



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1444 - 1 de Septiembre de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Vasconcelos

Por la magnitud de los desequilibrios, medidas puntuales sólo pueden posponer los problemas

En Foco 1 – Agustín Cavallo

La cuenta corriente del Balance de Pagos entró en terreno negativo en 2022, pese a la significativa postergación del pago de importaciones

En Foco 2 – Marcos Cohen Arazi y Bautista Martina Baldi

Las ventas de maquinaria agrícola muestran síntomas de desaceleración, pero son récord

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Por la magnitud de los desequilibrios, medidas puntuales sólo pueden posponer los problemas

- El saldo de las turbulencias financieras que se iniciaron a principios de junio no ha sido neutro. El sector público ha quedado más endeudado, las reservas del Banco Central más flacas y las expectativas de los agentes económicos más sensibles a cualquier contratiempo
- El impulso fiscal voluntarista del primer semestre, su financiamiento inflacionario y el deterioro adicional en los precios relativos no hicieron más que definir un piso cada vez más elevado para la tasa de inflación. El 2022 comenzó con una inflación interanual (acumulado de doce meses) del 50 %, en mayo ya había superado el 60 %, para julio se ubicó por encima del 70 % y apunta a cerrar el año en el 90 %
- El gobierno presume que tendrá que sobreactuar el frente fiscal para acceder a algún tipo de dispensa, en caso que no se acumulen suficientes reservas para la revisión de las metas de fin de setiembre. Hasta ahora, la mirada de Washington ha sido contemplativa, pero no conviene perforar ciertos límites. De aquí a fin de año se acumulan vencimientos con el FMI por 8,2 mil millones de dólares y, para no caer en default, la Argentina necesita asegurarse los desembolsos del segundo semestre
- En lo que va del año, las compras netas de dólares en el mercado oficial de cambios por parte del Banco Central alcanzan sólo a 16,3 millones de dólares en las operaciones con el sector privado, cuando en igual período de 2021 el monto acumulado había sido de 7,5 mil millones de dólares. Las reservas externas del Banco Central han caído 2,6 mil millones de dólares desde diciembre pero, sin los ingresos netos originados en las transferencias de DEG (la moneda del FMI), la merma habría sido de 5,2 mil millones
- El gobierno implementó un tipo de cambio diferencial para las operaciones asociadas al complejo sojero, pero éste perdió vigencia el pasado 31 de agosto, con resultados decepcionantes. Se había anticipado que desde el 1ro de setiembre se harían mucho más potentes los incentivos, pero este anuncio se pospuso, por dilemas que no son fáciles de resolver
- Las opciones van desde la fijación de un "dólar oficial especial" de 200 pesos por 30 días, hasta la emisión de un bono de crédito fiscal por las retenciones durante ese período, pasando por una "mezcla" de tipos de cambio más simple y contundente que la que expiró el 31 de agosto, quizá permitiendo la liquidación de una fracción de las exportaciones por el "dólar CCL". Cada una de ellas tiene pro y contras desde el punto de vista fiscal, monetario y del impacto sobre la brecha cambiaria
- Con un "dólar especial" hay riesgo de interferencia en múltiples contratos, dada la importancia que tiene la soja como unidad de cuenta y medio de pago. El resto de los cultivos y actividades quedaría con un tipo de cambio más atrasado, por lo que habría un notable impacto a favor de la "sojización" del campo, complicando actividades ganaderas que utilizan el maíz como insumo
- De todos modos, se trata de medidas puntuales que no alcanzan a despejar la incertidumbre de la larga transición hasta el traspaso presidencial de diciembre de 2023. Fracciones relevantes del oficialismo parecen suponer que esta transición puede ser manejada del mismo modo que la de 2014/15, pero hoy la situación es mucho más compleja y frágil
- En el presente, la deuda interna en pesos del Tesoro multiplica casi por 5 el stock de esos compromisos en 2014, los pasivos remunerados del Banco Central eran equivalentes a 6,0 % del PIB en 2014 y ahora a 9,0 % del PIB. Los riesgos de "emisión potencial" por algún accidente macroeconómico son mucho mayores ahora que en 2014, con una demanda de dinero viene en trayectoria descendente. Los datos sugieren que hoy la política económica debería ser mucho

más cuidadosa que en el ciclo 2014/15, pero no es seguro que ese sea el diagnóstico de una fracción relevante del oficialismo

En Foco 1:

14

La cuenta corriente del Balance de Pagos entró en terreno negativo en 2022, pese a la significativa postergación del pago de importaciones

- El saldo de la cuenta capital y financiera del Balance de Pagos (base caja, publicado por el BCRA), es superavitario por primera vez en los últimos cuatro años, tomando el acumulado de los primeros siete meses. Este resultado subraya la importancia de los desembolsos del FMI, ya que la cuenta que explica ese balance positivo es la del “Sector Público y BCRA” por una cifra de USD 3.954 millones, que tiene que ver, a su vez, con el acuerdo firmado en marzo pasado entre la Argentina y el organismo internacional
- La variación de Reservas Internacionales a lo largo del 2022 es negativa en unos USD 1.431 millones, y esto ocurre pese al saldo positivo de los ingresos por los DEG transferidos por el FMI. De no ser por esos desembolsos, la caída de las reservas se habría acercado a los USD 5.400 millones en siete meses
- La cuenta corriente cambiaria en el acumulado de los primeros siete meses del año registra un déficit de USD 636 millones, que compara con un superávit de USD 7.713 millones en igual periodo del año anterior. La magnitud del cambio de positivo a negativo habría sido sustancialmente mayor de no haberse frenado el pago de importaciones por una cifra cercana a los USD 7.700 millones en lo que va de 2022
- En lo que va del 2022, los egresos de la Cuenta Corriente de Servicios suman USD 10.402 millones, una cifra que casi duplica el flujo de igual periodo del año anterior, reflejando la tendencia a la normalización de “viajes y turismo”, luego del parate originado en la pandemia. En cambio, los ingresos de divisas por esta ventanilla no registraron grandes modificaciones

En Foco 2:

18

Las ventas de maquinaria agrícola muestran síntomas de desaceleración, pero son récord

- Se mantiene el crecimiento en el segundo trimestre del año (en comparación con igual periodo del año anterior): ventas de cosechadoras (+40%), tractores (+26%), sembradoras (+7%), implementos (+4%). Hay cierta desaceleración, que podría profundizarse con el esquema actual de suba de tasas de interés y la incertidumbre sobre la política económica
- En el primer semestre de 2022, la facturación fue la máxima histórica en los últimos 20 años (medida a valor oficial del dólar). Sobrepasó la mayor cifra histórica que fue la del primer semestre de 2017 en más de 150 millones de dólares. Por primera vez en los últimos 20 años la facturación del primer semestre supera los US\$ 1.000 millones
- El nivel de ventas, por otra parte, se ubica en niveles elevados en términos históricos en el caso de sembradoras (57% más que en 2017), implementos (1% más que en 2017) y tractores (apenas 3% menos que en 2017), y bastante por debajo en el caso de cosechadoras (22% menos que en 2017)

Editorial

Por la magnitud de los desequilibrios, medidas puntuales sólo pueden posponer los problemas

