

CESO 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | JUNIO 2022

CONTENIDO DEL INFORME:

Empleo - Pág. 10

PBI - Pág.11

Actividad - Pág. 12

Precios e Ingresos - Pág. 16

Finanzas Públicas - Pág. 17

Finanzas y Bancos - Pág. 19

Balance Cambiario - Pág. 22

Sector Externo - Pág. 2

Así las cosas, aún con el acuerdo vigente y sin que se hayan desaprobado las revisiones por incumplimiento de las metas, ya se produjo una corrida sobre la deuda en pesos que impactó en un alza del dólar financiero paralelo. Como veremos en detalle, la corrida se acentuó por una gestión económica con pocos recursos y baja capacidad de reacción. Si no hay coordinación en las respuestas entre Economía y Banco Central, las pocas balas de que se dispone son disparadas inoportunamente y con mala puntería. Esto fue apenas un anticipo de lo que puede venir pero ya nos deja metidos en **la coyuntura que va a dominar la política económica de acá a diciembre de 2023: atajar penales en el mercado de cambios.**

La corrida agarró dormido al equipo económico

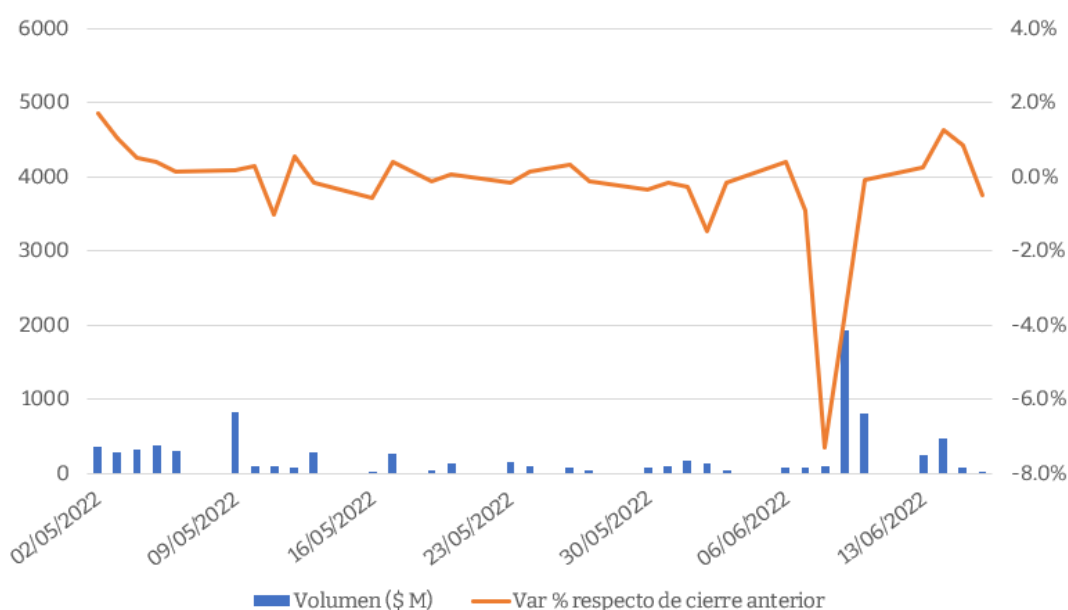
El miércoles 8 de agosto, la empresa estatal Energía Argentina (ex IEASA-ENARSA) vendió sus activos que tenía colocados en fondos comunes de inversión por \$9.000 millones para poder hacer frente a los pagos crecientes de gas natural licuado que tiene durante el invierno. Algunos adjudicaron a ese hecho las caídas en los bonos CER que ajustan por inflación. Sin embargo, los fondos de Energía Argentina estaban colocados en títulos a tasa fija (LEDES) y no en el grueso donde se dio la corrida que fue en la deuda CER.

En cualquier caso, estamos hablando de montos insignificantes para un mercado que en su conjunto capitaliza \$4.000.000 millones. Desde principios de mayo empezaron a aparecer salidas de montos similares durante algunos días, pero ninguna había tenido el impacto en el precio de los bonos que tuvo esta última. En algunos casos, como el del bono TX24, el mayor volumen se dio al día siguiente, cuando se alcanzó a operar casi los \$2.000 M sólo en este título, pero la caída ese día ya fue menor, gracias a la intervención del BCRA que apareció poniendo un piso a la cotización.

