



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1436 - 4 de Agosto de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Day

Dólar soja sí, ¿por qué no dólar Malbec?
El “otro agro” con problemas de competitividad

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos

Anuncios pendientes de detalle en lo fiscal, con un sector externo desafiante

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

Dólar soja sí, ¿por qué no dólar Malbec? El "otro agro" con problemas de competitividad

- Desde el año pasado, han subido fuerte los precios de los productos agrícolas (y agroindustriales) que más se exportan. Una buena noticia para el país, pero los cereales y las oleaginosas se obtienen principalmente de la Región Pampeana y el NOA. En cambio, esos fuertes aumentos de precios no se dieron en la mayoría de los otros productos agrícolas típicos del resto de las regiones
- Desde 2017 al presente, mientras el precio de exportación de la soja ha subido un 74 %, se observan caídas de entre el 15% y el 50 % para productos como las peras, la yerba mate, los garbanzos, limones y ajo, entre otros
- Al mismo tiempo, se encarecen en dólares al tipo de cambio oficial los costos más relevantes para las economías regionales, caso del transporte, los salarios y los fertilizantes
- La realidad es que el país está barato en dólares financieros (y en blue). Pero en dólares oficiales se está encareciendo, complicando a los exportadores regionales. La pérdida de competitividad comienza a preocupar en las distintas economías regionales, pero hasta el momento sólo se anuncian incentivos para los productores de soja, siendo que el precio internacional de este tipo de commodities ha sido mucho más favorable

En Foco 1:**10*****Anuncios pendientes de detalle en lo fiscal, con un sector externo desafiante***

- Se había caracterizado a la política económica como un ensayo de "prueba y error", en la búsqueda de un "Plan B", con medidas más contundentes, pero lo anunciado este 3 de agosto no puede todavía ser catalogado como un programa de estabilización, tanto por las imprecisiones en el plano fiscal y monetario como por la falta de proporción entre las medidas vinculadas al sector externo y el deterioro verificado en este flanco, con un Banco Central que en la última semana tuvo que convalidar ventas netas de divisas por más de 600 millones de dólares. Medidas que podrían haber sido efectivas en mayo pasado, pueden resultar insuficientes en agosto
- El gobierno pasó a reconocer la necesidad de cambios en la política de subsidios y de tarifas de servicios públicos. Los subsidios quedarían acotados a consumos dentro de una especie de "canasta básica energética", para el 70 % de los usuarios. Los consumos de estos sectores por encima de cierto umbral y las facturas del 30 % restante de usuarios, serían tarifadas en base a un esquema sin subvenciones
- La reacción oficial ocurre luego de 60 días de severo deterioro de las principales variables. Entre junio y julio, la emisión monetaria destinada a compras de bonos del Tesoro en el mercado secundario y pago de intereses por Leliq y pases alcanzó a 1,7 millón de millones de pesos, cifra equivalente al 45 % del stock de la Base Monetaria contabilizado a mayo de este año
- Con ventas netas superiores a los 600 millones de dólares en el mercado de cambios oficial en los últimos cinco días hábiles, las reservas han descendido otro escalón, no contemplado en las cifras de fin de julio. Se estima que entre mayo y la primera semana de agosto las reservas netas del BCRA se han reducido en más de 3,0 mil millones de dólares
- Los problemas del sector externo no tienen que ver con el enfoque contable de sumar y restar exportaciones e importaciones, sino que responden a desequilibrios de orden macro. En el primer semestre de 2022 las exportaciones de la Argentina aumentaron en 6,5 mil millones de dólares respecto de igual período de 2021 y, sin embargo, la compra-venta neta de divisas por parte del Banco Central se ha movido en la dirección opuesta: el saldo de esas operaciones es

de apenas 563 millones de dólares, cuando en enero-julio de 2021 se habían acumulado 7,2 mil millones de dólares

- Lograr un impacto significativo y duradero en el sector externo demandaría una corrección de la política cambiaria, pero para llevar adelante esta tarea sería necesario robustecer las anclas fiscales y monetarias, con medidas más profundas que las anunciadas. Es posible que haya temor por el impacto que esto tendría sobre el nivel de actividad, pero los primeros datos de julio ya muestran un freno, originado en la aceleración de la tasa de inflación y las dificultades en el abastecimiento de productos importados, fuerzas que deprimen la demanda y la oferta el mismo tiempo

Editorial

Dólar soja sí, ¿por qué no dólar Malbec? El “otro agro” con problemas de competitividad

