

▪ La Argentina atraviesa una situación extremadamente crítica en sus cuentas externas, a la vez que experimenta la mayor inflación interanual en más de tres décadas.

▪ La dinámica de las **cuentas externas** tiene su expresión concentrada en las **reservas** del BCRA. Al 7/7, las reservas netas (propias) de la autoridad monetaria (excluyendo el swap con China, encajes de los depósitos en dólares y otros pasivos) fueron negativas en USD 6.662 M, mientras que las reservas netas líquidas (descontando también el oro y los DEG del FMI) alcanzaron un saldo negativo de USD 10.445 M. Esto significa que el BCRA está utilizando divisas prestadas a gran escala.

▪ La escasez de dólares en las arcas oficiales se agravó sobremanera este año por el desplome de la **cosecha** gruesa, a causa de la peor sequía en décadas -que también afectó la producción de trigo el año pasado-, con el recorte de unos USD 18.000 M en exportaciones de granos y derivados.

▪ En paralelo, la **inflación** interanual llegó al 115,6% en junio, el guarismo más elevado desde septiembre de 1991, acumulando un 50,7% en el primer semestre del año. Por encima del nivel general se ubicó el rubro alimentos y bebidas, naturalmente más sensible para los bolsillos populares, con una suba de precios de 116,9% interanual (i.a.) y de 55,6% en el año.

▪ Pero el **contexto externo** no trajo sólo malas noticias para la economía argentina en los últimos tiempos. En 2021, los **términos del intercambio** escalaron un 10% hasta un nivel histórico casi récord (sólo superado levemente en 2012), que se mantuvo al año siguiente. Esto a pesar de los mentados efectos de la invasión rusa a Ucrania, que provocó un notable encarecimiento en el precio del petróleo y del gas, pero también una fuerte suba del precio de los granos y derivados que exporta nuestro país, entre ellos la soja. En ese contexto, se produjo un ingreso excepcional de dólares del sector oleaginoso-cerealero por USD 82.338 M en esos dos años; tomando promedios anuales, este ingreso fue 86% superior al de 2020 y 63% mayor que en 2015-2019. El mismo estuvo apuntalado también por los dos programas de “incentivo exportador” PIE que rigieron en 2022 beneficiando con un tipo de cambio

nominal (TCN) más elevado al complejo sojero. A pesar de esta afluencia extraordinaria de dólares del agro, el BCRA cerró 2022 sin haber prácticamente acumulado reservas propias en ese período (apenas unos exiguos USD 500 M).

▪ Asimismo, pasados los catastróficos efectos de la pandemia y de la cuarentena, que ocasionaron un desplome del **PIB** del 9,9% en 2020, la actividad económica se recuperó rápidamente al año siguiente –a partir de la apertura casi total de la economía-, mejora que continuó, ya a un ritmo más moderado, durante la mayor parte de 2022. Así, el año pasado el PIB alcanzó el nivel promedio de 2017 (último pico previo al inicio de la fase recesiva en 2018) y el desempleo abierto calculado por el INDEC descendió a un 6,8%. Pero el **salario real** promedio de los trabajadores estables (RIPTE), luego de cinco años consecutivos de caída (2018-2022), fue 17,4% inferior al de 2017 e incluso 4,9% más bajo que el de 2019. Mucho peor aún, el salario privado no registrado se ubicó 34,7% por debajo de 2017 y en un nivel 18,6% inferior al de 2019, mientras que el sector público tuvo caídas de 20,9% y 7,4% respectivamente. El salario mínimo, a partir del cual se ajustan el plan Potenciar Trabajo y otros planes sociales, disminuyó 29,2% respecto de 2017 y 10,1% con relación a 2019. Es decir, la economía alcanzó el pico previo, con un desempleo significativamente menor, pero con niveles salariales sensiblemente más bajos.

▪ La abrupta caída de la **participación de los asalariados en el producto** ha sido el correlato de esta evolución marcadamente desigual del producto y de los salarios. En la **industria**, la participación del salario en el valor agregado disminuyó del 48,0% en 2017 al 37,6% en 2019 y 31,4% en 2022; en el **comercio**, se redujo del 36,4% en 2017 al 29,6% en 2019 y 25,5% en 2022. En ambos casos, el grueso de la caída tuvo como contrapartida un aumento del “excedente bruto de explotación” y sólo una porción menor correspondió a una suba del “ingreso mixto”.

▪ Como penoso corolario de la destrucción de los salarios y otros ingresos, la tasa de **pobreza** fue del 39,2% y la de **indigencia** de 8,1% en el segundo semestre de 2022, bien por encima de igual período de 2017 (25,7% y 4,8%) e incluso de 2019 (35,5% y 8,0%), según la medición del INDEC.

