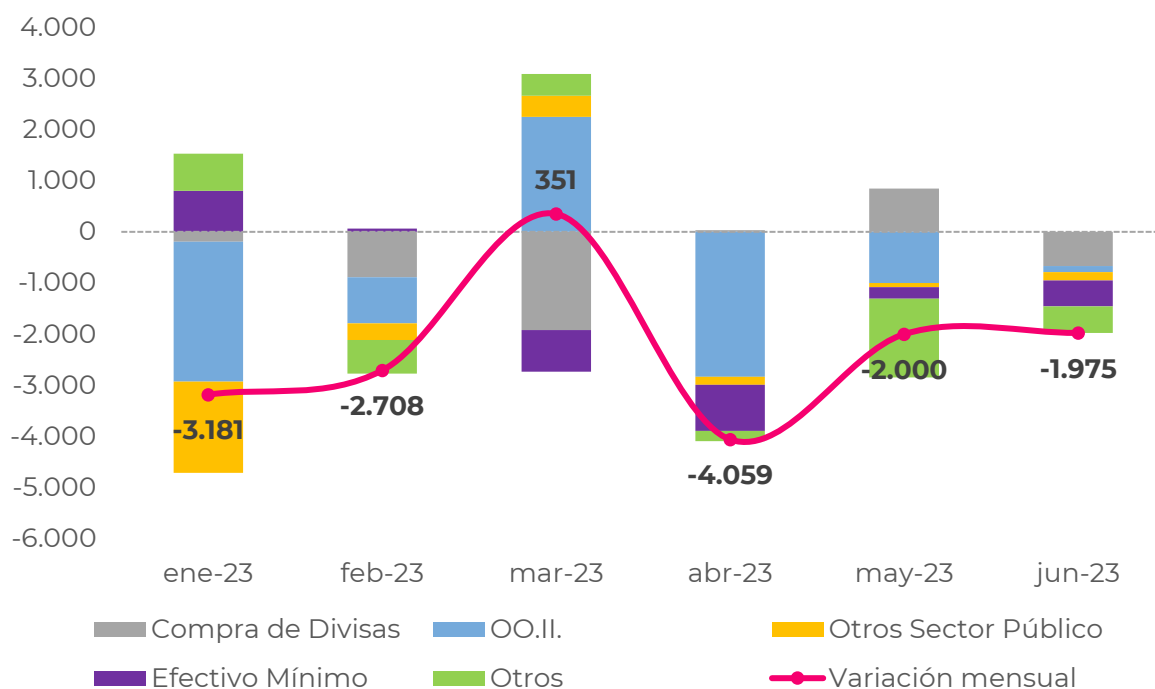
Fuente: MAE, BCRA y BCR.

A pesar del buen desempeño del BCRA en el MULC durante la vigencia de este incentivo, las Reservas Internacionales cayeron. Es decir, el saldo comprador del BCRA en el MULC, una excepción en lo que va del año, no fue suficiente para compensar los otros factores que explican la variación de reservas, como Organismos Internacionales o salidas de depósitos. A pesar del saldo positivo en el MULC —o “compra de divisas” en el gráfico 6—, las Reservas brutas cayeron en USD 4.059 millones en abril, USD 2.000 millones en mayo y USD 1.847 millones entre el 1 y 26 de junio.

En el mismo período en el que el BCRA compró USD 1.483 millones en el MULC gracias al dólar soja 3, debió pagar USD 2.521 netos a Organismos Internacionales. Además, el retiro de depósitos bancarios en dólares por parte de los ahorristas provocó una caída del Efectivo Mínimo (encajes) de USD 1.195 millones y el factor “Otros”, que contiene la intervención del BCRA para contener el tipo de cambio paralelo (compra de AL30 y GD30 con reservas), sumado a las variaciones en las cotizaciones del yuan y el oro, explicó una salida adicional de USD 1.736 millones. El resultado final fue una caída de más de USD 4.000 millones.

Si las Reservas continuaron su trayectoria descendente a pesar de la vigencia del “Dólar Soja”, el panorama para los meses venideros no resulta muy alentador. La tendencia en el Mercado de Cambios se invirtió nuevamente, el BCRA llevaba vendidos USD 545 millones al 26 de junio. Además, el 30 de junio, el gobierno pagó al FMI USD 2.700 millones, a lo que deberá sumar USD 1.000 millones a acreedores privados en la primera semana de julio. Mientras tanto, continúan las intervenciones del BCRA en los dólares financieros. El retiro de depósitos, por su parte, se ha morigerado en mayo y junio (aunque no se detuvo por completo).

Gráfico 7: variación mensual de las reservas brutas por factor de variación
(hasta el 27 de junio).



Fuente: BCRA.

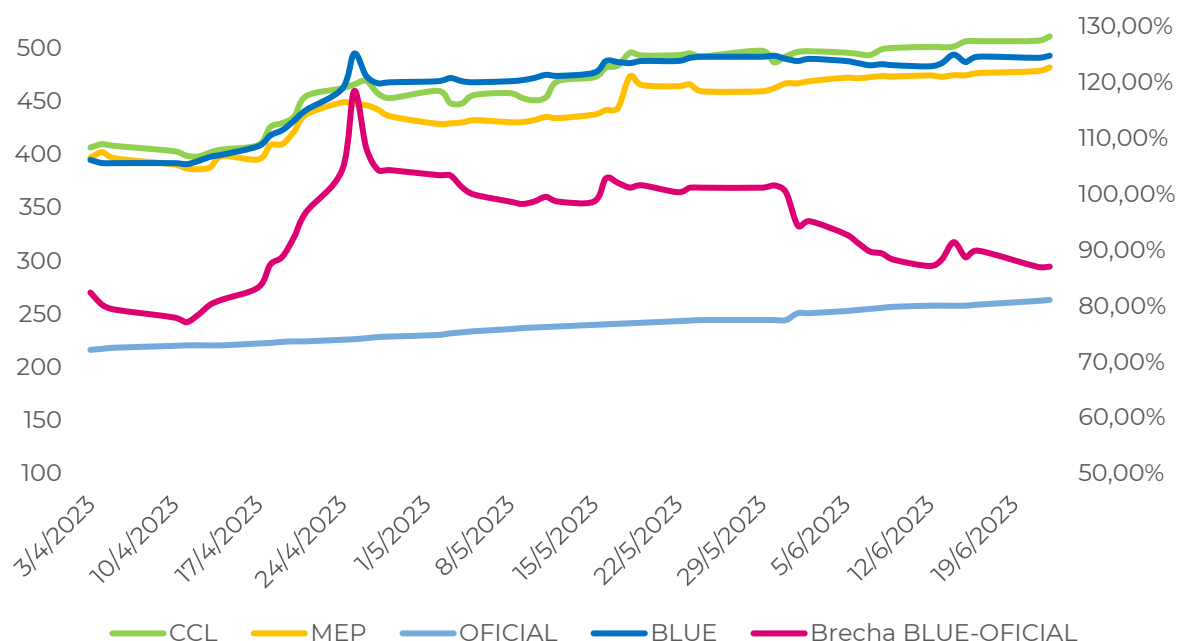
La estacionalidad de las exportaciones, sumada a la mayor incertidumbre de un proceso electoral, representan un serio desafío para la gestión económica en materia cambiaria. Según estimaciones del mercado, quedarían todavía 10 millones de toneladas de soja por liquidar. Se trata de unos USD 5.000 adicionales. No se puede descartar un nuevo “dólar soja” en el futuro para incentivar su liquidación, pero estará lejos de los más de USD 10.000 millones que se liquidaron el año pasado entre el dólar soja 1 y el dólar soja 2.