Jorge Day

- Desde el año pasado, han subido fuerte los precios de los productos agrícolas (y agroindustriales) que más se exportan. Una buena noticia para el país, pero los cereales y las oleaginosas se obtienen principalmente de la Región Pampeana y el NOA. En cambio, esos fuertes aumentos de precios no se dieron en la mayoría de los otros productos agrícolas típicos del resto de las regiones
- Desde 2017 al presente, mientras el precio de exportación de la soja ha subido un 74 %, se observan caídas de entre el 15% y el 50 % para productos como las peras, la yerba mate, los garbanzos, limones y ajo, entre otros
- Al mismo tiempo, se encarecen en dólares al tipo de cambio oficial los costos más relevantes para las economías regionales, caso del transporte, los salarios y los fertilizantes
- La realidad es que el país está barato en dólares financieros (y en blue). Pero en dólares oficiales se está encareciendo, complicando a los exportadores regionales. La pérdida de competitividad comienza a preocupar en las distintas economías regionales, pero hasta el momento sólo se anuncian incentivos para los productores de soja, siendo que el precio internacional de este tipo de commodities ha sido mucho más favorable

Hace unos días apareció, y ayer hubo indicios de que continuaría el dólar “soja”. ¿También habrá un “dólar de productos regionales”? Es claro que la **presencia de distintos dólares es un despropósito** (fomenta los “rulos” y una economía más informal, y termina con fuertes restricciones de importaciones, entre otros problemas). Pero estamos en un contexto atípico.

En esta situación, ¿por qué el “**dólar soja**”? El Banco Central tiene un problema, que **le está costando conseguir dólares oficiales baratos**. Hay productores que optan por demorar las ventas al exterior, esperando tiempos (o dólares) mejores. Dada la magnitud de las exportaciones agro-pampeanas, se ha propuesto un mecanismo por el cual les pagarían un dólar (“soja”) más caro, para incentivarlos a exportar más.

¿Y por qué un “**dólar regional**”? Los que tienen un problema son los productores y exportadores regionales, que enfrentan **costos crecientes en dólares**, al atrasarse el dólar oficial con respecto a la inflación, y por eso, presionan para lograr una mayor competitividad.

Planteos desde el “otro agro”

En el mundo agrícola, hay un sinfín de productos, varios de los cuales presentan precios muy volátiles.

Lo llamativo en Argentina es que, desde el año pasado, **han subido fuerte los precios** de los productos agrícolas (y agroindustriales) **que más se exportan**. Una buena noticia para el país. Esos productos (cereales y oleaginosas) se obtienen principalmente de la Región Pampeana, y se han extendido a otras provincias, como algunas del NOA.

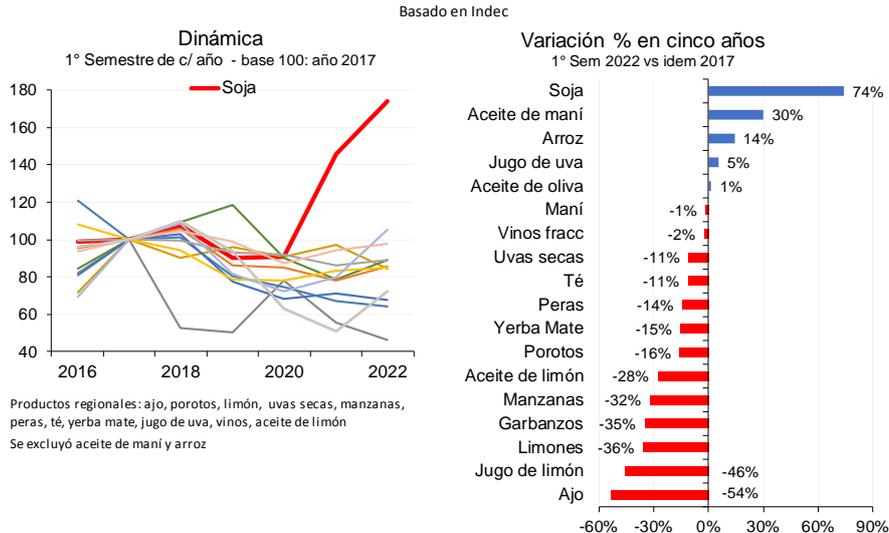
Otro punto para destacar es que esos fuertes aumentos de precios **no se dieron en la mayoría de los otros productos agrícolas** típicos de otras regiones del país.

En un país normal, si mejoran sustancialmente los precios de los productos que más se exportan, entrarían más dólares al país, reduciendo su cotización, e impacta negativamente a los exportadores de aquellos productos que no tuvieron esa suerte en precios.

Aun no siendo un país normal, en Argentina el dólar oficial se ha venido rezagando con respecto a la inflación desde hace varios meses, y, por ende, esa pérdida de poder de compra del dólar oficial lo padecen más los exportadores del “otro” agro, sin suerte con los precios.

Vamos a los datos. Se tomará como referencia el año 2017, un año en que el dólar todavía estaba bajo, antes de la seguidilla de devaluaciones. También se tomará como referencia uno de los comodites típicos (soja), cuyo **precio internacional** aumentó mucho más que los otros productos regionales, algunos de los cuales tienen un precio en dólares inferior al de cinco años atrás.

