



IERAL

*Fundación
Mediterránea*

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1414 - 5 de Mayo de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón

El boom de precios de commodities agrícolas, sus determinantes

En Foco 1 – Mariano Devita

La recaudación de impuestos anticipa un freno al nivel de actividad en el segundo trimestre, como contracara de la aceleración de la inflación

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

Editorial:**3*****El boom de precios de commodities agrícolas, sus determinantes***

- El escenario externo se viene mostrando muy favorable para Argentina desde fines del 2020 hasta el presente en lo que respecta a precios de commodities agrícolas. Por distintos motivos los granos se han hecho más escasos, impulsando una competencia entre consumidores que derivó en una importante mejora en las cotizaciones internacionales.
- Para tener orden de magnitud de este shock externo favorable, una cosecha de 22 millones de toneladas de trigo, de 43 millones de toneladas de soja y de 50 millones de toneladas de maíz, que son los volúmenes aproximados que tendrá el ciclo agrícola 2021/2022, vale USD 51 mil millones a los precios internacionales de este año, pero USD 31 mil millones a los precios del 2020, es decir hay USD 20 mil millones de efecto precio. Ajustando por el hecho que no todos los granos se exportan, el premio que generan los altos precios en términos de divisas se aproxima a USD 16 mil millones anuales respecto de dos años atrás.
- Los factores que actualmente sostienen los precios en niveles altos son básicamente tres: a) las existencias globales (relativamente bajas); b) los efectos de la invasión de Rusia sobre la producción ucraniana futura (con impacto en maíz, trigo y girasol); c) una oferta de soja sudamericana (Brasil, Argentina, Paraguay) que será finalmente bastante menor que la del año pasado. Como factor bajista asoma en el horizonte la importante desaceleración de la economía china y probablemente también de la economía global en un contexto de subas de tasas de interés. Por último, un elemento que será también determinante de la dinámica del mercado en próximos meses es la campaña agrícola en Estados Unidos, un mínimo problema en el primer productor y exportador mundial de granos generaría presión adicional sobre los precios, lo contrario si la campaña avanzase de manera prometedora.

En Foco 1:**12*****La recaudación de impuestos anticipa un freno al nivel de actividad en el segundo trimestre, como contracara de la aceleración de la inflación***

- El aumento de la recaudación interanual en términos reales correspondiente a abril, tanto de los impuestos asociados al mercado interno, que fue de 3,9 %, como de la totalidad de recursos del gobierno (1,3 %), refleja una marcada desaceleración del nivel de actividad en el arranque de este segundo trimestre
- La recaudación de impuestos asociados al mercado interno, en el índice desestacionalizado elaborado por IERAL, muestra una caída de 12,4 % entre diciembre de 2021 y abril 2022 en términos reales. Estos guarismos son compatibles con una merma de alrededor del 2 % del PIB en el período. Extrapolando estos datos del arranque de 2022 para el resto del año, se tiene que se está licuando casi la mitad del "arrastre estadístico" positivo con el que había terminado el 2021
- Para una base 100 en el primer cuatrimestre de 2019, en enero-abril de 2022 el índice de impuestos asociados al mercado interno se ubica 3,4 % por debajo de aquella referencia de tres años atrás. Los tributos que se incluyen en este índice son el IVA, aranceles a las importaciones, a los Combustibles, a créditos y débitos bancarios y aportes personales y contribuciones patronales
- En los últimos dieciséis meses, el índice desestacionalizado de IERAL no ha podido anotar tres meses consecutivos de variación positiva, con un patrón de un mes de caída cada dos meses de recuperación. Ocurre que, ante la falta de instrumentos genuinos de política económica, cada intento de expansión fiscal y monetaria contiene las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios

Editorial

El boom de precios de commodities agrícolas, sus determinantes

Juan Manuel Garzón

- El escenario externo se viene mostrando muy favorable para Argentina desde fines del 2020 hasta el presente en lo que respecta a precios de commodities agrícolas. Por distintos motivos los granos se han hecho más escasos, impulsando una competencia entre consumidores que derivó en una importante mejora en las cotizaciones internacionales
- Para tener orden de magnitud de este shock externo favorable, una cosecha de 22 millones de toneladas de trigo, de 43 millones de toneladas de soja y de 50 millones de toneladas de maíz, que son los volúmenes aproximados que tendrá el ciclo agrícola 2021/2022, vale USD 51 mil millones a los precios internacionales de este año, pero USD 31 mil millones a los precios del 2020, es decir hay USD 20 mil millones de efecto precio. Ajustando por el hecho que no todos los granos se exportan, el premio que generan los altos precios en términos de divisas se aproxima a USD 16 mil millones anuales respecto de dos años atrás
- Los factores que actualmente sostienen los precios en niveles altos son básicamente tres: a) las existencias globales (relativamente bajas); b) los efectos de la invasión de Rusia sobre la producción ucraniana futura (con impacto en maíz, trigo y girasol); c) una oferta de soja sudamericana (Brasil, Argentina, Paraguay) que será finalmente bastante menor que la del año pasado. Como factor bajista asoma en el horizonte la importante desaceleración de la economía china y probablemente también de la economía global en un contexto de subas de tasas de interés. Por último, un elemento que será también determinante de la dinámica del mercado en próximos meses es la campaña agrícola en Estados Unidos, un mínimo problema en el primer productor y exportador mundial de granos generaría presión adicional sobre los precios, lo contrario sí la campaña avanzase de manera prometedora

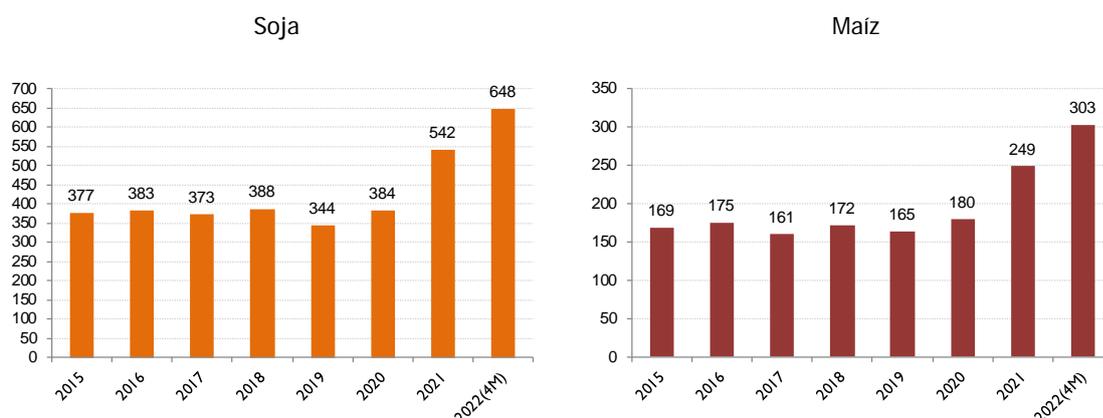
El escenario externo se viene mostrando muy favorable para Argentina desde fines del 2020 hasta el presente en lo que respecta a precios de commodities agrícolas. Por distintos motivos los granos se hicieron más escasos en este período, impulsando una competencia entre consumidores de distintos países que derivó, tal como lo anticipan los libros de texto, en una importante mejora en las cotizaciones internacionales.

Para los países que producen en exceso respecto a lo que necesitan para mantener bien abastecido su mercado interno y en los que el sector agropecuario es una actividad productiva con peso económico propio, caso de nuestro país, el boom de los precios

internacionales de las commodities ha sido ganar-ganar: más ingresos para el sector y sus eslabonamientos, más divisas para el país y más recaudación para el Estado.

En el primer cuatrimestre de este año la soja promedió USD 648 / ton en Puertos Argentinos, un precio que se ubica 20% arriba del valor medio del 2021, si la comparación es contra el 2020, la brecha se amplía al 69%. En maíz, el otro cultivo dominante, que genera actualmente el segundo complejo exportador del país, los precios muestran una dinámica casi idéntica: USD 303 / ton en primeros meses de este año, 22% arriba del año pasado y 68% por encima del 2020.

Precios FOB Puertos Argentinos granos (USD / ton)



Fuente: Elaboración propia en base a MAGyP.

Para tener orden de magnitud del shock externo favorable, una cosecha de 22 millones de toneladas de trigo, de 43 millones de toneladas de soja y de 50 millones de toneladas de maíz, que son los volúmenes aproximados que tendrá finalmente el ciclo agrícola 2021/2022, vale USD 51 mil millones a los precios internacionales de este año, pero USD 31 mil millones a los precios del 2020, es decir hay USD 20 mil millones de efecto precio. Como no todos los granos se exportan, el premio que generan los altos precios en términos de divisas es aproximadamente el 80% de la cifra anterior, un plus de unos USD 16 mil millones.