▪ Con una perspectiva más amplia, la economía argentina se encuentra **estancada** desde fines de 2011, en lo que fue una verdadera década pérdida para nuestro país en materia de crecimiento económico, así como de numerosos indicadores económicos y sociales, que también se mantuvieron estancados o acusaron un fuerte deterioro.

▪ En cuanto a la dinámica más reciente, en mayo (último dato oficial), el **estimador mensual de actividad económica (EMAE)** registró una caída de 5,5% i.a., acumulando en lo que va del año un descenso del 1,3% respecto de igual período de 2022. En mayo, el **sector agropecuario** mostró un descenso de 43,8% i.a. (el impacto de la cosecha gruesa en el PIB se concentra en el segundo trimestre), mientras que el **EMAE sin agro** tuvo una variación casi nula (+0,3% i.a.). Para el año, calculamos que la merma en los cultivos agrícolas (tomando la optimista estimación oficial) tendrá una incidencia negativa directa de 1,4 puntos porcentuales (p.p.) sobre el nivel general de actividad. La caída total del PIB, que proyectamos de mínima en 2,2% para este año, estará estrechamente ligada a la evolución de la precaria situación cambiaria y a la restricción que imponga el gobierno a las importaciones que demanda la dependiente industria local.

▪ Los últimos datos oficiales acerca del **mercado laboral**, referidos al primer trimestre de 2023, postulan la existencia de una tasa de desocupación del 6,9%, uno de los registros más bajos de este siglo. En simultáneo, la tasa de actividad es la más elevada de la historia reciente (48,3%), con la masa de ocupados en un punto máximo. Sin embargo, también alcanza un valor particularmente elevado el porcentaje de asalariados no registrados (36,7%). Por otra parte, a partir de las bases de datos del INDEC (actualizadas al cuarto trimestre de 2022), GERES propone un concepto más amplio de desempleo, que incluye también a los llamados “trabajadores desalentados” y a quienes trabajan solamente 12 horas o menos a la semana queriendo trabajar más. Este cálculo abarcó al 11% de la PEA en los últimos tres meses de 2022, mientras que la desocupación abierta (INDEC) fue del 6,3% (el registro más bajo de los últimos años, sólo superado en el tercer trimestre de 2015, cuando el INDEC

carecía de seriedad). Aún sin datos actualizados, puede estimarse que la desocupación ampliada se ubicó en torno al 12% de la PEA en el primer trimestre. Si se completa el cuadro incorporando a los ocupados que trabajan muchas horas (más de 30 a la semana) por un salario ínfimo (menos de \$ 47.000 al mes), la población con serios problemas de empleo escalaba a alrededor del 36% de la PEA en el cuarto trimestre de 2022.

▪ Mientras tanto, el **salario real** continúa en el tobogán, que apunta a prolongarse por sexto año consecutivo. En el acumulado enero-mayo, el RIPE registró un descenso del 3,3% con relación al mismo lapso de 2022. Siempre por detrás, el salario no registrado (INDEC) se derrumbó 12,7% en enero-abril respecto de iguales meses de 2022.

▪ Los **haberes jubilatorios** ajustados según la fórmula de movilidad decrecieron 13,7% y el haber mínimo (con bonos) se redujo 2,4% en términos reales en enero-junio respecto de igual acumulado de 2022. Luego de más de cinco años consecutivos de caída, los haberes ajustados por movilidad se sitúan un 31,9% por debajo de diciembre de 2017, mientras que el haber mínimo (con bonos) disminuye 13,4% en el mismo período. Por otro lado, el valor real de la **Asignación Universal por Hijo (AUH)** descendió 13,6% i.a. en el acumulado a junio, ubicándose ese mes un 26,7% por debajo de noviembre de 2009 -momento en el que se implementó- y en un nivel 16,3% inferior al de diciembre de 2019.

▪ En este marco, la suba interanual del **coeficiente de GINI** durante el primer trimestre de 2023 significó también un empeoramiento de la distribución personal del ingreso.