Precios de exportación de productos regionales de Argentina



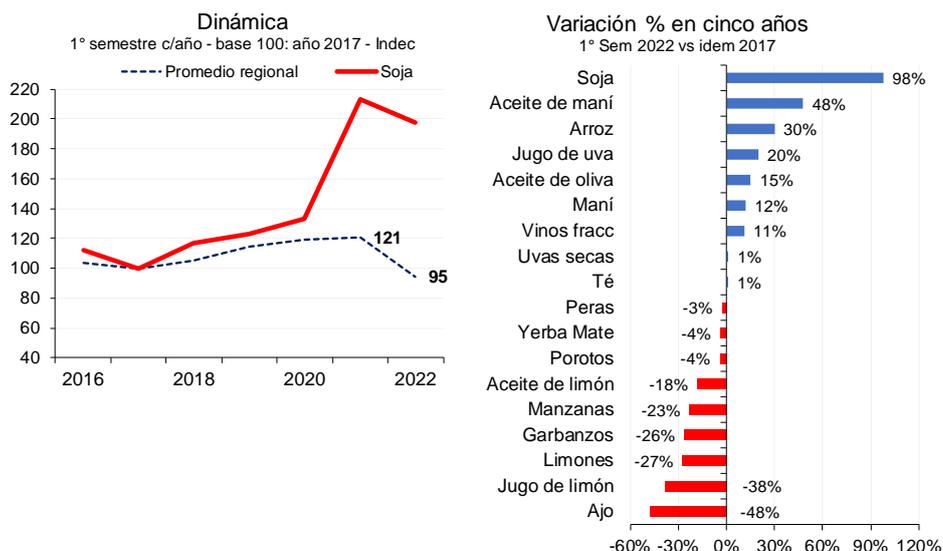
Por otra parte, en esos tiempos, el **dólar oficial** vigente equivalía a \$ 105 a precios de hoy. Actualmente está en \$ 139. Ha mejorado bastante. No obstante, el problema está en la pérdida de poder adquisitivo en los últimos dieciocho meses (en octubre 2020, el dólar era de \$ 172 a precios de hoy). O sea, **mejor que hace cinco años, pero empeorando en los últimos veinte meses.**



Combinando dólar y precios, se obtiene el **tipo de cambio real para cada producto analizado**. Indica cuánto le rinde su precio (de exportación) en el país. Obviamente los más beneficiados son aquellos cuyos precios mejoraron notoriamente. En cambio, hay otros que están peor que hace cinco años, periodo de un dólar relativamente barato, caso de ajo y limones.

Tipo de cambio real para productos regionales de Argentina

Basado en Indec



Costos en economías regionales

Cuando el dólar oficial está barato, implica que los costos argentinos en esa moneda están más altos, impactando negativamente sobre la competitividad exportadora del país. ¿Qué está ocurriendo actualmente con los costos?

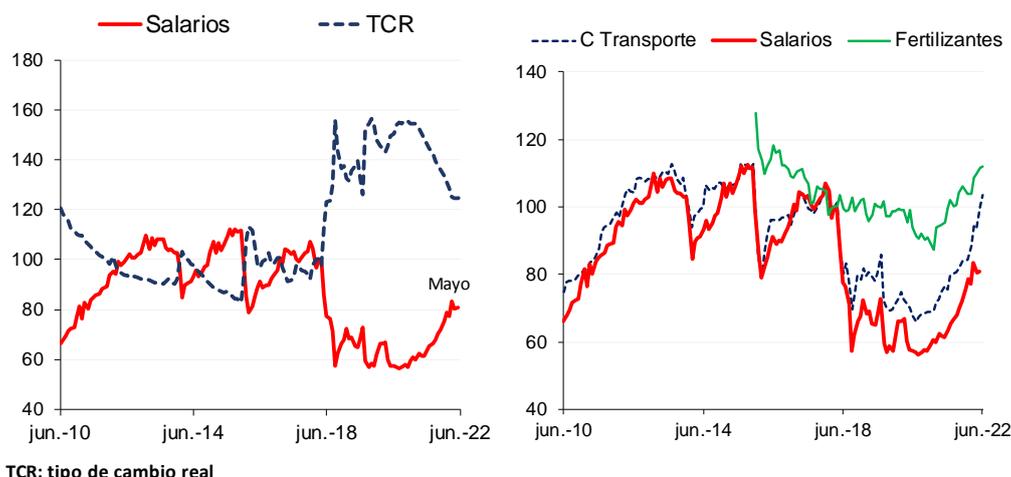
Hay costos **poco dolarizados**, como los salarios. Cuando el dólar se abarata, los costos salariales aumentan en esa moneda, y eso viene ocurriendo desde hace varios meses, aunque no a los niveles observados previos a la crisis del 2018.