Lo más llamativo se dio en el precio de los bonos que ajustan por CER. Las caídas más pronunciadas se dieron en los bonos más largos, que están rindiendo actualmente tasas cercanas a CER+15%. Es decir, un rendimiento 15 puntos por arriba de la inflación. En contraposición, algunos títulos que ajustan por el tipo de cambio pagan Devaluación+0,5%. Las apuestas apuntan a conseguir mayores rendimientos con una devaluación brusca que con retornos muy por encima de la inflación.

Las respuestas parecen estar dando resultados ya que el bono TX24 ya marca una suba de 17% desde los mínimos, pero con los costos de una incertidumbre muy alta.

Gráfico 1. Volumen operado y variación en el precio de TX24

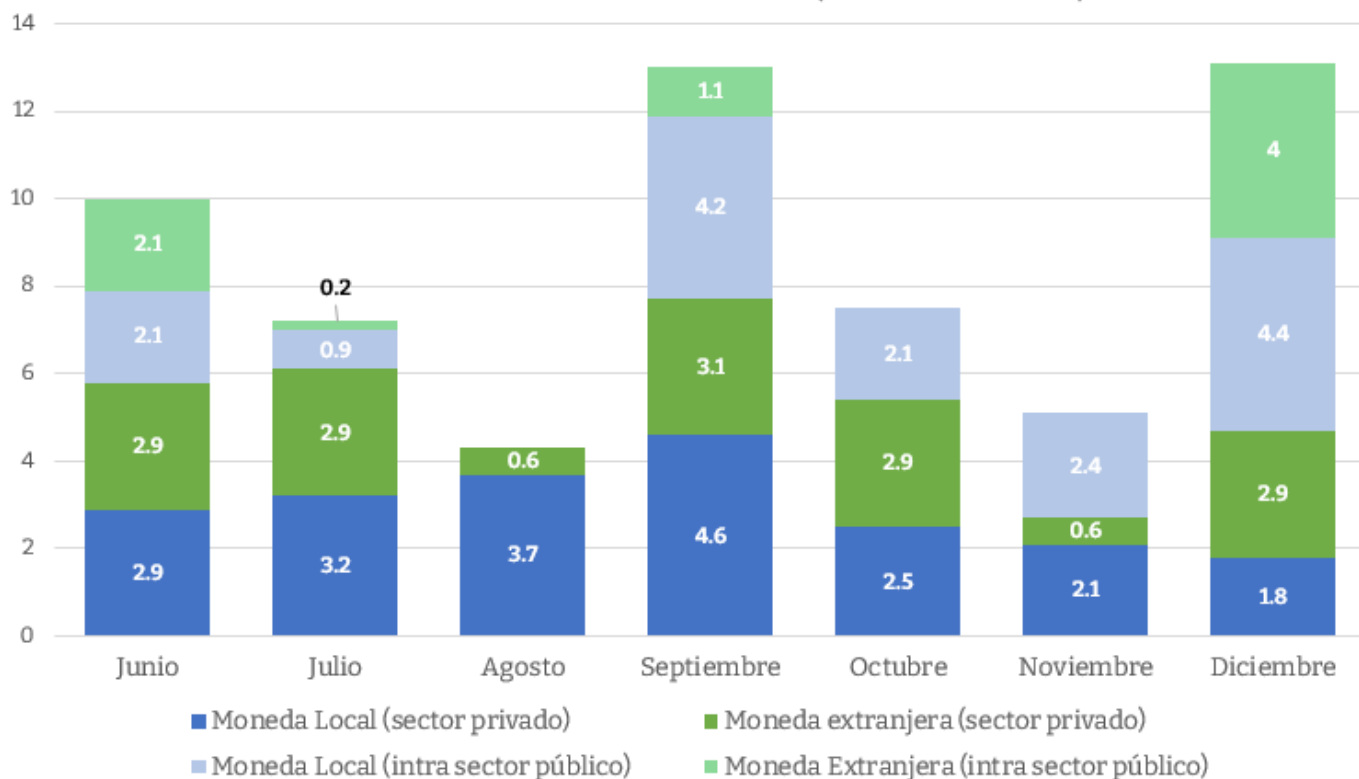


Fuente: CESO en base a Rava

Los mercados de deuda en pesos todavía funcionan entre algodones. Recuperarse del default que les hizo Lacunza va a necesitar tiempo y dólares en el Banco Central, que hoy no hay. **Si un objetivo prioritario del equipo económico es recomponer su operatoria y evitar saltos bruscos, las respuestas tienen que ser inmediatas, en la misma rueda. Fijando puntas de compra y venta, aunque sean amplias para un mercado normal, pero que eviten caídas tan bruscas ante operaciones de relativo bajo monto.**

