



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACPA

Año 45 - Edición N° 1082 - 10 de Abril de 2023

Los rasgos de una economía de guerra

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

En 2022, el año de la invasión de Rusia, la economía de Ucrania se desplomó, el tipo de cambio contra el dólar estadounidense sufrió un ajuste del 35,3 %, las importaciones se contrajeron un 30 % respecto a 2021, y la inflación trepó del 10,0 % al 26,6 % anual. Son rasgos propios de una economía de guerra que, lamentablemente, en algunos aspectos la Argentina apunta a emular en este 2023, por desequilibrios macro que se han acentuado, a lo que se agrega el tremendo impacto de la sequía. El racionamiento de divisas puede implicar caídas de importaciones no energéticas superiores al 40 % interanual para los meses de abril a octubre, se generaliza la aplicación de un "dólar especial" para exportaciones e importaciones, con una diferencia de 35 % o más respecto del tipo de cambio oficial, y la inflación tiende a acelerarse por más de 20 puntos porcentuales respecto del cierre de 2022, que fue de 94,8 %.

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

Los rasgos de una economía de guerra¹

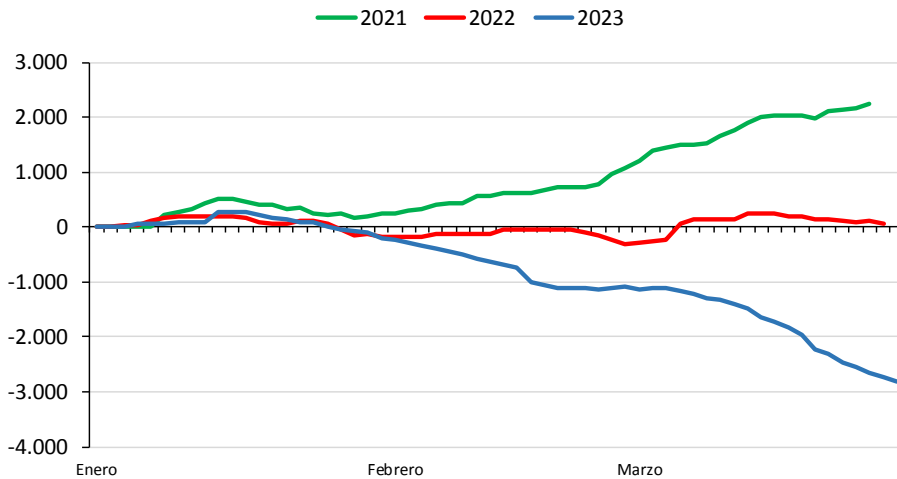
En 2022, el año de la invasión de Rusia, la economía de Ucrania se desplomó, el tipo de cambio contra el dólar estadounidense sufrió un ajuste del 35,3 %, las importaciones se contrajeron un 30 % respecto a 2021, y la inflación trepó del 10,0 % al 26,6 % anual. Son rasgos propios de una economía de guerra que, lamentablemente, en algunos aspectos la Argentina apunta a emular en este 2023, por desequilibrios macro que se han acentuado, a lo que se agrega el tremendo impacto de la sequía. El racionamiento de divisas puede implicar caídas de importaciones no energéticas superiores al 40 % interanual para los meses de abril a octubre, se generaliza la aplicación de un "dólar especial" para exportaciones e importaciones, con una diferencia de 35 % o más respecto del tipo de cambio oficial, y la inflación tiende a acelerarse por más de 20 puntos porcentuales respecto del cierre de 2022, que fue de 94,8 %.