Jorge Vasconcelos

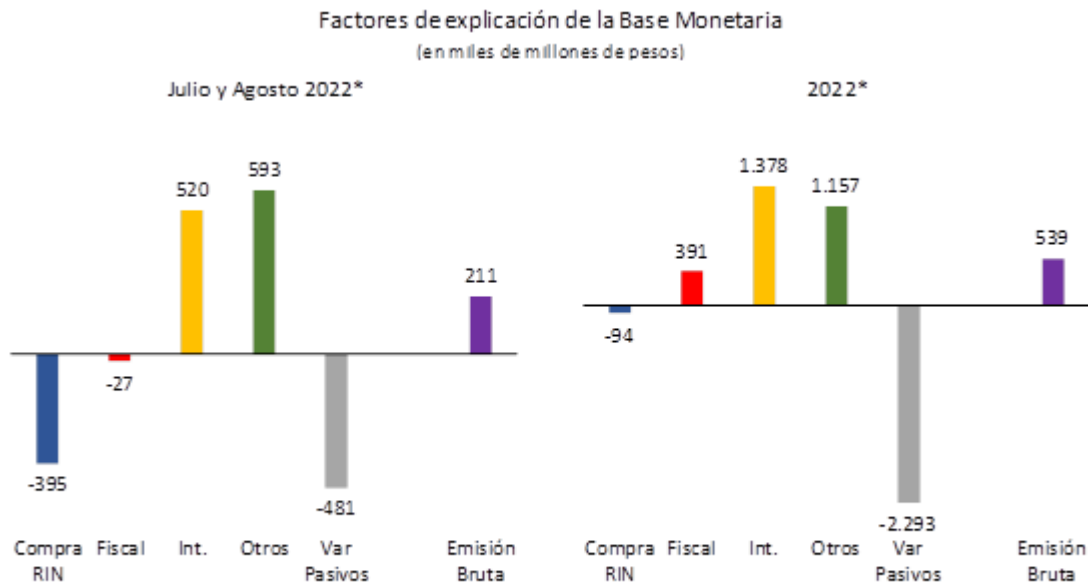
- El saldo de las turbulencias financieras que se iniciaron a principios de junio no ha sido neutro. El sector público ha quedado más endeudado, las reservas del Banco Central más flacas y las expectativas de los agentes económicos más sensibles a cualquier contratiempo
- El impulso fiscal voluntarista del primer semestre, su financiamiento inflacionario y el deterioro adicional en los precios relativos no hicieron más que definir un piso cada vez más elevado para la tasa de inflación. El 2022 comenzó con una inflación interanual (acumulado de doce meses) del 50 %, en mayo ya había superado el 60 %, para julio se ubicó por encima del 70 % y apunta a cerrar el año en el 90 %
- El gobierno presume que tendrá que sobreactuar el frente fiscal para acceder a algún tipo de dispensa, en caso que no se acumulen suficientes reservas para la revisión de las metas de fin de setiembre. Hasta ahora, la mirada de Washington ha sido contemplativa, pero no conviene perforar ciertos límites. De aquí a fin de año se acumulan vencimientos con el FMI por 8,2 mil millones de dólares y, para no caer en default, la Argentina necesita asegurarse los desembolsos del segundo semestre
- En lo que va del año, las compras netas de dólares en el mercado oficial de cambios por parte del Banco Central alcanzan sólo a 16,3 millones de dólares en las operaciones con el sector privado, cuando en igual período de 2021 el monto acumulado había sido de 7,5 mil millones de dólares. Las reservas externas del Banco Central han caído 2,6 mil millones de dólares desde diciembre pero, sin los ingresos netos originados en las transferencias de DEG (la moneda del FMI), la merma habría sido de 5,2 mil millones
- El gobierno implementó un tipo de cambio diferencial para las operaciones asociadas al complejo sojero, pero éste perdió vigencia el pasado 31 de agosto, con resultados decepcionantes. Se había anticipado que desde el 1ro de setiembre se harían mucho más potentes los incentivos, pero este anuncio se pospuso, por dilemas que no son fáciles de resolver
- Las opciones van desde la fijación de un "dólar oficial especial" de 200 pesos por 30 días, hasta la emisión de un bono de crédito fiscal por las retenciones durante ese período, pasando por una "mezcla" de tipos de cambio más simple y contundente que la que expiró el 31 de agosto, quizá permitiendo la liquidación de una fracción de las exportaciones por el "dólar CCL". Cada una de ellas tiene pro y contras desde el punto de vista fiscal, monetario y del impacto sobre la brecha cambiaria

- Con un “dólar especial” hay riesgo de interferencia en múltiples contratos, dada la importancia que tiene la soja como unidad de cuenta y medio de pago. El resto de los cultivos y actividades quedaría con un tipo de cambio más atrasado, por lo que habría un notable impacto a favor de la “sojización” del campo, complicando actividades ganaderas que utilizan el maíz como insumo
- De todos modos, se trata de medidas puntuales que no alcanzan a despejar la incertidumbre de la larga transición hasta el traspaso presidencial de diciembre de 2023. Fracciones relevantes del oficialismo parecen suponer que esta transición puede ser manejada del mismo modo que la de 2014/15, pero hoy la situación es mucho más compleja y frágil
- En el presente, la deuda interna en pesos del Tesoro multiplica casi por 5 el stock de esos compromisos en 2014, los pasivos remunerados del Banco Central eran equivalentes a 6,0 % del PIB en 2014 y ahora a 9,0 % del PIB. Los riesgos de “emisión potencial” por algún accidente macroeconómico son mucho mayores ahora que en 2014, con una demanda de dinero viene en trayectoria descendente. Los datos sugieren que hoy la política económica debería ser mucho más cuidadosa que en el ciclo 2014/15, pero no es seguro que ese sea el diagnóstico de una fracción relevante del oficialismo

Los datos vinculados con el sector externo ilustran acerca de la fragilidad de la situación económica. La cuenta corriente del balance de pagos entró en terreno negativo en 2022, pero ya no quedan reservas para financiar ese desequilibrio, que en general se asocia a los momentos positivos del ciclo económico, cuando ingresan capitales y las importaciones crecen más rápido que las exportaciones. En esta oportunidad, tal ciclo está alimentado por políticas voluntaristas, con un gasto público que aumentó nada menos que un 42,8 % interanual medido en dólares al tipo de cambio oficial. Al pasar el sector público nacional de un gasto primario (primer semestre) de 42 mil millones de dólares en 2021 a 60 mil millones este año, los problemas aparecieron a principios de junio cuando se hizo imposible continuar con la política de endeudamiento creciente, dado el tope puesto a los adelantos transitorios del BCRA en el acuerdo con el FMI. En ese momento, la cuestión fiscal se transformó en un desborde monetario, al salir el Banco Central a rescatar deuda del Tesoro en el mercado secundario, y de allí hubo un solo paso al salto experimentado en las expectativas de inflación y devaluación (la brecha cambiaria perforó el umbral del 100%). Subrayar esta secuencia permite poner en contexto los anuncios que el ministerio de Economía y el Banco Central han venido comunicando en las últimas semanas.

El saldo de las turbulencias financieras que se iniciaron a principios de junio no es neutro. El sector público ha quedado más endeudado, las reservas del Banco Central más flacas y las expectativas de los agentes económicos más sensibles a cualquier contratiempo. Obsérvese en el gráfico adjunto que, aun con datos incompletos del mes pasado, la emisión monetaria originada en el pago de intereses de los Pasivos Remunerados del BCRA

(Leliq más pases) acumuló 520 mil millones de pesos en julio-agosto, un 38 % de la emisión por este concepto en lo que va del año, cuando el último bimestre representa el 25 % del tiempo transcurrido desde principios de año. De igual modo, la emisión encuadrada en el ítem “otros”, que incluye el saldo de las operaciones de futuro y operaciones como las realizadas desde junio, con compras de bonos del Tesoro en el mercado secundario, significó un vuelco de pesos de 593 mil millones en julio-agosto, un 51 % de lo emitido en ocho meses.

