



INFORME DE COYUNTURA

Mayo 2023

Equipo de trabajo

Claudio Lozano
Ana Rameri
Mariana Rivolta
Agustina Haimovich
Rubén Ciani
Alejandro López Mieres

Coordinación

Ana Rameri



AL FONDO CON EL FONDO: A UN AÑO DEL ACUERDO CON EL FMI

Asistimos al primer año de implementación del programa de metas diseñado por el FMI que acumula, hasta el momento, cuatro de las diez revisiones trimestrales que se acordaron. Desde el segundo trimestre del año pasado las principales metas acordadas fueron mayoritariamente cumplimentadas dando cuenta del fuerte apego del gobierno nacional a la letra del acuerdo. Sin embargo, a poco recorrer el trayecto aconsejado por el staff de expertos del organismo internacional, la Argentina se enfrenta con su primer trimestre díscolo ante la dificultad de ejercer un ajuste fiscal aún más severo y de retener las escurridizas reservas internacionales, más específicamente, los dólares que siempre escasean.

Ante este panorama, previsible pero precipitado, nos hacemos dos preguntas **¿a qué puerto nos llevó un año de vigencia del programa del FMI?** un año en el cual se hicieron todos los deberes con lo cual el fracaso no podría atribuirse a discrecionalidades políticas o incumplimientos en el diseño macroeconómico. Y en segundo lugar, nos preguntamos **¿cuáles son las razones por las cuales, habiendo cumplido el pacto, ya no es posible hacerlo en el 2023? ¿Fue solo la sequía o es el mismo programa el que conduce al incumplimiento?**

A continuación presentamos un cuadro resumen con las metas capitales del Acuerdo de Facilidades Extendidas firmado en marzo del año 2022 y el comportamiento de éstas según las revisiones que hasta el momento se han realizado.

Cuadro 1. Estado de cumplimiento de las metas 2022 / 2023 del Acuerdo con el FMI.

		Déficit Primario	Financiamiento Monetario al Tesoro	Reservas Internacionales Netas	
	en millones de	\$	\$	usd	
JUNIO	Meta	-849.000	475.800	2.950	
	valor a fin de junio	-801.000	435.100	2.660	
		CUMPLIDA	CUMPLIDA	NO CUMPLIDA	
SEPTIEMBRE	Meta	-1.157.000	665.400	4.100	
	valor a fin de setiembre	-1.096.000	620.050	6.925	
		CUMPLIDA	CUMPLIDA	CUMPLIDA	
dic-22	meta ajustada	- 2.017.200	654.000	5.036	
	valor a fin de DICIEMBRE	- 1.955.100	620.100	5.426	
		CUMPLIDA	CUMPLIDA	CUMPLIDA	
mar-23	meta	- 441.500	139.300	5.500	
	meta ajustada	- 441.500		1.900	
	ESTIMADO A MARZO		689.928	130.000	900
		NO CUMPLIDA	CUMPLIDA	NO CUMPLIDA	
jun-23	meta	- 1.181.400	372.800	8.600	
	meta ajustada	- 1.181.400		6.800	
sep-23	meta	- 2.064.400	651.400	8.700	
	meta ajustada	- 2.145.400		7.200	
dic-23	meta	- 2.798.300	883.000	9.800	
	meta ajustada	- 2.970.200		8.000	

Fuente: elaboración propia en base a IMF Country Report No. 22/322 y IMF Country Report No. 23/133

Digresión sobre las corridas del mes de abril

Hace pocos días hemos sido testigos de un nuevo golpe de mercado a través de una corrida contra el peso argentino que tuvo como trasfondo la combinación de distintos factores. En primer lugar, el fracaso de las liquidaciones de lo que se estructuró como “dólar soja 3”. En efecto, hasta finales de abril sólo se liquidaron 2.000 millones de los 5.000 millones que se esperaban. Por otro lado, el Banco Central apenas retiene un margen muy menor de los pocos dólares ingresados que, según estimaciones propias, representa el 12% de todo lo que ingresa. Asimismo, el atraso de la respuesta del FMI para ceder el crédito puente solicitado por el gobierno argentino, sumado al intento de la oposición por boicotear cualquier desembolso de dólares del Fondo Monetario, precipitó el humor de los mercados en un año atravesado por contiendas electorales e incertidumbres sobre el programa futuro.

La fragilidad en la capacidad de respuesta del Gobierno Nacional frente a corridas como la experimentada recientemente se constata en el hecho de que el nivel de reservas netas es negativo en mil millones de dólares. Sin embargo, pese al escenario desfavorable, la corrida logró frenarse, pero acudiendo a medidas que tienen efectos colaterales como la suba en 10 puntos de la tasa de interés de política monetaria por parte del BCRA que la ubicó en el 91% en un intento de poner en línea la devaluación del tipo de cambio oficial, la tasa de interés y la inflación.

Pero también se establecieron más limitaciones para el acceso al mercado cambiario, entre las que se destaca un nuevo esquema para el pago de fletes y servicios de deuda para empresas vinculadas, y mayores controles para las importaciones. En simultáneo, se tomaron medidas respecto a los dólares financieros incrementando las trabas para acceder al dólar CCL como aumentar el tiempo de parking que pasó a ser de 72 horas.

Como puede apreciarse, hasta aquí, una batería de medidas que fueron efectivas en el corto plazo pero que no despeja del horizonte cercano la posibilidad de nuevas corridas y presiones por parte del establishment financiero. No deben pasarse por alto, sin embargo, los costos presentes del evento que implican tener hoy un peso aún más devaluado con el consiguiente impacto en la aceleración inflacionaria.

Devaluación del tipo de cambio según cotizaciones del dólar.

Dólar	11-abr	25-abr	9-may	Devaluación
Oficial	221,2	227,7	238,9	8,0%
Blue	391,0	495,0	470,0	20,2%
Mep	387,0	447,5	444,0	14,7%
CCL	399,0	466,0	447,0	12,0%

1. A un año del acuerdo con el Fondo ¿a qué puerto nos llevó el cumplimiento de las metas?

El año 2022 finalizó con el cumplimiento de las tres metas fundamentales de Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI, que se sintetizan a continuación:

1. En materia fiscal, el Acuerdo contiene metas que marcan un sendero de forzada y continua reducción del déficit primario del Sector Público Nacional (SPN). Este camino busca reducir las necesidades de financiamiento del Tesoro sin aumentar los ingresos fiscales y se propone **alcanzar el equilibrio primario en 2025** y el superávit primario en 2026. En 2022, la meta era una reducción del déficit primario desde el **-3% de 2021 hasta un -2,5% en 2022**. Durante el año, las metas fueron cumplidas en las tres primeras revisiones del acuerdo (junio, septiembre y diciembre). El objetivo resultó sobrecumplido en 2022 por causa de un potente ajuste real que operó desde el 3er trimestre afectando el valor real de múltiples partidas del gasto público. El déficit primario alcanzado de \$1.955.100 millones (equivale al 2,36% del PBI) resultó nominalmente inferior a la meta de \$2.017.200 millones. El cumplimiento de la meta se logró reduciendo el gasto público en 0,8 p.p. con especial impacto sobre prestaciones previsionales, subsidios económicos y transferencias a provincias.
2. La meta monetaria establecida en el acuerdo con el FMI busca controlar el financiamiento monetario del BCRA al Tesoro nacional. Originalmente se pactó que en 2022 el financiamiento anual no podía superar el 1% del PBI, pero posteriormente se redujo a 0,8%. Luego de la devolución prácticamente simbólica de \$10.000 millones al BCRA en concepto de adelantos transitorios por parte de Massa en Agosto, los meses siguientes se mantuvieron sin financiamiento al Tesoro por esta vía (hasta Marzo de 2023). Si bien esta meta se logró durante 2022, su cumplimiento se encuentra estrechamente relacionado con la posibilidad del Gobierno de refinanciar la deuda en pesos en el mercado y con la magnitud del déficit público. Si el Tesoro no hubiera logrado renovar la deuda vigente y conseguir financiamiento neto para financiar el déficit, crecía la necesidad de financiarse vía emisión del BCRA. En este marco, la meta se cumplió a costa de otorgar concesiones cada vez mayores al establishment financiero ante sus presiones por obtener mejores rendimientos y en plazos más cortos, garantizándoles altos márgenes de rentabilidad en un contexto de ajuste sobre los ingresos de los sectores populares. Asimismo, el BCRA debió intervenir en sucesivas ocasiones en los mercados secundarios de títulos públicos para sostener su precio y garantizar de manera indirecta el financiamiento del Tesoro.
3. La meta de reservas internacionales para 2022 fue la acumulación US\$5.036 millones en el Banco Central por sobre el stock de reservas netas existente en 2021. Al mes de diciembre de 2022, las reservas netas medidas en los términos del acuerdo (mantiene constantes las cotizaciones del oro y de los DEG) alcanzaron los US\$5.426 millones, sobrecumpliendo la meta exigida. Para llegar a este resultado, Massa otorgó un tipo de cambio especial a los exportadores de soja (programa conocido como Dólar Soja 1 y 2) por medio

del cual logró que el sector libere parte de la cosecha que había mantenido retenida en el mes de agosto mientras presionaba por una devaluación e, incluso, adelante parte de las operaciones de 2023. Por ambas ediciones del programa, en 2022, el Estado transfirió al sector privado recursos por más de \$430.000 millones equivalentes al 0,5% del PBI.

