

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1203 – 6 de Junio de 2019

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

### **Editorial – Juan Manuel Garzón**

El clima sorprende a Estados Unidos y favorece a la Argentina

### **En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y Guadalupe Gonzalez**

Con la tasa de interés de Estados Unidos convergiendo al 2% anual, ¿cuán mal tiene que hacer las cosas Argentina para caer en default?

### **En Foco 2 – Marcos O'Connor**

La mejora en la recaudación de impuestos de Mayo se apoyó en Ganancias y retenciones, pero los tributos asociados al mercado interno siguen rezagados

### **En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias**

El dato regional de la semana:

Las ventas de autos usados caen 7,1% interanual en los cinco primeros meses de 2019, pero la baja se moderó en mayo a -2,4%

#### **Edición y compaginación**

Karina Lignola y Fernando Bartolacci

#### **IERAL Córdoba**

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

#### **IERAL Buenos Aires**

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

#### **Fundación Mediterránea**

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)



**Editorial:**

4

***El clima sorprende a Estados Unidos y favorece a la Argentina***

- Un régimen completamente anormal de lluvias, con excesos generalizados, ha ralentizado la siembra de los cultivos del ciclo 2019/2020 en el principal productor de granos del Mundo, los Estados Unidos, amenazando la finalización del proceso en la totalidad de la superficie prevista. A comienzos de junio se había implantado sólo el 67% del área proyectada de maíz, cuando la media histórica a esa fecha es del 96%. En soja se observaba el mismo fenómeno y los guarismos eran del 39% y 79%, respectivamente
- Frente a este cisne negro, y anticipando un casi seguro escenario de mayor escasez, particularmente en maíz, los precios de los granos han respondido con ajustes relevantes. El cereal cerró mayo, tanto en el Golfo de México como en Puertos Argentinos, casi 30 dólares arriba de su cotización de un mes atrás (+18%). También la soja se recuperó, fundamentalmente en Sudamérica, pasando de US\$ 300 a US\$ 350 / tonelada en puertos locales. Vuelve a observarse en el mercado una brecha entre lo que vale la soja de Argentina versus la de Estados Unidos, a favor de la primera, que debería mantenerse hasta tanto China siga castigando con un arancel diferencial la materia prima de origen USA
- Para Argentina, respecto del escenario de hace unas semanas atrás, la suba de precios internacionales implica, de mantenerse y considerando los volúmenes que restarían de comercializar de los dos granos líderes, una mejora próxima a los US\$2.000 millones en materia de generación de divisas. Por su parte, según las nuevas estimaciones, el flujo de ingresos brutos generado en la comercialización de soja y maíz se aproximaría a US\$ 17.200 millones en el ciclo 18/19, medido a precios de productor (FAS Rosario). Se trata de una mejora de ingresos del orden de US\$ 3.500 millones respecto del ciclo previo, que se hará visible en la economía recién en el segundo semestre del año y primer cuatrimestre del 2020; nótese que hasta mayo, el exitoso ciclo productivo actual no lograba aún casi diferenciarse del ciclo anterior en dinámica de ingresos generados (se llevaban vendidos más granos pero a precios más bajos)

**En Foco 1:**

13

***Con la tasa de interés de Estados Unidos convergiendo al 2% anual, ¿cuán mal tiene que hacer las cosas Argentina para caer en default?***

- El problema de la deuda pública en 2019 no tiene punto de comparación con la crisis de 2001/02. Por un lado, el contexto internacional luce mucho más amigable en términos de tasas de interés y condiciones de liquidez. Por el otro, actualmente solo el 37% del stock de deuda esta en manos de acreedores privados, ya que la mayor parte se divide entre organismos multilaterales y el propio sector público
- Los vencimientos de deuda externa con el sector privado se encuentran razonablemente diluidos en el tiempo, mientras que los compromisos de deuda interna (LEBACS, LETES), que son importantes en los próximos meses, habrán de responder a diversas variables, desde la importancia de los inversores institucionales locales, hasta la probabilidad de escenarios disruptivos a partir del 10 de diciembre
- En caso que la Argentina adopte a partir del 10 de diciembre un plan integral de estabilización y crecimiento, debería haber pocas dudas respecto a que podrá comenzar a refinanciar los vencimientos externos en el mercado a una tasa de un dígito, tal como muestra el rendimiento de bonos de deuda de empresas privadas locales de primera línea

**En Foco 2:**

18

***La mejora en la recaudación de impuestos de Mayo se apoyó en Ganancias y retenciones, pero los tributos asociados al mercado interno siguen rezagados***

- En términos nominales, la recaudación de impuestos vinculados a las exportaciones aumentó en Mayo un 254,4% interanual, mientras que la suba en Ganancias fue de 68,9%
- La recaudación impositiva asociada al mercado interno cayó 11% interanual en términos reales, en línea con los guarismos del primer trimestre y de Abril
- Por el efecto multiplicador del sector construcciones, se destacó en Mayo la mejora 4,7% interanual en los despachos de cemento. Podría haber un punto de inflexión, ya que para el periodo Enero-Mayo la variación fue negativa en 5,4% promedio

**En Foco 3:****21**

***El dato regional de la semana: Las ventas de autos usados caen 7,1% interanual en los cinco primeros meses de 2019, pero la baja se moderó en mayo a -2,4%***

- Por regiones, el mayor descenso en el acumulado de enero-mayo se observó en el NEA (-20,3% interanual), seguido de el NOA (-14,3%), la zona Pampeana (-6,2%), Cuyo (-5,0%) y la Patagonia (-2,1%)
- Para este período, los mayores descensos en ventas de usados se registraron en Catamarca, Salta, Santiago del Estero, Misiones y Chaco, con guarismos negativos superiores al 20% interanual. En cambio, hubo variaciones positivas en San Juan, Tierra del Fuego y Neuquén
- En Mayo, en siete de veinticuatro provincias aumentaron las ventas de usados en un promedio de 6,5% interanual. El promedio de la caída de las diecisiete jurisdicciones restantes fue de 12,7%

## Editorial

### El clima sorprende a Estados Unidos y favorece a la Argentina

Juan Manuel Garzón

- Un régimen completamente anormal de lluvias, con excesos generalizados, ha ralentizado la siembra de los cultivos del ciclo 2019/2020 en el principal productor de granos del Mundo, los Estados Unidos, amenazando la finalización del proceso en la totalidad de la superficie prevista. A comienzos de junio se había implantado sólo el 67% del área proyectada de maíz, cuando la media histórica a esa fecha es del 96%. En soja se observaba el mismo fenómeno y los guarismos eran del 39% y 79%, respectivamente
- Frente a este cisne negro, y anticipando un casi seguro escenario de mayor escasez, particularmente en maíz, los precios de los granos han respondido con ajustes relevantes. El cereal cerró mayo, tanto en el Golfo de México como en Puertos Argentinos, casi 30 dólares arriba de su cotización de un mes atrás (+18%). También la soja se recuperó, fundamentalmente en Sudamérica, pasando de US\$ 300 a US\$ 350 / tonelada en puertos locales. Vuelve a observarse en el mercado una brecha entre lo que vale la soja de Argentina versus la de Estados Unidos, a favor de la primera, que debería mantenerse hasta tanto China siga castigando con un arancel diferencial la materia prima de origen USA
- Para Argentina, respecto del escenario de hace unas semanas atrás, la suba de precios internacionales implica, de mantenerse y considerando los volúmenes que restarían de comercializar de los dos granos líderes, una mejora próxima a los US\$2.000 millones en materia de generación de divisas. Por su parte, según las nuevas estimaciones, el flujo de ingresos brutos generado en la comercialización de soja y maíz se aproximaría a US\$ 17.200 millones en el ciclo 18/19, medido a precios de productor (FAS Rosario). Se trata de un mejora de ingresos del orden de US\$ 3.500 millones respecto del ciclo previo, que se hará visible en la economía recién en el segundo semestre del año y primer cuatrimestre del 2020; nótese que hasta mayo, el exitoso ciclo productivo actual no lograba aún casi diferenciarse del ciclo anterior en dinámica de ingresos generados (se llevaban vendidos más granos pero a precios más bajos)

## **Excesos hídricos complican a Estados Unidos**

El clima es el principal factor que genera volatilidad en los precios de las commodities agrícolas.<sup>1</sup> Cuando un país relevante sufre adversidades climáticas, el mercado toma nota de la futura menor disponibilidad de granos y ajusta los precios globales al alza hasta tanto se supere el evento. Lo contrario sucede cuando el clima acompaña favorablemente el desarrollo de los cultivos con registros óptimos de lluvias y temperaturas, en este caso el mercado anticipa una mayor disponibilidad de granos y los precios responden a la baja.