Hay otros costos que están **dolarizados** (por ej. fertilizantes), cuyos precios en esa divisa se debieran mantener estables. Sin embargo, se observa que también están aumentando, en parte por la inflación en EEUU, y en parte, por las restricciones a importar que reducen la oferta de esos bienes.

Por último, hay otros costos que en el mundo están dolarizados, como el combustible, pero **no tanto en Argentina**, porque se lo fija artificialmente para que no resulte tan caro. Un problema es que puede generar escasez de esos combustibles, hecho que se observó unos meses atrás.

Dinámica de distintos costos argentinos en dólares (oficiales)

base 100: mar 2018 - basado en M. Trabajo, Cedol, Indec.



Resumiendo, el país se está encareciendo en dólares oficiales, motivo de preocupación, y más en sectores no beneficiados con mayores precios de exportación.

Perspectivas

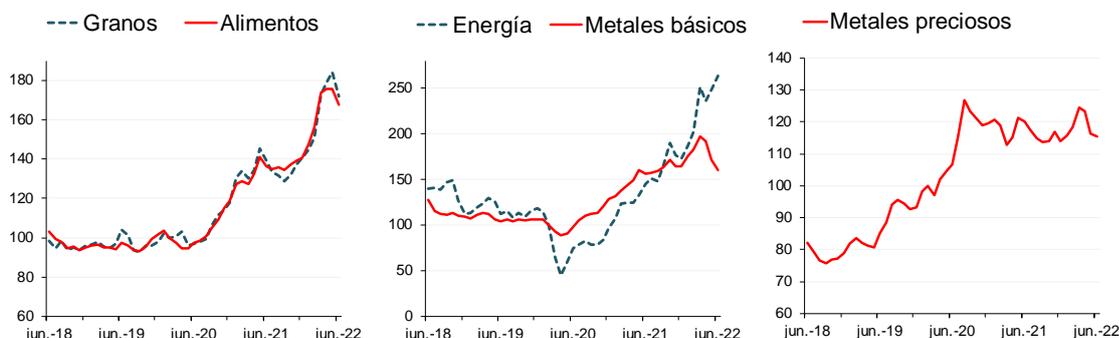
Pensando en el "otro agro", una pregunta es si se mantendrá esta situación de pérdida de competitividad en los próximos meses. Hay dos puntos clave.

Precios internacionales: generalmente se piensa en los commodities agropecuarios "pampeanos". En este caso, se mantiene la presencia de las dos fuerzas contrapuestas. Por un lado, la guerra en Ucrania ha reducido la oferta de cereales (con su consecuente mayor precio),

Por el otro, es posible que se acentúe la política anti-inflacionaria, consistente en incrementos en la tasa de interés en EEUU, lo cual fortalece el dólar y reduce los precios de los commodities. Esta última fuerza ha sido mayor en los dos últimos meses, pero no todavía no marca una tendencia.

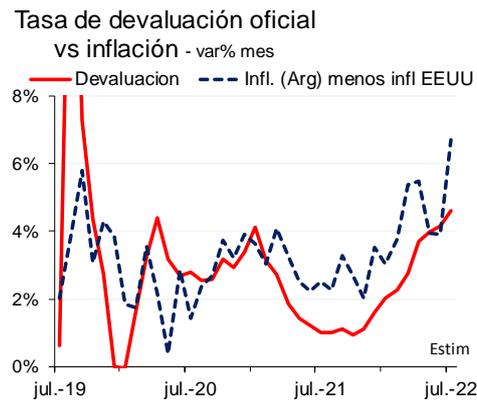
Dinámica de índice de precios internacionales de commodities en el mundo

Base 100: feb 2020 - basado en Banco Mundial



Sin embargo, no es tan claro para los productos del "otro agro". No se ven influenciados por la guerra, sino principalmente por lo que ocurre en sus respectivos sectores. Sí les puede jugar en contra un dólar más fuerte en el mundo, que tire hacia abajo sus precios.

Tipo de cambio real (dólar): en estos días ha habido un cambio en las autoridades económicas del país, pero se mantiene la amenaza de una inflación creciente. En ese sentido, no es esperable que haya un salto devaluatorio, y tampoco que el dólar oficial aumente gradualmente por encima de la tasa de inflación. Siendo así, el dólar oficial continuaría abaratándose (quizá a menor ritmo), complicando la rentabilidad de los exportadores regionales.



La realidad es que el país está barato en dólares financieros (y en blue). Pero en dólares oficiales se está encareciendo, complicando a los exportadores regionales. La pérdida de competitividad comienza a preocupar en varias economías regionales.