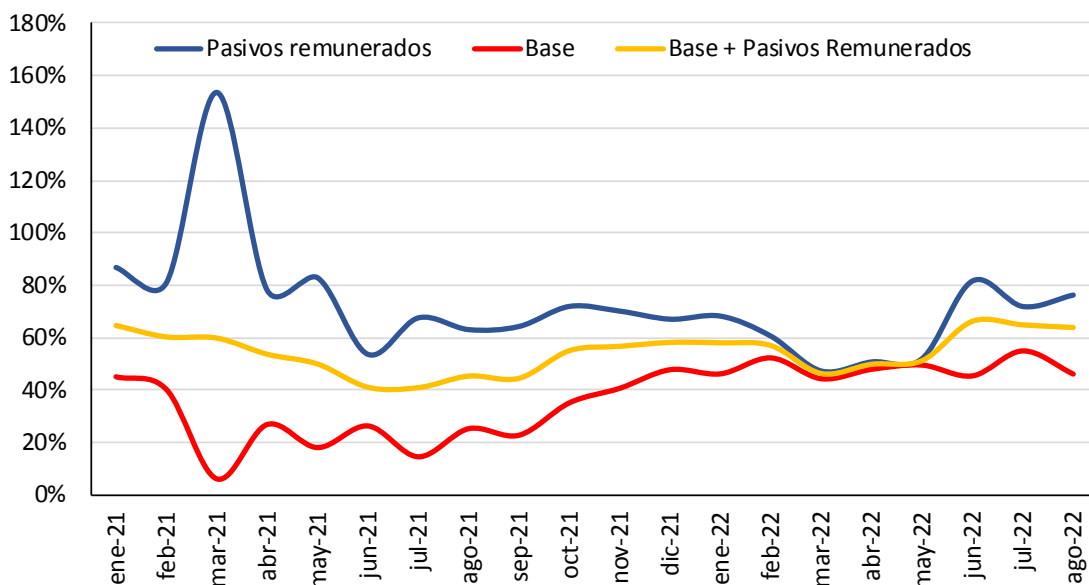


* Acumulado hasta el 24 de agosto de 2022.
Fuente: IERAL con base en BCRA.

En esencia, el impulso fiscal voluntarista del primer semestre, su financiamiento inflacionario y el deterioro adicional en los precios relativos (acentuando el atraso cambiario y tarifario) no hicieron más que definir un piso cada vez más elevado para la tasa de inflación. Aunque ya conocido, es impactante subrayar que el 2022 comenzó con una inflación interanual (acumulado de doce meses) del 50 %, en mayo ya había superado el 60 %, para julio se ubicó por encima del 70 % y apunta a cerrar el año en el 90 %, siempre que el gobierno pueda obtener resultados con las medidas en ejecución.

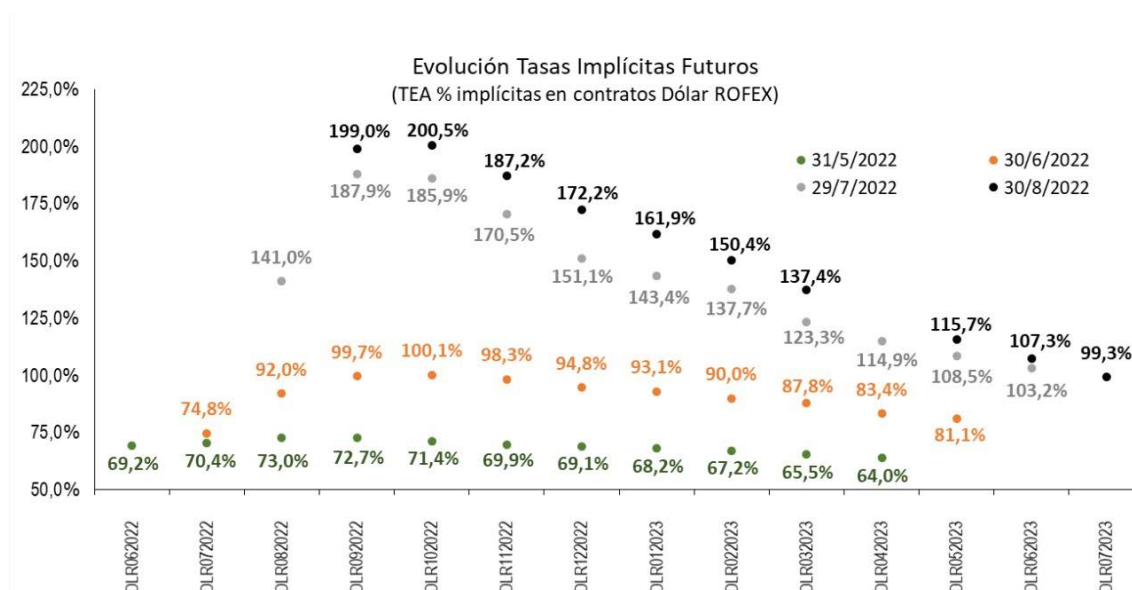
El Banco Central intenta recoger liquidez del mercado esterilizando con instrumentos como las Leliq, pero el subyacente de inflación que tiene correlación más ajustada con la marca de los precios es la denominada “Base monetaria amplia”, que incluye los Pasivos Remunerados de la entidad. Este agregado, que en la primera parte del año registraba una variación interanual en torno al 50 %, ha pasado en las últimas mediciones a un andarivel del 65 %, y esto ocurre en un contexto de caída de la demanda de dinero (los pesos circulan más rápido), con contratos que se indexan por plazos más cortos y con una brecha cambiaria que se filtra en los precios de los productos que no pueden ser importados libremente. Este combo explica por qué la tasa de inflación ahora navega por un andarivel mucho más elevado que el de comienzos de año.

Base Monetaria y Pasivos Remunerados
(Var.% i.a de saldos a fin de mes)



Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC.

El impacto que estas turbulencias han tenido sobre el deterioro de las expectativas se refleja de modo nítido en el fuerte aumento experimentado por las tasas de interés implícitas en las operaciones de futuro del mercado cambiario, en la que la “punta vendedora” es, en forma excluyente, el Banco Central. Al respecto, para las operaciones pactadas para fin de octubre en junio, las tasas implícitas están del 100,1 %, pasaron a una tasa de 185,9 % en los contratos celebrados a fin de julio, pero en las operaciones de los últimos días las tasas se ubicaron en el 200,5 % anual, siempre en operaciones que cierran a fin de octubre.



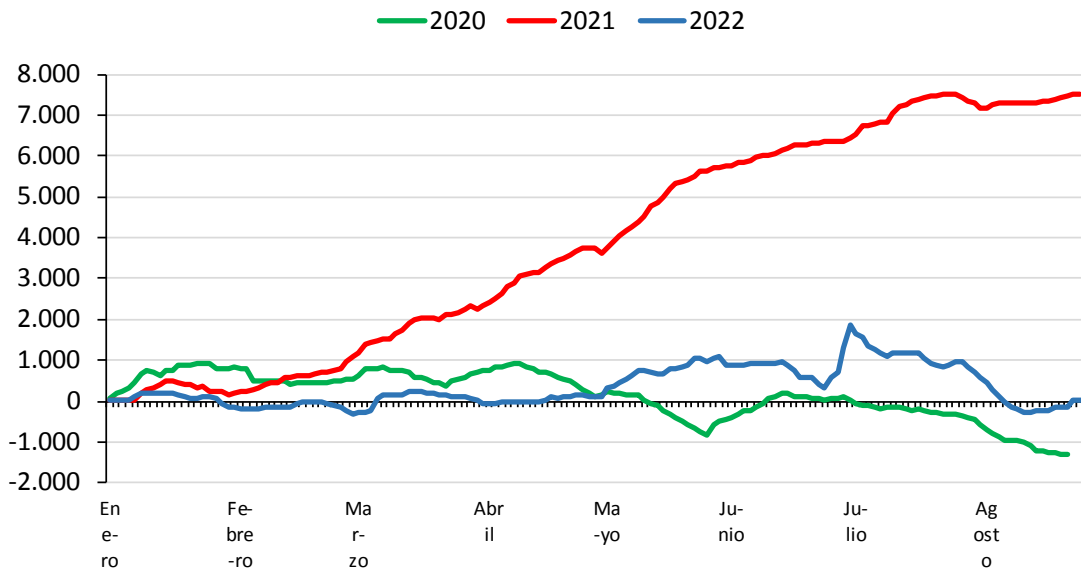
Es cierto que en el último período el gobierno ha hecho esfuerzos por revertir el deterioro fiscal de la primera parte del año. La calidad del ajuste no es algo que esté en el radar, ya que subsiste la superposición de gastos entre distintas jurisdicciones, “la política” mantiene sus privilegios y los subsidios económicos apuntan a permanecer por arriba de los 15 mil millones de dólares de cara a 2023.