▪ En el plano **fiscal**, los ingresos totales del Sector Público Nacional (SPN), base caja, disminuyeron 11,2% en términos reales en enero-mayo respecto de igual período de 2022. Los ingresos tributarios disminuyeron 13,4%, con una drástica caída en la recaudación por derechos de exportación (-66,0%), mientras que los recursos de la seguridad social aumentaron 1,9%. En el mismo período, siempre en términos reales, el gasto primario se redujo 6,8%. El denominado gasto social acusó una reducción mayor (-7,3%), por la dinámica del rubro jubilaciones y

pensiones (-7,8%), asignaciones familiares y por hijo (-30,3%) y pensiones no contributivas (-13,7%), que conjuntamente explicaron el 75% del recorte en el gasto primario; por el contrario, registraron subas otros programas sociales (8,8%) y las prestaciones de Pami (5,9%). Los subsidios económicos disminuyeron 21,1%, por el comportamiento de los subsidios a la energía (-21,3%) y al transporte (-26,6%). En cambio, el gasto en personal subió 7,4% y el de capital 27,0%. Cabe remarcar que desde que asumió Massa como ministro de economía (agosto de 2022) tanto el gasto primario como el referido a las prestaciones sociales cayeron en forma interanual en nueve de los diez meses transcurridos hasta mayo. Como resultado, el SPN acumuló un déficit de \$ 1,27 billones en enero-mayo, monto equivalente a un 0,75% del PIB (nominal) estimado provisoriamente por GERES para el año. Por su parte, el déficit financiero -luego del pago de intereses de la deuda pública netos de los pagos intra sector público- se elevó a \$ 2,45 billones (1,45% del PIB).

- La revisión tarifaria integral que llevó adelante el gobierno de Macri entró en pausa durante el 2020, generando un incremento de los **subsidios energéticos** que pasaron de 1,1% del PIB en 2019 a 2,3% del PIB en 2021. Luego, el objetivo de achicar el déficit fiscal, en el marco del acuerdo con el FMI que incluye el recorte gradual de los subsidios energéticos, llevó a reducirlos a un 1,9% del PIB en 2022. La meta original era inferior, pero la invasión rusa a Ucrania provocó un incremento del precio del GNL que encareció el costo de la energía, lo cual fue contemplado en el acuerdo. Para 2023 se proyecta que los subsidios energéticos continuarán con un sendero decreciente hasta alcanzar a 1,5% del PIB al cierre del año, debido a los incrementos de tarifas, la caída del precio del GNL y la incorporación del flamante gasoducto Néstor Kirchner a la red de transporte de gas natural.

- A junio, la **deuda** bruta de la Administración Central (en situación de pago normal) se elevó a USD 401.303 M, cifra equivalente a un 88% del PIB (según la estimación de GERES), de la cual el 64% está nominada en moneda extranjera y 36% en moneda nacional (54% de la misma es ajustable por CER y aproximadamente 27% es dólar linked). En lo que va de la actual gestión, la deuda creció USD 80.778 M

(88% en pesos y 12% en moneda extranjera), mientras que cayó levemente (1 p.p.) con relación al PIB.

- En cuanto a las **finanzas provinciales**, luego del déficit fiscal primario de 0,7% del PIB y financiero de 1,0% que presentaban conjuntamente en 2015 (diecisiete con déficit y siete con superávit), tras la devolución del 15% de ANSES acordado escalonadamente entre 2016 y 2020, el resultado primario entró en terreno positivo en 2018 (0,36% del PIB) y el financiero en 2021 (0,20% del PIB); en 2022, dichos superávits fueron de 0,68% y 0,33% del PIB respectivamente. Por su parte, el endeudamiento de las provincias se elevó de 4,5% del PIB en 2015 a 7,5% en 2018, favorecido por la liberalización del endeudamiento en dólares desde 2016. Gran parte de esa deuda fue reestructurada en 2020, disminuyendo a 5,2% del PIB en 2022. Sin embargo, cabe destacar la diversa situación que presentan las provincias. El endeudamiento de la Provincia de Buenos Aires (PBA), Córdoba, La Rioja, Neuquén, Jujuy y Santa Fe se encuentra muy expuesto al TCN (más del 85% en divisas o pesos ajustados por TCN). En cambio, en otras provincias el endeudamiento es mayormente en pesos. En particular, menos del 15% de la deuda se encuentra nominada en divisas en Formosa, Misiones, Tucumán y Santa Cruz. Por otro lado, Neuquén acusó el mayor déficit per cápita en 2022 (-\$13.785), seguida por la PBA (-\$8.259), mientras que la Ciudad Autónoma de Buenos Aires presentó el mayor superávit por habitante (\$44.506). Tierra del Fuego ejecutó el mayor gasto por habitante (\$877.119), secundada por Neuquén (\$767.207), en tanto que PBA siguió registrando el menor gasto por habitante (\$230.295); CABA, por su parte, gastó \$380.730 por habitante.

- Con el desplome de las cantidades exportadas de cereales y oleaginosas, y cierta reversión de los términos del intercambio, el **saldo comercial** de bienes (FOB-CIF) acumuló un déficit de USD 4.387 M en enero-junio, con una disminución de USD 7.364 M respecto de iguales meses de 2022. También empeoró el saldo de la **cuenta corriente**, con un déficit de USD 5.641 M en el primer trimestre, USD 4.177 M mayor al de un año atrás. No obstante, cabe destacar que entre 2019 y 2022 se acumuló un

superávit comercial de USD 50.193 M, primero por la caída de la actividad económica (2019-2020) y luego gracias al aumento de los términos del intercambio, a pesar de lo cual las reservas netas del BCRA acusan un saldo ampliamente negativo en la actualidad.