En Foco 1

Anuncios pendientes de detalle en lo fiscal, con un sector externo desafiante

Jorge Vasconcelos

- Se había caracterizado a la política económica como un ensayo de “prueba y error”, en la búsqueda de un “Plan B”, con medidas más contundentes, pero lo anunciado este 3 de agosto no puede todavía ser catalogado como un programa de estabilización, tanto por las imprecisiones en el plano fiscal y monetario como por la falta de proporción entre las medidas vinculadas al sector externo y el deterioro verificado en este flanco, con un Banco Central que en la última semana tuvo que convalidar ventas netas de divisas por más de 600 millones de dólares. Medidas que podrían haber sido efectivas en mayo pasado, pueden resultar insuficientes en agosto
- El gobierno pasó a reconocer la necesidad de cambios en la política de subsidios y de tarifas de servicios públicos. Los subsidios quedarían acotados a consumos dentro de una especie de “canasta básica energética”, para el 70 % de los usuarios. Los consumos de estos sectores por encima de cierto umbral y las facturas del 30 % restante de usuarios, serían tarifadas en base a un esquema sin subvenciones
- La reacción oficial ocurre luego de 60 días de severo deterioro de las principales variables. Entre junio y julio, la emisión monetaria destinada a compras de bonos del Tesoro en el mercado secundario y pago de intereses por Leliq y pases alcanzó a 1,7 millón de millones de pesos, cifra equivalente al 45 % del stock de la Base Monetaria contabilizado a mayo de este año
- Con ventas netas superiores a los 600 millones de dólares en el mercado de cambios oficial en los últimos cinco días hábiles, las reservas han descendido otro escalón, no contemplado en las cifras de fin de julio. Se estima que entre mayo y la primera semana de agosto las reservas netas del BCRA se han reducido en más de 3,0 mil millones de dólares
- Los problemas del sector externo no tienen que ver con el enfoque contable de sumar y restar exportaciones e importaciones, sino que responden a desequilibrios de orden macro. En el primer semestre de 2022 las exportaciones de la Argentina aumentaron en 6,5 mil millones de dólares respecto de igual período de 2021 y, sin embargo, la compra-venta neta de divisas por parte del Banco Central se ha movido en la dirección opuesta: el saldo de esas operaciones es de apenas 563 millones de dólares, cuando en enero-julio de 2021 se habían acumulado 7,2 mil millones de dólares

- Lograr un impacto significativo y duradero en el sector externo demandaría una corrección de la política cambiaria, pero para llevar adelante esta tarea sería necesario robustecer las anclas fiscales y monetarias, con medidas más profundas que las anunciadas. Es posible que haya temor por el impacto que esto tendría sobre el nivel de actividad, pero los primeros datos de julio ya muestran un freno, originado en la aceleración de la tasa de inflación y las dificultades en el abastecimiento de productos importados, fuerzas que deprimen la demanda y la oferta el mismo tiempo

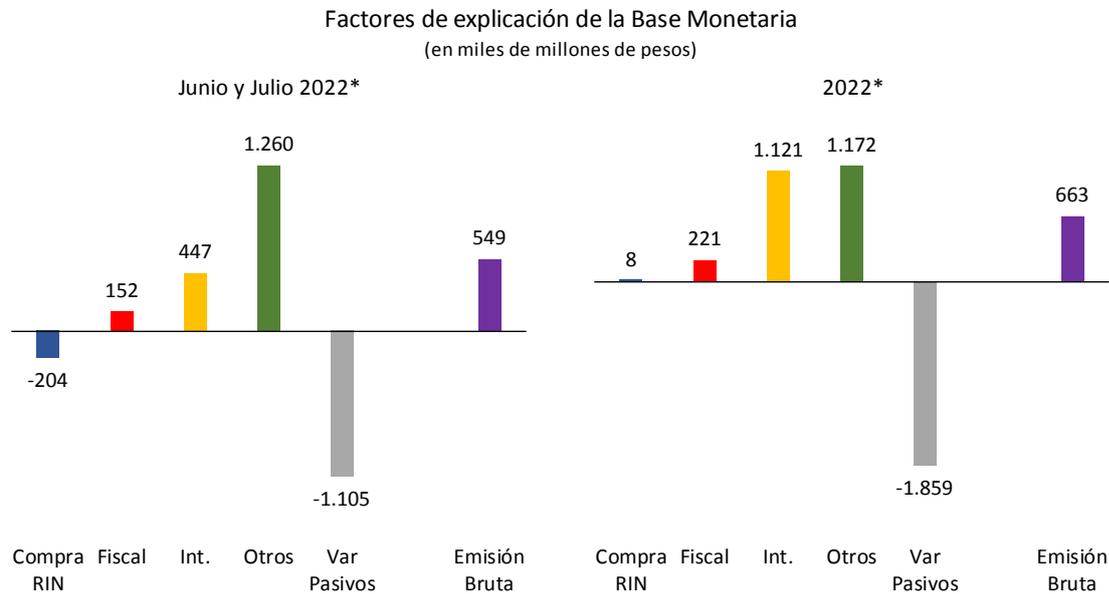
Bajo la nueva conducción económica, el gobierno pasó a reconocer que la política tarifaria necesitaba cambios, por lo que en principio los subsidios quedarían acotados a consumos dentro de una especie de "canasta básica energética", para el 70 % de los usuarios (9 millones sobre un total de 13 millones). Los consumos de estos sectores por encima de cierto umbral y las facturas del 30 % restante de usuarios, serían tarifadas en base a un esquema sin subvenciones, por lo que el ajuste fiscal de las partidas de subsidios sería mayor al esperado. En similar dirección, se ha anunciado una auditoría sobre los planes sociales, destinada a depurar los padrones, por lo que se espera también aquí un recorte de gastos más intenso, pero en un horizonte que puede estirarse por varios trimestres. La falta de precisiones sobre la instrumentación de esas medidas impide por el momento evaluar la magnitud de la contribución que puedan hacer al cierre de las cuentas fiscales, teniendo en vista que se ha ratificado la proyección de un déficit primario del sector público de 2,5 % del PIB en 2022, en línea con lo acordado con el FMI.