Puede decirse que los precios se apartan de su tendencia de largo plazo cuando las condiciones climáticas se alejan de la normalidad. Es de esperar que los rindes medios observados se acerquen más a los rindes potenciales (los máximos posibles de acuerdo a genética, manejo, suelo, disponibilidad de agua y condiciones ambientales) mientras mejor sea el clima. A su vez, si se reduce el área implantada por limitantes ambientales, si ni siquiera llegan a implantarse los cultivos al no estar dadas las condiciones, la producción esperada será sin dudas menor y por ende más rápida la respuesta de los precios al nuevo escenario.

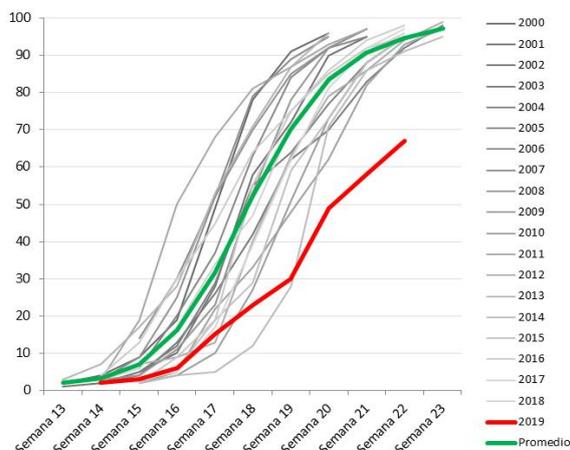
En el ciclo agrícola 2019/2020, en plena marcha en el hemisferio norte, el clima está complicando al primer productor mundial de granos, los Estados Unidos. Un régimen completamente anormal de lluvias, de excesos generalizados, está ralentizando y amenazando gravemente la siembra de los dos principales cultivos que se implantan en el verano en dicho país (maíz y soja).

Es casi ya un hecho que el área sembrada de maíz terminará siendo sensiblemente menor a la de años anteriores, y por ende, que lo mismo sucederá con la producción del cereal. En la semana 22 (comienzos de junio), la semana previa al cierre de la ventana de siembra del cereal (en principio no resulta conveniente ir más allá por limitantes climáticas), se llevaba implantada sólo el 67% del área de siembra total estimada (37 millones de hectáreas), un porcentaje claramente bajo en relación a la media histórica para esa semana (96%/97%). Se estima que para esa fecha se llevaban sembradas unas 25 millones de hectáreas, unas 10 millones de hectáreas menos que las que deberían haber estado, para esa altura del año y de acuerdo a las previsiones de inicio de ciclo.

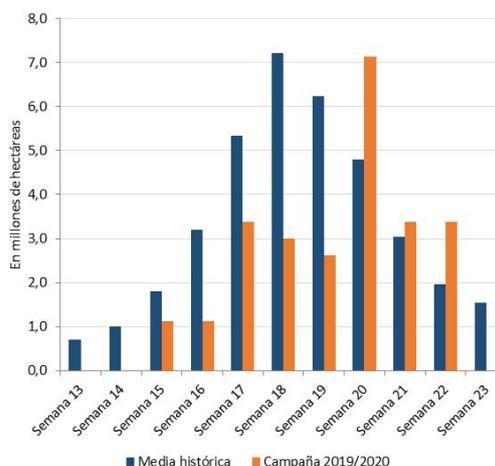
---

<sup>1</sup> Las políticas comerciales y las decisiones de cartera de inversión son otros dos factores que pueden amplificar ciclos de precios.

### Avance de la siembra de Maíz en Estados Unidos según semanas (en %)



### Siembra de Maíz USA según semanas En millones de hectáreas



Nota: Media histórica refiere a las últimas 19 campañas.

Fuente: Elaborado en base al Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

El sector agropecuario de USA se encuentra muy tecnificado y tiene una gran capacidad para superar adversidades, pero una semana parece muy poco tiempo (incluso suponiendo clima óptimo) para acortar en forma importante la brecha entre la superficie finalmente implantada con aquella planificada originalmente. Los datos históricos muestran que en las semanas de mayor siembra (entre la 17 y la 20), la superficie implantada se expande a un ritmo semanal promedio de entre 5 y 7 millones de hectáreas; también revelan que ha habido picos de siembra semanal de más de 10 millones de hectáreas (semana 18 en el 2007, semana 19 en el 2014, semana 20 en el 2013). Otro dato a incorporar es que en las semanas 21 y 22 de este ciclo la superficie se expandió sólo en 7 millones de hectáreas (3,5 millones en promedio semanal).

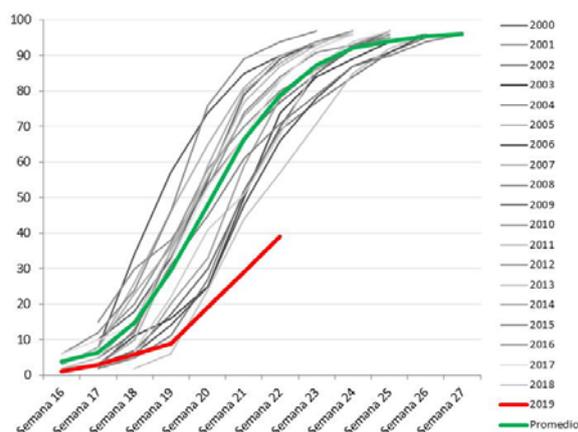
Considerando todas estas referencias previas, resulta difícil a priori proyectar la superficie que finalmente será implantada; ésta podría estar en un rango de entre 30 y 34 millones de hectáreas, la cota más baja se alcanzaría si se acelerase pero levemente el ritmo al que viene la siembra y la más alta, que parecería el mejor de los escenarios, si se lograra una fuerte aceleración en los últimos días. Nótese que una superficie de, por ejemplo, 32 millones de hectáreas implicaría un ajuste de un 11% de área respecto al ciclo previo, unas 4 millones de hectáreas, que a su vez significarían una caída de producción (sólo por este factor) de al menos 40/44 millones de toneladas (a un rinde medio de 10/11 toneladas por hectárea). Para tener una perspectiva, Argentina produjo en su último ciclo unas 48 millones de toneladas según las Bolsas de Cereales, es decir, una cifra que puede ser parecida a lo que podría caer la producción de maíz de Estados Unidos en el ciclo 2019/2020.