La oposición viene con bidones de nafta ante cualquier chispa, [anunciando](#) un nuevo default de la deuda en pesos en caso de ser gobierno. Haber tenido este escenario antes de una renovación significativa de deuda - debían pagarse \$567.013 millones de capital y \$31.550 millones de intereses el 30 de junio - no es nada alentador. Terminó obligando a compras significativas por parte del BCRA cercanas a los \$400.000 millones y a un canje anticipado. Pero la agenda de renovaciones está lejos de finalizar. Es un primer round de varios que quedan por delante en materia de vencimientos de deuda en pesos, otros vencimientos similares se van a repetir de forma casi constante todos los meses hasta el período electoral.

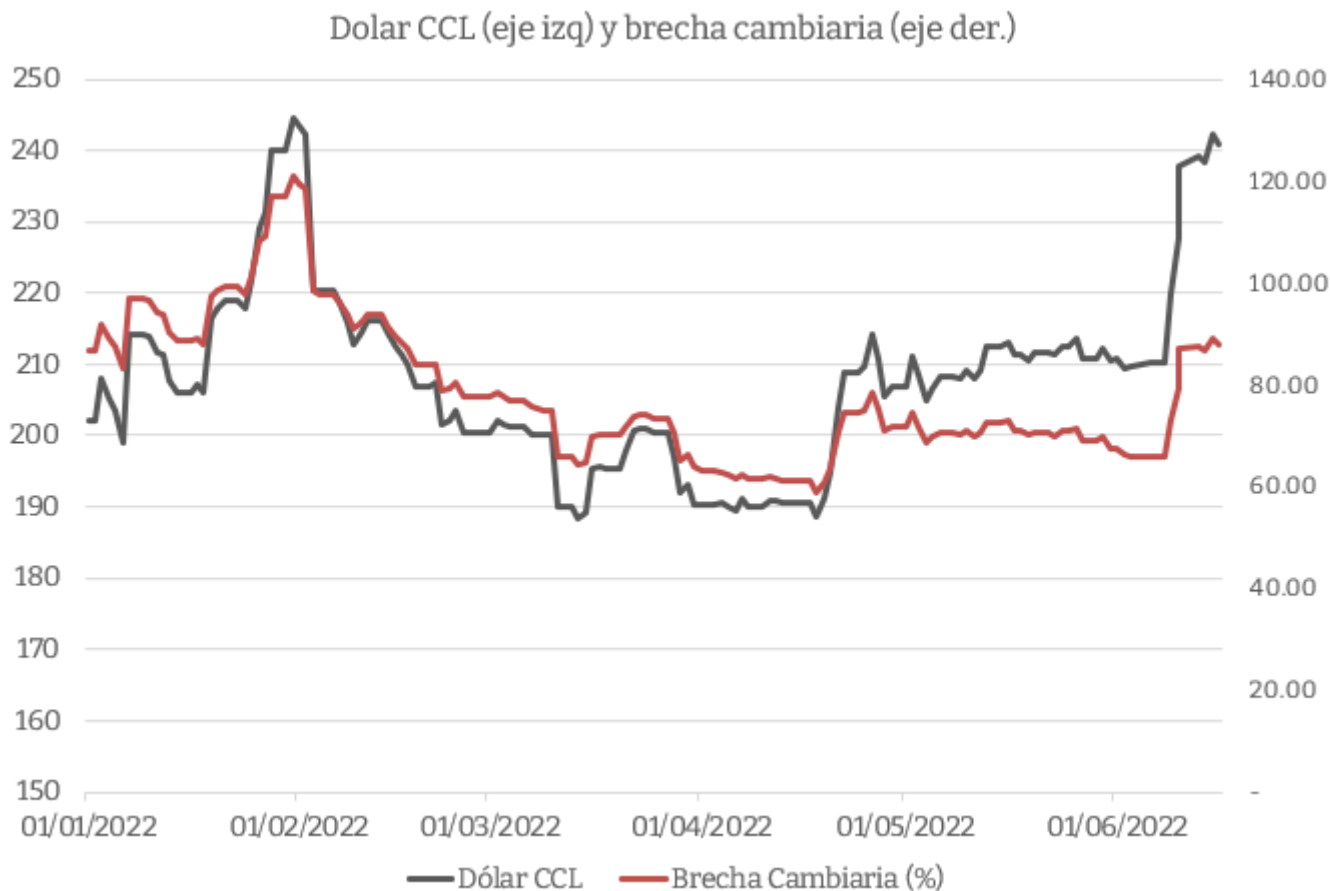
Vencimientos de deuda 2022 (en USD mil mill.)