El reciente desembolso del FMI, el quinto desde que se firmara el acuerdo, permitió recomponer las reservas netas del Banco Central, hasta un nivel estimado de 3,0 mil millones de dólares, pero este dato queda relativizado por diversos factores:

- Las reservas líquidas, que excluyen el oro y los Degs, alcanzarían en el presente un rojo superior a los 5,0 mil millones de dólares, siendo que los Degs deberán ser utilizados para hacer frente a los próximos pagos al FMI;
- la implementación del "dólar soja" y de economías regionales a 300 pesos no habrán de revertir el déficit de la cuenta corriente del Balance de Pagos, sólo cambiar la estacionalidad de ciertas exportaciones y, sin superávit externo, la acumulación de reservas es imposible en un contexto en el que no ingresan capitales;
- mientras que, para lograr el próximo desembolso, previsto para junio, el gobierno tendrá que dejar de postergar el ajuste de tarifas de servicios públicas y seguir restringiendo la asignación de planes sociales, entre otras exigencias que se explicitan en el último "staff report" divulgado por el Fondo Monetario.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La voz del interior el 9 de Abril de 2023.

Compras netas de dólares del BCRA*
Al sector privado



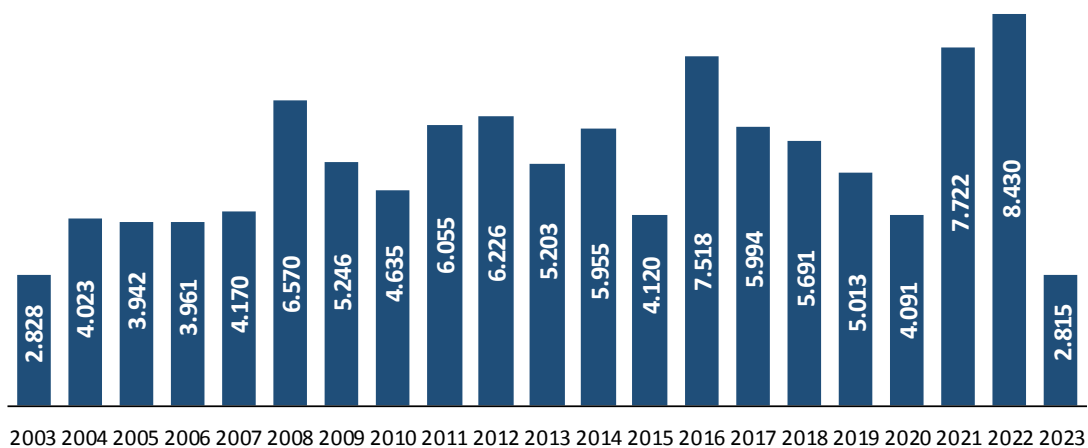
* Compras diarias acumulativas hasta el 29 de marzo de cada año. En millones de USD.
Fuente: IERAL, con base en BCRA.

- el objetivo oficial parece concentrarse en evitar desvíos groseros de las metas del segundo trimestre, cuya auditoría por parte del FMI gatilla desembolsos en setiembre, pero se percibe un marcado descuido por lo que ocurra en el tercer trimestre, de cuyos resultados dependen las transferencias de diciembre, tras el recambio presidencial.

En el primer trimestre, el Banco Central tuvo que desprenderse de casi 3,0 mil millones de dólares para equilibrar el mercado oficial de cambios, en operaciones con el sector privado, una cifra que compara con un saldo cercano a neutro en igual período de 2022.

Liquidación de dólares de la agroindustria

En Millones de USD constantes de Mar-23. Acumulado I Trim de cada año.



Fuente: IERAL en base a CIARA-CEC, BLS

En el primer trimestre se registró un piso de 20 años en las exportaciones agroindustriales, con una cifra de 2,8 mil millones de dólares que compara con 8,4 mil millones de igual período de 2022. Esta merma puede atribuirse marginalmente al efecto de la sequía, que sí habrá de impactar en segundo y tercer trimestre, siendo más bien un efecto “no deseado” del plus de exportaciones logrado con las versiones I y II del “dólar soja”.