Por su parte, la siembra de la soja también viene muy demorada, aunque este cultivo dispone de más tiempo aún para aproximarse a la superficie prevista. Al cierre de la

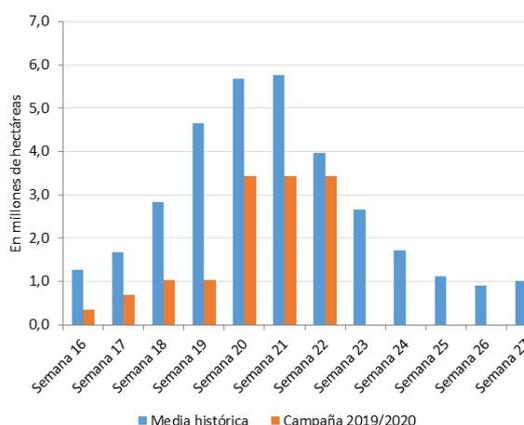
semana 22 (comienzos de junio), se llevaban implantadas aproximadamente unas 13,4 millones de hectáreas, el 39% de una superficie total estimada en 34,2 millones de hectáreas. La relación histórica es de una implantación del 79% para esa fecha, es decir, el retraso era muy significativo, de unos 40 puntos porcentuales.

Quedan todavía 5 semanas de siembra para la oleaginosa, un margen importante para acelerar y lograr una superficie más en línea a la de las últimas campañas. Los registros históricos muestran que en picos de siembra la superficie avanza a un ritmo de entre 5 y 6 millones de hectáreas por semana, por lo que habría tiempo como para implantar unas 20/22 millones de hectáreas de aquí al cierre de la ventana, siempre que el clima y la condición de los suelos lo permitan. De todos modos, debe advertirse que lograr lo anterior sería un hecho inédito, no hay antecedentes, al menos en las últimas 15/20 campañas, de una implantación de semejante magnitud que se logra en las últimas semanas.

**Avance de la siembra de Soja en Estados Unidos según semanas**



**Siembra de Soja USA según semanas**  
En millones de hectáreas



Nota: Media histórica refiere a las últimas 19 campañas.

Fuente: Elaborado en base al Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

## Los precios ya han respondido

En abril y comienzos de mayo los precios internacionales se mostraron a la baja a consecuencia de un mercado que lucía bien abastecido, de la mano de la confirmación de una muy buena cosecha en Sudamérica (Brasil, Argentina) y de la ralentización de la demanda mundial, particularmente china, deteriorada por el conflicto comercial con Estados Unidos y una serie de problemas sanitarios.

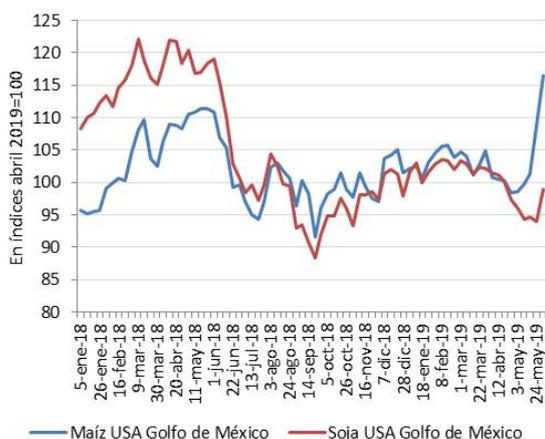
A mediados de mayo, luego de varias semanas de iniciada la siembra en Estados Unidos, y con un escenario cada vez más adverso en materia climática, los precios encontraron un piso y empezaron a revertir la tendencia; primero lo hizo el maíz y luego, con la confirmación que los problemas de siembra también la afectarían, la soja.

Mayo cerró con un precio de Maíz en el Golfo de México de US\$ 188 la tonelada, casi 30 dólares arriba de su cotización de un mes atrás (+18%); la soja valuada en la misma

localización se ubicó en US\$ 332, mejorando sólo 5 dólares respecto a fines de abril, pero 15 dólares respecto de mediados de mayo (su valor más bajo).

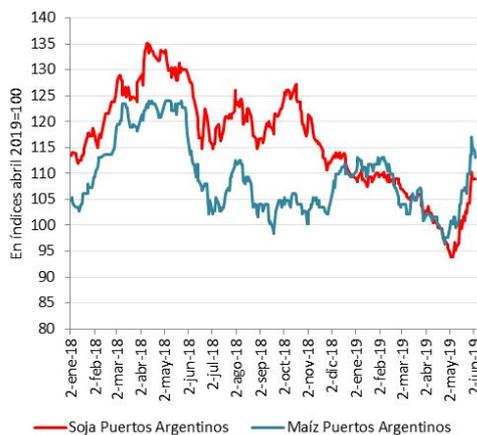
### Evolución de precios de Maíz y Soja en el Golfo de México

En índices abril 2019=100



### Evolución de precios de Maíz y Soja en Puertos Argentinos

En índices abril 2019=100



Fuente: Elaborado en base a FAO y Secretaría de Agroindustria.

Los precios de exportación de Argentina han respondido también con mejoras en las últimas semanas. A fines de mayo el maíz cotizaba en puertos Argentinos a US\$180, casi 30 dólares por encima del cierre de abril (US\$152), una respuesta muy parecida a la que tuviera el maíz Golfo; a su vez, la soja valía US\$ 350, una gran recuperación en relación a los US\$ 300 de fines de abril. Nótese que se vuelve a observar una brecha entre lo que vale la soja de exportación origen Argentina versus origen Estados Unidos (+/- 20 dólares), a favor de la primera, que debería existir y mantenerse (dólares más, dólares menos) hasta tanto China siga castigando con un arancel diferencial a la soja de origen USA.

### Volúmenes comercializados y generación de divisas

La recuperación de los precios de exportación es una buena noticia para Argentina considerando que resta comercializar buena parte de la cosecha del ciclo 2018/2019.

En el caso del maíz, de acuerdo a la última información disponible en la Secretaría de Agroindustria, se llevaban comercializadas a fines de mayo, con precio cerrado, unas 18,7 millones de toneladas, un 39% de una cosecha estimada en 48 millones de toneladas (Bolsas de Cereales). Casi todas las compras eran de los exportadores (96%), para un flujo de exportación total que podría rondar las 30/32 millones de toneladas en el ciclo.

Como puede deducirse la mejora de precios implica mayores divisas para el país e ingresos para los productores y resto de la cadena.

En términos de generación de divisas, la suba de precios internacionales impactaría sobre unas 12/14 millones de toneladas con destino exportación, aún no comercializadas.<sup>2</sup> Para tener orden de magnitud, si el FOB maíz se mantenía estable en US\$ 150 la tonelada, el valor remanente de exportación se ubicaba en un rango de entre US\$ 1.800 millones y US\$ 2.100 millones. Con el nuevo andarivel de precios más cercano a US\$ 180 la tonelada, el remanente pasa a ubicarse en un rango de US\$ 2.160 – 2.520 millones, una mejora de entre US\$ 360 y 420 millones.

Desde la perspectiva del productor, las cuentas son diferentes, su precio de referencia no es el FOB sino el precio interno, aquel que ya tiene descontado los gastos e impuestos de exportación, y todo el maíz no vendido a la fecha se ha valorizado, independientemente del destino final que tenga el cereal (exportación o consumos internos).

Con respecto a la soja, se ha vendido menos que el maíz, unas 13,5 millones de toneladas al cierre de mayo, que representan el 24% de una cosecha estimada en 56 millones de toneladas. Se espera que se exporten unas 45/47 millones de toneladas, ya sea en forma de grano o de subproducto (harina / aceite), por lo que la suba de precios impactaría, en términos de generación de divisas, sobre unas 31/33 millones de toneladas que restan aún vender. Para dimensionar magnitud, si el FOB Soja se mantenía estable en US\$ 300 la tonelada, el valor remanente de exportación (valuando todo a precio grano) se ubicaba en un rango de entre US\$ 9.300 millones y US\$ 9.900 millones. Con precios en el orden de US\$ 350, el remanente pasa a ubicarse en un rango de US\$ 10.850 – 11.550 millones, una mejora de entre US\$ 1.550 y 1.650 millones.