Además de las metas establecidas, el Acuerdo contiene recomendaciones en materia de política monetaria y cambiaria que han tenido impacto en el nivel de actividad y la evolución de los precios. Por un lado, el FMI plantea la necesidad de mantener una política monetaria estricta con tasas de interés reales altas, con el argumento de que así se contienen las presiones inflacionarias y se respalda la demanda de activos en pesos. Por otro lado, incluyen en las recomendaciones un ritmo de devaluación que mantenga un tipo de cambio competitivo. Ambas recomendaciones fueron adoptadas por el Gobierno con mayor o menor intensidad según la coyuntura, profundizando el impacto contractivo e inflacionario generado por el cumplimiento de las metas, tal como se verá en las próximas secciones.

1.a) Estancamiento, recesión e inflación

La orientación contractiva de las políticas monetaria y fiscal impulsadas por el acuerdo, evidenció rápidamente sus efectos en la actividad económica. Luego de la recuperación del 2021, la economía argentina manifestó una notable desaceleración durante 2022 y ya hacia el mes de Septiembre ingresó en una fase recesiva. En un contexto de ajuste fiscal, aumento en las tasas de interés y mayores restricciones a las importaciones, el 4to trimestre registró una caída del PBI del 1,5% y se verificó una contracción en todos los componentes de la demanda agregada, con excepción de las exportaciones¹. El consumo público cayó por cuarto trimestre consecutivo, al tiempo que la inversión profundizó el ritmo de caída registrado en el trimestre previo. A su vez, el deterioro de los ingresos de los sectores populares tuvo un claro efecto en el consumo privado, que cayó un 1,5%, luego de haber desacelerado su incremento en los trimestres anteriores. Hacia el 1er trimestre 2023, las ventas minoristas PyME relevadas por la CAME mantuvieron un sendero decreciente, con una caída interanual del 0,4%.

Cuadro 2. Oferta y demanda globales: series desestacionalizadas. Variación porcentual respecto al trimestre anterior.

Año	Trim	PIB	Importaciones	Consumo privado	Consumo público	FBCF	Exportaciones
2022	I	0,9	6,6	3,8	-0,6	3,4	0,1
	II	0,8	2,6	1,7	-0,1	6,0	2,1
	III	1,4	0,9	0,9	-1,5	-1,6	-2,2
	IV	-1,5	-8,6	-1,5	-0,3	-7,2	8,7

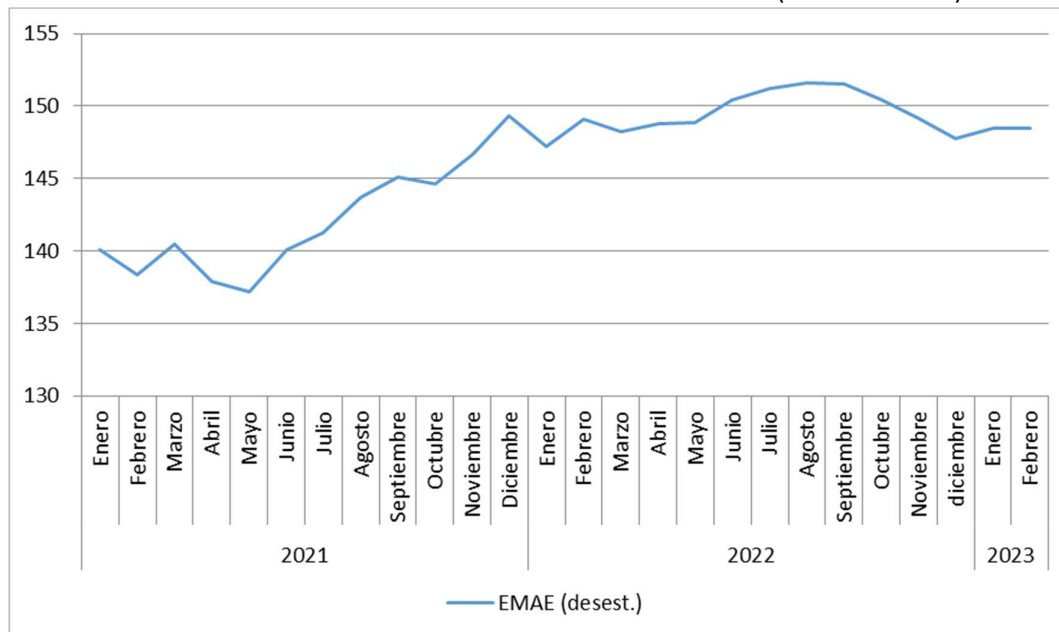
Fuente: INDEC.

Si bien los datos del EMAE indican que el ritmo recesivo se moderó en enero del 2023 para estancarse en el mes siguiente, la recesión amenaza con profundizarse a raíz de la sequía y de la crisis cambiaria y financiera que acorraló al país en las últimas semanas del mes de abril.

¹ Al respecto, vale aclarar que más allá del incremento en las exportaciones que registra este indicador en el 4to trimestre, los datos del Intercambio Comercial difundidos por INDEC dan cuenta de que ya desde Diciembre se registran caídas interanuales en las exportaciones, que se fueron acentuando en los meses siguientes, llegando en Marzo a registrar una reducción del 22,2% i.a., producto del impacto de la sequía.

Esto llevó a instrumentar mayores restricciones a las importaciones y nuevos aumentos en la tasa de interés, en un marco de aceleración inflacionaria que sigue erosionando el poder adquisitivo.

Gráfico 1. Evolución del Estimador Mensual de Actividad Económica (base 2004=100).

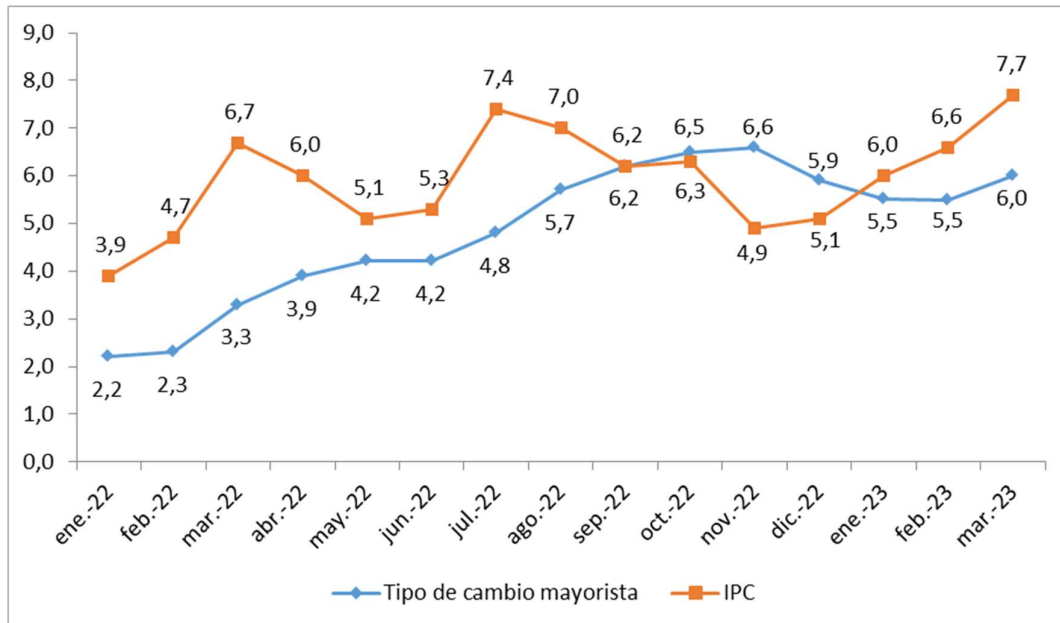


Fuente: INDEC.

La fragilidad del contexto económico se caracteriza por la confluencia de la recesión con una aceleración de la inflación. Como hemos señalado en reiteradas ocasiones, el acuerdo con el FMI es inflacionario en sus lineamientos, en la medida que combina aceleración en la devaluación mensual del tipo de cambio y aumento de tarifas por recorte de subsidios, inflando así los costos y produciendo más inflación. Respecto a las tarifas, la partida fiscal de **subsidios económicos** perdió en 2022 0,4 puntos de participación en el producto (-0,25 p.p. los subsidios a la energía; -0,1 p.p. los subsidios al transporte y 0,03 p.p. los demás subsidios). Este ajuste está explicado, en parte, por la cuenta impaga que pasó de diciembre de 2022 a enero de 2023 a los fines de cumplimentar la meta fiscal (aumento de la deuda flotante), pero también por un **aumento en las tarifas pagadas por los consumidores finales que si bien no llegó a reducir la cuenta de subsidios en todo lo que pide el FMI, comenzó su camino de descenso que, en función de lo acordado, debe completarse en 2023 para eliminar subsidios residenciales para los hogares de mayores ingresos y los subsidios a comercios. Asimismo, la quita de subsidios convive con la revisión de los esquemas tarifarios de la energía eléctrica y el gas, cuestión que amplifica el impacto del aumento.**

Por su parte, la política cambiaria que viene llevando adelante el BCRA desde el acuerdo con el Fondo implicó una aceleración del ritmo de “crawling-peg” que llevó la devaluación mensual por encima del 6% hasta Noviembre 2022 y, si bien luego se moderó levemente, volvió a incrementarse en Marzo y en Abril, con el consecuente traslado a precios que ello implica. Esto se da en el marco de mayores presiones por parte del FMI para incrementar el ritmo devaluatorio a fin de evitar el atraso real del tipo de cambio.