Fuente: CESO en base a Secretaría de Finanzas y OPC.

El impacto en el dólar paralelo y la brecha cambiaria

El dólar paralelo y la brecha cambiaria habían llegado al máximo a fines de enero, cuando se especulaba con la posibilidad de que el gobierno no concretara el pago al FMI y el acuerdo todavía no estaba cerrado, ni siquiera el trazo grueso. A partir del anuncio del FMI y de alguna certeza de dólares, al menos en el corto plazo, se fue aplacando. Incluso en un contexto de aceleración inflacionaria, el dólar CCL bajó de 240 a fines de enero hasta 190 a mediados de abril. Hoy, casi 6 meses después y con una inflación acumulada cercana al 30% el dólar CCL volvió a los 240 pero de una manera muy brusca en las últimas semanas.



Fuente: CESO en base a Rava

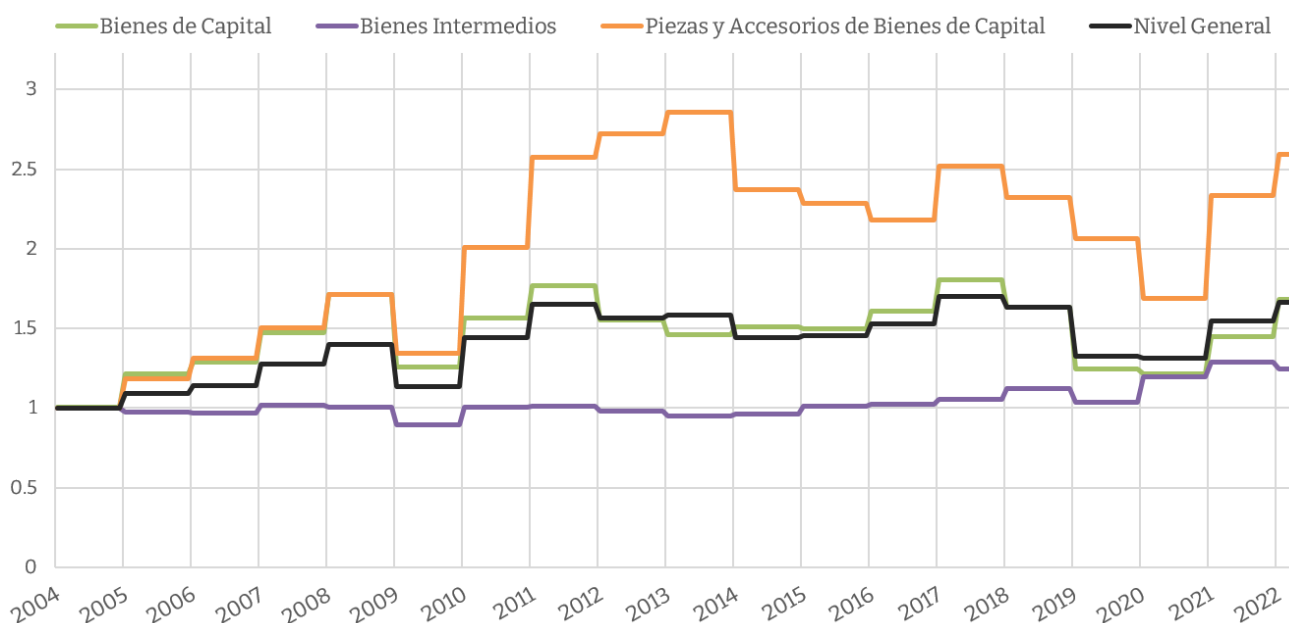
El valor del CCL no es tan crítico como a principios de año ni comparable con el de octubre 2020 (ese valor equivale a un CCL de hoy cercano a los \$400) pero frustra el objetivo de ir de forma persistente a una menor brecha cambiaria. Es imposible disociar esta pulsión dolarizadora del mal resultado en la acumulación de reservas. Sin fortalecer ese frente, ante cualquier escenario de volatilidad interna y externa, la capacidad de traer tranquilidad es limitada. En los últimos meses, tanto el escenario local como internacional se volcaron a una mayor volatilidad e incertidumbre. Un rasgo de eso es el mensaje que buscó dar la Reserva Federal, subiendo la tasa de interés un 0,75% en lugar del 0,5% que estaba previsto originalmente. Este frente financiero se vincula con el comercial por la correa de transmisión de todas las restricciones de la economía argentina: los dólares.