La necesidad de una re-discusión del acuerdo con el FMI para alcanzar el cierre del sector externo probablemente explique en parte la decisión del oficialismo de ir a elecciones con una lista de unidad llevando como candidato a quien hoy tiene a cargo la cartera de economía.

• Calma en los dólares financieros

A pesar de la complicada dinámica de las reservas, los dólares paralelos se mantuvieron relativamente estables después de la corrida de finales de abril. Esta calma se debe en buena parte a las medidas implementadas, que repasaremos a continuación. Además, el uso de los yuanes del swap para importar y la caída en el dato de inflación del último mes también colaboran para mantener la estabilidad cambiaria. De hecho, durante el último mes los bonos argentinos en dólares (bonares y globales) tuvieron un buen desempeño.

Gráfico 8: evolución de las cotizaciones del dólar oficial y paralelos. Abril 2023 en adelante.

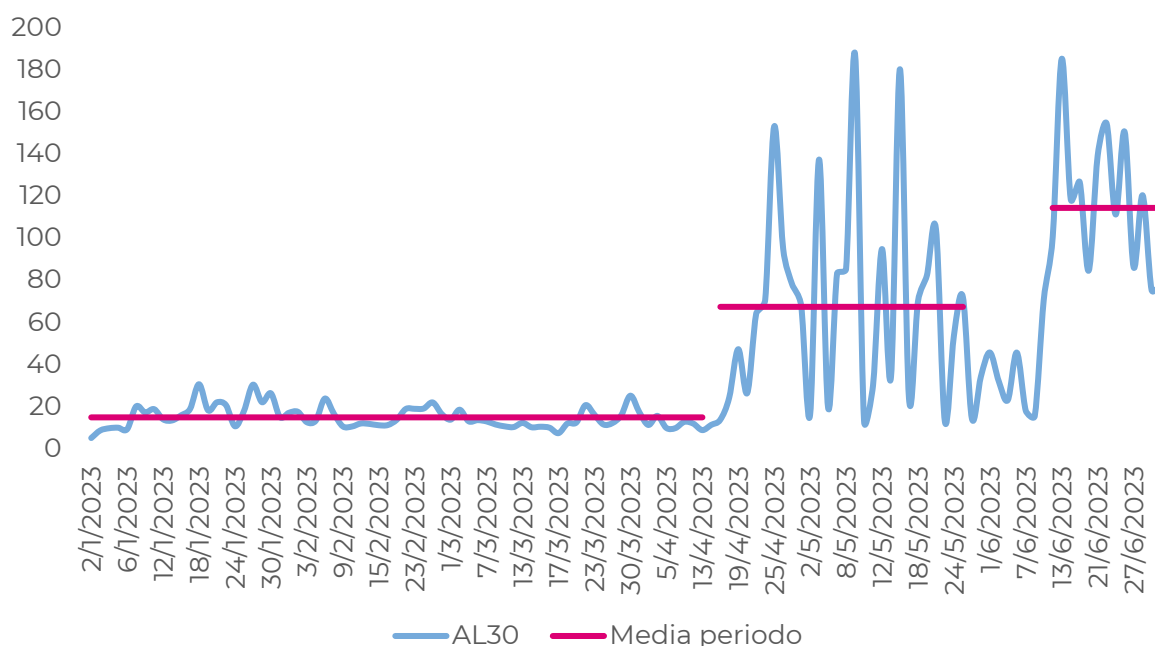


Fuente: RAVA y Ámbito Financiero.

Algunas de las medidas adoptadas por el gobierno para contener la corrida fueron comentadas en el informe de coyuntura anterior, pero, dos meses después del episodio, podemos hacer un balance más completo de las mismas.

En primer lugar, el Banco Central potenció su intervención en los dólares financieros operando grandes volúmenes diarios de Bonares 30 (AL30). La intervención llevó a los volúmenes operados por día de un promedio de USD 15 millones a un promedio de USD 67 millones, como se puede ver en el gráfico a continuación. Cabe aclarar que en la segunda semana de junio comenzó a verse una nueva tendencia de aumento del volumen, llevando al promedio diario a USD 114 millones, pero que no creemos que esté asociado a intervenciones del BCRA. Por el contrario, se da en un contexto de aumento en los volúmenes operados de todos los instrumentos financieros argentinos, probablemente vinculado a las novedades en torno a los cierres de listas y a expectativas de una victoria electoral de candidatos más “amigables” con el mercado.

Gráfico 9: volumen diario operado de AL30. En millones de USD.



Fuente: RAVA ALyC.