Gráfico 2. Variación mensual del TC mayorista y del IPC. En porcentaje. Enero-Noviembre 2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y el BCRA.

En este marco, la tasa de inflación casi se duplicó en el primer año de acuerdo con el FMI: pasó de un 55,1% interanual en Marzo 2022 a un 104,3% en Marzo 2023, liderada en este mes por los rubros de restaurantes y hoteles (+121,4%) e indumentaria (+118,8%). Los precios que crecieron por debajo de la media se vinculan a los sectores con precios regulados, como Comunicación (+76,5%), Transporte (+91,5%) y Vivienda y servicios básicos (+93,1%). Sin embargo, no solo que los precios de estos rubros crecieron en una magnitud considerable a pesar de su regulación, sino que se esperan nuevos saltos principalmente en los vinculados con la quita de subsidios a la energía y al transporte prevista para 2023. Si bien durante el 2022 el impacto de la guerra en Ucrania también influyó al generar procesos inflacionarios a nivel mundial e impulsar la suba de los precios internacionales, principalmente de la energía y del complejo agropecuario, en lugar de intentar contrarrestar esos efectos el acuerdo con el FMI los potenció. Asimismo, la apremiante situación de las cuentas externas y la necesidad de cumplir con la meta de acumulación de reservas llevó a implementar sucesivas restricciones a las importaciones, generando que una creciente proporción de las compras externas deba adquirirse a través de los dólares paralelos, encareciendo el costo de las mismas y acentuando el alza de los precios.

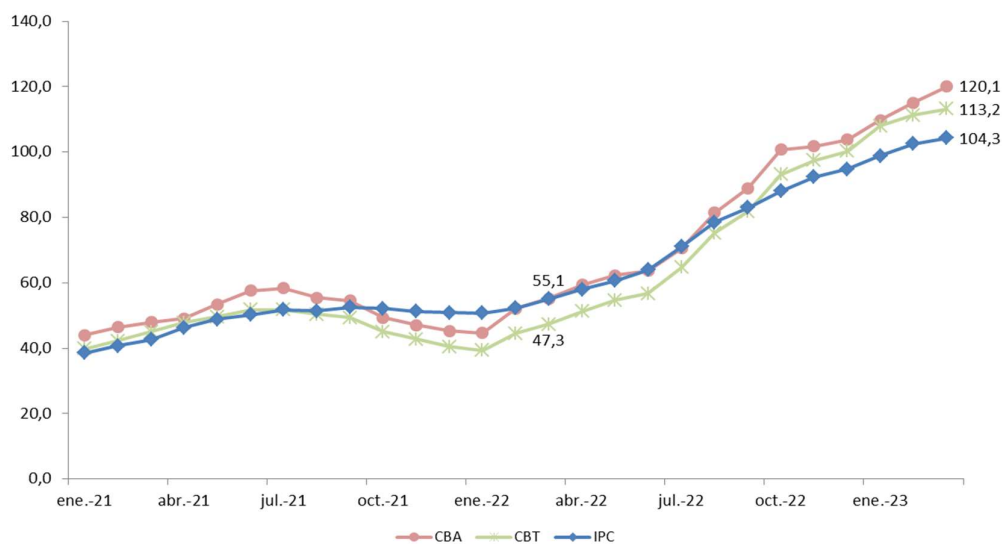
Cuadro 3. IPC Nacional. Variaciones interanuales según divisiones de la canasta. En porcentaje.

	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23
Nivel general	50,7	52,3	55,1	58,0	60,7	64,0	71,0	78,5	83,0	88,0	92,4	94,8	98,8	102,5	104,3
Alimentos y bebidas no alcohólicas	50,5	55,8	59,7	62,1	64,2	66,4	70,6	80,0	86,6	91,6	94,2	95,0	98,4	102,6	106,6
Bebidas alcohólicas y tabaco	51,1	49,7	48,8	48,4	54,4	56,2	61,2	69,1	74,8	80,3	89,7	92,9	103,3	108,4	113,4
Prendas de vestir y calzado	66,3	67,2	67,3	73,4	79,6	83,6	96,7	109,0	118,0	121,5	122,4	120,8	120,6	121,7	118,8
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	29,1	30,1	38,3	39,8	41,8	47,8	50,3	56,8	58,6	66,3	76,8	80,4	91,5	95,2	93,1
Equipamiento y mantenimiento del hogar	47,1	46,9	48,7	50,4	54,8	58,9	70,7	79,2	83,6	87,5	92,5	97,2	101,2	102,4	105,2
Salud	52,9	53,1	54,5	58,5	60,7	67,2	72,1	74,6	74,7	78,6	81,5	90,9	92,3	95,4	96,9
Transporte	54,9	55,0	56,9	56,5	56,7	59,0	63,9	71,0	75,6	77,9	84,7	86,2	92,0	91,8	91,5
Comunicación	26,8	26,3	30,6	34,6	37,4	28,9	35,5	41,8	41,4	56,7	65,3	67,8	68,6	79,2	76,5
Recreación y cultura	46,2	46,2	43,4	48,7	51,7	54,8	70,0	72,1	74,6	77,3	82,1	83,2	91,6	98,8	100,8
Educación	56,4	60,4	54,3	56,2	57,7	59,0	64,6	65,8	66,6	76,0	81,1	86,3	86,9	87,8	96,0
Restaurantes y hoteles	65,8	64,1	67,8	73,4	76,7	81,9	90,6	97,5	99,0	105,2	106,3	108,8	109,9	116,4	121,4
Bienes y servicios varios	41,8	43,3	48,0	50,3	52,7	57,3	64,8	73,3	81,2	86,1	93,0	97,8	102,6	106,8	108,3

Fuente: Elaboración IPYPP en base a IPC Nacional-INDEC.

El régimen de alta inflación en el que ha ingresado la economía argentina genera un escenario donde los precios se vuelven extremadamente sensibles a cualquier incremento en las variables que influyen en su dinámica, así como también a contextos de incertidumbre económica. Por otra parte, sus actualizaciones adquieren una velocidad cada vez mayor y se dificulta aún más frenar la inercia. Este contexto ha tenido un impacto directo en los bolsillos de los sectores populares, que se agrava si tenemos en cuenta que los productos básicos incluso muestran un incremento superior al promedio de precios.

Gráfico 3. Evolución de la variación interanual de la CBA, la CBT y el IPC. En porcentaje. Enero 2021-Marzo 2023.



Fuente: Elaboración IPYPP en base a datos de INDEC.

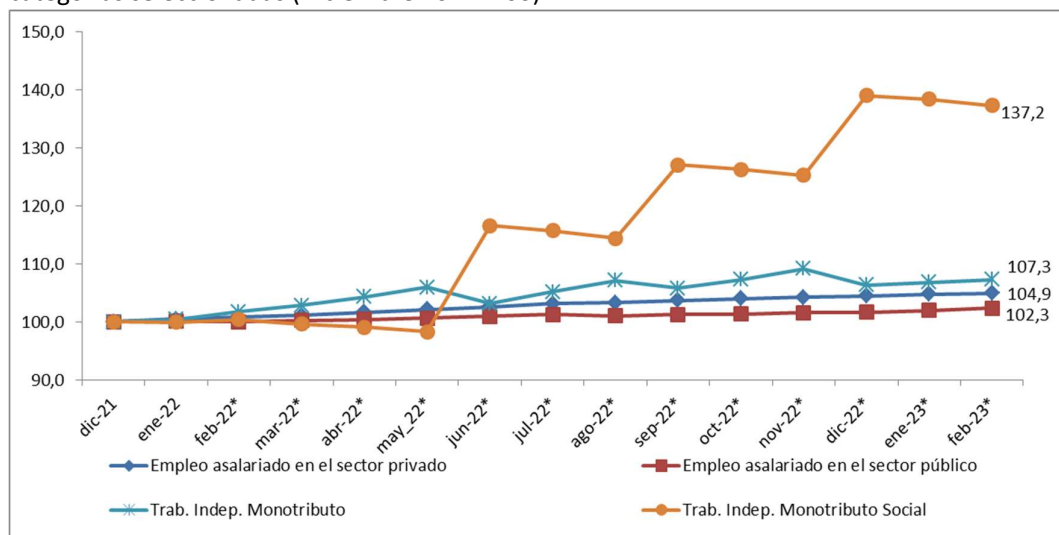
1.b) Precariedad, informalidad laboral y reducción salarial

Si bien durante 2022 el empleo creció, incluso en el 4to trimestre (verificándose una disociación entre el comportamiento del mercado laboral y el freno de la actividad económica), el crecimiento interanual del empleo (del 43,6% al 44,6%) fue explicado

principalmente por el segmento de asalariados informales, según los datos provistos por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). Esto se ve con claridad al constatar que, de los 616 mil puestos de trabajo creados en el último año, 499 mil son asalariados no registrados y 27 mil son cuentapropistas (85,3% del empleo generado). Así, el incremento en el empleo precario se sostiene como rasgo predominante en la creación del empleo durante el 2022.