- En cambio, el **resultado comercial base caja** que informa el BCRA acumuló un superávit USD 3.505 M hasta mayo (último dato), unos USD 4.400 M por encima del saldo devengado (FOB-FOB). Mientras que los cobros de exportaciones se situaron muy en línea con las ventas externas, la diferencia en el saldo se explica por el lado de las importaciones, con pagos inferiores a las compras realizadas; principalmente, con una fuerte caída de los pagos a la vista y, en menor medida, de los pagos anticipados, lo cual estaría indicando un incremento del endeudamiento comercial. Sumando el año 2022 y los primeros cinco meses del corriente, las importaciones devengadas superan en unos USD 14.000 M a las efectivamente pagadas.

- La **base monetaria** se ubicó al 13/7 en \$ 5,97 billones, con una suba del 42% i.a. y de 15% en el acumulado del año. La emisión para financiar al Tesoro alcanza a \$ 1,95 billones en lo que va de 2023, casi exclusivamente vía adelantos transitorios. Pero el principal factor de crecimiento de la base de monetaria sigue siendo el cúmulo de intereses de los pasivos remunerados, que acumularon \$ 5,41 billones, con una tasa de interés de política monetaria (Leliq a 28 días) que escaló hasta el 97%. Para contrarrestar esa enorme expansión monetaria, el BCRA retiró \$ 5,83 billones a través de las Leliq, Notaliq y Pases. Como resultado, la emisión primaria de dinero ascendió a \$ 767,4 mil millones en lo que va del año. El stock de Leliq y Notaliq se eleva a \$ 12,78 billones y el de Pases a \$ 3,83 billones, monto conjunto que equivale a 2,8 veces la base monetaria.

- Al 19/7, el **TCN** mayorista oficial llegó a \$ 268,2, con un aumento del 108% en la comparación interanual y de 51,4% en el acumulado del año, mientras que la brecha con el dólar CCL rondó el 90%. Por su parte, en lo que va del año, el **tipo de cambio real (TCR)** bilateral con el dólar mostró una caída promedio de 3,3% y el TCR multilateral una baja promedio de 4,4% respecto de igual período de 2022, según las estadísticas del BCRA.

- En medio de la **acuciante escasez de dólares en el BCRA**, el gobierno ha venido realizando diversas gestiones con el objetivo de hacerse de divisas en el corto plazo, para tratar de llegar sin grandes turbulencias cambiarias a las PASO. Entre ellas, solicitó la ampliación de la activación del Swap con China a USD 10.000 M para ser utilizado en el intercambio comercial, intervenir en el mercado cambiario o pagar deuda en moneda extranjera (como aconteció recientemente con el FMI). Naturalmente, la activación del swap significa un endeudamiento con el país asiático bajo condiciones muy opacas. Asimismo, continúa la ardua negociación con el FMI con el objetivo de lograr una flexibilización de las metas, que de hecho no se cumplieron en el primer semestre, y un adelanto de los desembolsos programados para 2023, junto a la posibilidad de poder usar una parte de los mismos para intervenir en el mercado cambiario; negociación en la que por supuesto tiene un peso decisivo EE.UU. Cabe destacar que el financiamiento neto del FMI previsto para este año era negativo, a diferencia de 2022, cuando -ya con nuevo acuerdo- el saldo entre desembolsos y pagos de capital fue positivo en USD 6.867 M (además se abonaron intereses por USD 1.716 M). Las condiciones que buscan imponer EE.UU. y China -así como otras potencias- en el marco de estas negociaciones trascienden el plano puramente económico y se inscriben en su disputa por el control de áreas estratégicas de nuestro país (hidrovía, 5G, puertos, centrales nucleares, equipamiento militar), como parte de su disputa a nivel mundial.

- Para lo que queda del año, el panorama promete ser mucho más desafiante. En lo que va de 2023, con “dólar agro” de por medio, el BCRA debió vender en forma neta unos USD 3.900 M y las reservas propias (sin contar DEG) cayeron USD 9.500 M, cuando en años normales se trata de un período de compra neta de divisas y acumulación de reservas por parte de la autoridad monetaria. Y se ingresó en un segundo semestre en el que el BCRA, con las reservas netas ahora en niveles ampliamente negativos y en medio de un desplome de las exportaciones, normalmente debe afrontar una demanda neta de divisas que adquiere particular relevancia en los años electorales.