Se dispuso un recorte presupuestario de 128 mil millones de pesos, concentrado en partidas del PROCREAR (50 mil millones), transferencias a provincias y municipios (49 mil millones) y educación. Para converger a un déficit primario del orden de los 2,0 millones de millones de pesos a fin de año, posiblemente se necesiten ajustes adicionales por unos 100 mil millones. Entre lo anunciado y lo pendiente, estaríamos hablando de un recorte de gasto del orden de los 0,7 puntos del PIB en términos anualizados, neto de las mayores erogaciones en jubilaciones que se financian con suba de presión impositiva (adelanto de Ganancias). Es un ajuste que no habrá de pasar inadvertido, siendo que la aceleración de la tasa de inflación hasta el 90 % hacia fin de año forma parte de este combo, licuando gastos estatales. El gobierno presume que tendrá que sobreactuar el frente fiscal para acceder a algún tipo de dispensa, en caso que no se acumulen suficientes reservas para la revisión de las metas de fin de setiembre.

La dificultad para cumplir la meta de acumulación de reservas

De acuerdo a lo firmado con el FMI, la meta menos accesible de fin de setiembre es la referida a la acumulación de reservas netas, prevista en 4,1 mil millones de dólares. Hasta ahora, la mirada de Washington ha sido contemplativa, pero no conviene perforar ciertos límites. De aquí a fin de año se acumulan vencimientos con el organismo internacional por 8,2 mil millones de dólares y, para no caer en default, la Argentina necesita asegurarse los desembolsos del tercer y cuarto trimestre, que sumarían 9,7 mil millones de dólares si se cumplen las metas.

Compras netas de dólares del BCRA*
Al sector privado



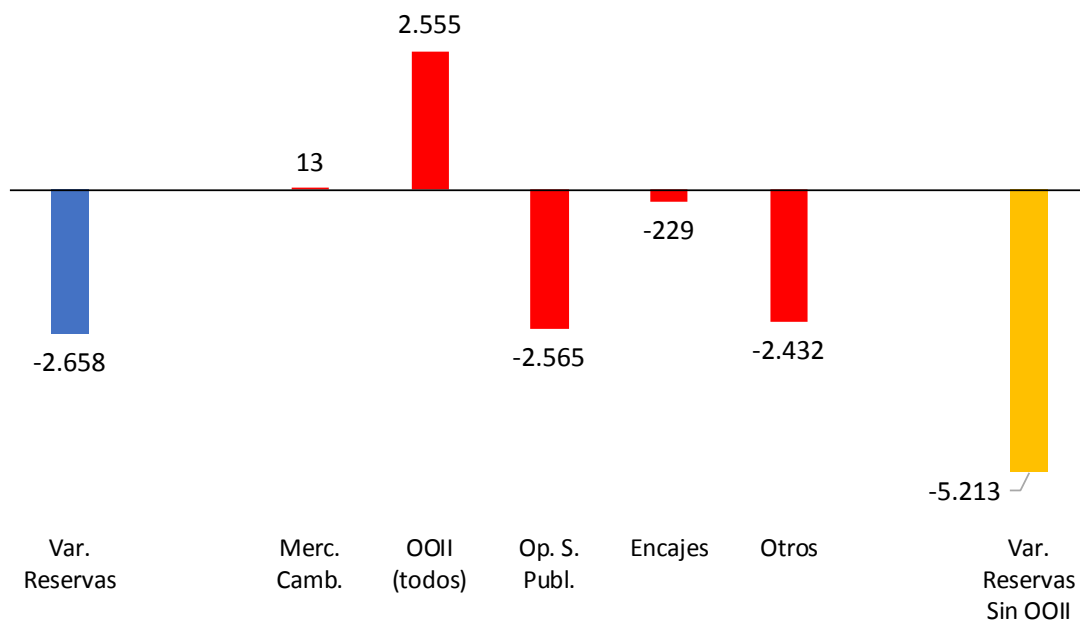
* Compras diarias acumulativas hasta el 24 de agosto de cada año. En millones de u\$s.

Fuente: IERAL, con base en BCRA.

El tema de las medidas puntuales es que no tendrán fuerza para dar vuelta la historia de 2022: en lo que va del año, las compras netas de dólares en el mercado oficial de cambios por parte del Banco Central alcanzan sólo a 16,3 millones de dólares en las operaciones con el sector privado, cuando en igual período de 2021 el monto acumulado había sido de 7,5 mil millones de dólares.

Es cierto que desde setiembre declinan las importaciones de energía, pero este ítem es solo una fracción de la demanda de dólares que se canaliza a través del mercado oficial de cambios. Las importaciones del resto de los bienes, por su parte, registran en lo que va de 2022 una suma creciente de pagos pendientes, que surge de las estadísticas que diferencian la caja del devengado. Habría 7,0 mil millones de dólares a pagar, por ese concepto. Además, hay que tener en cuenta que hay una demanda estable del orden de los 2,0 mil millones de dólares por mes cuando se agrega el resto de los rubros: fletes y seguros, tarjetas y pasajes, deudas de empresas, servicios y atesoramiento. El álgebra es contundente en ese sentido, ya que aun con exportaciones record este año, del orden de los 88,0 mil millones de dólares, el saldo disponible para ser comprado por el Banco Central en el mercado oficial es mínimo.

Factores que explican la variación de reservas en 2022*
(en millones de u\$s)



* al 24 de agosto.

Fuente: IERAL con base en BCRA.

Así, en el sector externo la Argentina se encuentra cada vez más dependiente de los desembolsos del FMI y, por ende, del cumplimiento de las metas, al menos las fiscales y las monetarias. En lo que va de 2022, se tiene que las reservas externas del Banco Central han caído 2,6 mil millones de dólares pero, sin los ingresos netos originados en las transferencias de DEG (la moneda del FMI), la merma de esos activos externos habría alcanzado a 5,2 mil millones.