La información publicada por el Ministerio de Trabajo basada en las estadísticas de registro del SIPA, también da cuenta de la creciente relevancia de las inserciones precarias en el incremento del trabajo registrado. En efecto, si bien el empleo asalariado formal en el sector privado se incrementó un 4,2% interanual a Febrero 2023 (+255 mil ocupaciones), el conjunto de monotributistas casi que triplicó ese crecimiento (+11,7% interanual; +261 mil ocupaciones), impulsado principalmente por el segmento de más bajos ingresos, registrado bajo la categoría del monotributo social.

Gráfico 4. Evolución del Trabajo registrado según modalidad de ocupación principal en categorías seleccionadas (Diciembre 2021=100).



Fuente: Elaboración IPYPP en base a OEDE-MTEySS.

El crecimiento del empleo impulsado por ocupaciones precarias se conjugó durante 2022 con el deterioro de los salarios reales. A partir del tercer trimestre, los salarios registraron pérdidas reales interanuales: a Diciembre, cayeron un 2,3% interanual y se ubicaron un 26,9% por debajo de Diciembre 2015 para el promedio de los asalariados, mientras que en el segmento de los no registrados acumularon una pérdida real cercana al 47% respecto a fines de 2015. Los últimos datos disponibles, correspondientes a Marzo 2023, dan cuenta que el nivel general de salarios tuvo una caída interanual del -0,9% real, moderada parcialmente en ese mes por el impacto de las paritarias en el sector público.

1.c) Ajuste en la protección social y deterioro en las condiciones de vida

Los altos niveles de inflación en 2022 fueron funcionales al cumplimiento de la meta fiscal vía licuación del gasto social. El ajuste operado en el gasto tuvo por claro reflejo una caída en la protección social de los sectores más vulnerables. El gasto público perdió en el año 2022 1,1% en términos reales, con especial reflejo sobre las **jubilaciones y pensiones** que perdieron 6,9%

por aplicación de la fórmula de movilidad jubilatoria en un contexto de inflación acelerada. Los bonos extraordinarios otorgados a los beneficiarios de menores ingresos no fueron suficientes para compensar la caída de la partida en el presupuesto del sector público. También la AUH perdió 8,7% real como consecuencia de la aplicación de la fórmula de movilidad en un contexto inflacionario. No aplicaron en el caso de la AUH bonos extraordinarios que pretendieran compensar las pérdidas en el valor de la asignación, como en los haberes jubilatorios. Para este segmento de la población, las compensaciones vinieron por el lado de la Tarjeta Alimentar, programa que complementa la prestación por hijo para una parte de ese universo.

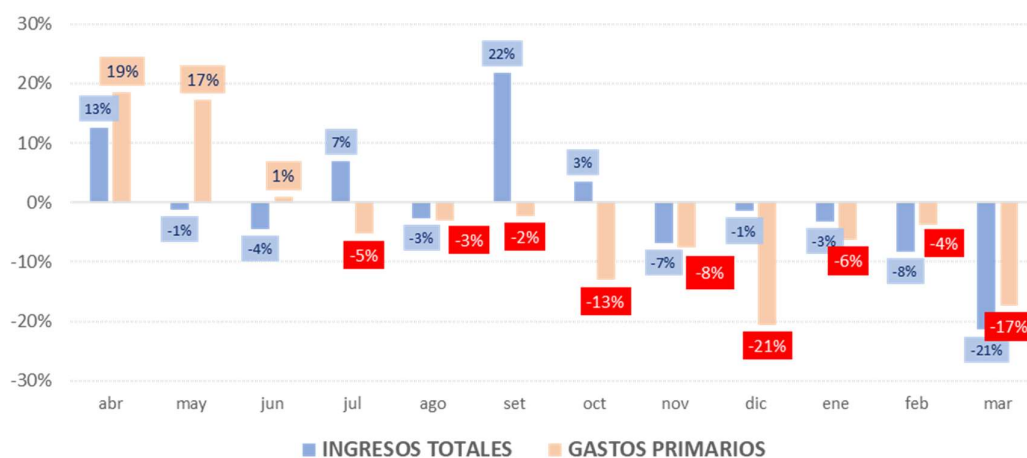
Se verifica la potencia del ajuste en el 2do semestre de 2022 que continúa en el 1er trimestre de 2023 cuando se observa también una caída en los ingresos públicos medidos en términos reales.

Cuadro 4. Sector Público Nacional. Ingresos totales y Gastos primarios. Base Caja. En % de variación real interanual 1er y 2do semestre 2021/2022, anual 2021/2022 y 1er trimestre 2023/2022.

Variación real interanual en %	2022			2023
	1ºSem	2ºSem	ANUAL	1ºTrim
INGRESOS TOTALES	4,2%	0,7%	2,2%	-11,7%
Tributarios	4,9%	2,6%	3,7%	-9,2%
Rentas de la propiedad	98,4%	-20,6%	22,9%	-50,6%
Otros ingresos corrientes	-51,3%	-13,4%	-33,2%	18,5%
Ingresos de capital	155,0%	38,2%	63,7%	-98,4%
GASTOS PRIMARIOS	11,6%	-9,7%	-1,1%	-6%
Gastos corrientes primarios	11,2%	-11,6%	-2,5%	-8,8%
Jubilaciones y pensiones contributivas	4,5%	-6,9%	-2,2%	-6,9%
AUH	-13,9%	-12,8%	-13,5%	-8,7%
Asignaciones Familiares	29,9%	-11,9%	4,3%	-43,3%
Pensiones no contributivas	11,3%	-3,0%	3%	-15,4%
PAMI	4,3%	3,1%	3,8%	2,5%
Programas Sociales	45,8%	-12,0%	8%	65,7%
Subsidios económicos	19,0%	-26,1%	-10,2%	-37,4%
Salarios	10,8%	3,2%	6,8%	7,5%
Otros gastos de funcionamiento	2,7%	-35,5%	-22%	-24,7%
Transferencias corrientes a provincias	16,5%	-25,4%	-10,6%	-19,1%
Transferencias a universidades	1,8%	1,4%	2,1%	-4%
Otros gastos corrientes	13,5%	-27,5%	-12,3%	-33,6%
Gastos de capital	17,2%	17,4%	18,7%	36,8%

Fuente: Elaboración IPYPP en base a MECON

Gráfico 5. SPN Base caja. Ingresos totales y Gastos primarios. En % de variación real interanual. Mensual de abril 2022 a marzo 2023



Fuente: Elaboración IPYPP en base a MECON

Los elevados niveles de inflación en conjunto con el ajuste del gasto social han repercutido gravemente en el poder adquisitivo de los sectores populares en su conjunto. El retraso de los ingresos en relación con la CBT produjo un recorte tanto en las prestaciones actualizadas por movilidad (-4,2% en el primer trimestre 2023 y -15,7% interanual) como en Potenciar Trabajo, que se actualiza a la par que el Salario Mínimo (-4% en el primer trimestre y -1,2% interanual). Si se considera la suma de la AUH y la Prestación Alimentar en relación con la evolución de la CBA, estos montos tuvieron una caída real del 3% en los primeros meses del año y se ubican un -12,4% por debajo de Marzo 2022.

Cuadro 5. Evolución de la variación trimestral real en conceptos de ingresos seleccionados. Deflactado por la CBT (excepto las prestaciones para la población menor de 18 años deflactada por CBA).

		Movilidad (AUH, Haberes, PNC)	Haber mínimo + bonos	Potenciar Trabajo	AUH+TA (deflactado por CBA)
2022	2º trimestre	-4,6%	12,3%	5,8%	7,7%
	3º trimestre	-4,0%	-14,0%	-2,3%	-9,7%
	4º trimestre	-5,3%	5,4%	-1,2%	-5,9%
2023	1º trimestre	-4,2%	-0,6%	-4,0%	-3,0%

Fuente: Elaboración IPYPP en base a ANSES, MECON e INDEC.

En este marco, el primer año del acuerdo con el Fondo no podía sino cerrar con un nuevo salto en la pobreza. Los últimos datos disponibles daban cuenta que durante el 2022 más de 2 millones de personas cayeron bajo la línea de pobreza y 152 mil se sumaron al conjunto de indigentes. Así, la pobreza cerró el año con un aumento de 4,1 puntos porcentuales (del 36,5% al 40,6% en el 4to trimestre). La confluencia de una mayor precariedad en el empleo junto con el deterioro en los ingresos, produjo que el incremento en la actividad económica (el PBI creció 1,9 p.p. interanual) conviva con un proceso de pauperización. En función de la evolución de los ingresos en los primeros meses de 2023, el 41% de pobreza podría constituir un piso que tenderá a agravarse frente al cuadro de recesión económica y aceleración inflacionaria inducido por el acuerdo con el Fondo y agravado por la sequía.

2. ¿Por qué el Acuerdo de Facilidades Extendidas no es cumplible en 2023?