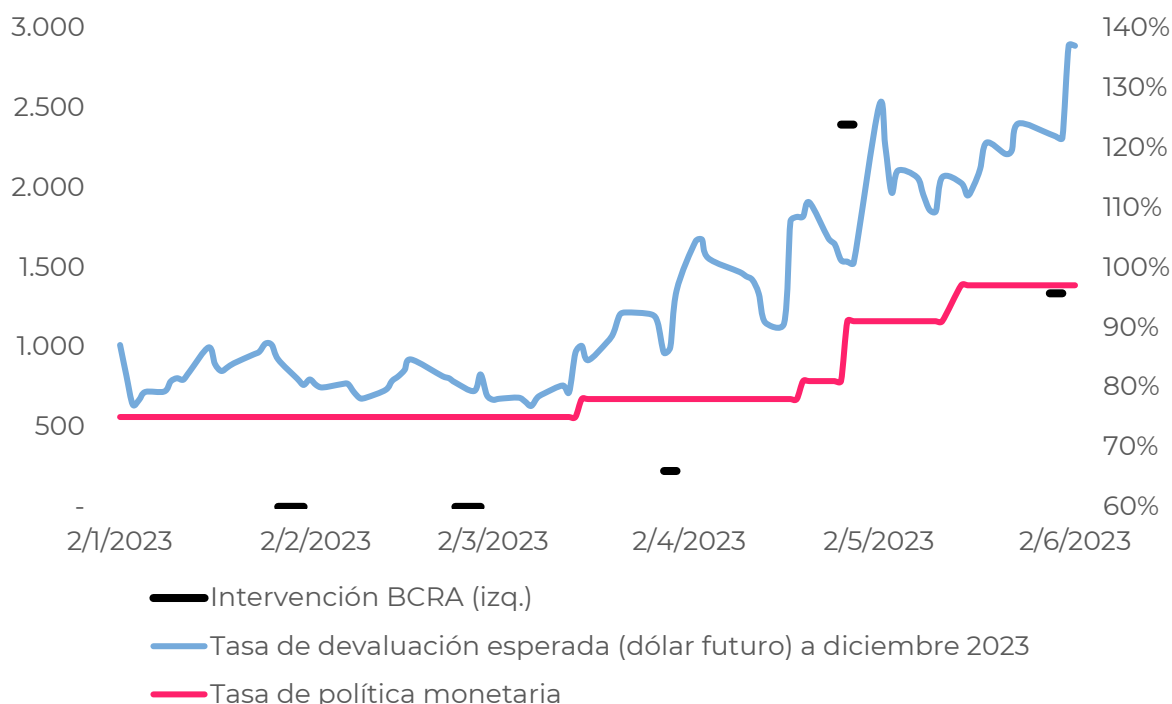
En segundo lugar, hubo un aumento de la tasa de interés de plazo fijo del 75% al 97%, con el objetivo de desincentivar la compra de dólares en favor del ahorro en pesos. La contracara de esta medida es que los Bancos, a su vez, colocan esos pesos de los plazos fijos en instrumentos que les ofrece el BCRA (Leliqs y Pases). En efecto, el Banco Central aceleró el ritmo de absorción de pesos y pasó de esterilizar (absorber) una cantidad de pesos equivalente a USD 12.391 millones durante los primeros 105 días del año —hasta antes de la corrida—, a esterilizar una cantidad de pesos equivalente a USD 11.453 millones los 58 días subsiguientes. Esto genera un aumento del stock de pasivos remunerados del Banco Central, lo que podría generar aún más presión sobre el dólar en el futuro.

En tercer lugar, el Banco Central aceleró el ritmo diario de la devaluación diario, aunque también le dio mayor volatilidad (la devaluación diaria oscila bastante entre un día y otro).

Por último, el BCRA volvió a vender contratos de dólar futuro. Estos consisten en contratos de compromiso del pago de dólares a una cotización preestablecida. Es un instrumento que le permite al Central mostrar que está comprometido con sostener el nivel del tipo de cambio: si hubiera una devaluación, el BCRA debe pagar (en pesos) la diferencia entre la cotización del dólar establecida en el contrato y la cotización efectiva. A diferencia de lo que había ocurrido a partir de septiembre de 2022, cuando comenzó a reducirse la posición del BCRA en futuros hasta llegar a cero en febrero, a fines de abril el BCRA alcanzó los U\$S 2.400 millones a futuro vendidos. La reciente estabilidad le permitió al Banco Central reducir la exposición a U\$S 1.338 millones de futuros vendidos al cierre de mayo. Este tipo de intervenciones permiten brindar mayor estabilidad en la

expectativa de precios, los presupuestos de las empresas productoras y las tasas de interés futuras.

Gráfico 10: Intervención del Banco Central en el dólar futuro a diciembre de 2023, tasa de devaluación esperada a diciembre y tasa de política monetaria.



Fuente: MATBA-ROFEX Data Center – BCRA.

Ante la relativa calma en las cotizaciones paralelas de la divisa estadounidense, el sostenimiento del ritmo devaluatorio en el tipo de cambio oficial permitió que se consolide una disminución de la brecha cambiaria en las últimas semanas, pasando de alcanzar casi el 120% a fines de abril, a estabilizarse en torno al 90%. En mayo y junio el blue acumuló una variación del 5,3% mientras que para el oficial fue del 15,1%.

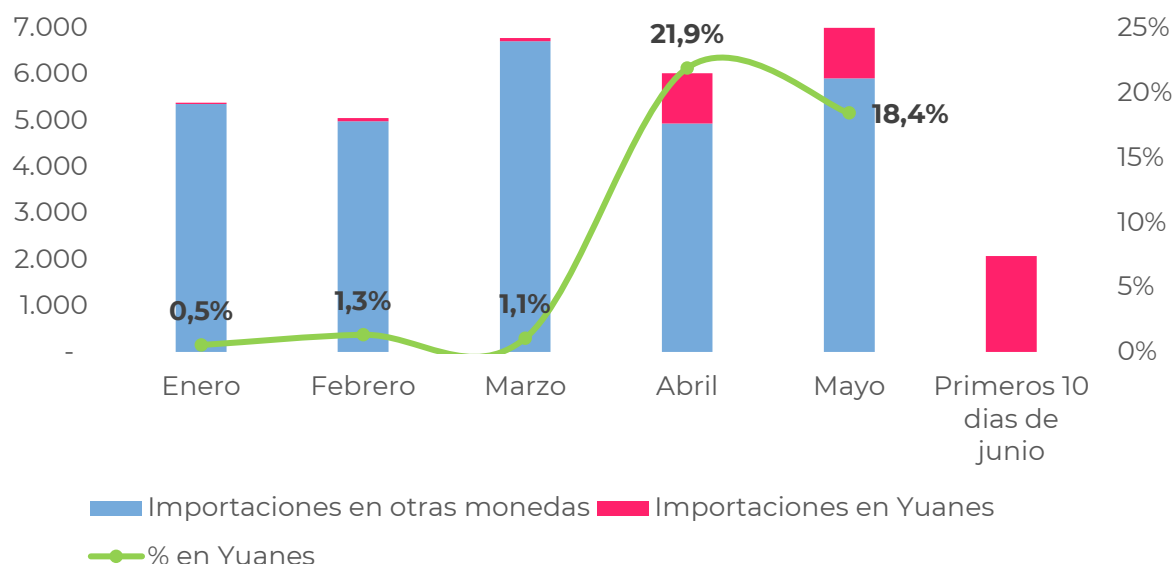
• El cierre del sector externo

Recapitulando, se logró una relativa estabilidad de los dólares paralelos que ya lleva dos meses, pero la dinámica de las reservas sigue siendo preocupante y el panorama para los próximos meses es complejo. En el informe de abril, nos preguntamos cuáles eran las alternativas para que “cierre” el sector externo, dada la caída de las exportaciones producto de la sequía estimada en más de USD 20.000 millones, y concluimos que no parecía posible conseguir ese cierre sin algún tipo de financiamiento externo.