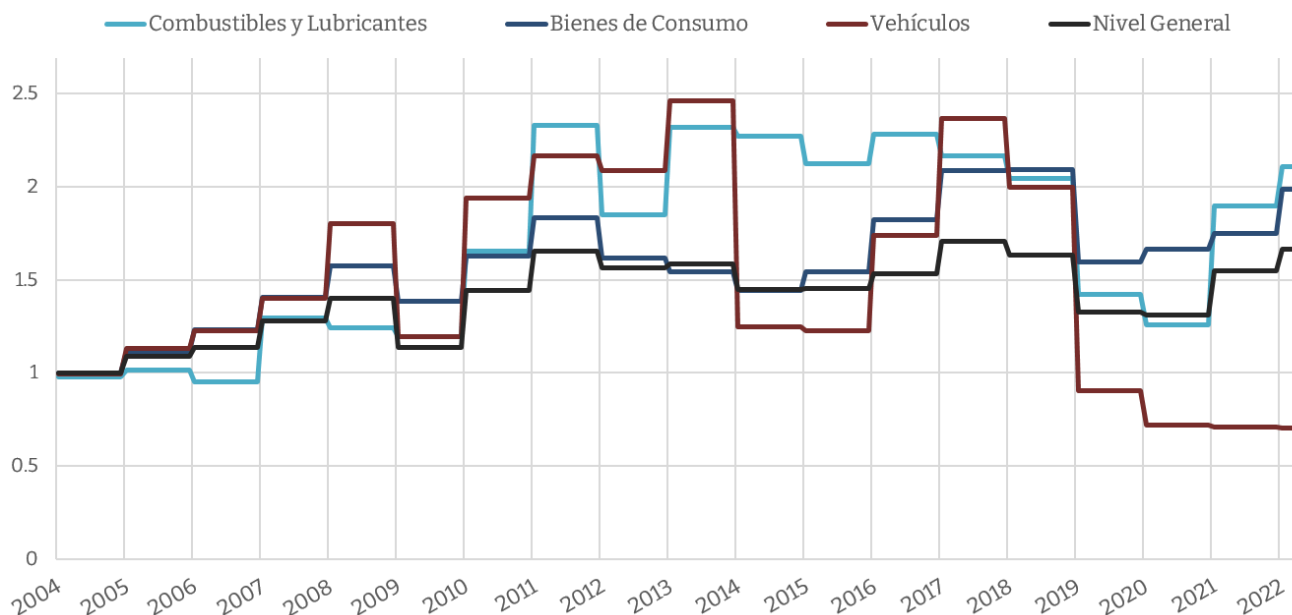
¿Festival de importaciones?

La reciente corrida cambiaria corrió de la escena al debate distributivo en el FdT y puso el foco sobre estrategias más defensivas respecto a la obtención o resguardo de divisas. Así deben leerse las declaraciones de CFK sobre el “festival de importaciones” y que gobernar es generar “los dólares que necesita la economía”. La no acumulación de reservas ya fue un dato de 2021. En 2022 ese fenómeno se agudizó, aunque veremos que las razones pueden ser levemente diferentes a las planteadas por la vicepresidenta.