La versión III, que lleva el tipo de cambio a 300 pesos hasta fin de mayo, habrá de concentrar operaciones en ese período, pero no cambia los números del año. Como referencia, en setiembre pasado, con el “Soja I”, las compras netas de dólares por parte del BCRA fueron de 5,0 mil millones, producto de liquidación de granos por 8,1 mil millones de dólares, mientras que con el “Soja II” las compras netas de divisas fueron de 2,0 mil millones. En esta oportunidad, es posible que se configure un cuadro intermedio entre ambas experiencias. Lo que no habrá de cambiar es la distorsión que se introduce en el mercado de alquileres de las propiedades rurales, cuya unidad de cuenta es el quintal de soja, una “moneda” que ha pasado a tener distintos valores según el momento del año que se considere.

Dado que cabe prever un impacto marginal sobre la cifra anual de exportaciones, se mantiene la hipótesis de autorizaciones de **importaciones no energéticas** oscilando entre 3,0 y 3,5 mil millones de dólares/mes para el periodo marzo- octubre, frente a un promedio de importaciones no energéticas del orden de los 6,0 mil millones/mes para igual periodo de 2022. En los dos primeros meses de 2022, **las importaciones no energéticas fueron del orden de 4,4 mil millones de dólares**, por lo que también se estaría perforando ese umbral, acentuando las tendencias recesivas.

Saldo de la Balanza Comercial y Compras Netas de divisas del BCRA*
En Millones de USD

	Exportaciones	Importaciones	Saldo Comercial	Compras Netas de Divisas del BCRA
ene-23	4.900	5.384	-484	-192
feb-23	5.230	5.048	182	-890
mar-23	5.745	6.352	-607	-1.875

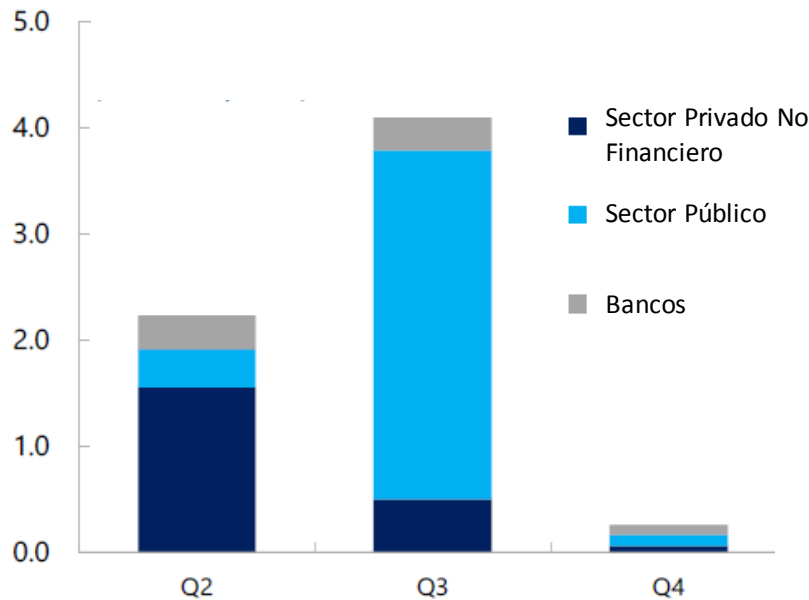
* Compras Netas de Divisas del BCRA Acumuladas al 30/03
Fuente: IERAL en base a INDE, BCRA y estimaciones propias

El panorama para la autorización de importaciones no cambia, pero sí el ritmo de la emisión monetaria, por la asimetría entre el dólar especial y el tipo de cambio oficial que sigue vigente para importaciones (210 pesos), una diferencia de 90 pesos por cada dólar. En ocasión del “dólar soja I”, la expansión monetaria por motivo sector externo fue de 1.146 mil millones de pesos en setiembre de 2022, equivalente a 28 % de la base monetaria del mes; mientras que con el “dólar soja II”, ese guarismo fue de

513 mil millones de pesos, el 10 % de la base monetaria. Los efectos colaterales importan.

A este fenómeno se habrán de superponer necesidades de financiamiento del Tesoro extremadamente exigentes en este segundo trimestre, sin garantías de cobertura plena en el mercado de capitales local.