En este sentido, el gobierno negoció con China una ampliación del Swap en yuanes. Como ya expusimos en informes previos, el Swap es un intercambio de monedas, que permite reforzar nuestro stock de reservas brutas. En principio, no es de libre disponibilidad, es decir, el BCRA no lo puede usar sin autorización de su par chino. Pero, a principios de mes el equipo económico estuvo en China y habría conseguido la posibilidad de activar hasta U\$S 10.000 millones del Swap

principalmente para el pago de importaciones provenientes de dicho país (e incluso, según trascendidos, se podrían utilizar U\$S 5.000 millones para intervenir en el mercado de cambios). En los últimos meses se observa un incremento de las importaciones autorizadas en yuanes.

Gráfico 11: evolución de las importaciones en yuanes. En millones de USD (izq.) y cómo % del total (der.).



Fuente: MAE.

Además, para profundizar el uso del yuan como moneda, el gobierno reactivó los contratos de Futuros de yuanes dando cobertura a los exportadores e importadores, y habilitó las operaciones en el mercado con yuanes, dando lugar a la existencia de lo que podría definirse como un yuan MEP, y una eventual emisión de deuda privada o pública nominada en dicha moneda.

La libre disponibilidad parte del Swap mejora la liquidez del BCRA, es decir, su capacidad de afrontar la demanda de divisas (no todas las reservas son líquidas, y el Swap no lo era antes de esta autorización del gobierno chino). La utilización del Swap implica un endeudamiento con China, cuyas condiciones (tasa de interés y plazo de devolución) se desconocen. No detiene la caída de las reservas (ni de las brutas ni de las netas), pero sí permite sostener (o reducir menos) el nivel de importaciones.

Además, en una decisión que sin dudas implica una profundización en el uso del Swap para el pago de obligaciones externas, este viernes el Gobierno pagó con yuanes parte de los USD 2.700 millones que vencían en junio con el FMI (el resto se pagó con los DEGs que tenía el BCRA). Resta ver qué ocurre con la re-discusión del acuerdo con el fondo. En los próximos días, el Fondo debería aprobar la revisión de las metas del primer trimestre (para lo que debiera otorgar “waivers”, dado que se incumplieron la meta fiscal y la de reservas), lo que habilitaría el próximo desembolso. El gobierno le habría pedido al organismo los adelantos de los

desembolsos que restan para todo el año, pero todavía no se sabe mucho respecto del curso de las negociaciones.

2. Sector público

El déficit fiscal continúa aumentando: en el mes de mayo alcanzó los \$247.651 millones, acumulando \$1.268.952 millones, un exceso de casi \$90.000 millones respecto a la meta del FMI del segundo trimestre, con todo el mes de junio por delante. Sin embargo, como ya hemos mencionado en reiteradas ocasiones, el acuerdo con el Fondo se está rediscutiendo, o al menos eso trascendió, por lo que no tiene tanto sentido seguir analizando la cuestión fiscal con la perspectiva de las metas. De todas formas, como también hemos comentado, sí es un aspecto relevante en tanto producto de la alta inflación y fuerte escasez de dólares, un exceso de oferta de pesos alimenta la demanda de dólares y, en consecuencia, las presiones devaluatorias.

La principal explicación del aumento del déficit es la sequía, cuyos efectos siguen presentes: los derechos de exportación —las retenciones— cayeron en todos los meses. La caída acumulada a mayo es de casi un 65% respecto al mismo período de 2022, medida en términos reales.

Otros factores relevantes que explican la caída de los ingresos son: la pérdida de recaudación de ganancias, con una caída del 12% interanual en mayo y del 6% acumulada desde enero; y la caída de las rentas de la propiedad, que en los primeros cinco meses del año se redujeron casi a la mitad en términos reales.

En cambio, la recaudación por IVA creció en términos reales e impidió un mayor deterioro de los ingresos tributarios: aumentó casi un 15% interanual en el mes de mayo y poco más de 4% en lo que va del año. Este buen desempeño es consecuencia de que la actividad y el consumo crecieron en los primeros meses del año, a pesar del contexto macroeconómico, y permite pensar que en abril y mayo podría haber continuado esa tendencia (todavía no están los datos del EMAE). En el mismo sentido, el buen desempeño de los aportes y contribuciones, que crecieron en un 2% interanual en mayo y se mantuvieron estables en los primeros cinco meses del 2023, es producto del aumento del empleo registrado y de que las paritarias muestran bastante efectividad para defender el nivel de salario real.

Ante la caída de los ingresos por retenciones, la principal herramienta utilizada para tratar de morigerar el déficit es dejar que la inflación licúe los gastos, además de la reducción de los subsidios energéticos. Sin embargo, esto no ha sido suficiente para evitar un aumento del rojo fiscal: la caída de los ingresos siempre fue mayor a la de los gastos, tendencia que se interrumpió por primera vez en el mes de mayo. Mientras que los primeros cayeron en un 4,4% respecto al mismo mes del año anterior, los últimos lo hicieron en un 7,5%.

Tabla 2: Gastos, ingresos y resultado primario del Sector Público Nacional.
Variación mayo 22/mayo 23 y variación acumulada enero-mayo 22/enero-mayo 23.
A precios de mayo 2023.

	var. % mayo 23 / mayo 22	var % enero-mayo 23 / enero-mayo 22
Ingresos totales	-4,4%	-11,2%
Tributarios	-4,7%	-9,5%
IVA neto de reintegros	14,8%	4,2%
Ganancias	-12,1%	-6,1%
Seguridad social	2,2%	0,5%
Debitos y creditos	12,4%	1,2%
Bienes personales	67,3%	7,8%
Impuestos internos	-18,1%	-1,9%
Derechos de exportacion	-45,4%	-63,6%
Derechos de importacion	-2,1%	-19,3%
Resto Impositivos	-23,0%	-22,0%
Resto	-2,1%	-23,1%
Gastos totales	-7,5%	-8,1%
Gastos corrientes primarios	-10,5%	-10,4%
Prestaciones sociales	-19,5%	-8,6%
Subsidios economicos	14,1%	-22,3%
Energia	25,8%	-22,6%
Transporte	-23,1%	-27,5%
Salarios y otros	5,3%	-2,1%
Transferencias a provincias	-29,4%	-26,5%
Resto	-1,7%	-10,9%
Gastos de capital	36,5%	25,3%
Energia	451,5%	501,7%
Transporte	-1,9%	-18,4%
Educacion	13,9%	-26,3%
Vivienda	-17,1%	43,9%
Agua potable y alcantarillado	-19,8%	-15,2%
Resto	44,6%	15,3%
Intereses Netos	123,6%	37,4%
Resultado primario	-28,8%	43,6%

Fuente: Ministerio de Economía.