En el informe de la última semana de julio se había caracterizado a la política económica como un ensayo de "prueba y error", en la búsqueda de un "Plan B", con medidas más contundentes. Lo que ha sido anunciado no puede todavía ser catalogado como un programa de estabilización, tanto por las imprecisiones en el plano fiscal y monetario como por la falta de proporción entre las medidas vinculadas al sector externo y el deterioro verificado en este flanco, con un Banco Central que en la última semana tuvo que convalidar ventas netas de divisas por más de 600 millones de dólares y Reservas Brutas que se han achicado en 2,3 mil millones de dólares desde mediados de julio.

Entre los anuncios figura la decisión de cerrar la "ventanilla" de los "Adelantos transitorios" desde el Banco Central al Tesoro y que, frente a los vencimientos de deuda interna, se avanza hacia un "canje voluntario" de bonos más cortos por títulos exigibles en 2023.

La magnitud de los desafíos en este flanco se constata por el hecho que, en el acumulado de junio y julio, por lejos la principal fuente de emisión monetaria ha sido la intervención del Banco Central en el mercado secundario de deuda interna, recomprando bonos del Tesoro del que se desprendían los operadores privados. En los últimos 60 días esas intervenciones insumieron 1,26 millones de millones de pesos, en una movida que debió ser acompañada por una política mucho más activa de esterilización de pesos (colocando Leliqs y subiendo tasas de interés) fenómeno que tampoco es gratuito: el costo de los

intereses de los Pasivos Remunerados del Central explica la emisión de 447 mil millones de pesos en el acumulado de junio y julio. La convergencia de esas dos turbinas ha derivado en una emisión de 1,7 millón de millones de pesos en los últimos 60 días, a un ritmo que equivale al 45 % del stock de la Base Monetaria contabilizado a mayo de este año!!!.



* Acumulado hasta el 29 de julio de 2022.
Fuente: IERAL con base en BCRA.

Los datos que evidencian el deterioro de las variables macro registrado en poco más de dos meses no pueden ser subestimados. Esto es lo que permite argumentar que medidas que podrían haber sido efectivas en mayo pasado, pueden resultar insuficientes en agosto.

Obsérvese que las reservas netas del Banco Central, que en mayo se ubicaban en torno a los 3,9 mil millones de dólares, a fin de julio habían descendido a 2,0 mil millones. Pero eso no es todo. Con ventas netas superiores a los 600 millones de dólares en el mercado de cambios oficial en los últimos cinco días hábiles, las reservas han descendido otro escalón, no contemplado en el cuadro adjunto, que permite estimar para la primera semana de agosto una merma superior a los 3,0 mil millones de dólares (en la medición neta de encajes y swap chino) respecto del guarismo de mayo.