Servicio de la Deuda en Pesos para el período II Trim-IV Trim 2023
En % del PIB



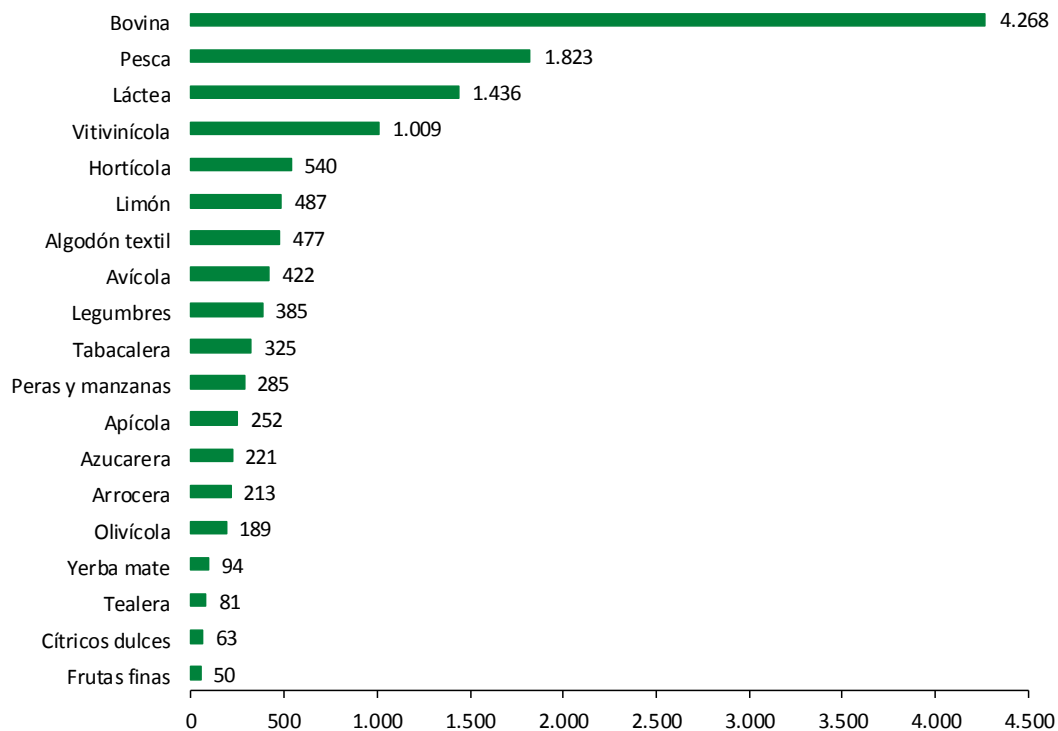
Fuente: IMF en base a Ministerio de Economía y estimaciones Fund Staff

El déficit fiscal apunta a un andarivel significativamente superior al pautado para el año, mientras que los vencimientos de deuda en pesos del Tesoro en manos de privados y de bancos (sin contar las tenencias de organismos estatales) pueden estimarse en casi 3,0 millón de millones para este segundo trimestre, cifra equivalente a 58 % de la base monetaria de marzo.

Las tribulaciones del arranque de 2023 hacen que no sorprenda la combinación de una tasa de inflación que se acelera con un severo deterioro en las reservas externas, con el racionamiento de importaciones llegando a umbrales críticos, acentuando las tendencias recesivas. Es la etapa superior de la estanflación.

Respecto a la novedad de incluir en la política de tipo de cambio especial a diversos productos de economías regionales, en este caso con una ventana que arranca el 8 de abril hasta fin de agosto, todo indica que el impacto se percibirá en la rentabilidad (o moderación de quebrantos) de los sectores alcanzados, pero no será relevante para la balanza comercial de 2023.