Los únicos conceptos relevantes del gasto que se incrementaron de forma sostenida fueron los gastos de capital, que se incrementaron en un 36% interanual

en mayo y en un 25% acumulado entre enero y mayo, y el pago de intereses, que se incrementó en un 123% y un 37% respectivamente (siempre medido en términos reales).

La herramienta fundamental para financiar este déficit son las licitaciones de instrumentos de deuda en pesos que realiza el tesoro. En ese sentido, los principales aportes han sido del propio sector público y de los bancos. Estos últimos han incrementado su participación significativamente durante los meses de mayo y junio, rompiendo con la tendencia a la baja participación del sector privado que habíamos notado en el informe anterior.

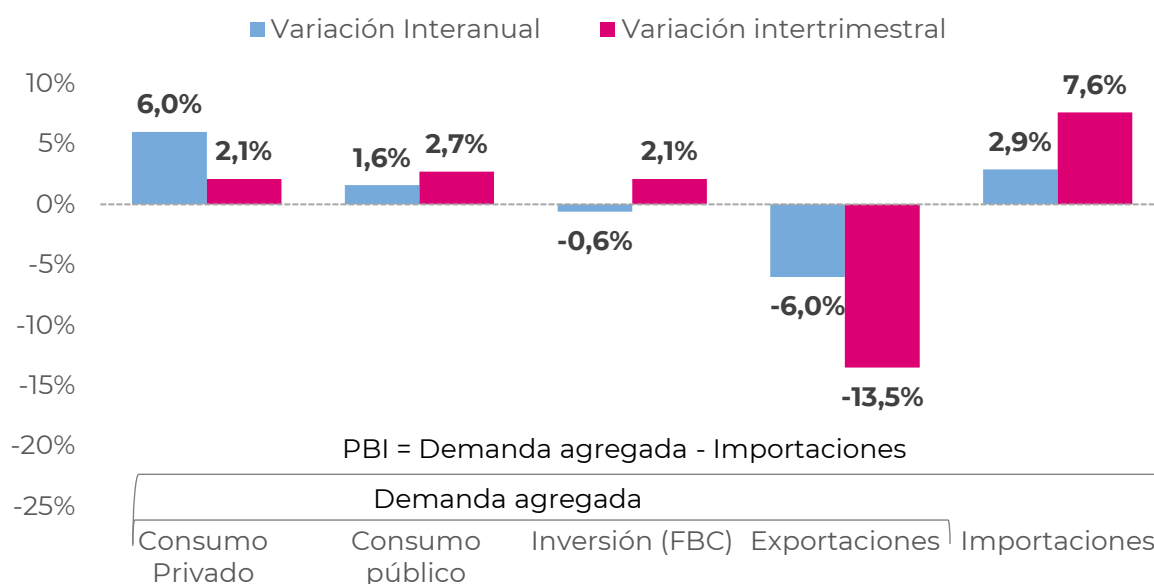
Por otra parte, se vienen realizando canjes de la deuda en pesos: se ofrece a los acreedores cambiar los instrumentos próximos a vencer por títulos de mayor plazo. El grado de aceptación viene siendo bastante alto: en el último, realizado a principios de mes, se pospusieron vencimientos por más de \$7 billones. Si bien se explica fundamentalmente por el aporte de organismos del sector público, también los bancos jugaron un papel importante. Esto disipa parcialmente el cronograma de vencimientos de los próximos meses.

3. Actividad

El jueves 22 de junio INDEC publicó el informe de avance en el nivel de actividad para el primer trimestre de 2023, la cual constituye la primera medición para este agregado afectado por los datos de la sequía. Los datos arrojan una suba del 1,3% respecto al primer trimestre de 2022, y un crecimiento del 0,7% respecto al último trimestre del mismo año. Si bien el dato positivo lo conocíamos de antemano (por la evolución del EMAE en los primeros meses del año), en este contexto de aceleración inflacionaria, incertidumbre, sequía (y consecuente caída en la agroindustria), el crecimiento del producto no deja de ser contraintuitivo.

Por otro lado, este informe trimestral brinda nuevas pistas sobre los posibles determinantes de este no despreciable incremento que experimentó el nivel de actividad. A diferencia de lo reportado en el EMAE, este informe presenta la variación del producto medido desde el lado del gasto, además de registrar la evolución de la actividad de cada uno de los sectores de la economía.

Gráfico 12: variación del PBI medido desde el lado del gasto. 1ºT 2023.



Fuente: INDEC.

De los datos publicados se desprende que el consumo en general, pero fundamentalmente el privado, es el principal componente que explica el incremento interanual del PBI, mientras que la inversión disminuye levemente y el nivel de exportaciones presenta una contracción significativa.

Dado que una parte importante de la teoría macroeconómica asocia a las variaciones positivas del consumo con una distribución del ingreso más favorable a los sectores con menores recursos (por su mayor propensión marginal al consumo), llama la atención el incremento de este componente del gasto en una coyuntura atravesada por la aceleración inflacionaria, fenómeno regresivo que afecta especialmente el nivel de ingresos de los sectores asalariados no registrados, que tienen menos mecanismos para defenderse. En efecto, el informe sobre la evolución de la distribución personal del ingreso (EPH), publicado por INDEC la semana pasada, muestra que el Coeficiente de Gini aumentó. Se ubicó en 0,446, cuando había sido de 0,430 un año atrás y de 0,413 en el cuarto trimestre de 2022.

No obstante, también es factible que el incremento del empleo haya actuado como factor explicativo del incremento del consumo, compensando los efectos negativos de la inflación sobre el poder de compra de los salarios. No en detrimento de esto, en este informe intentaremos abordar dos elementos que, a nuestro juicio, también podrían ser relevantes a la hora de fundamentar la evolución que registra el producto.