Una combinación de factores exógenos y endógenos al programa diseñado por el FMI hacen que las metas impuestas en el acuerdo ya no puedan cumplirse en 2023, a pesar de la obediencia del Gobierno al programa económico impuesto. A grandes rasgos, se destaca:

- El gravísimo shock causado por la sequía perjudicó de manera determinante los cultivos de los productos que la Argentina exporta, afectando las ventas externas, el crecimiento y la disponibilidad de divisas. La irrupción de la sequía no sólo ha perjudicado el cumplimiento de la meta de reservas, sino que ha generado una abrupta caída en la recaudación. Las estimaciones disponibles dan cuenta que no ingresarán al menos U\$S 13.000 millones de dólares mientras el impacto en las retenciones será del orden de los US\$3.700 millones (más adelante se presenta en detalle). Estos efectos fueron claramente subestimados por el Fondo, con acuerdo del Gobierno, en el último informe de revisión, donde sólo se concedió una leve e insuficiente reducción en la meta de reservas, pero se mantuvo la estricta meta fiscal pauta para este año.
- Más allá de la sequía, la reducción del déficit fiscal establecida para 2023 implica un ajuste de tal magnitud que resulta inviable en términos sociales y políticos en un año electoral, por la fragilidad del cuadro social vigente y porque el ajuste previsto en subsidios tendrá fuertes efectos inflacionarios en un contexto donde el alza de los precios amenaza con espiralizarse. Asimismo, el camino del ajuste monetario y fiscal impone un sesgo contractivo a la actividad afectando los ingresos públicos y dificultando aún más el cumplimiento de la meta. Es decir, originalmente el recorte exigido por el FMI para este año era del 0,6 p.p. pero este asciende a 1,2 p.p. si se considera la caída de los tributos por la recesión económica, y vuelve a ascender a 1,5 p.p. si además consideramos el impacto de la sequía.
- Por otro lado, las concesiones cambiarias otorgadas a los exportadores para que adelanten exportaciones entre septiembre y diciembre del año pasado, que permitieron sobrecumplir las metas de 2022, sentaron un precedente que genera efectos contraproducentes de aquí en adelante: a. se premió y profundizó el comportamiento especulativo de los exportadores; b. se generaron menores exportaciones durante el 1er trimestre de 2023 (a causa del sobreadelanto previo), perjudicando la recaudación y el ingreso de divisas, lo que hasta ahora no pudo ser compensado por la fallida reedición del mal llamado “Programa de Incremento Exportador”, más conocido como “Dólar Soja 3”. El bajo impacto de esta última edición no sólo conjuga el efecto de la sequía y el adelanto generado por las ediciones previas, sino también la reticencia de los exportadores a liquidar por un valor de \$300 frente a las últimas corridas cambiarias que llevaron al dólar financiero a niveles superiores a los \$460, reforzando las presiones devaluatorias en curso.

En suma, esta política de devaluación selectiva no sólo consigue cada vez menos dólares comerciales, sino que alimenta importantes transferencias de recursos al agronegocio que alcanzaron el equivalente al 0,7 p.p. del PBI, un monto muy similar al recorte recomendado por el FMI en asistencia social: 0,8 puntos del producto. Para lograr esto las recomendaciones fiscales del staff del Fondo pasan por: 1) mejorar la

focalización del gasto social (eliminando superposiciones), en particular, se espera una reducción en los beneficiarios del programa Potenciar Trabajo²; 2) emitir normativa que limite el ingreso³ de beneficiarios a la moratoria previsional impulsada por la Ley 27.705 (solo para aquellos potenciales beneficiarios con mayor necesidad), de este modo se estima que ANSES pueda compensar internamente el impacto fiscal de los ingresantes sin aumentar el déficit fiscal.

Cuadro 6. Estimación de la transferencia de recursos al Sector Sojero por aplicación del Programa de Incremento Exportador. En millones de US\$ y % del PBI.

en millones		Exportaciones en U\$S	Diferencial de cambio	Transferencia neta DEX en \$
DÓLAR SOJA 1	sep-22	8.000	56	\$300.160
DÓLAR SOJA 2	dic-22	3.400	58	\$132.124
DÓLAR SOJA 3	del 8 al 24 de abril 23*	2.000	84	\$112.560
* El programa se extiende hasta el 31/5. solo se cuenta con datos de liquidación de exportaciones hasta el 24/4				\$545.000 0,7% PBI

Fuente: elaboración propia en base a MECON y BCRA

- Respecto al cumplimiento de la meta monetaria, para el total del 2023, la cota de financiamiento monetario del BCRA al Tesoro está impuesta en \$883.000 millones equivalente al 0,6% del PBI. Este financiamiento contempla un esquema fiscal que alcance diciembre con un déficit primario de 1,9% del PBI. Así, la inconsistencia que implica no haber aliviado la meta fiscal en el escenario de la fuerte sequía, se traslada también a la exigencia monetaria, que se sostiene sobre un cada vez más abultado e insostenible proceso de endeudamiento en pesos. Ello ha llevado a otorgar instrumentos cada vez más convenientes al sector privado (como los títulos ajustados por CER o los bonos duales otorgados a los bancos privados en el canje de Marzo), al tiempo que el BCRA ha debido intervenir sucesivamente en el mercado secundario de títulos públicos para garantizar de forma indirecta la obtención de financiamiento neto al Tesoro.
- En suma, el acuerdo resulta inconsistente. El interés del programa por la obtención de divisas centrada principalmente en la profundización del carácter exportador y extractivo cuya liquidación está a cargo de grandes corporaciones oligopólicas en los principales sectores, genera una zona permanente de conflicto en torno al valor del dólar. Sin regulación sobre el comercio exterior, la tensión se traduce en sobreexigencias del nivel de reservas.

² El informe señala que, tras una reciente auditoría se dieron de baja de alrededor de 97.000 beneficiarios, a los que ahora espera se sumen otros 400.000 beneficiarios que reingresarían al mercado laboral y otros 500.000 beneficiarios que volverían a matricularse en la escuela.

³ Según menciona el FMI en su informe, las estimaciones independientes sobre el costo de la moratoria son de a menos del 0,2% del PIB en 2023, aumentando a alrededor del 0,4% del PIB en el medio plazo, suponiendo la entrada de los 800.000 beneficiarios potenciales en el nuevo régimen.

- Comúnmente se plantea que el nivel de reservas es una condición para el valor del dólar ya que permite al BCRA "defender" la cotización del tipo de cambio. Sin embargo, lo que este saber general casi axiomático omite es que, si hay que "defender" un valor es porque hay una disputa permanente por ese valor, encabezada por un conjunto de actores. Es decir, es más bien la capacidad especulativa y nociva sobre el tipo de cambio la que afecta al nivel de reservas internacionales - comprometiendo, inclusive, las importaciones que precisa el aparato productivo-. El renunciamiento por parte del Gobierno para ejercer la política fiscal y monetaria como modo de impulsar la economía reproduce la situación de crisis. Una crisis que difícilmente pueda resolver el mercado porque el sector productivo, encima, enfrenta tasas de interés en ascenso y un marco especulativo habilitado por las necesidades de financiamiento del Estado con los privados. Es claro, entonces, que sin revertir la injusticia tributaria y que los ricos paguen lo que corresponde, el equilibrio fiscal resulta una utopía liberal que sólo sufre la población a través de la devaluación del Estado Social. Al respecto, sobresale la falta de ideas, aunque nada ingenua, del FMI para acotar las recomendaciones de ajuste fiscal al recorte en subsidios y planes sociales, omitiendo la posibilidad de incluir un conjunto de medidas que apunten a gravar a las mayores rentas, reducir la evasión impositiva del poder económico, eliminar exenciones regresivas y reducir el gasto tributario⁴.

Para ponerlo en términos sencillos, el programa le exige al Estado dólares sin conmovier a quienes están sentados sobre ellos (los grandes agentes del agronegocio, el oligopolio petrolero y algunos grandes industriales) y le exige pesos que puedan comprar esos dólares sin acentuar la recaudación sobre quienes los sobreacumulan. El resultado previsible es la inestabilidad económica. En definitiva, no hay estabilidad macroeconómica que valga sin alterar las relaciones de propiedad y poder establecidas.

La sequía sólo adelantó un incumplimiento sistémico. Las características del acuerdo indican que éste consiste en un crédito destinado a cubrir los vencimientos del Stand-By (2018) que durante todo el año 2022 obtuvo un financiamiento neto positivo por USD 6.400 millones por el hecho de que los vencimientos -intereses y capital- ascendieron a USD 17.900 millones, monto inferior a los USD 24.300 millones de desembolsos realizados. Sin embargo, luego del 2023 hasta el 2034, la diferencia entre los desembolsos y servicios de deuda resulta negativa lo que ocasiona pagos netos anuales por un total de USD 4.900 millones hasta el 2027 alcanzando un promedio de USD 8.100 millones entre 2028 y 2031⁵. Es decir, que desde el 2023 al 2034 deberían girarse poco más de USD 59.000 millones al FMI, lo que equivale a afrontar nada menos que 4 sequías más en los próximos 10 años.

A continuación se detallan estos argumentos presentados a partir de un análisis de cada una de las metas.

⁴ Incluso en 2022 se dio una reducción de "otros ingresos no tributarios" debido a que dejó de recaudarse el aporte extraordinario. Ello generó que el ajuste en el gasto deba ser mayor en 2022 que el 0,5% del PBI que surge de comparar -3% en 2021 y -2,5% meta de 2022.

⁵ Fuente: Oficina del Presupuesto del Congreso de la Nación.

Las metas FMI 2023.

I. La meta fiscal. El objetivo fiscal para este año es inducir un nuevo ajuste del gasto que permita alcanzar al mes de diciembre un déficit primario equivalente al -1,9% del PBI, partiendo del -2,5% de 2022. Para alcanzar estos objetivos las recomendaciones realizadas por el FMI en el último informe de revisión de metas pasan por **recortar subsidios al máximo (ajuste del gasto en 0,6% del PBI), reducir fuertemente la asistencia social (ajuste del gasto en 0,8% del PBI) y las transferencias a provincias (ajuste del gasto en 0,1% del PBI) y minimizar el efecto fiscal de la moratoria previsional**⁶. Por el lado de los ingresos fiscales, restringen la posibilidad de utilizar la “contabilidad creativa”, que en 2022, aportó el equivalente a 0,3% del PBI en concepto de rentas de la propiedad por emisiones primarias. Con recursos tributarios menores por efecto de la sequía, en 2023 se espera un ajuste del gasto de 1,6 puntos del producto en relación con el 2022.