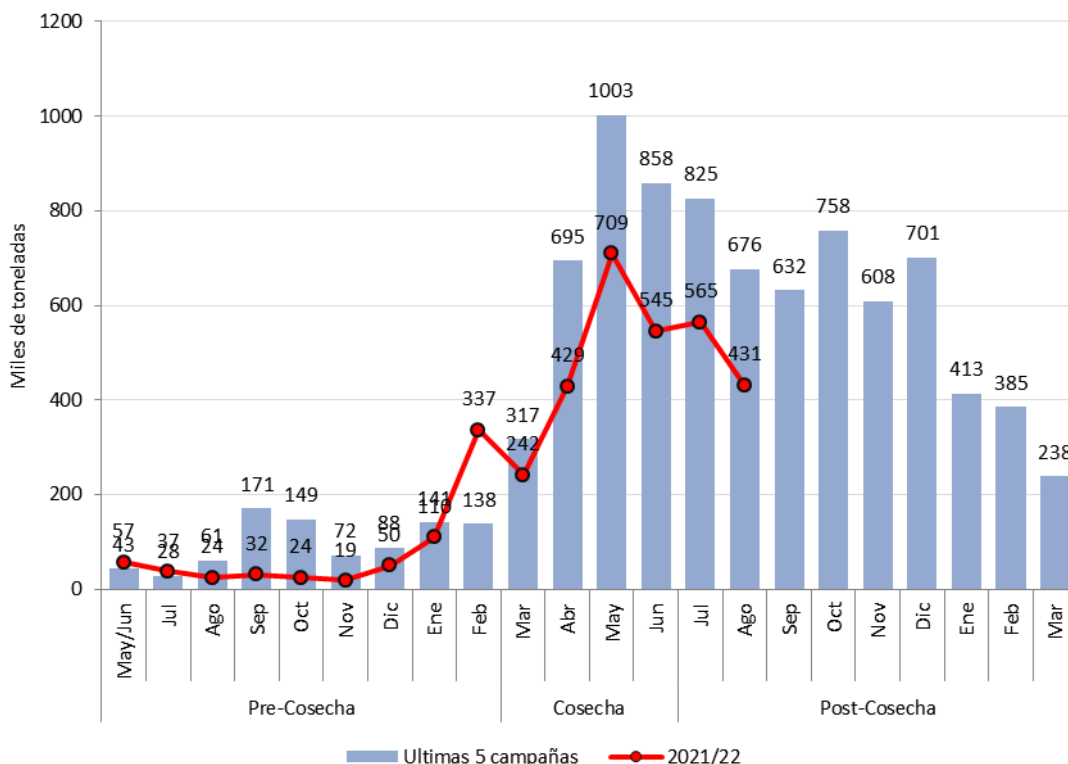
¿El dólar soja al rescate?

El gobierno implementó un tipo de cambio diferencial para las operaciones asociadas al complejo sojero, pero éste perdió vigencia el pasado 31 de agosto, con resultados decepcionantes. Se había anticipado que desde el 1ro de setiembre se harían mucho más potentes los incentivos para que los productores efectivamente vendan granos de sus inventarios, pero este anuncio se pospuso hasta nuevo aviso. Los dilemas que impidieron el cumplimiento de esa fecha no son fáciles de resolver.

Las expectativas de devaluación y la incertidumbre han generado una entendible retención de granos de parte de los productores. Entre junio y agosto el complejo sojero, granos y derivados, aportó exportaciones por 6,2 mil millones de dólares, cuando por la estacionalidad de ciclos anteriores podrían haberse esperado unos 9,4 mil millones para esos tres meses, de acuerdo a estimaciones de Juan Garzón, investigador de IERAL. Las

medidas que se estudian apuntan a lograr cierta “normalización” en esa operatoria, y es por eso que los funcionarios hacen referencia a una meta de 5,0 mil millones de dólares, ya que a los 3,2 mil millones “pendientes de liquidación” de los últimos tres meses hay que agregar 2,5 mil millones que podrían esperarse para setiembre, de acuerdo a estadísticas de años anteriores.

Promedio semanal de ventas de soja, ciclo 2021/2022 y últimas 5 campañas



Nota: Para el mes de agosto de 2022 sólo primeras 3 semanas.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MAGyP.

Las opciones existentes para las medidas por anunciar van desde la fijación de un “dólar oficial especial” de 200 pesos por 30 días, hasta la emisión de un bono de crédito fiscal por las retenciones durante ese período, pasando por una “mezcla” de tipos de cambio más simple y contundente que la que expiró el 31 de agosto, quizá permitiendo la liquidación de una fracción de las exportaciones por el “dólar CCL”. Cada una de ellas tiene pro y contras desde el punto de vista fiscal, monetario y del impacto sobre la brecha cambiaria, por lo que hay que ver por cuál de ellas al final se inclina el gobierno.

Algunas de esas opciones puede generar serios problemas contractuales entre productores y cerealeras, dada la existencia de acuerdos con mercadería entregada pero con “precios a fijar”. Y algo análogo podría ocurrir con otro tipo de contratos (alquileres, por ejemplo). Esto no debería sorprender, además, por el hecho que la soja es unidad de cuenta y medio de pago para un sinfín de operaciones de la agroindustria. Esta es una característica que ha permitido que el campo no se paralice aun en situaciones de altísima inflación, y que

conviene preservar. Un problema similar, no contemplado por las autoridades, se planteó cuando se pretendió implementar el esquema de retenciones móviles en 2008.

Más allá de las dificultades de implementación, hay efectos colaterales que parecen inevitables, asociados a la creación de un “dólar especial” para la soja, que deja de lado al resto de la cadena agroindustrial:

- La siembra y las inversiones se resentirán en todos aquellos productos que tienen mayor incidencia sobre la canasta de consumos básicos, caso del maíz, trigo, carnes, industria láctea y demás, dado que para este subconjunto el tipo de cambio quedará todavía más retrasado (el hecho que los anuncios sean de efecto acotado en el tiempo no habrá de cambiar esa percepción)
- El impulso a la “sojización” del campo puede verse agravado por el riesgo de lluvias escasas durante la campaña 2022/23, por la persistencia de “La Niña”, siendo que la soja es el cultivo que podría sobrellevar mejor ese escenario
- Estas tendencias pueden producir un efecto colateral severo sobre la ganadería, en la medida que pueda resentirse el abastecimiento de alimentos basados en maíz

La compleja transición hasta diciembre de 2023

Ante la magnitud de los desequilibrios descritos, se están adoptando medidas puntuales que, en algunos casos, sólo implican una reasignación temporal de recursos y, en otros, tienden a agravar las distorsiones de precios relativos. Así, esta dinámica de coyuntura no contribuye a despejar los interrogantes que operan sobre la larga transición que llega hasta diciembre de 2023.

Una señal preocupante al respecto, que debe leerse en clave política, es la recurrente comparación que realizan influyentes dirigentes del oficialismo entre el actual ciclo y lo ocurrido entre 2014 y 2015, cuando aquella gestión, perdiendo las elecciones por un puñado de votos, entregó las llaves sin que los desequilibrios existentes hayan hecho eclosión antes de diciembre de 2015. Al parecer, fracciones importantes del oficialismo suponen que, intensificando los controles de todo tipo, puede lograrse una performance similar de aquí a fin de 2023.

Ese diagnóstico es preocupante, porque la situación a setiembre de 2022 es muy diferente a la de igual momento de 2014, en ambos casos a 15 meses del traspaso presidencial.

A 15 meses del traspaso presidencial		
<i>(Datos a agosto de cada año)</i>		
	2014	2022
Reservas netas (en semanas de importaciones)	16	1
Tipo de cambio real multilateral	100	87
Brecha Cambiaria	50%	100%
Inflación (acumulada 12 meses)	40%	71%
Deuda del tesoro en pesos con el sector privado (en miles de millones de dólares)	11,0	55,0
Pasivos Remunerados del BCRA (en % PIB)	6,0%	9,0%
Prestamos al sector privado (en % del PIB)	12,0%	7,0%
Circulante en poder del público (en % del PIB)	6,0%	4,0%

Fuente: IERAL de la Fundación Mediterránea en base a BCRA

Obsérvese que, en el presente, las Reservas netas del BCRA alcanzan sólo para cubrir una semana de importaciones, cuando en agosto/setiembre de 2014 eran equivalente a 16 semanas siendo que, además, el tipo de cambio real multilateral ahora está 13 puntos más atrasado que entonces, mientras que la brecha cambiaria actual duplica la de aquellos meses de 2014.