Menos demanda de dinero, más demanda de bienes

En primer lugar, el aumento del consumo privado podría ser consecuencia directa de la inflación. Es decir, el costo de mantener saldos en dinero podría ser el principal impulsor del gasto en bienes o servicios de consumo final. Según la visión monetarista de la inflación, en contextos de rápidos y constantes incrementos del

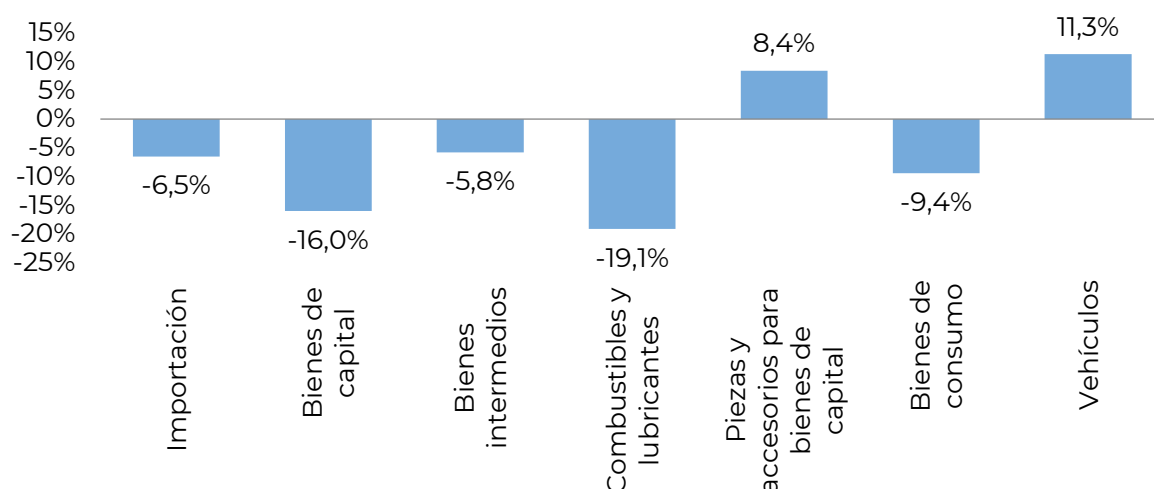
nivel general de precios, la demanda de dinero tiende a contraerse. La contracara de ello es el incremento de la velocidad de circulación del dinero: la pérdida de valor del peso argentino induce a sus tenedores a desprenderse del mismo más rápidamente, y si no se encuentran instrumentos financieros denominados en moneda nacional que logren mantener el poder adquisitivo de los saldos reales, la menor preferencia por mantener dinero en efectivo genera una mayor demanda de activos nominados en moneda extranjera (como el dólar) o mayores gastos en bienes de consumo. Así como la contracción de este componente de la ecuación cuantitativa contribuyó a explicar la desaceleración de la inflación en el contexto de fuerte emisión monetaria y de restricciones al movimiento de las personas (por A.S.P.O.) durante la pandemia, hoy, de forma inversa, su incremento podría explicar las variaciones positivas, no sólo del nivel general de precios, sino del nivel de actividad.

Por otra parte, los contextos de incertidumbre sobre las variaciones en el nivel general de precios inducen a las empresas a apelar a variadas formas de conservar el valor de sus activos, una de las cuales es el incremento en sus stocks, tanto de insumos, como de los bienes elaborados que logran mantener su valor en contextos de alta inflación. Si una parte importante de las empresas del aparato productivo decide disminuir su liquidez en moneda local en pos de mantener el poder de compra de sus activos, una de las consecuencias posibles es el aumento de la producción.

Mayores dificultades para importar, mayor absorción interna

Otra de los posibles factores que podrían contribuir a explicar la expansión del producto es la mayor absorción interna que naturalmente generan las restricciones de las importaciones. Si bien, una buena parte de la contracción interanual del valor de las compras al exterior se debe a la disminución del precio de la canasta de bienes importados, las cantidades demandadas en el mercado externo también registran una reducción interanual significativa para el primer trimestre del año. El siguiente gráfico visualiza las variaciones de importaciones según sus principales usos para los primeros tres meses del año respecto al mismo término del año anterior.

Gráfico 13: variación interanual de cantidades importadas según principales usos. 1ºT 2023.

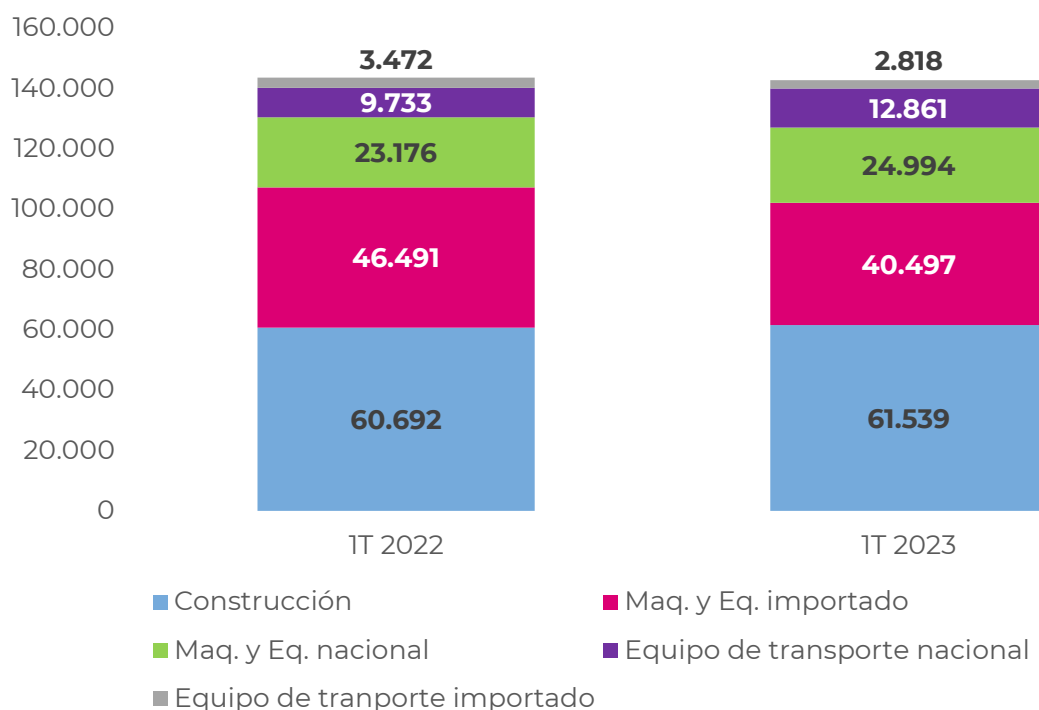


Fuente: ICA, INDEC.

Así, la variación positiva del consumo privado no es tan relevante como el hecho de que la misma se produce en paralelo a una retracción en las cantidades importadas de los usos más asociados a las ventas finales (bienes de consumo, y bienes intermedios o insumos).

Por otro lado, pese a que la demanda de inversión se presenta como componente contractivo del gasto, su evolución está mucho más vinculada a la reducción de la compra de bienes de capital en el mercado externo, que a la variación de la producción de bienes de inversión en la economía doméstica. Esto también aparece reflejado en el informe de avance de actividad de INDEC. Allí se puede observar que, si bien la inversión presenta una caída en términos interanuales, esta está estrictamente asociada a la reducción de las importaciones de maquinarias y equipos y bienes de transporte.

Gráfico 14: evolución de los componentes de la Formación Bruta de Capital. 1ºT 2022 – 1ºT 2023.



Fuente: INDEC.