Cuadro 7. Programa fiscal SPN. Base caja 2022 y 2023 en % del PBI.

PROGRAMA FISCAL 2023.			
Elaborado por MECON y cálculos del staff FMI			
en % del PBI	2022	2023	DIF
	FINAL	REVISADO	
INGRESOS	17,70%	16,70%	-1%
Ingresos tributarios	10,90%	10,20%	-0,70%
Ingresos Seg Social	5,10%	5,30%	0,20%
Otros ingresos	1,70%	1,20%	-0,50%
GASTOS PRIMARIOS	20,20%	18,60%	-1,60%
Salarios	2,90%	2,90%	-
Bienes y Servicios	0,80%	0,70%	-0,10%
Jubilaciones y pensiones	7,50%	7,60%	0,10%
Asistencia Social	3,70%	2,90%	-0,80%
Subsidios económicos	2,60%	2%	-0,60%
Transferencias a provincias	0,70%	0,60%	-0,10%
Gastos de Capital	1,60%	1,60%	-
otros gastos	0,40%	0,20%	-0,20%
RESULTADO PRIMARIO	-2,50%	-1,90%	-0,60%

Fuente: IMF Country Report No. 22/322 y IMF Country Report No. 23/133

Lo que estos cálculos no contemplan, porque parten de supuestos macroeconómicos que subestiman el efecto de la sequía y de la desaceleración de la economía en 2023, es la caída de recursos por contracción del producto. Los cálculos de los funcionarios del Ministerio de Economía y del FMI volcados en el cuadro anterior suponen un aumento del PBI de 2% en 2023. Todas las proyecciones privadas que incorporan estimaciones más realistas del efecto de la sequía en las exportaciones y en su derrame sobre la actividad económica auguran caídas del producto de entre 3% y 4% que serán determinantes para explicar la trayectoria de la recaudación pública durante el año.

⁶ La Ley 27.705 de marzo de 2023 crea el PLAN DE PAGO DE DEUDA PREVISIONAL que permite el pago de aportes previsionales por parte de personas físicas que los adeuden con el fin de que puedan acceder a las prestaciones previsionales. Según las estimaciones preliminares de ANSES, existe un potencial de ingresantes de 800.000 personas. Las recomendaciones del FMI es limitar el acceso para que alcance solo a quienes su situación socio patrimonial lo justifique.

Para el 1er trimestre de 2023, la meta fiscal era alcanzar un déficit primario base caja del Sector Público Nacional de \$441.500 millones. Este valor resultó superado en más del 50% con un valor de \$689.928 millones que, por primera vez desde que se acordó el programa, incumple la meta fiscal. A este resultado se llegó porque la recaudación tributaria ya comenzó a mostrar **los efectos de la recesión económica y la sequía en los impuestos que gravan las operaciones de importación y exportación, que perdieron en términos reales 68,9% y 22,2% respectivamente respecto del mismo trimestre de 2022**. Por el lado de los gastos, los ajustes no lograron compensar la caída en la recaudación, sin bien **cayeron en términos reales las prestaciones sociales (-2,1%), los subsidios económicos (-37,4%) y las transferencias a provincias (-19,1%)**. En el cuadro a continuación se muestra la caída real de algunas partidas seleccionadas de los ingresos y gastos públicos durante el 1er trimestre de 2023.

Cuadro 8. SPN Base caja. Partidas seleccionadas de ingresos y gastos. 1er trimestre 2023 respecto al 1er trimestre de 2022. En % de variación real interanual.

SPN Base Caja en var interanual real	1ºT 2023
INGRESOS TOTALES	-11,70%
Tributarios	-9,20%
Derechos de exportación	-68,90%
Derechos de importación	-22,20%
GASTOS PRIMARIOS	-6,00%
Prestaciones sociales	-2,10%
Subsidios económicos	-37,40%
Gastos de funcionamiento y otros	-1,00%
Transferencias corrientes a provincias	-19,10%
Transferencias a universidades	-4,00%
Otros gastos corrientes	-33,60%

Fuente: Elaboración propia en base a MECON

La merma en la recaudación por derechos de exportación obedece a la combinación de tres factores: 1. los efectos directos de la sequía en los volúmenes de cereales producidos y exportables 2. durante los últimos 4 de meses de 2022, a través de los mecanismos dólar soja 1 y 2, se produjo un adelantamiento de exportaciones que redujo las liquidaciones de los meses posteriores 3. la expectativa por una nueva edición del mecanismo de privilegio cambiario⁷.

En el cuadro a continuación se observa la merma en el cobro de exportaciones del 1er trimestre de 2023 que cayó 12% en relación al mismo periodo de 2021 y 28% respecto de 2022. En el siguiente cuadro, la caída en la recaudación por derechos de exportación, medida en dólares.

⁷ De hecho, a principios del mes de abril se lanzó el “dólar soja 3” con alcance a otros productos de la canasta exportable, con duración hasta finales de mayo. El incentivo cambiario (exportaciones a \$300) no resultó suficiente, hasta el momento, ya que los exportadores liquidaron una porción pequeña de las operaciones acordadas con el gobierno.

Cuadro 9. Cobro de exportaciones en millones de US\$. 1er trimestre 2021, 2022 y 2023.

	en US\$ millones	2023 respecto de :
1er trim 2021	16.144	-12%
1er trim 2022	19.738	-28%
1er trim 2023	14.525	

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Cuadro 10. Ingresos del SPN por Derechos de Exportación en millones de US\$. 1er trimestre 2021, 2022 y 2023.

	en US\$ millones	2023 respecto de :
1er trim 2021	2.346	-56%
1er trim 2022	2.870	-64%
1er trim 2023	1.022	

Fuente: Elaboración propia en base a MECON

La disminución en los recursos hace que resulte altamente desafiante cumplir con la meta fiscal en 2023. Un ejercicio de estimación propio calcula la pérdida por ingresos en el orden del 1% del PBI, esto hace que la previsión de déficit primario esté por encima del 3% del producto para el acumulado anual.

II. Acumulación de reservas internacionales. El objetivo en materia de acumulación de reservas internacionales netas en el BCRA estaba originalmente establecido en aumentar durante 2023 el stock de reservas en US\$9.800 millones. Incorporando el efecto de la sequía en los ingresos de divisas del país, esa meta fue reducida por el organismo hasta US\$8.000 millones.

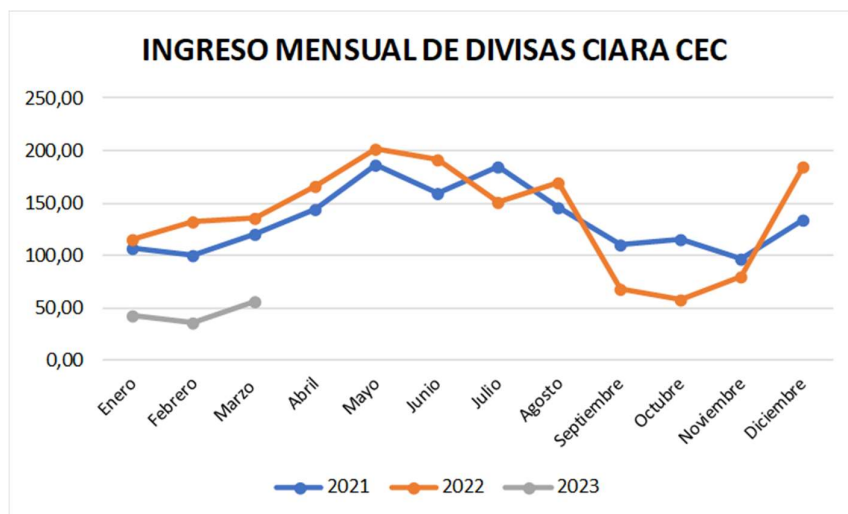
Para el 1er trimestre del año, el objetivo revisado por la sequía era mantener un stock de US\$1.900 millones⁸. Esto implicaba una pérdida de reservas netas durante el trimestre del orden de los US\$3.500 millones. En los hechos, la ínfima liquidación de los exportadores llevó ese stock, a pesar de las restricciones operadas sobre las importaciones, a apenas US\$900 millones dando cuenta de una pérdida mayor a la pronosticada (se perdieron más de US\$4.500 millones en el trimestre) incumpliendo también la meta de acumulación de reservas internacionales.

La Cámara de la Industria Aceitera (CIARA CEC), publica mensualmente el ingreso de divisas que sus asociados registraron por exportaciones de cereales y oleaginosas. En el siguiente gráfico, se puede observar la liquidación mensual en 2021-2022-2023. En los últimos meses de

⁸ En diciembre de 2022, los cálculos realizados según la metodología FMI daban cuenta de un aumento en las reservas de US\$5.426 millones (por sobre los US\$2.277 millones que existían en diciembre de 2021).

2022, hasta diciembre, se visualiza el efecto retención derivado del “dólar soja 1”. Durante el primer trimestre de 2023, la liquidación informada fue de sólo 2.802 millones de dólares, comparado a 7.925 millones en igual período de 2022.