La lupa se centró sobre el altísimo valor de las importaciones. Como toda medida que muestra el valor, tiene dos componentes: precios y cantidades. La forma más adecuada de analizar un eventual exceso de importaciones en relación al nivel de actividad es mirando las cantidades importadas en relación al nivel de actividad. Para eso, tomamos los indicadores de cantidades de importaciones del INDEC y el EMAE de cada mes.

Cantidad de importaciones en relación al nivel de actividad 2003-2022





Fuente: CESO en base a INDEC

Al observar el nivel general, las cantidades importadas en relación a la actividad están en relación muy similar a la que tuvieron en 2011 y por debajo del pico que hubo en 2017. Los bienes de capital, se mueven de forma muy parecida al nivel general. Los bienes intermedios tienen un comportamiento casi calcado al nivel de actividad, por eso la relación no varía significativamente. En combustibles, ni siquiera con los faltantes actuales superamos los récords de otros años. En **bienes de consumo** podría bajarse esa relación, claramente es lo menos esencial de una economía para crecer. Sin embargo, es un componente que representa cerca de un 10% de las importaciones totales por lo que la ganancia en reservas que pueda lograrse reduciendo las importaciones de consumo puede alcanzar, a lo sumo, los USD 2.000 M anuales. No es la llave de la salvación pero todo suma, por lo que llama la atención que no se haya abordado este frente con anticipación.

Donde puede verse la causa de la no acumulación de reservas es en el Balance Cambiario del BCRA. Muchas veces se plantea la contradicción entre el saldo comercial positivo y la acumulación de reservas. El problema de esta perspectiva es que las operaciones comerciales son sólo una parte pequeña de todas las operaciones con el resto del mundo para las cuales utilizamos dólares.

Primero analizaremos el caso del año pasado y luego los datos hasta mayo de este año, con los que contamos hasta el momento. El año pasado, el superávit en concepto de bienes fue de USD 15.281 M. Pero los servicios, que suelen tener un resultado negativo en nuestra economía - demandan más

dólares de los que generan - utilizaron USD 4.453 M de esos dólares. Los intereses implicaron otros USD 5.088 M. A eso se suman otros USD 188 M en concepto de utilidades y dividendos y nos queda como resultado un total de USD 5.552 M que es el saldo de la Cuenta Corriente.

Tabla . Saldo de la Cuenta Corriente 2021

Concepto	Monto
Saldo de Bienes	\$15,281
Saldo de Servicios	-\$4,453
Saldo de Intereses	-\$5,088
Utilidades y Dividendos	-\$188
Saldo de la Cuenta Corriente	\$5,552

Conviene detenerse un momento en los USD 5.088 M pagados en concepto de intereses por deudas para analizar cómo se conformaron. USD 181 M se corresponden a pagos del Gobierno Nacional, USD 614 M a pagos de organismos internacionales, USD 1.349 M al FMI y los restantes USD 2.980 M contemplan pagos del sector privado y provincias. Este último componente es el que puede ser más crítico. Aunque no es el récord, es relativamente alto en términos históricos (algo lógico después del endeudamiento externo fenomenal de la gestión Macri, también en el sector privado). La referencia para la comparación es el período 2011-2015 cuando promedió los USD 2.000 M anuales.

Para cerrar el análisis de 2021, falta incorporar la cuenta financiera. En total, el resultado fue deficitario por USD 5.769 M, anulando el resultado superavitario de la cuenta corriente y dejando como resultado una variación de reservas prácticamente neutra. Para contener la brecha cambiaria hasta las elecciones, el BCRA compraba bonos en dólares que luego vendía en pesos. Como resultado de esa estrategia, el BCRA dejó USD 2.500 M en el camino. Como parámetro, cabe mencionar que desde 2003 hasta 2013 siempre fue deficitaria esta cuenta.

La Formación de Activos Externos (FAE) - que suele tomarse como el indicador de “fuga de capitales- fue muy pequeña en términos históricos, de sólo USD 518 M. Sin embargo, en tiempos de “cepo cambiario”, parte de la “fuga” se produce por subfacturación de exportaciones, sobrefacturación de importaciones, y operaciones con bonos en el dólar contado con liqui. Otra parte considerable de la “fuga” aparece escondida en medio de las cancelaciones de préstamos y deuda financiera del sector privado, que alcanzaron USD 4.998 M el año pasado, obligando al Banco Central a publicar [un comunicado](#) semanas atrás.