Como se observa en el gráfico 14, de los componentes que explican la disminución de la inversión agregada, maquinarias y equipos es el de mayor incidencia, con una caída interanual del -6,0%, mientras que Equipos de Transporte presenta un incremento interanual del 18,7%, y construcción aumenta 1,4% respecto al año anterior. Ahora bien, la caída en los gastos en maquinarias y equipos encuentra su origen, únicamente, en el componente importado (-12,9% i.a.), dado que el nacional crece un 7,8%. Por otro lado, el crecimiento en los gastos en Equipos de Transporte, es fundamentalmente traccionado por el componente nacional (32,1% i.a.), que más que compensa la contracción del equipo importado (-18,9% i.a.). Si sacamos los gastos en construcción (actividad naturalmente nacional), y sumamos los del resto de los componentes de la inversión, veríamos que, si bien hay un marcado descenso la compra de bienes de capital importados, esta caída es en buena parte morigerada por el incremento de los gastos en bienes de capital nacionales.

De esta manera, se deduce que, si bien es temprano para afirmar que las actuales restricciones de importaciones están generando una incipiente sustitución de importaciones, no cabe duda de que es la mayor absorción interna de la demanda agregada uno de los factores que se encuentra impulsando el incremento interanual del nivel de actividad

Hacia adelante, ¿cómo seguimos?

A principios de este año y antes del impacto de la sequía, el FMI había pronosticado un crecimiento del 2% para 2023. Hacia abril, a medida que la sequía empezó a impactar fuertemente en el saldo exportador, el fondo ajustó su estimación a un

0,2%. Recientemente, a comienzos de junio, el Banco Mundial publicó una estimación todavía más negativa, en la cual prevé una caída del producto argentino de un -2% para 2023. En el mismo sentido, de acuerdo al REM de mayo se espera una caída del -3%.

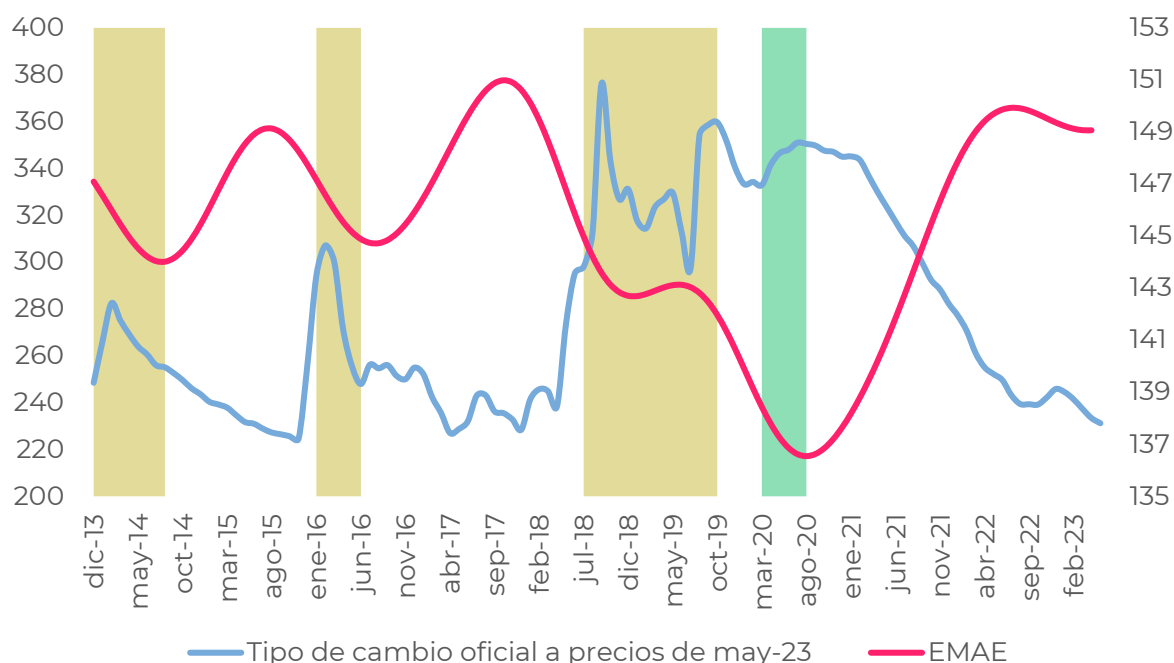
Sin embargo, como mostramos en esta sección, el impacto de la sequía hasta marzo no se había materializado en los niveles de actividad. Es decir, si bien se observaban fuertes caídas en ese sector agrícola, el crecimiento de otros sectores más que compensaban la caída. En abril, en cambio, el EMAE sí mostró una caída en el nivel de actividad del 4,2% respecto de abril de 2022 y del -1,9% respecto del mes de marzo.

De todas formas, no se trata de una caída generalizada en todos los sectores, sino que se explica en gran parte por la sequía, dado que el agro cayó un -36,8% en términos interanuales. Por el contrario, el IPI manufacturero del mes de abril había arrojado un crecimiento mensual desestacionalizado del 1,2% y un crecimiento interanual del 1,7%. También el índice de la actividad de la construcción había mostrado un crecimiento del 3,4% en términos intermensuales. Por otra parte, el monto recaudado por IVA en mayo de 2023 fue un 14,8% más elevado que en mayo del 2022, lo que constituye un pronóstico favorable para el dato de consumo privado en mayo, que es el agregado con mayor peso en el producto. Además, la dinámica adoptada por el mercado laboral los últimos meses tampoco se condice con un escenario recesivo.

Por lo tanto, es muy temprano para afirmar que el dato de abril implica un cambio en la tendencia de la actividad económica. Por el momento la caída parece concentrarse fundamentalmente en el sector agropecuario, lo que puede generar una variación negativa del PBI por el peso de este sector sobre el total, pero se trata de un escenario muy distinto a pensar que, por la falta de dólares, la sequía termine afectando al conjunto de la economía.

El escenario abordado en materia de actividad, con crecimiento de la economía en el primer trimestre del PBI y de la actividad industrial en abril no solo es contradictorio con los pronósticos publicados por los organismos multilaterales de crédito, sino especialmente con el escenario de caída de las exportaciones causado por la sequía. El déficit comercial conjugado con caída de reservas y presiones cambiarias suele anteceder períodos de recesión, como sucedió recientemente en 2014, 2016 y 2018-19. Pero hay una variable que, a diferencia de aquellos años, todavía no ha presentado sobresaltos: el tipo de cambio real. En aquellos años, como mostramos en el gráfico 15, la recesión fue consecuencia de abruptos saltos del tipo de cambio oficial, al tiempo que las posteriores recuperaciones coincidían con períodos de apreciación cambiaria.

Gráfico 15: tipo de cambio oficial a precios de mayo de 2023 (izq.) y EMAE – índice tendencia - ciclo (der.).