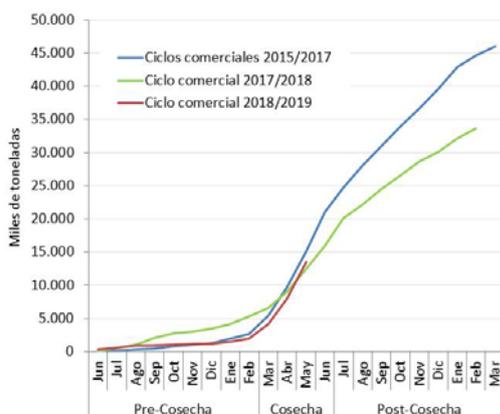
Con respecto a la situación del productor, aplica aquí lo mismo que para el cereal, el productor no vende a precios FOB sino a precios FAS y se beneficia con toda la soja que aún no ha vendido, independientemente del destino que ésta última tenga.

---

<sup>2</sup> El supuesto por detrás, tanto en maíz como en soja, es que la exportación o la industria, inmediatamente después a la operación de compra del grano, realiza la operación “espejo” de venta, ya sea del mismo grano o de un sub-producto (“cierra” la operación).

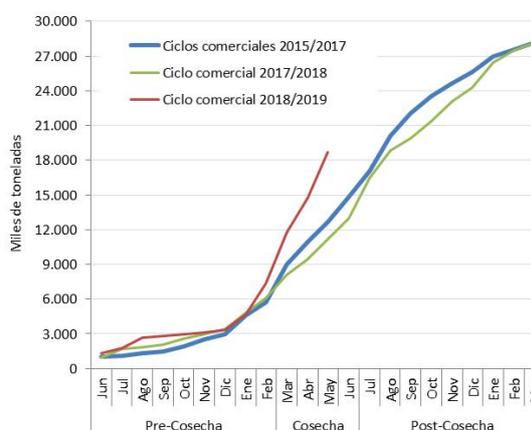
### Comercialización de Soja\*

En miles de toneladas



### Comercialización del Maíz\*

En miles de toneladas



\*Sólo operaciones relevadas por la Secretaría de Agroindustria de compra - venta de granos por parte de la industria y los exportadores, con precio cerrado (se excluyen compras con precio a fijar).

Fuente: Elaborado en base a Secretaría de Agroindustria.

En síntesis, la suba de precios internacionales observada en las últimas semanas implica para el país en generación de divisas, considerando sólo los dos granos líderes y los volúmenes aproximados que restan de comercializar al exterior, una mejora cercana a los US\$ 2.000 millones.

### Evolución de ingresos por ventas a nivel productor, comparación con el ciclo previo

A partir de los volúmenes mensuales comercializados que informa la Secretaría de Agroindustria (operaciones a precio cerrado) y de los precios involucrados en esas operaciones de venta (precios a cosecha según mercado de futuros,<sup>3</sup> cuando no se cuenta aún con la mercadería, y precios spots cuando ya se dispone de esta última, a partir de marzo o abril según el caso<sup>4</sup>) se puede aproximar cómo habrían evolucionado los ingresos brutos de los productores (por mercadería entregada en Rosario, en dólares) a medida que se fueron vendiendo los dos principales granos gruesos producidos (soja y maíz) en la última campaña (2017/2018).

Lo mismo para la campaña actual (2018/2019), con la diferencia que aquí se debe proyectar además una comercialización para lo que resta del ciclo (se utiliza un patrón histórico) y además valorizar estas ventas que aún no se han producido (se utilizan precios futuros MATBA de comienzos de junio).

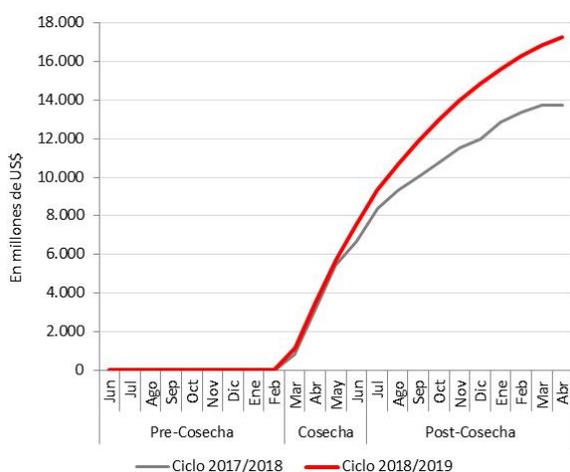
Con respecto a los granos vendidos en pre-cosecha, se imputan como ingresos recién en los meses de cosecha (cuando se dispone del producto y se lo entrega a su comprador): marzo (50%) y abril (50%) para el maíz; abril (50%) y mayo (50%) para la soja.

<sup>3</sup> Precios promedio mensuales MATBA.

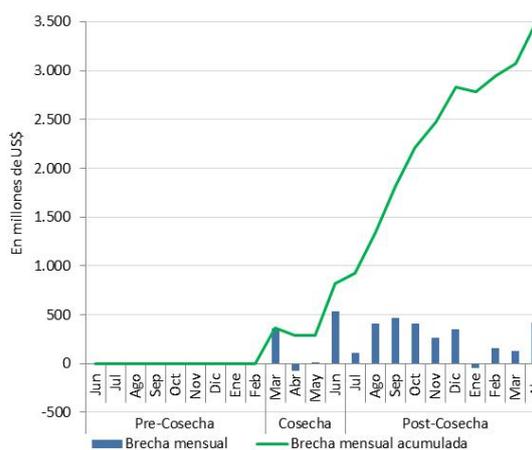
<sup>4</sup> Se toma marzo para el maíz y abril para la soja, precios promedio mensuales Bolsa de Cereales de Rosario.

Conocer cómo habrían evolucionado los ingresos brutos agrícolas en el ciclo previo y cómo podrían hacerlo en el ciclo comercial vigente es una referencia importante, considerando que estos ingresos son los que determinan en gran medida el potencial de gastos, de derrame, que puede hacer el sector (consumo e inversión); resulta tan relevante tener un orden de magnitud (el “cuánto mejora”) como una referencia temporal (el “cuándo mejora”).

**Evolución ingresos brutos por ventas soja y maíz según campañas, nivel productor\***



**Brecha estimada de ingresos entre ciclo actual y previo, mensual y mensual acumulada**



\*Para la estimación de ingresos del ciclo 17/18 se considera la comercialización observada mensual de granos (precios cerrados, Secretaría de Agroindustria) y los precios promedios del mercado de Rosario, en caso de ventas en cosecha / post cosecha, mientras que se toman los precios futuros MATBA en caso de ventas realizadas en etapa de pre-cosecha. Similar criterio se usa para el ciclo 18/19, con la diferencia que se estiman las ventas para lo que resta del ciclo (junio 2019 – Abril 2020) y se utilizan precios futuros MATBA. En ambos casos, la comercialización de pre-cosecha se imputa como ingreso en los meses de marzo / abril (maíz) y abril/mayo (soja) y no se incluyen los ingresos por ventas a consumos locales no relevados por la Secretaría de Agroindustria (granjas de animales, molinos pequeños). Comercialización total registrada 17/18: 35 millones de toneladas en Soja y 28 millones de toneladas en Maíz. Comercialización total estimada 18/19: 46 millones de toneladas en Soja y 41 millones de toneladas en Maíz.

Fuente: Elaborado en base a Secretaría de Agroindustria, MATBA, Bolsa de Cereales de Buenos Aires y Bolsa de Comercio de Rosario.