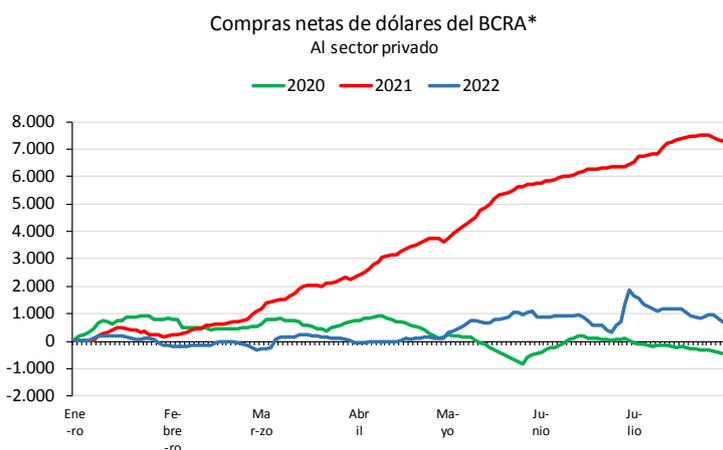
El deterioro de las variables entre Mayo y Agosto

	Mayo'22	Agosto'22
Reservas netas BCRA (millones de dólares)	3900	2000
Reservas líquidas (millones de dólares)	-4100	-5700
Pasivos remunerados/Base monetaria	1,50	1,65
M3 (Variación interanual)	58%	71%
Tasa de inflación (Acumulada 12 meses)	60%	70%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de mercado y BCRA.

Esta dinámica, que suele interpretarse como una derivación de demoras de exportadores o anticipos de importaciones, en realidad responde al desborde fiscal y monetario de los meses previos. Así, por ejemplo, un indicador de riesgo de emisión monetaria que pueda salirse de control, el ratio entre los pasivos remunerados del Central (Leliq) y la Base Monetaria, ha dado un salto muy significativo en los últimos tres meses, pasando de 1,5 en mayo a 1,65 en los últimos datos.

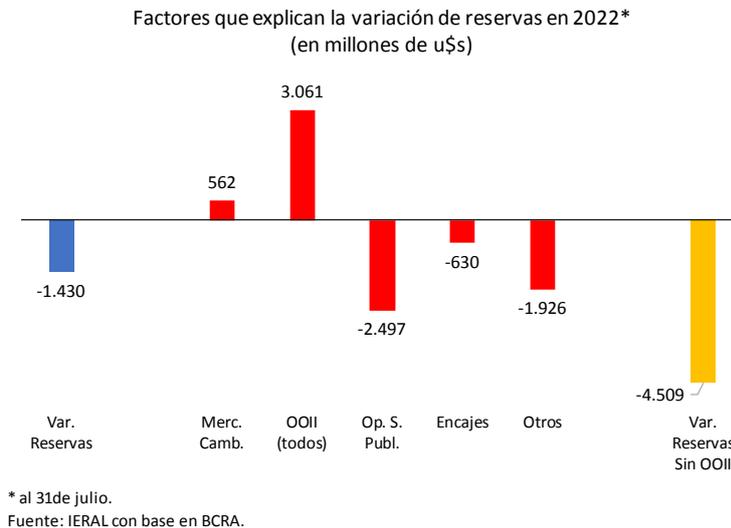
El impacto de ese desborde se canalizó en una aceleración de agregados monetarios, que en algunos de sus segmentos (M3) pasaron de expandirse al 58 % en mayo a 71 % en el arranque de agosto, con impacto en la ampliación de la brecha cambiaria y una tasa de inflación que pasó del peldaño interanual del 60 % en Mayo al 70 % en julio/agosto.



* Compras diarias acumulativas hasta el 31 de julio de cada año. En millones de u\$s.
Fuente: IERAL, con base en BCRA.

Los problemas del sector externo no tienen que ver con el enfoque contable de sumar y restar exportaciones e importaciones, sino que responden a desequilibrios de orden macro. Un dato al respecto: en el primer semestre de 2022 las exportaciones de la Argentina

aumentaron en 6,5 mil millones de dólares respecto de igual período de 2021 y, sin embargo, la compra-venta neta de divisas por parte del Banco Central se ha movido en la dirección opuesta: en lo que va del año el saldo de esas operaciones es de apenas 563 millones de dólares, cuando en igual período de 2021 se habían acumulado 7,2 mil millones de dólares.



Estas diferencias son las que explican la dificultad para acumular reservas, uno de los temas centrales a los que la política económica debe dar respuesta. Desde fin de 2021, las reservas externas del Banco Central se han reducido en 1,4 mil millones de dólares, pero el resultado habría sido mucho más negativo de no mediar los desembolsos de los organismos internacionales (FMI, básicamente) en lo que va del año. Neto de esas transferencias, el cálculo arroja una caída de reservas de 4,5 mil millones de dólares, como se aprecia en el gráfico.

Frente a estas tendencias, ¿qué novedades han introducido los anuncios del 3 de agosto en el plano externo?