Este año, el resultado viene siendo distinto. Hasta el mes de mayo, la cuenta corriente aportó sólo USD 299 M (hasta abril incluso era negativa), es decir que mostró una caída de USD 5.507 M. Esa caída se puede explicar analizando cómo evolucionaron tres saldos principales: bienes, servicios e intereses.

La reducción del saldo de bienes es de 1.515 USD M, producto de las mayores importaciones que no son compensadas enteramente por mayores exportaciones. El incremento en salida en concepto de intereses - se incrementaron 863 USD M - están explicadas principalmente por los pagos del Gobierno Nacional, que pasaron de sólo 12 USD M el año pasado a 680 USD M este año. **El rubro que más incide en la menor disponibilidad de dólares son los mayores egresos por servicios ya que requirió 3.096 USD M más que el año pasado**, entre los que se destacan dos aspectos centrales. Primero, los **altos costos de flete** producto de las restricciones logísticas en China que hicieron saltar los pagos por fletes de 973 USD M a 1.720 USD M. En segundo lugar, el saldo por **turismo** pasó de -651 USD M a -2.460 USD M en un contexto de brecha cambiaria donde todo el turismo emisivo pasa por el mercado oficial y no entra un sólo dólar a este mercado, sino que va todo al blue. Los ingresos por dólares en concepto de turismo son de 166 USD M en el año, un monto irrisorio.

Como conclusión, se puede advertir que el mejor resultado de este año en la variación de reservas tiene una composición muy distinta a lo visto el año pasado. El resultado positivo de la cuenta corriente se esfumó, principalmente producto del mayor déficit en los servicios. El resultado positivo en las reservas vino por el lado financiero, gracias al primer desembolso del FMI y a las menores intervenciones del Central en el dólar financiero..

Este escenario es el que nos hace pensar que la discusión sobre los dólares va a opacar a la discusión previa que se dio en torno al conflicto distributivo. Acá ya no aparecen grandes cosas para repartirse sino más bien apuntaría a que cada sector busque generar un colchón y defender su posición relativa.

Balance Cambiario. Los primeros cinco meses del año. En USD M

Cuenta	2021	2022	Diferencia	Var %
Cuenta Corriente	5806	299	-5507	-95%
Saldo de Bienes	8792	7278	-1515	-17.2%
Exportaciones	30151	36064	5913	19.6%
Importaciones	21359	28787	7428	34.8%
Saldo de Servicios	-989	-4086	-3096	313.0%
Cobro de Servicios	2813	3111	298	10.6%
Pago de Servicios	3802	7197	3394	89.3%
Saldo por turismo	-651	-2460	-1809	277.9%
Rentas	-2014	-2876	-863	42.8%
Utilidades y Dividendos	-46	-45	1	-2.8%
Intereses de Deuda	-1969	-2832	-863	43.8%
Cuenta Capital y Financiera	-3879	2670	6550	-169.0%
Inv. Directa No Residentes	289	276	-14	-4.7%
Inv. de Portafolio No Residentes	2	19	17	805.5%
Préstamos (Privados + Provincias)	-2022	-2598	-576	28.5%
Préstamos Org. Internacionales	-547	-656	-109	19.9%
Deuda del Sector Púb Nacional	-139	-170	-31	22.2%
Operaciones con el FMI	0	5472	5472	-
F AE SPNF	232	-375	-606	-261.7%
F AE Sector Financiero (PGC)	426	499	73	17.2%
Variación de Reservas	1962	2989	1028	52%

Fuente: CESO en base a BCRA

Estrategias defensivas para atajar penales

El cuadro de situación señalado amerita discutir algunas opciones que tengan el objetivo de resguardar la posición que hay en las reservas. Por el lado de la oferta de dólares es poco probable conseguir un gran resultado en el corto plazo. Ya hemos planteado la limitación que tiene la estrategia exportadora vinculada a la minería e hidrocarburos para dar una respuesta a la coyuntura inmediata, además de los problemas políticos que puede generar. Otras fuentes financieras, con el nivel de endeudamiento o condicionamiento que implicaría, tampoco parece algo factible. Durante Junio, se anunció un nuevo esquema que permite liquidar una parte de los servicios que hoy se están facturando directamente en el exterior por un monto de 12.000 USD anuales. Los exiguos ingresos en la cuenta de dólares oficiales del turismo también cumplen el rol de mantener contenido el dólar blue. Sería desvestir un santo para vestir otro.