Bajo un patrón de comercialización “normal” para lo que resta del ciclo comercial 18/19 y considerando tanto precios observados como precios de mercados de futuros, las estimaciones indican que el flujo de ingresos brutos nivel productor asociados a las ventas (relevadas por Secretaría Agroindustria) de soja y maíz del ciclo 18/19 se aproximaría a US\$ 17.250 millones, con una mejora del 25% respecto al flujo de ingresos del ciclo previo (+ US\$ 3.500 millones). Una baja de precios internacionales, una suba de derechos de exportación, reducirían este número, y lo contrario sucedería si las variables mencionadas fuesen en la dirección contraria.

Algo muy importante de notar es que esta mejora de ingresos está totalmente concentrada en el segundo semestre del 2019 y primer cuatrimestre 2020; es decir, hasta el mes de mayo, el exitoso ciclo productivo actual no logra casi diferenciarse aún del ciclo anterior en dinámica de ingresos generados (si bien se llevaban vendidos más granos en el actual ciclo, los precios de venta promedio fueron más bajos), desde junio empiezan a

“despegarse” los dos ciclos, con una divergencia que se expresaría en forma completa en el mes de abril del próximo año.

Finalmente, puede cuantificarse lo que ha significado la suba de precios internacionales en materia de ingresos para los productores, considerando, vale la pena volver a mencionar, sólo las ventas que releva Secretaría de Agroindustria (entre el 80% y 90% de la producción de cada ciclo y cultivo). Si los precios de soja y maíz no hubiesen reaccionado y se hubiesen mantenido en los niveles de cierres de abril, la mejora de ingresos entre ciclos habría sido de US\$ 2.100 millones, es decir US\$ 1.400 millones menor a la cifra calculada a partir de los nuevos precios (US\$ 3.500 millones).

## En Foco 1

### **Con la tasa de interés de Estados Unidos convergiendo al 2% anual, ¿cuán mal tiene que hacer las cosas Argentina para caer en default?**

**Jorge Vasconcelos y Guadalupe Gonzalez**

- El problema de la deuda pública en 2019 no tiene punto de comparación con la crisis de 2001/02. Por un lado, el contexto internacional luce mucho más amigable en términos de tasas de interés y condiciones de liquidez. Por el otro, actualmente solo el 37% del stock de deuda esta en manos de acreedores privados, ya que la mayor parte se divide entre organismos multilaterales y el propio sector público
- Los vencimientos de deuda externa con el sector privado se encuentran razonablemente diluidos en el tiempo, mientras que los compromisos de deuda interna (LEBACS, LETES), que son importantes en los próximos meses, habrán de responder a diversas variables, desde la importancia de los inversores institucionales locales, hasta la probabilidad de escenarios disruptivos a partir del 10 de diciembre
- En caso que la Argentina adopte a partir del 10 de diciembre un plan integral de estabilización y crecimiento, debería haber pocas dudas respecto a que podrá comenzar a refinanciar los vencimientos externos en el mercado a una tasa de un dígito, tal como muestra el rendimiento de bonos de deuda de empresas privadas locales de primera línea

Los países que tienen sus niveles de deuda pública como porcentaje del PIB en niveles elevados, pero sin llegar a ser críticos, necesitan una política fiscal prudente e incentivos adecuados para que su economía crezca, con mayores exportaciones y mayor recaudación impositiva. Sin embargo, el contexto externo al que se enfrentan estos países es también muy importante. Si tienen “mala suerte”, en términos de una liquidez estrecha en el mercado internacional y tasas de interés elevadas, la posibilidad de refinanciar sus deudas y la carga de los intereses conllevan una condición severa más allá de la voluntad de pago.

Focalizando en el contexto externo que enfrentó la Argentina en tres períodos, incluido el más reciente, y para comparar la situación actual con las crisis de deuda de 1982/83 y 2001/02, se toman dos indicadores relevantes: el nivel y la trayectoria de la tasa de interés en Estados Unidos para el bono del Tesoro a 10 años y la evolución de los términos de intercambio de nuestro país, que tienden a reflejar el poder adquisitivo externo de las exportaciones en cada momento.

Así, se tiene que entre los años 1980 y 1984, la tasa de interés de EEUU fue de 11,61% promedio anual en el inicio de esa etapa, para trepar a 14,03% en 1981 y situarse en 12,87% en 1982 (ver gráfico).

Por su parte, los términos de intercambio de la Argentina sufrieron una fuerte caída, pasando de un nivel 100 en 1980 a un piso de 71,1 en 1983.

Para el período 2001/02, las condiciones externas no fueron tan adversas como las observadas para la crisis 1982/83, pero de todos modos resultaron exigentes.

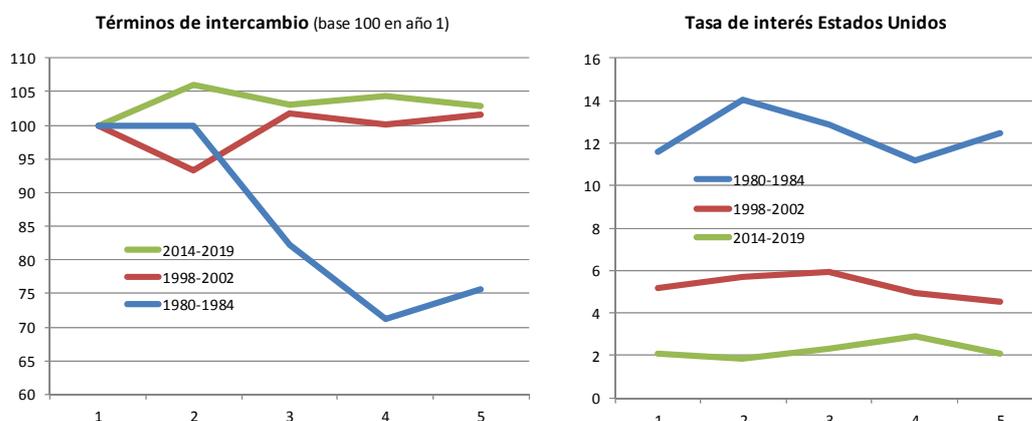
La tasa de interés del Tesoro de Estados Unidos osciló entre el 5% y el 6% anual, para comenzar a descender recién en 2002 (4,53%), cuando el estallido de la crisis en la Argentina ya había ocurrido.

En cuanto a los términos de intercambio, fueron bastante estables, pero se ubicaban apenas por encima del nivel registrado en el primer quinquenio de los años 80.

¿Qué ocurre en el presente? Respecto de los términos de intercambio, ha habido un descenso en los últimos trimestres, pero moderado para un indicador que fluctúa entre 100 y 106 puntos desde 2015. En términos históricos, los términos de intercambio de la Argentina de la actual etapa, aunque inferiores a la etapa del boom de las commodities, se ubican bastante por encima de los registros de los ´80 y los ´90.

Por su parte, la tasa de interés del bono a 10 años de Estados Unidos estuvo oscilando entre el 2% y 3% anual de 2014 a 2018, pero los últimos datos la ubican en 2,11% anual, anticipando el posible relajamiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Actualmente la tasa de corto plazo se ubica en torno al 2,5% anual y, dependiendo de los datos de nivel de actividad e inflación, podría haber uno o dos cortes de aquí a fin de año. El bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, que en las últimas semanas comenzó a anticipar esta tendencia, podría mantenerse en el actual nivel de rendimiento, o incluso bajar un poco más.

### Términos de intercambio de Argentina y tasa de interés de Estados Unidos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CEPAL, INDEC y Reserva Federal

El bajo nivel de la tasa de interés en Estados Unidos no es un fenómeno que tiene que ver con la fase del ciclo sino que constituye un indicador clave de lo que se denomina un “nuevo régimen” de funcionamiento de la mayor parte de los países desarrollados. Por razones demográficas, pero también tecnológicas, se observa un exceso de ahorro respecto de la demanda de fondos para inversión. A su vez, con un ritmo de crecimiento y una tasa de inflación que se ubican por debajo de los parámetros de décadas anteriores, hay un creciente consenso entre académicos y banqueros centrales respecto de que la tasa real (por encima de la inflación) de equilibrio para una economía como la de Estados Unidos podría ubicarse en torno a 0,5% anual.