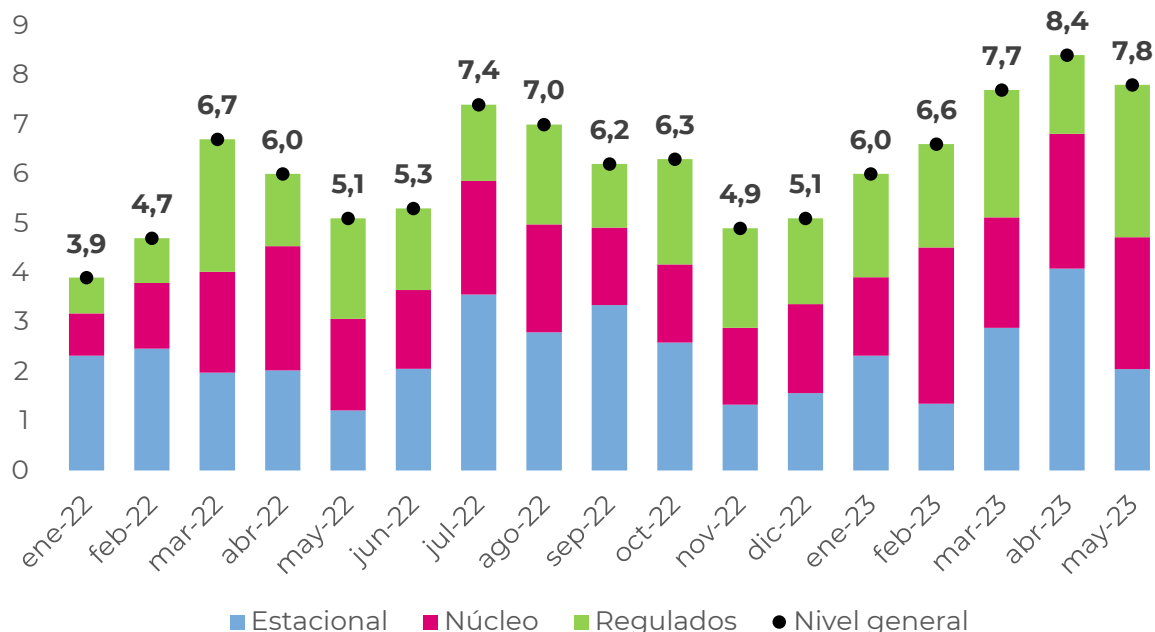
Fuente: BCRA, ITE e INDEC.

En 2023 se profundizaron, como consecuencia de la sequía, tensiones cambiarias ya existentes que se manifiestan en la caída de reservas y en la brecha. Sin embargo, no ha habido depreciación del tipo de cambio oficial. Esto probablemente explique que la actividad haya evolucionado hasta ahora de forma más positiva que la esperada. Y también permite entender medidas del gobierno, como la ampliación del swap con China o la tercera edición del dólar soja: la definición política parece ser la de evitar una devaluación a toda costa por su impacto en el nivel de actividad.

Esto no significa que este nivel de brecha cambiaria sea sostenible en el largo plazo, ya que evitar la devaluación implica endeudamiento o pérdida de reservas. Pero si es lógica la definición de transitar el período electoral evitando el salto cambiario, a la espera de que un futuro gobierno, legitimado por el voto popular, pueda tomar una batería de medidas que permitan superar la situación actual.

4. Inflación

Gráfico 16: inflación mensual por componente. Enero 2022 – mayo 2023. En porcentaje.



Fuente: INDEC.

La tasa de inflación alcanzó el 7,8% en mayo, disminuyendo en 0,6 puntos porcentuales en comparación con abril, rompiendo una tendencia alcista de 6 meses consecutivos. De esta manera, la variación interanual llegó al 114,2% y la acumulada para los primeros 5 meses del año, al 42,2%.

Dentro de los principales componentes, se observa un aumento del índice de precios regulados, frente a una caída de los estacionales y de la inflación núcleo. De hecho, los precios estacionales crecieron en un 6% frente al 12,6% de abril, el aumento mensual se redujo a la mitad.

Además, la categoría de mayor peso en el índice, alimentos y bebidas no alcohólicas, creció por debajo del nivel general de precios por primera vez desde diciembre del 2022, punto en el cual la inflación comenzó a acelerarse. Esta categoría representa entre el 23% y el 35% del nivel general, según la región. Se ubicó en 5,7%, lo que marca una diferencia significativa con el índice general (2,1 p.p.). La caída en más de 4 p.p. de esta categoría respecto al mes pasado (en abril el aumento de alimentos fue del 10,1%) es lo que seguramente explique la leve desaceleración de la inflación mensual. Existe la posibilidad de que se trate de alimentos con ciclos estacionales, dado que coincide con la mencionada reducción en la inflación mensual de los productos estacionales. De todas formas, según el informe del INDEC, de los alimentos solo las frutas y verduras integran la categoría “estacionales”.

Otro motivo que puede explicar la reducción de la inflación en alimentos es la caída del precio del pollo. Las carnes representan entre un 7% y un 13% de la canasta de

consumo del IPC. El pollo en particular había presentado fuertes subas (26%) en los dos meses previos, por un brote de gripe aviar que llevó a suspender la producción y sacrificar aves. En cambio, este mes cayó un 6%.

Además, es posible que los distintos acuerdos de precios anunciados en los últimos meses, con foco en alimentos, hayan tenido algún efecto, si suponemos un rezago en su implementación y efectividad.

Más allá de este breve análisis, es difícil identificar un motivo claro que explique la desaceleración de la inflación. Sin dudas es un buen indicio y más aún si tenemos en cuenta que existen estimaciones privadas que la ubican más cercana al 7% para el mes de junio. De todas formas, más allá de este incipiente quiebre en la tendencia, resta ver qué sucederá en los próximos meses. Una tasa de inflación del 7% mensual sigue siendo muy alta y peligrosa, porque implica una dinámica general inestable.

Seguimos sosteniendo que la inflación ha tomado una dinámica propia. El nivel de indexación de nuestra economía lleva a que un escenario “bueno” signifique lograr frenar aumentos defensivos (principalmente aliviando tensiones externas), pero no bajar sustantivamente el nivel de nominalidad en el corto plazo. La integralidad que requiere un plan desinflacionario duradero, atacando a todas las variables a la vez (tarifas públicas, tasa de interés, paritarias, sector externo, renegociación con FMI, etc) probablemente sea factible en un escenario post electoral. Eso no quita que todas estas variables no deban ser gestionadas con precisión quirúrgica en la actualidad para que, aún con una nominalidad elevada, no entremos en un nuevo ciclo aceleracionista.