Al mismo tiempo, en el plano financiero y monetario, la fragilidad del presente es mucho mayor a la de entonces. La deuda interna en pesos del Tesoro es actualmente equivalente a 51 mil millones de dólares al tipo de cambio oficial, multiplicando casi por 5 el stock de esos compromisos en 2014. Por su parte, los pasivos remunerados del Banco Central, que en 2014 alcanzaban a 6,0 % del PIB, en el presente llegan a 9,0 % del PIB. Los riesgos de "emisión potencial" por algún accidente macroeconómico son mucho mayores ahora que en 2014 mientras que, del otro lado del mostrador, la demanda de dinero viene en trayectoria descendente, con un circulante que equivale a 4 % del PIB en 2022, cuando en 2014 estaba en torno a los 6 % puntos del PIB. Los datos sugieren que hoy la política económica debería ser mucho más cuidadosa que en el ciclo 2014/15, pero no es seguro que ese sea el diagnóstico de una fracción relevante del oficialismo.

En Foco 1

La cuenta corriente del Balance de Pagos entró en terreno negativo en 2022, pese a la significativa postergación del pago de importaciones

Agustín Cavallo

- El saldo de la cuenta capital y financiera del Balance de Pagos (base caja, publicado por el BCRA), es superavitario por primera vez en los últimos cuatro años, tomando el acumulado de los primeros siete meses. Este resultado subraya la importancia de los desembolsos del FMI, ya que la cuenta que explica ese balance positivo es la del “Sector Público y BCRA” por una cifra de USD 3.954 millones, que tiene que ver, a su vez, con el acuerdo firmado en marzo pasado entre la Argentina y el organismo internacional
- La variación de Reservas Internacionales a lo largo del 2022 es negativa en unos USD 1.431 millones, y esto ocurre pese al saldo positivo de los ingresos por los DEG transferidos por el FMI. De no ser por esos desembolsos, la caída de las reservas se habría acercado a los USD 5.400 millones en siete meses
- La cuenta corriente cambiaría en el acumulado de los primeros siete meses del año registra un déficit de USD 636 millones, que compara con un superávit de USD 7.713 millones en igual periodo del año anterior. La magnitud del cambio de positivo a negativo habría sido sustancialmente mayor de no haberse frenado el pago de importaciones por una cifra cercana a los USD 7.700 millones en lo que va de 2022
- En lo que va del 2022, los egresos de la Cuenta Corriente de Servicios suman USD 10.402 millones, una cifra que casi duplica el flujo de igual periodo del año anterior, reflejando la tendencia a la normalización de “viajes y turismo”, luego del parate originado en la pandemia. En cambio, los ingresos de divisas por esta ventanilla no registraron grandes modificaciones

El saldo de la cuenta capital y financiera del Balance de Pagos (base caja, publicado por el BCRA), es superavitario por primera vez en los últimos cuatro años, tomando el acumulado de los primeros siete meses. Este resultado subraya la importancia de los desembolsos del FMI, ya que la cuenta que explica ese balance positivo es la del “Sector Público y BCRA” por una cifra de USD 3.954 millones, que tiene que ver, a su vez, con el acuerdo firmado en marzo pasado entre la Argentina y el organismo internacional. Fue en ese momento que el FMI realizó un desembolso por un total de USD 9.651 millones, que permitió cancelar vencimientos por USD 2.778 millones y dejar un saldo positivo de USD 6.873 millones.

El Sector Privado No financiero, por el contrario, anotó un déficit de USD 3.509 millones para los siete primeros meses de 2022. En este ítem se incluyen las cancelaciones de saldos en moneda extranjera con entidades locales por el uso de tarjetas con proveedores no residentes, los egresos netos por la formación de activos externos y las cancelaciones de préstamos financieros con el exterior y títulos de deuda con organismos internacionales.

La cuenta del Sector financiero, a diferencia de lo que hemos visto hasta ahora, viene siendo superavitaria. Esto se explica principalmente por la disminución de los activos externos líquidos de las entidades que conforman la Posición General de Cambios.

Por último, el ítem “Otros Movimientos Netos” pasó de un superávit de USD 723 millones en el acumulado de Enero-Julio 2021 a un déficit en USD 404 millones para el 2022. Aquí se encuentran todas los movimientos que, sin ser operaciones de cambio, afectan el nivel de las Reservas Internacionales del BCRA.

Cuenta Capital y Financiera + Variación de Reservas				
Acumulado Enero-Julio de cada año. Millones de USD				
	2019	2020	2021	2022
Cuenta Capital y Financiera Cambiaria	-5.087	-4.332	-4.646	790
Sector Privado No Financiero	-20.929	-3.931	-2.667	-3.509
Sector Financiero	-1.396	-450	-207	750
Sector Público y BCRA	12.175	-365	-2.495	3.954
Otros movimientos netos	5.063	413	723	-404
Variación de Reservas	2.113	-1.462	3.194	-1.431

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

La variación de Reservas Internacionales a lo largo del 2022 es negativa en unos USD 1.431 millones, y esto ocurre pese al saldo positivo de los ingresos por los DEG transferidos por el FMI. De no ser por los desembolsos del FMI, la caída de las reservas se habría acercado a los USD 5.400 millones en siete meses.

Cuenta Corriente

La cuenta corriente cambiaria en el acumulado de los primeros siete meses del año registra un déficit de USD 636 millones, que compara con un superávit de USD 7.713 millones en igual periodo del año anterior. La magnitud del cambio de positivo a negativo habría sido sustancialmente mayor de no haberse frenado el pago de importaciones por una cifra cercana a los USD 7.700 millones en lo que va de 2022.

La disminución en el superávit de bienes y un fuerte incremento en los déficits de Servicios y Rentas, explican el cambio de signo del resultado de la cuenta corriente del Balance de Pagos comparando los primeros siete meses de 2021 con igual período de 2022.

Cuenta Corriente Cambiaria, principales apartados

Acumulado Enero-Julio de cada año. Millones de USD

	2019	2020	2021	2022
Bienes	13.466	6.698	12.039	9.645
Servicios	-3.702	-414	-1.445	-6.047
Rentas	-7.273	-4.563	-2.931	-4.227
Otros	133	93	49	-7
Total Cuenta Corriente	2.624	1.814	7.713	-636

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

El fuerte incremento del déficit en la cuenta Servicios, es el resultado de la apertura del turismo internacional. Mientras que en 2020 los viajes internacionales fueron mínimos y la apertura de 2021 fue muy parcial, este año el movimiento tendió a “normalizarse”, con fuerte impacto en el déficit de la cuenta corriente. Esta corrección no ha terminado, ya que resta contabilizar factores con el mundial de fútbol para noviembre y diciembre. En lo que va del 2022, los egresos de la Cuenta Corriente de Servicios suman USD 10.402 millones, una cifra que casi duplica el flujo de igual periodo del año anterior. En cambio, los ingresos de divisas por esta ventanilla no registraron grandes modificaciones.

Cuenta Corriente de Servicios

Acumulado Enero-Julio de cada año. Millones de USD

	2019	2020	2021	2022
Ingresos	4.512	4.443	4.122	4.355
Egresos	8.214	4.856	5.567	10.402

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Balanza comercial de bienes

La información suministrada por el BCRA permite comparar los flujos de comercio exterior devengados (suministrados por el INDEC), con los movimientos “de caja” para cada período. Así, se observa que en los siete primeros meses del 2022, prácticamente se duplicó la diferencia que había en el año 2021 entre el superávit comercial y el saldo de caja del comercio exterior de bienes. Básicamente posponiendo pago de importaciones, se logra para este año una diferencia (más caja que devengado) de USD 7.105 millones. La pregunta es cuán sostenible es este procedimiento, ya que la dificultad de los importadores para cancelar sus operaciones tiene efectos sobre la forma de calcular el valor de reposición de la mercadería y sobre el volumen de los inventarios, entre otros.