Hubo una ratificación del esquema previamente anunciado por el Banco Central, intentando acelerar la venta de granos por parte de los productores, que habilita el acceso de "dólar ahorro" por hasta el 30 % de las operaciones que se realicen hasta el 31 de agosto, con la indicación de una posible prórroga de la fecha de vencimiento. También se anticipó un compromiso de empresas exportadoras, para adelantar operaciones por unos 5,0 mil millones de dólares en los próximos 60 días pero, como ya se ha observado, esto significa un modesto cambio en la estacionalidad de los sectores involucrados. Forma parte de estos anuncios el compromiso de distintos organismos internacionales (BID, CAF, Banco Mundial) para activar líneas por casi 2,0 mil millones de dólares, pero no está claro que fracción de esa cifra podrá estar disponible en el corto plazo. Asimismo, se ha abierto una negociación con entidades privadas para un "REPO" (crédito con garantías), pero hay interrogantes acerca del costo de esta operación siendo que, además, las garantías que pueden ser ofrecidas (títulos públicos, oro?) no permiten prever un flujo de fondos que cambie las expectativas en este frente.

Con una brecha cambiaria que se mantiene por encima del 100%, no se advierte que pueda lograrse un punto de inflexión nítido en la dinámica del sector externo, si es que las medidas oficiales se limitaran a lo anunciado hasta el momento.

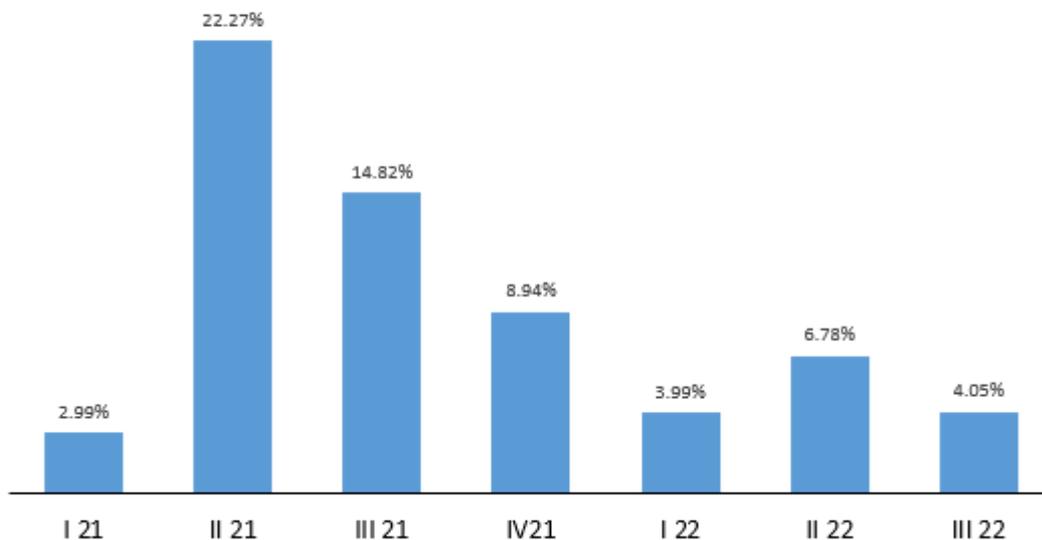
Lograr un impacto significativo y duradero en el sector externo demandaría una corrección de la política cambiaria, pero para llevar adelante esta tarea sería necesario robustecer las anclas fiscales y monetarias, con medidas más profundas que las anunciadas.

Es posible que el gobierno prefiera apostar por medidas gradualistas en el plano cambiario porque no está dispuesto a asumir los costos de ajustes fiscales y monetarios más intensos, pero este enfoque impide salir del escenario de “prueba y error” bosquejado en informes previos. Y, al final del día, vuelve la estrategia oficial más dependiente de los desembolsos del FMI, para evitar un default. En este tipo de escenarios de “frazada corta”, las opciones difícilmente permitan lograr grandes resultados con mínimos costos.

Un temor legítimo frente a la necesidad de endurecer verdaderamente la política monetaria y fiscal es el impacto que esto habría de tener sobre el nivel de actividad. Sin embargo, la aceleración de la tasa de inflación y las restricciones al abastecimiento de productos importados ya están jugando su papel, frenando el funcionamiento de la economía tanto del lado de la oferta como de la demanda.

"Recaudación de impuestos asociados al mercado interno"

(Variación interanual, en terminos reales)



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

En este sentido, hay una nítida luz amarilla para el nivel de actividad que surge de los datos de julio de la recaudación de impuestos asociados al mercado interno. En la serie elaborada por IERAL, los ingresos originados en estos tributos muestran una caída en términos reales de julio respecto del segundo trimestre en la medición desestacionalizada, lo que deriva en una visible desaceleración en la variación interanual de este indicador: de crecer al 6,8 % en el segundo trimestre de 2022 vs igual periodo de 2021, pasó en julio a un guarismo del 4,0 %. En la medida en que la serie desestacionalizada se mantenga

estancada, las variaciones interanuales habrán de converger a un número cercano a cero hacia el cuarto trimestre de este año. Anticipando esta dinámica, quizá el diagnóstico sobre las tareas del presente se vuelva más realista.