Este escenario de tasas de interés para los bonos del Tesoro de Estados Unidos permite a países latinoamericanos con buenas calificaciones crediticias financiarse a tasas en dólares de entre el 4% y el 5%, una situación inédita en la historia de nuestros países.

De hecho, bonos externos de empresas argentinas de primera línea con vencimiento entre los años 2022 y 2023 rinden actualmente entre 6,5% y 7,0% anual, mostrando la tasa a la que podría aspirar el Tesoro de la Argentina si lograra salir de esta etapa de falta de credibilidad. La referencia de los bonos de empresas privadas permite asegurar que los vencimientos externos de la Argentina podrían financiarse a tasas de un dígito a partir de 2020, con la condición de que el gobierno que asuma el 10 de diciembre tome las decisiones adecuadas.

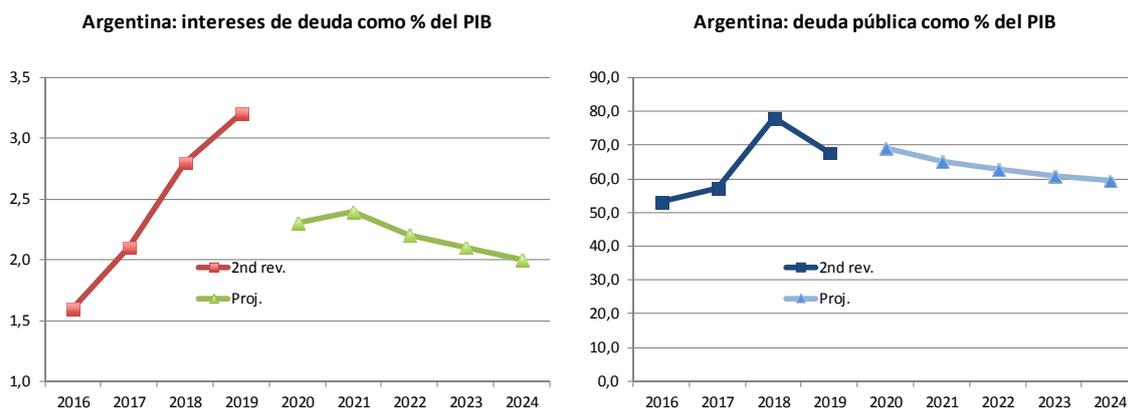
De acuerdo a la última actualización estadística sobre la Argentina publicada por el FMI el 9 de abril pasado, el stock de deuda pública de la Argentina equivale en 2019 a 67,9% del PIB. Este guarismo, que es elevado, ha llevado a que, desde ciertos ámbitos, se intente comparar la situación actual con la de 2001/02. Pero los hechos demuestran que ambas situaciones son incomparables.

- En primer lugar, el contexto internacional, con tasas de interés en Estados Unidos que tienden al 2,0% anual, es extremadamente más amigable que el de 2001/02, una época en la que desde ciertas usinas de países desarrollados se abogaba por la “quiebra de los países” como “solución” a los problemas de deuda. Además, con tasas de interés en EEUU cercanas al 6%, solo los países con grado de inversión podían aspirar a financiarse a tasas de un dígito
- El mismo FMI, en sus simulaciones para determinar el grado de sustentabilidad de la deuda, plantea como escenario base para la Argentina un ratio de deuda pública/PIB descendente hasta llegar a 60,7% del PIB en 2023, con un costo financiero de la deuda estimado en 2,25% del PIB para el promedio 2020/23
- La clave de la diferencia con 2001/02 está en el hecho que, actualmente, solo una fracción de la deuda pública Argentina se encuentra en manos de acreedores privados. Los organismos multilaterales (FMI, BID, Banco Mundial, CAF, etc.) con

tendencia creciente en el último período, actualmente capturan el 23,0% del total de la deuda. Por su parte, la tenencia del propio sector público argentino alcanza al 40% del total de los pasivos del Tesoro

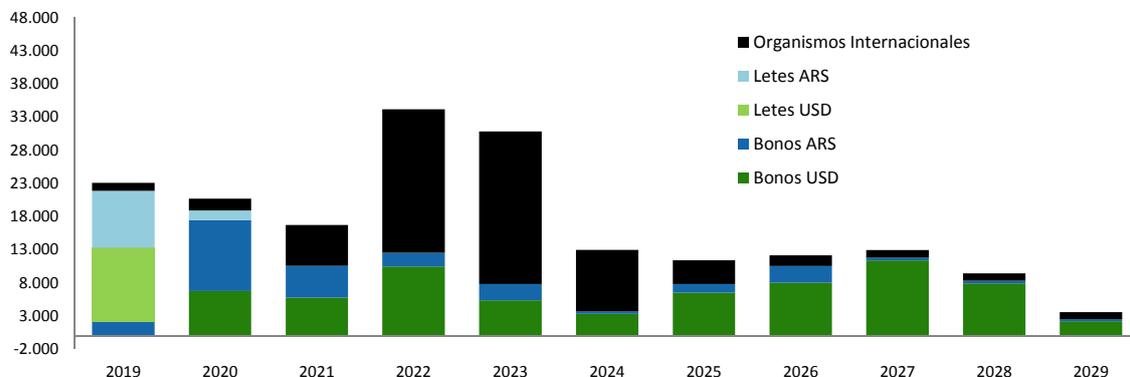
- Así, los acreedores privados detentan aproximadamente el 37% del stock de la deuda pública del país, con vencimientos que están razonablemente diluidos en el tiempo
- De acuerdo a estadísticas recientemente compiladas por el Banco Santander Río, los bonos externos que vencen en 2020 suman US\$6.761 millones y esa cifra es de US\$5.786 millones para 2021
- Es cierto que existe una deuda “cuasifiscal” ascendente (LELIQ) a cargo del BCRA. Pero como mostró la crisis de 2018, hay que computar en ese balance también los activos en manos de la autoridad monetaria. De otro modo, no se explicaría el superávit del balance del BCRA obtenido el año pasado, que alcanzó el record de 577.000 millones de pesos
- También importan los vencimientos de deuda interna (LEBACS, LETES) que son importantes en el mes a mes de aquí a fin de año. Pero aquí hay que considerar tres variables: la importancia de inversores institucionales locales (Cías. De Seguros, etc.), el grado de incertidumbre vinculados con la políticas a ser aplicadas a partir del 10 de diciembre, y la probabilidad que se asigne a escenarios disruptivos. El test para los vencimientos de estos títulos de deuda interna es también un test para los programas de gobierno en danza, de cara a 2020

### Argentina: deuda pública e intereses como porcentaje del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a FMI

**Argentina: vencimientos de deuda pública en millones de dólares**



Fuente: en base a Santander Río y Ministerio de Hacienda

En caso que la Argentina adopte a partir del 10 de diciembre un plan integral de estabilización y crecimiento, debería haber pocas dudas respecto a que podrá comenzar a refinanciar los vencimientos externos de 2020 en el mercado, a una tasa de un dígito. Aunque el spread que deba reconocerse supere por varios puntos a Brasil u otros países comparables, de todos modos el costo financiero total de la deuda apenas si se encarecerá, porque los vencimientos son una pequeña fracción del total y porque será cada vez mayor la ponderación de los Organismos Multilaterales en el listado de acreedores, un segmento en el que la tasa de interés promedio fluctúa en torno a 4,0% anual, o poco mas de ese guarismo.

En ese escenario, resultan verosímiles las proyecciones del FMI para la deuda pública Argentina, con un recorrido descendente que tocaría el 60,7% del PIB hacia 2023.