La cuenta de bienes de exportación del BCRA, registró exportaciones por USD 52.151 millones en el acumulado de Enero-Julio 2022 vs los USD 51.567 millones registrados por el INDEC en su medición devengada, es decir, una diferencia apenas negativa de 584 millones. En el último mes de Julio, el 16% de los cobros de exportaciones se realizaron en forma anticipada, muy por debajo del promedio histórico de la serie, siendo de 49% para el periodo 2016-2021.

En lo que respecta a las importaciones, el 2022 registra una diferencia entre los datos devengados y los efectivamente pagados de USD 7.689 millones. Esta brecha se multiplicó por 5 en relación al saldo 2021, que había sido de USD 1.336 millones. Del total de los pagos de importaciones de bienes observados en julio, un 79% se realizaron de forma diferida, un 14% como pagos a la vista, y el 6% restante en forma anticipada.

Balanza comercial			
Acumulado Enero-Julio de cada año. Millones de USD			
	Caja (BCRA)	Devengado (INDEC)	Diferencia
Exportaciones			
2019	31.547	36.645	-5.098
2020	29.024	32.484	-3.460
2021	45.018	42.624	2.394
2022	51.567	52.151	-584
Importaciones			
2019	18.081	30.060	-11.979
2020	22.326	22.691	-365
2021	32.978	34.314	-1.336
2022	41.922	49.611	-7.689
Saldo			
2019	13.466	6.585	6.881
2020	6.698	9.793	-3.095
2021	12.039	8.310	3.729
2022	9.645	2.540	7.105

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y BCRA

En Foco 2

Las ventas de maquinaria agrícola muestran síntomas de desaceleración, pero son récord

Marcos Cohen Arazi y Bautista Martina Baldi

- Se mantiene el crecimiento en el segundo trimestre del año (en comparación con igual período del año anterior): ventas de cosechadoras (+40%), tractores (+26%), sembradoras (+7%), implementos (+4%). Hay cierta desaceleración, que podría profundizarse con el esquema actual de suba de tasas de interés y la incertidumbre sobre la política económica.

En el primer semestre de 2022, la facturación fue la máxima histórica en los últimos 20 años (medida a valor oficial del dólar). Sobrepasó la mayor cifra histórica que fue la del primer semestre de 2017 en más de 150 millones de dólares. Por primera vez en los últimos 20 años la facturación del primer semestre supera los US\$ 1.000 millones.

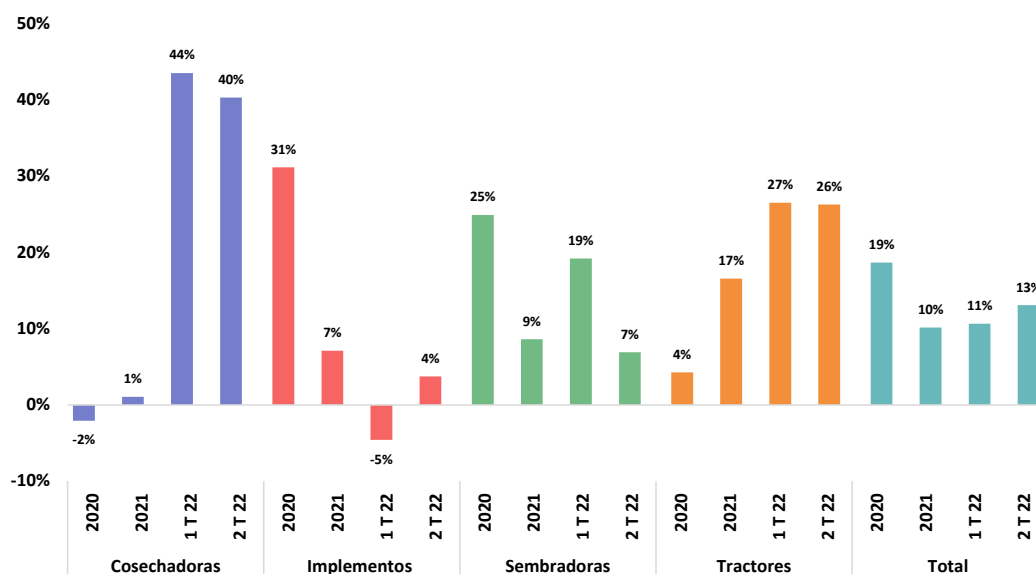
- El nivel de ventas, por otra parte, se ubica en niveles elevados en términos históricos en el caso de sembradoras (57% más que en 2017), implementos (1% más que en 2017) y tractores (apenas 3% menos que en 2017), y bastante por debajo en el caso de cosechadoras (22% menos que en 2017).

En los últimos días INDEC publicó las cifras correspondientes al sector de maquinaria agrícola para el segundo trimestre. Al igual que en el trimestre anterior, se observa que la mayor parte de las ramas del sector presenta un crecimiento interanual en las unidades vendidas.

Entre abril y junio se vendieron 412 máquinas por semana, lo que representa el mayor nivel de ventas desde 2008, cuando se llegaron a vender 516 máquinas por semana en el mismo periodo del año.

En cuanto al crecimiento en el segundo trimestre del año (en comparación con igual periodo del año anterior), lideran el ranking las ventas de cosechadoras (+40%), le siguen las de tractores (+26%). En menor nivel de crecimiento se ubican las sembradoras (+7%) y los implementos (+4%).

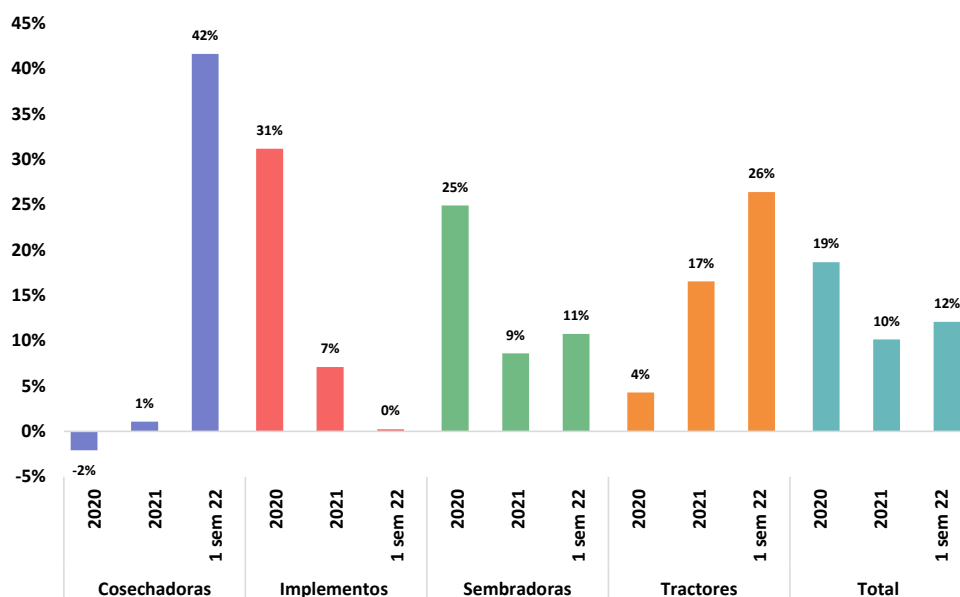
Unidades vendidas totales de Maquinaria Agrícola por rubro Var. i.a. %



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de INDEC. Nota: se incluyen maquinarias nacionales e importadas.