Exportaciones de las principales Cadenas Productivas en 2022
En Millones de USD

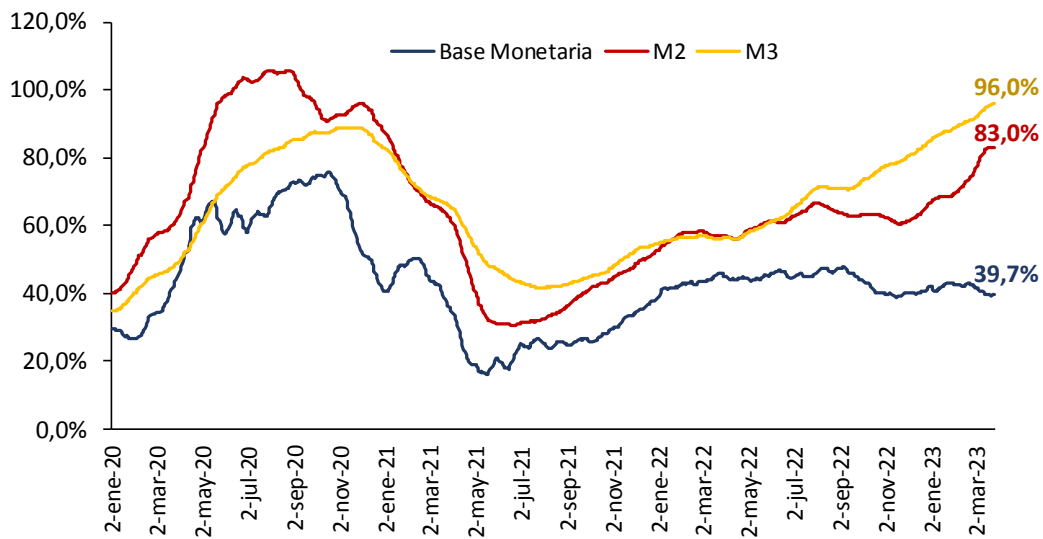


Fuente: IERAL en base a INDEC

En un listado no exhaustivo de productos que pueden ser considerados economías regionales, se computan exportaciones del orden de los 12,0 mil millones de dólares/año, incluyendo carnes, pesca y lácteos, así como vitivinicultura y frutas finas, pasando por cítricos dulces, limones, te, yerba mate, miel, tabaco, legumbres, algodón, peras, manzanas y horticultura.

Las dos primeras versiones de dólar especial se habían limitado a soja y derivados por su significativo peso en la factura de exportaciones y por el hecho que su impacto sobre los precios internos de productos que conforman la canasta familiar es relativamente contenido. Con la versión III del dólar especial se incluye una gama mucho más amplia de productos agropecuarios (aunque, al parecer, maíz y trigo siguen siendo las "cenicientas"), lo cual puede suavizar las asimetrías que surgían al interior de la cadena, aunque es necesario constatar que la reglamentación no resulte restrictiva para el caso de lácteos y carnes, por su incidencia en la canasta básica del INDEC.

Crecimiento Agregados Monetarios definición BCRA
Var % Nom i.a - Prom Móvil 30 días



Fuente: IERAL con base en BCRA.

El tipo de cambio a 300 pesos para las economías regionales recompone rentabilidad o alivia quebrantos pero, como en el juego de la oca, en pocos meses se estará volviendo al punto de partida: en términos reales, el poder adquisitivo de ese dólar a fin de agosto será similar o apenas superior al tipo de cambio oficial actual, de 210 pesos.

Esto por una economía en la que se generalizan los mecanismos de indexación (contratos salariales cada tres meses, depósitos a dólar oficial para los productores que utilicen el tipo de cambio especial) y con medidas que requieren una intervención cada vez más activa del Banco Central, emitiendo 90 pesos extra por cada dólar comprado a los productores y exportadores alcanzados por los últimos anuncios. Por el momento, la base monetaria se mantiene bajo cierto control, pero los agregados monetarios más amplios ya viajan a un ritmo de variación del 96 % interanual.