Pero esa trayectoria solo podrá lograrse con una economía que vuelva a crecer a partir de 2020. El arranque del próximo gobierno será clave para determinar si aquel escenario puede materializarse. A favor se tiene, no solo el escenario internacional descrito, sino también el hecho que el aumento de la deuda con los organismos multilaterales ha permitido reducir progresivamente el stock de pasivos con acreedores privados, al tiempo que la economía, tanto en el flanco externo como el fiscal, ha hecho buena parte del ajuste que los desequilibrios previos demandaban.

## En Foco 3

### **La mejora en la recaudación de impuestos de Mayo se apoyó en Ganancias y retenciones, pero los tributos asociados al mercado interno siguen rezagados**

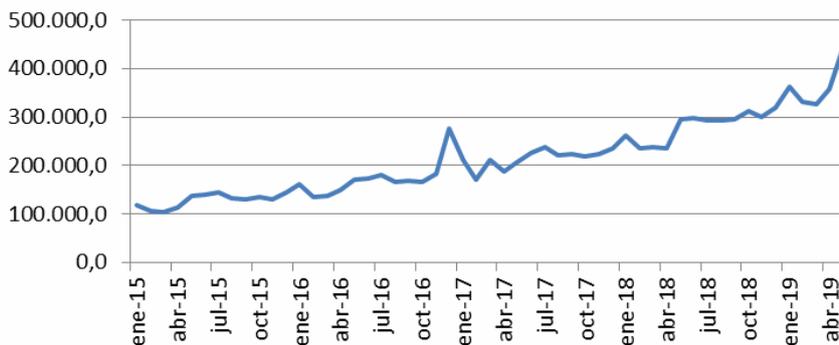
**Marcos O´Connor**

- En términos nominales, la recaudación de impuestos vinculados a las exportaciones aumentó en Mayo un 254,4% interanual, mientras que la suba en Ganancias fue de 68,9%
- La recaudación impositiva asociada al mercado interno cayó 11% interanual en términos reales, en línea con los guarismos del primer trimestre y de Abril
- Por el efecto multiplicador del sector construcciones, se destacó en Mayo la mejora 4,7% interanual en los despachos de cemento. Podría haber un punto de inflexión, ya que para el período Enero-Mayo la variación fue negativa en 5,4% promedio

#### **Recaudación**

La recaudación de impuestos del mes de Mayo presentó una variación interanual del 50,4%, muy similar al guarismo de Abril. El total de los recursos tributarios alcanzó los \$ 444.249,7 millones de pesos, con un aporte sustancial de los impuestos sobre la exportaciones, que aumentaron en términos nominales un 254,41%, y Ganancias, que lo hizo un 68,88%.

### Total recursos tributarios

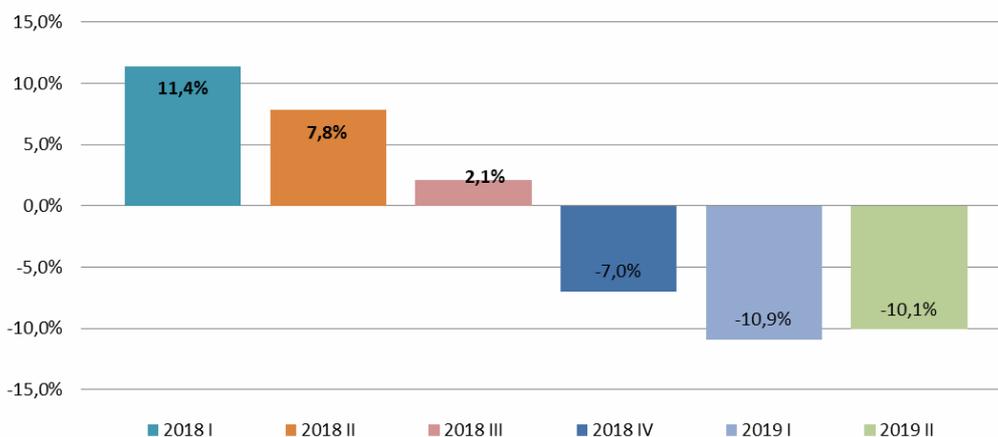


Fuente: : IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Ingresos Públicos

En cambio, todavía es insuficiente el dinamismo en la recaudación asociada al mercado interno, que incluye al IVA, aranceles de importación, combustibles, créditos y débitos y aportes personales. Este subconjunto anotó en Mayo una suba de 39,6% interanual en términos nominales, aunque considerando la inflación, esto implica una caída en términos reales del orden del 11%.

Con respecto a lo que va del año, no hay un gran cambio en la recaudación fiscal en el mercado interno en términos reales, ya que en el primer trimestre la variación interanual fue del -10,9% y la del segundo trimestre (con datos del Abril y Mayo) fue del -10,1% interanual.

### Recaudación impositiva asociada al Mercado Interno (variación interanual en términos reales)

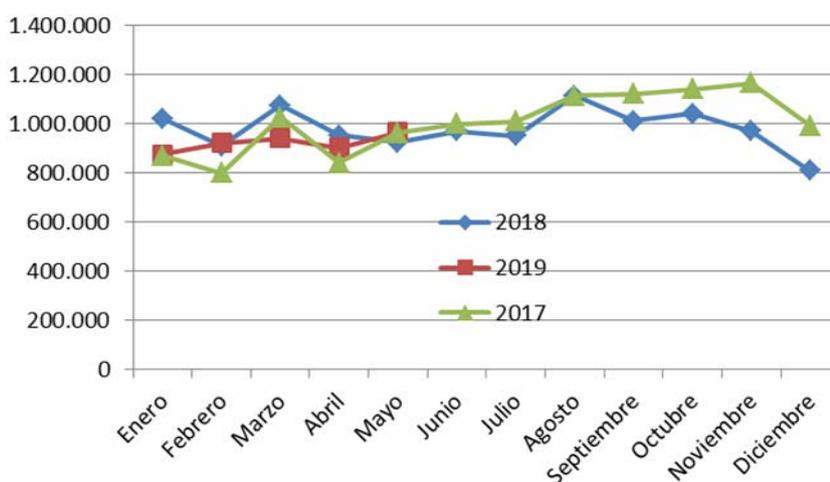


\*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes. Utilizando datos de Abril y Mayo para el segundo trimestre. Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a a Secretaría de Ingresos Públicos e INDEC

## Despacho de cemento

A diferencia de lo que ocurre con los impuestos asociados al mercado interno, en Mayo se observó un significativo repunte en los despachos de cemento, un indicador líder para la actividad de la construcción y muy relevante por su ponderación en el empleo. En el mes de Mayo, los despachos de cemento alcanzaron un total de 973.653 toneladas, con una variación positiva de 4,7% interanual, de acuerdo con las cifras de la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland.

### Despacho de cemento en el mercado interno



Fuente: Ieral de Fundación Mediterránea en base a AFCEP

En relación al mercado interno, se registró una suba interanual de 4,4%, con cifras que alcanzan las 964.762 toneladas en Mayo. Por otra parte, las exportaciones fueron de 8.891 toneladas, representando una mejora del 49% interanual.

En el cuadro adjunto se observa el contraste entre la caída del 5,4% interanual de los despachos de cemento en lo que va del año, y la suba mencionada para Mayo de 4,7%. Los 10,12 puntos porcentuales de diferencia reflejan el cambio de tendencia observado.