Tomando como referencia al primer semestre del año, se confirma la tendencia de las cosechadoras a liderar en unidades vendidas respecto al año anterior, manifestando un aumento considerable cercano al 42%, luego tractores con un crecimiento en el orden del 26% y sembradoras creciendo en torno a 11%. El rubro implementos, por su parte, mantiene igual nivel de ventas que el del año previo y manifiesta una notable desaceleración respecto del año previo. La desaceleración de dicho segmento es muy relevante porque gran cantidad de empresas se encuentran englobadas en el mismo. En los otros rubros, la desaceleración es menos marcada, o no es tal. La desaceleración podría profundizarse con el esquema actual de suba de tasas de interés y la incertidumbre sobre la política económica.

Unidades vendidas totales de Maquinaria Agrícola por rubro Var. i.a. %



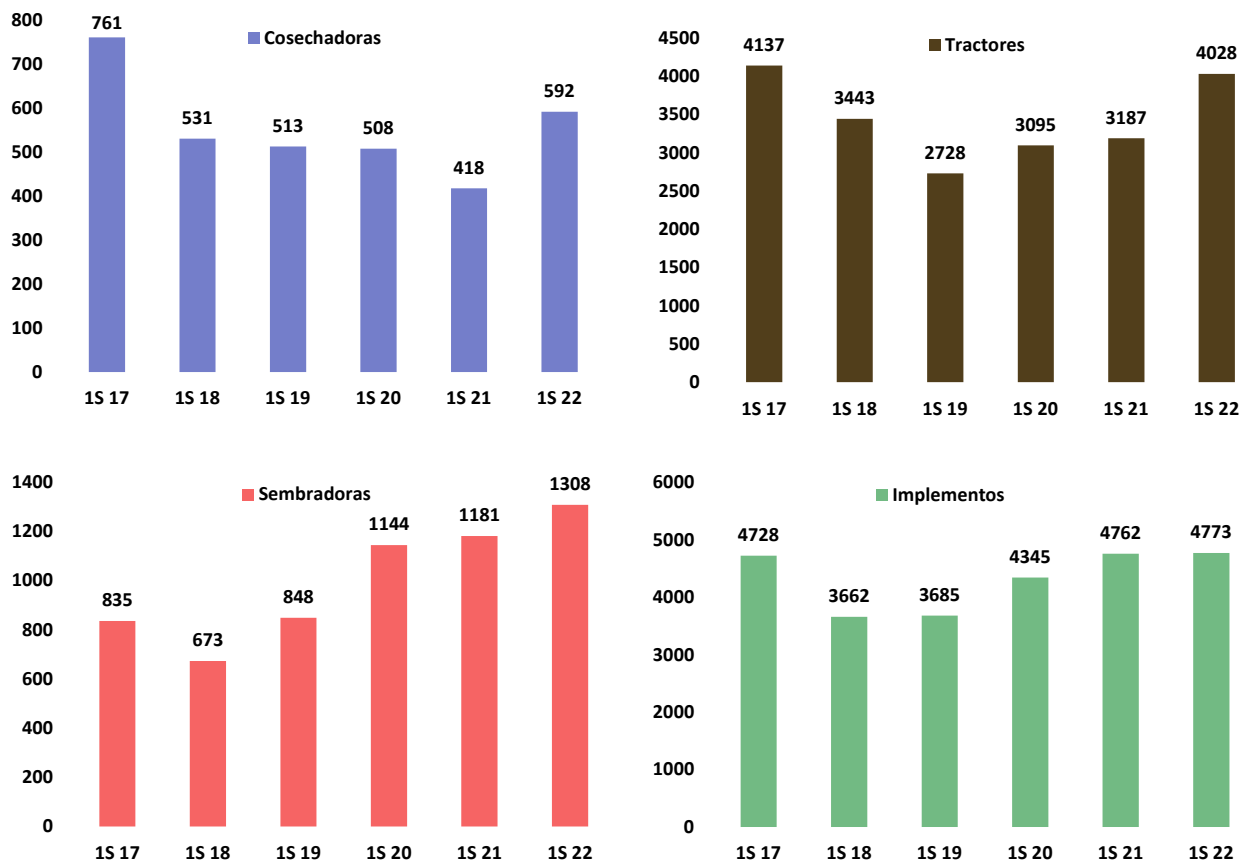
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de INDEC. Nota: se incluyen maquinarias nacionales e importadas

Como se ha planteado en informes previos sobre la temática, es interesante notar que los niveles de crecimiento más altos se corresponden con ramas de la industria que venían más rezagadas en sus niveles de actividad en años previos. En ese sentido es interesante analizar en qué nivel se encuentran las ventas en términos históricos:

- Cosechadoras: se vendieron 592 unidades, lo que representa 22% menos que el nivel observado en 2017.
- Tractores: se vendieron 4028 unidades, que resulta 3% inferior a las ventas de 2017.
- Sembradoras: se comercializaron 1308, lo que implica un crecimiento de 57% respecto de 2017 y es el mayor registro desde el año 2011.
- Implementos: se vendieron 4773, que resulta 1% más alto que el nivel observado en 2017.

Unidades vendidas totales de Maquinaria Agrícola por rubro

1° Semestre – Período 2017 -2022

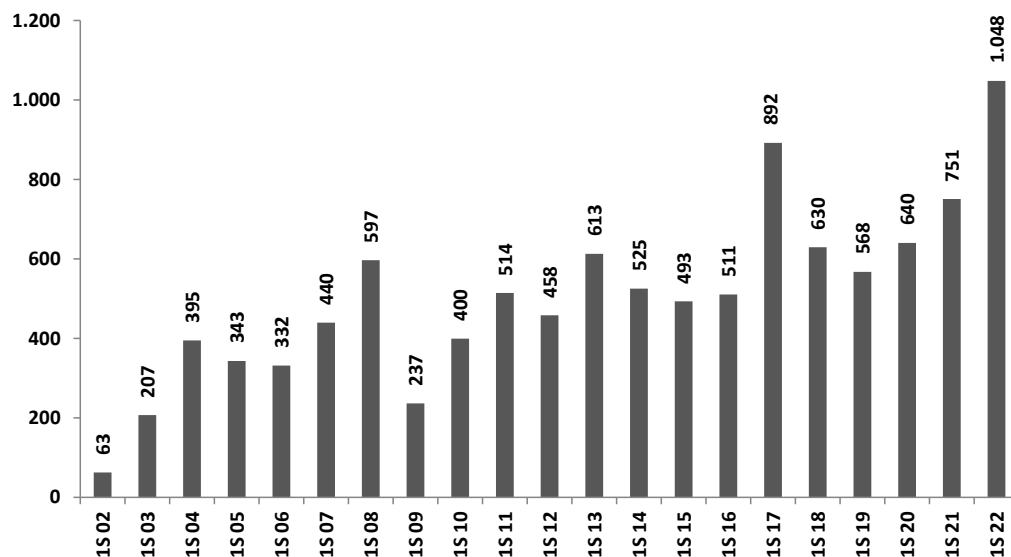


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de INDEC. Nota: se incluyen maquinarias nacionales e importadas

Finalmente, se destaca que en el primer semestre de 2022 la facturación fue la máxima histórica en los últimos 20 años (medida a valor oficial del dólar). Incluso logró sobrepasar la mayor cifra facturada histórica que fue la del año 2017, en más de 150 millones de dólares corrientes (una variación en términos del 17%). Resulta la primera vez que se verifica un nivel de facturación superior a 1.000 millones de dólares corrientes en el primer semestre del año.

Facturación en máquinas agrícolas (primer semestre de cada año)

En millones de dólares corrientes



Fuente: IERAL sobre la base de INDEC y BCRA. Nota: se incluyen maquinarias nacionales e importadas.