Luego, aparecen las medidas que atacan la demanda de dólares. Las importaciones son la fuente de demanda de dólares más importante de la economía, aunque, como vimos, no la única. Sería ingenuo pensar que se puede afectar el nivel de importaciones sin que tenga impacto sobre la actividad. **Hoy en día, son menos del 20% de las posiciones arancelarias las que tienen que pasar por el Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI).** El Banco Central ya endureció en marzo y abril de este año las condiciones dentro de ese grupo de importaciones, limitando los plazos de pago y los dólares a los que puede acceder un importador en función del tipo de bienes y las importaciones hechas el año pasado.

En caso de querer restringir más el acceso a las importaciones, **podrían pasarse determinadas posiciones arancelarias que hoy tienen licencia no automática al esquema SIMI.** Indefectiblemente, así se demoraría el ingreso de bienes intermedios, insumos o repuestos para la producción que frenan el crecimiento de la actividad. Por eso, debe administrarse con cuidado y sin generar presiones inflacionarias adicionales por escasez o desabastecimiento.

Cabe recordar que desde 2011 se implementó una estricta administración de las importaciones. El 100% de las posiciones arancelarias debía pasar por Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI). En 2015, la Organización Mundial de Comercio sancionó a nuestro país que se comprometió ante la Unión Europea (uno de los principales litigantes) a desarmar el esquema vigente en ese entonces. Por lo tanto, tampoco pareciera viable aplicar las SIMI al 100% de las posiciones arancelarias.

Finalmente, están las alternativas de modificar todo el esquema cambiario hacia un desdoblamiento formal. El objetivo debería estar pensado de manera tal que le facilite al Central acumular reservas en uno de los mercados (por lo que tiene que ser “superavitario”) pero tampoco lo obligue a intervenir en simultáneo en dos mercados para sostener el precio de forma permanente. Estos esquemas pueden ser

una respuesta satisfactoria si se comparte el diagnóstico ya hecho por Marcelo Diamand a principios de los 70 en el cual partía del efecto que tenía la estructura productiva desequilibrada en la determinación del tipo de cambio y como eso limitaba las posibilidades de desarrollo.

Concretamente, debería seleccionarse qué exportaciones e importaciones pasarían por el tipo de cambio más bajo. Típicamente, entrarían en este mercado las exportaciones más competitivas a nivel internacional - agropecuarias, principalmente - y las importaciones que se decida priorizar. Las presiones corporativas no son un dato menor en esta configuración, ya que todos van a querer exportar en el tipo de cambio más alto y todos van a querer importar cosas “prioritarias” al tipo de cambio más bajo.

Más allá de las cuestiones políticas, **en términos económicos tampoco es neutral darle a alguien la posibilidad de exportar a un tipo de cambio más caro ya que eso es una transferencia de ingresos considerable.** En los sectores concentrados que accedan a eso, debería acompañarse con pautas de rendimiento, compromisos de inversión, incremento de cantidades exportadas u otras medidas. Tampoco es gratuito pasar importaciones a un tipo de cambio alto con el objetivo de desalentarlas, ya que puede tener impacto en los precios internos al igual que en una devaluación.

Lejos de una solución definitiva, esta medida entra en el grupo de las estrategias defensivas para correr los menores riesgos posibles desde acá hasta el año que viene. Poder asegurar un flujo de dólares mínimo que evite sobresaltos. El contexto internacional y las negociaciones con las potencias por una deuda con el FMI que sigue siendo imposible de saldar en las condiciones actuales ya van a traer una volatilidad importante los próximos meses. La única aliada que tenemos es la inflación internacional que, de persistir en estos niveles, puede colaborar en la licuación de una parte de ese megaendeudamiento.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

JUNIO 2022

CESO 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA

Lorena Putero

DIRECTOR

Andrés Asiain

ECONOMISTA JEFE

Nicolás Pertierra

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.