Gráfico 6. Ingreso mensual de divisas 2021-2023.



Fuente: Elaboración IPYPP en base a CIARA.

Cuadro 11. Stock estimado de Reservas internacionales Netas del BCRA. En millones de US\$.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCRA <i>calculadas según metodología FMI en millones de US\$</i>		
	variación r/Dic 2021	Reservas totales
Stock a diciembre 2021		2.277
Stock a diciembre 2022	5.426	7.703
pérdida prevista en el 1er trim 2023	3.526	4.177
Stock estimado a marzo 2023	923	3.200
Stock estimado a abril 2023	2.300	35
Stock estimado al 10 de mayo 2023 ⁹		-1.220

Fuente: elaboración propia en base a BCRA y FMI

Estas diferencias entre las metas FMI y la posibilidad real de acumular reservas del BCRA surgen de que las revisiones del organismo no incorporaron una valoración realista del efecto de la sequía en la economía de 2023 ni la siempre presente tendencia de los exportadores a especular y retener producción para presionar por mayores devaluaciones.

⁹ Esta estimación toma la cantidad de reservas internacionales brutas publicadas por el BCRA diariamente en su cuenta de Twitter.

El efecto de la sequía en las exportaciones

El staff del organismo incluye en el último informe de revisión del acuerdo un apartado donde estima los efectos de la sequía en el balance de pagos argentino de 2023. Las proyecciones sobre producción de cereales (principal rubro exportador) se vuelcan en el siguiente cuadro:

Cuadro 12. Producción trigo, maíz y soja 2022 y estimación 2023. En millones de toneladas

en millones de toneladas	Trigo	Maíz	Soja
2022	22,1	59	44
2023	13,3	46,8	45,5
<i>variación interanual</i>	-8,8 -40%	-12,2 -21%	+1,5 +3%

Fuente: IMF Country Report No. 23/133. FOURTH REVIEW de abril 2023.

El reflejo en las exportaciones totales de bienes y servicios es, para el staff del FMI, un **aumento anual de U\$S1.863 millones entre 2023 y 2022.**

Sin embargo, las estimaciones publicadas por la Bolsa de Comercio de Rosario -una de las fuentes más consultadas a este respecto- difieren radicalmente con los cálculos del Fondo, principalmente en los cultivos de maíz y soja: estiman en 2023 11,5 millones de toneladas de trigo menos que en 2022 (reduciendo la producción a la mitad); 19 millones de toneladas de maíz menos (-37% i.a.) y 19,2 millones de toneladas de soja menos que en 2022 (-45% i.a.).

En cuanto al ejercicio de estimación propio, debemos diferenciar el cálculo de pérdida de valor exportable total de la cosecha 22/23 del efecto sobre el ingreso de divisas por exportaciones de cereales y oleaginosos para el año calendario 2023. El primero resulta de ajustar el volumen de producción y exportación de la cosecha en base a las estimaciones disponibles y las perspectivas para los precios FOB de los componentes de conjunto de cadenas de cereales y oleaginosos. Este cálculo nos permite proyectar una **perdida de divisas total para la cosecha 22/23 del orden de los US\$18.600 millones.**

Sin embargo, la cosecha no se comercializa en forma total en el año calendario, nuestra proyección de ingresos de divisas por intercambio de cereales y oleaginosos¹⁰ durante 2023 es

¹⁰ Esta metodología permite comparar variaciones entre años calendarios. Para ello es necesario tener en cuenta que el período de comercialización de la cosecha de un grano, no se concentra en un solo año calendario. Ese período se inicia con la cosecha (también hay movimientos previos con ventas anticipadas para financiar las labores agrícolas) y no necesariamente finaliza con la nueva cosecha, que será doce meses después. Los productores pueden mantener stock para vender más adelante. Lo comentado tendría relación con las características técnicas de una producción estacional de: 1) alto volumen, 2) perdurabilidad, 3) facilidad de mantener stock. Pero existen otras características que se vinculan a la comercialización y que tienen un uso amplio y consolidado. Las firmas exportadoras - multinacionales con acceso al crédito externo a menor tasa-se financian en el mercado internacional. En este esquema, usualmente las exportadoras ingresan divisas cuando le compran a los productores. Es decir que son las ventas de los productores que en un mercado "usual", determinan el ingreso de divisas. Estas características técnicas y comerciales nos orientan a calcular el ingreso de divisas anual, considerando cuando los productores venden la cosecha.

de US\$27.314 millones. La utilizada metodología combina las proyecciones de la cosecha con la evolución de las compras efectuada por los exportadores compras de las exportadoras a los productores en base a datos de la Secretaría de Agricultura. Además, se supone que: a) en orden a la baja cosecha 22/23 obtenida, la liquidación de divisas de ella derivada se va a concentrar en el año 2023; b) debido al año eleccionario y considerando expectativas de devaluación post-elección, los productores van a liquidar en forma adelantada el nivel mínimo de divisas de la próxima cosecha 2023/24

Así, tomando en consideración lo ya ingresado por la cosecha 21/22, lo remanente de dicha cosecha, lo pendiente de ingreso de la cosecha 23/23 y calculando lo que podría adelantarse de la cosecha 23/24, se proyecta para 2023 el ingreso de divisas por US\$27.314 millones. **La pérdida de divisas anual surge de comparar dicho valor con lo ingresado en 2022, U\$S40.000 millones (valor informado por el BCRA): - US\$12.686 millones.**

La perdida anual por ingresos fiscales provenientes de la recaudación de derechos de exportación se estima en US\$3.726 millones, de acuerdo con las alícuotas actuales del gravamen.

Cuadro 13. Proyección de ingresos de divisas por Exportaciones de cereales y oleaginosos 2023 (cosecha 22/23). En millones de US\$

en millones de US\$	2022 cosecha 21/22	2023 cosecha 22/23	<i>diferencia</i>
Ingresos de divisas por cosecha	42.624	24.024	-18.600
Ingresos de divisas por año	40.000	27.314	-12.686
Cosecha 2022/23		20.424	
Cosecha 2021/22 ingresado		2.145	
Cosecha 2021/22 pendiente		2.745	
Cosecha 2023/24 anticipada		2.000	

Fuente: elaboración propia en base a CIARA CECy Secretaría de Agricultura

III. La meta monetaria y el endeudamiento en pesos. En lo que respecta a la meta monetaria del Acuerdo con el FMI, el límite permitido de financiación del BCRA al Tesoro estuvo impuesto en el 1er trimestre del año en \$139.300 millones. Los adelantos transitorios del BCRA sumaron a marzo \$130.000 millones, esto daría por cumplida correctamente la meta del acuerdo en el primer trimestre. Se destaca que esta emisión fue la primera desde julio de 2022 y la primera de este Ministro quien no había utilizado al momento esta fuente de financiamiento e incluso había hecho una devolución en el mes de agosto cuando arribó al Ministerio. En abril 2023, se recurrió nuevamente a los adelantos transitorios por una suma de \$100 mil millones y en lo que va de Mayo se adicionaron \$140 mil millones.

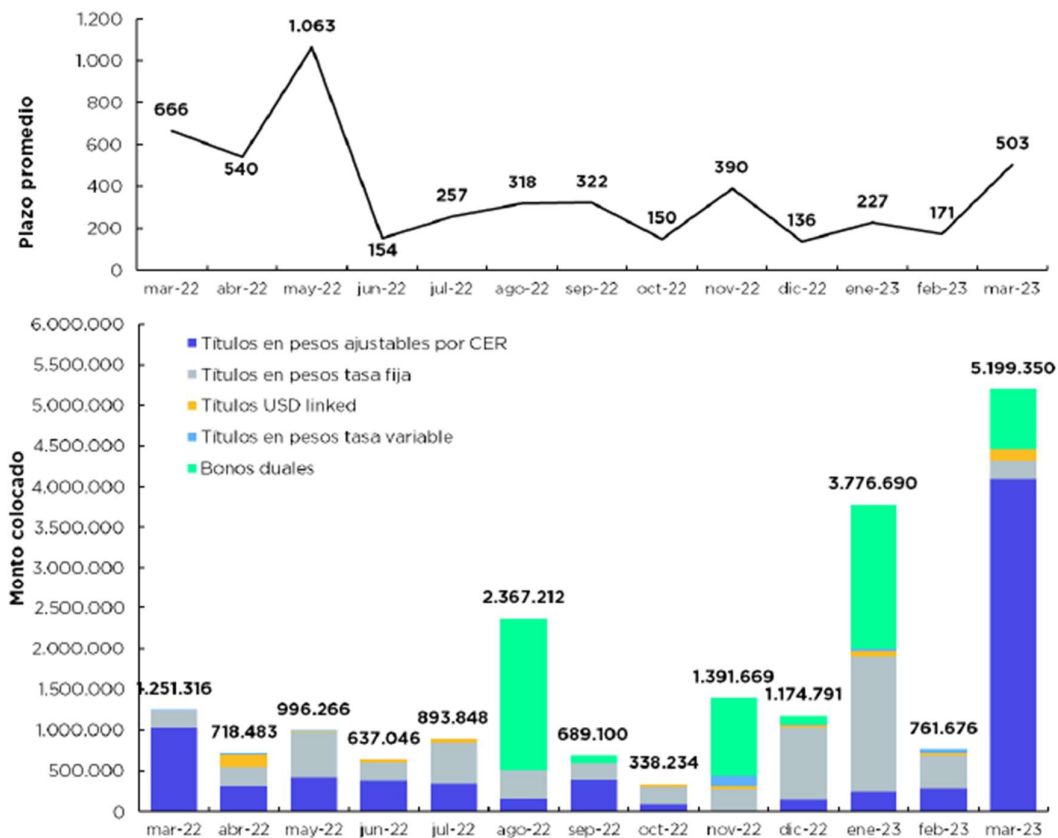
Para el total del año, la cota está impuesta en \$883.000 millones equivalente al 0,6% del PBI. Este financiamiento contempla un esquema fiscal que alcance diciembre con un déficit primario de 1,9% del PBI. Sin embargo, las estimaciones fiscales propias señalan que el déficit

anual será al menos 1 punto del producto por encima de lo previsto, lo que impondrá al Tesoro necesidades de financiamiento no previstas por más de \$2 billones.