Despacho de Cemento			
	Var. a/a 5 meses	Var. a/a Mayo	Diferencia en p.p.
<b>Mercado Interno</b>	<b>-5,7%</b>	<b>4,4%</b>	<b>10,13</b>
<b>Exportaciones</b>	<b>37,9%</b>	<b>49,0%</b>	<b>11,12</b>
<b>Totales</b>	<b>-5,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>10,12</b>

## En Foco 3

### El dato regional de la semana: Las ventas de autos usados caen 7,1% interanual en los cinco primeros meses de 2019, pero la baja se moderó en mayo a -2,4%

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- Por regiones, el mayor descenso en el acumulado de enero-mayo se observó en el NEA (-20,3% interanual), seguido de el NOA (-14,3%), la zona Pampeana (-6,2%), Cuyo (-5,0%) y la Patagonia (-2,1%)
- Para este período, los mayores descensos en ventas de usados se registraron en Catamarca, Salta, Santiago del Estero, Misiones y Chaco, con guarismos negativos superiores al 20% interanual. En cambio, hubo variaciones positivas en San Juan, Tierra del Fuego y Neuquén
- En Mayo, en siete de veinticuatro provincias aumentaron las ventas de usados en un promedio de 6,5% interanual. El promedio de la caída de las diecisiete jurisdicciones restantes fue de 12,7%

En base a datos de transferencias de autos usados provistos por la Dirección Nacional de Registro de la Propiedad de Automotor (DNRPA), en el acumulado a mayo del año 2019, se registró, a nivel nacional, una reducción interanual del 7,1%, con total de 692.650 de unidades transferidas (52.656 unidades menos con respecto a igual período del año 2018). Las cinco regiones argentinas acompañaron dicha tendencia, con variaciones interanuales negativas entre un -2,1% (Patagonia) y un -20,3% (Noreste).

El norte argentino fue el de peor desempeño en este indicador: redujo en un 17,3% en total de autos transferidos (-14.939 unidades) con respecto a los primeros cinco meses del año 2018. Sin embargo, su peso en el total a nivel nacional es relativamente bajo (10%).

La región de **Noreste** registró una reducción del 20,3% en el acumulado enero-mayo 2019, respecto de igual período del año anterior. Las cuatro provincias que forman dicha región, acompañaron la merma, con caídas entre un 24,5% (Chaco) y un 16,1% (Corrientes). Por su parte, en la región **Noroeste** la baja alcanzó: -14,3% i.a. en los primeros cinco meses del año, con un desempeño en las provincias que la componen que se ubicaron entre un 21,7% (Santiago del Estero) y un -7,6% (Jujuy).

### Transferencias de automotores

Unidades transferidas y variación interanual. Acumulado enero-mayo 2019.

Total País	692.650	-7,1%	Cuyo	56.737	-5,0%
Noroeste	37.200	-14,3%	San Juan	10.200	9,3%
Catamarca	3.146	-12,6%	Mendoza	36.881	-6,3%
La Rioja	3.327	-9,4%	San Luis	9.656	-12,6%
Salta	8.052	-20,5%	Noreste	34.259	-20,3%
Santiago del Estero	4.886	-21,7%	Misiones	10.140	-21,6%
Jujuy	4.974	-7,6%	Corrientes	11.673	-16,1%
Tucumán	12.815	-10,7%	Chaco	9.075	-24,5%
Pampeana	507.722	-6,2%	Formosa	3.371	-18,6%
CABA	65.257	-8,1%	Patagónica	56.732	-2,1%
Santa Fe	63.140	-7,7%	Santa Cruz	5.615	-11,5%
Córdoba	79.660	-3,6%	Río Negro	15.911	-2,6%
Entre Ríos	28.400	-5,2%	Tierra del Fuego	4.799	6,3%
La Pampa	10.540	-10,6%	Chubut	13.695	-11,1%
Buenos Aires	260.725	-6,0%	Neuquén	16.712	9,1%

Fuente: IERAL en base a DNRPA

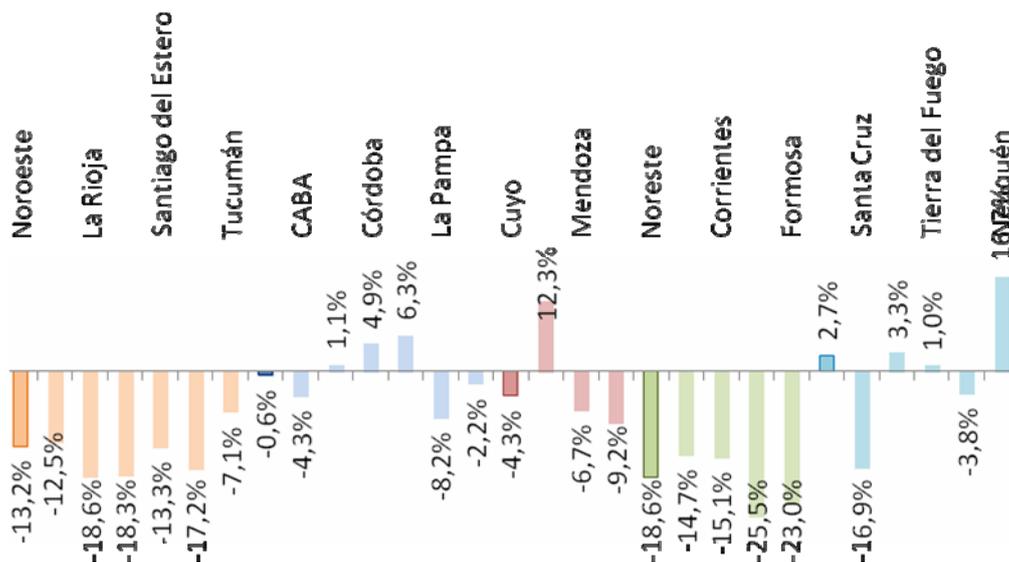
La región **Pampeana** – con una participación superior al 72% en el país – presentó una reducción del 6,2% interanual, durante enero-mayo del corriente año. De nuevo, todas las provincias que forman la región redujeron el total de transferencias de autos realizadas en el periodo considerado: -6,9% interanual promedio.

La región de **Cuyo** redujo las transferencias de autos usados en un -5,0% interanual. En ella, sólo la provincia de San Juan registró un aumento en este indicador (+9,3% - la mayor suba observada entre las provincias), mientras que en Mendoza y San Luis las reducciones fueron del 6,3% y 12,6%, respectivamente.

Finalmente, la región **Patagónica**, igualmente con reducciones en este indicador, fue la región con la menor baja interanual durante el acumulado enero-marzo 2019: -2,1%. Se destaca a las provincias de Neuquén y Tierra del Fuego, en donde se observaron aumentos del 9,1% y 6,3%, respectivamente. Las tres provincias restantes dentro de esta región registraron una reducción del 8,4% interanual promedio.

Al observar el comportamiento interanual de dicha variable para el mes de mayo 2019, se puede concluir lo siguiente: a nivel nacional se observó una reducción de menor magnitud a la alcanzada en el acumulado enero-mayo (-2,4% interanual); 7 de 24 provincias (23 + la CABA) registraron aumentos en este indicador del 6,5% i.a. promedio; y en las 17 provincias restantes ocurrió lo contrario: -12,7% i.a. promedio.

**Transferencias de automotores. Mayo 2019**  
Variación Interanual



Fuente: IERAL en base a DNRPA

Es posible realizar un análisis similar pero en el caso de transferencias de motos usadas. En este caso, se observa que, en el acumulado enero-mayo 2019, solo 3 provincias (Chaco, Misiones y San Luis) registraron variaciones interanuales negativas: -5,3% i.a. promedio. En el resto de las provincias se observó un mejor desempeño con incrementos entre un mínimo de 0,7% (Santiago del Estero) y un máximo de 46,6% (San Juan). A nivel nacional, el aumento observado en este indicador superó el 15%, evidenciando así un mejor desempeño en comparación con el total de transferencias de autos usados registradas durante los primeros cinco meses del corriente año.