De este modo, la inconsistencia que implica no haber aliviado la meta fiscal en el escenario de la fuerte sequía, se traslada también a la exigencia monetaria, que se sostiene sobre un cada vez más abultado e insostenible proceso de endeudamiento en pesos. En efecto, desde Junio 2022 hasta Febrero 2023 (exceptuando Noviembre) las colocaciones de títulos públicos del Tesoro presentaron plazos de vencimiento menores al año, debido a la creciente incertidumbre respecto al devenir de la deuda en pesos con la llegada del próximo Gobierno. Esto llevó a la gestión de Massa a hacer un canje en Marzo con los tenedores de títulos públicos con vencimientos hasta Junio de 2023. A cambio, se colocaron BONCER con vencimiento en abril y octubre de 2024 y febrero de 2025 y bonos duales con vencimiento en febrero de 2024, lo que extendió los plazos de los títulos colocados a un promedio de 503 días. Así, se canjeó aproximadamente el 58% de los títulos elegibles. Buena parte de esos títulos estaban en manos de organismos del sector público, pero la negociación para lograr adhesión se dio principalmente con los Bancos privados. Para ello, además de ofrecer los títulos ajustados por CER y los bonos duales (instrumentos que se ajustan por la suba del CER o del dólar mayorista, el que ofrezca mejor rendimiento), se ofreció un seguro de liquidez que les garantiza a las entidades financieras la compra de esos títulos por parte del BCRA y se las habilitó también a utilizar estos instrumentos para integrar encajes.

Gráfico 7. Licitaciones de títulos públicos según montos colocados y tipo de instrumento

Plazo en días; montos a valor efectivo en millones de pesos



Nota: incluye licitaciones en efectivo y en especie (canjes). Los periodos corresponden a las fechas de licitación.

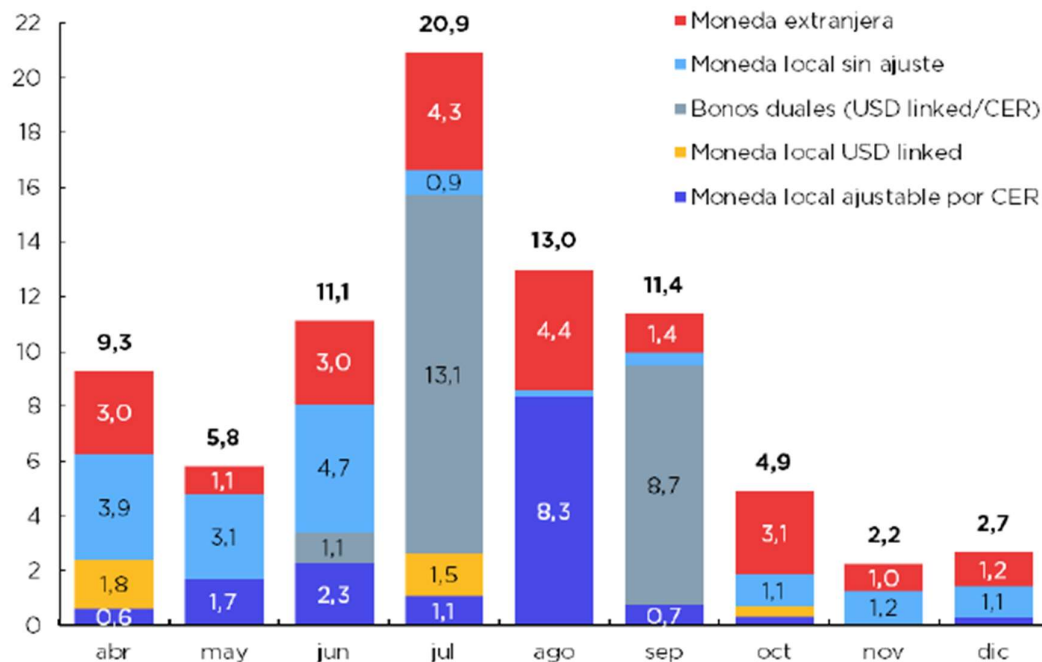
Fuente: OPC en base a datos del Ministerio de Economía.

Por otra parte, el 23 de marzo el Gobierno dispuso, a través del DNU 164/2023, que las tenencias de los organismos del Sector Público Nacional de títulos en dólares emitidos bajo legislación argentina deberán ser vendidas o subastadas en su totalidad. El importe producido por dicha operación deberá ser destinado en 70% a la suscripción de nuevos bonos duales pagaderos en pesos con vencimiento en 2036 y en 30% a gastos, inversiones y/o aplicaciones financieras de los organismos durante 2023. Adicionalmente, el DNU dispuso el canje de las tenencias del SPN de títulos en dólares emitidos bajo legislación extranjera por nuevos bonos duales pagaderos en pesos con vencimiento en 2036. Si bien estas operaciones recaen en un conjunto amplio de organismos públicos, se concentran principalmente en el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES.

A partir de estas medidas, el perfil de vencimientos por tipo de moneda se reconfiguró para los próximos meses, tal como puede verse en el siguiente gráfico, que refiere al total de la deuda, incluyendo también los pagos a realizar al FMI. En Abril el Gobierno tuvo vencimientos importantes de la deuda en pesos que logró refinanciar pero, si bien en mayo serán menores, en Junio y principalmente en Julio volverá a enfrentarse a vencimientos altos que probablemente generarán nuevas tensiones en el campo financiero.

Gráfico 8. Perfil de vencimientos por moneda e instrumentos.

En miles de millones de USD; incluye amortización e interés



Nota: no incluye pagos al Club de París.

FUENTE: estimación OPC, en base a datos del Ministerio de Economía.

Las recomendaciones de política monetaria bajadas por el Fondo no se limitan solo a la mencionada meta cuantitativa, sino que establecen también que Argentina “debe mantener una política monetaria estricta para hacer frente a las crecientes presiones inflacionarias y

respaldar la demanda de activos en pesos”. Ello incluye tasas de interés reales positivas y lo suficientemente altas para contribuir a que, según el organismo, las expectativas de inflación se sitúen en una senda decreciente. En este marco, el crecimiento de la tasa de política monetaria entre marzo 2022 y 2023 trepó del 44,5% al 78%. Esto empujó al alza la tasa de los plazos fijos que pasó del 39,3% al 70,3%, mientras la tasa de préstamos personales se incrementó del 55,9% al 79,6%. En Abril la tasa de política monetaria volvió a subir y se ubica hoy en el 91%, lo que implica una tasa efectiva anual del 141%. Sin embargo, esto genera una expansión monetaria notable por el pago de los intereses, que luego debe ser absorbida vía emisión de LELIQ o pases, retroalimentando el stock de pasivos remunerados del BCRA e incrementando aún más los intereses erogados. Así, entre marzo 2022 y marzo 2023 el stock de LELIQ y pases pasivos creció nominalmente un 121,6% y un 297,7% respectivamente. En un periodo en el cual se registró un crecimiento nominal de la base monetaria del 53% (frente a una inflación del 104,3%), el pago mensual por intereses por LELIQ y otros instrumentos del BCRA creció un 446,1% interanual, siendo el principal factor de expansión de la base monetaria, seguido por el concepto “otros”, que incluye principalmente las operaciones de compra de títulos públicos por parte del BCRA. Respecto a este último punto, la intervención del BCRA en los mercados secundarios de títulos públicos se llevó adelante en sucesivas ocasiones para paliar el contexto de desconfianza generado por la creciente deuda en pesos, sostener el precio de los títulos y garantizar, en forma indirecta mediante la compra de títulos a los organismos públicos, que el Tesoro obtenga financiamiento neto.

A su vez, la expansión monetaria generada mediante la intervención del BCRA en el mercado secundario de títulos públicos tiene como contrapartida el impacto en la cotización de los dólares paralelos, con el consecuente efecto en la inflación. En este marco, el BCRA, cual bombero atolondrado que va agravando los incendios cuando intenta apagarlos, ha intervenido también en las cotizaciones de los dólares paralelos para reducir la brecha y frenar las corridas cambiarias. De hecho, en las últimas semanas, el golpe de mercado impuesto por los sectores concentrados del poder económico llevó a que el organismo conducido por Miguel Pesce deba recurrir directamente a las reservas para contener el impacto de la corrida, incurriendo en otro incumplimiento de los lineamientos establecidos en el acuerdo y dejando nuevamente en evidencia la imposibilidad de mantener el programa en los mismos términos en lo que resta del año.