En esta columna se analizan algunos factores que habrían impulsado los precios al alza en el período, intentando descifrar cuáles de ellos pueden persistir (o profundizarse) en próximos meses y cuáles por el contrario perder fuerza, dejando de presionar al mercado. En definitiva, la intención es interpretar lo sucedido, pero también indagar respecto del futuro cercano en materia de precios internacionales de commodities. En este repaso se focaliza particularmente en los siguientes temas: a) Existencias globales; b) Aceleración y Desaceleración de la economía china; c) Producción en Estados Unidos; d) Invasión de Rusia a Ucrania; e) Fondos de Inversión en el mercado de Futuros de Chicago.

Finalmente, se incluye un apartado con algunas referencias de lo que podría pasar con el trigo en el ciclo 2022/23, cultivo que da inicio al nuevo ciclo agrícola y que está empezando la siembra por estos días.

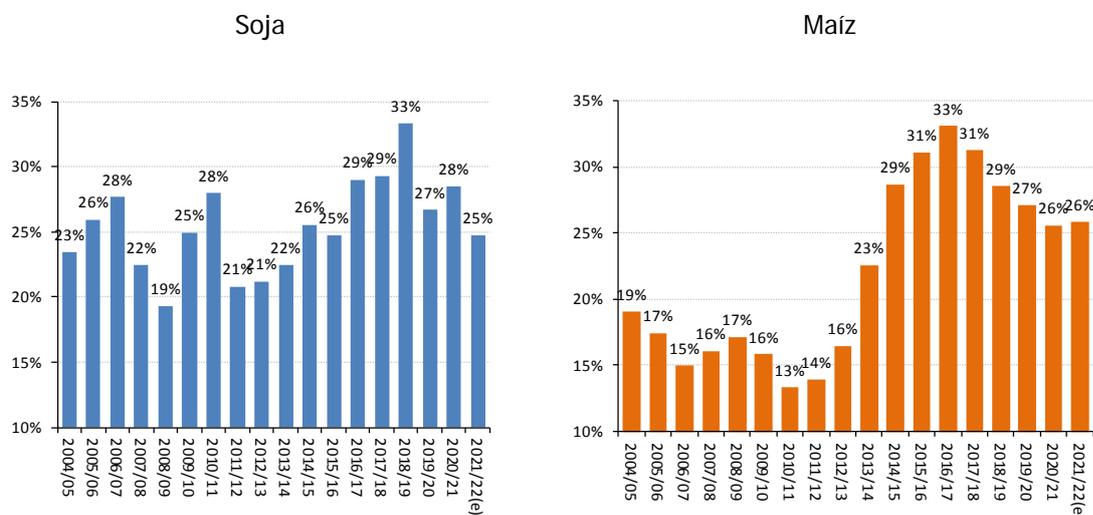
Las existencias globales

El hecho que las existencias globales de granos se encuentran relativamente bajas es uno de los factores que contribuye a mantener elevados los precios, generando además gran volatilidad en las cotizaciones en presencia de shocks de oferta y/o demanda.

Las existencias están cerrando el ciclo 2021/2022 sin recuperación respecto del año pasado y en el caso de la soja, con un retroceso equivalente a 3,7 puntos porcentuales del consumo de un año. El Departamento de Agricultura de Estados Unidos estima que quedarán en existencias unos 90 millones de toneladas de la oleaginosa, el 24,8% del consumo estimado del último ciclo, la relación más baja desde la campaña 2015/2016. En el caso del maíz, se estima un volumen remanente de 305 millones de toneladas, el 25,8% del consumo, una cifra muy similar a la del ciclo previo y que sigue siendo baja en relación a los últimos años (29,3% promedio).

Existencias finales de granos a nivel global

En relación al consumo del ciclo



Fuente: Elaboración propia en base a USDA.

Un dato adicional relevante es que una parte no menor de estos granos en existencia está en países importadores, particularmente en China (se estima que el gigante tiene el 37% de los stocks globales de soja y el 69% de los stocks de maíz). Si bien el mercado es uno solo y en algún momento el intercambio comercial todo lo acomodará, en el corto plazo no es indistinto quiénes son los países que permanecen con granos, si la tenencia está muy concentrada en los exportadores, estos pueden satisfacer relativamente rápido las

demandas de los importadores, pero si la tenencia reside en sólo algunos importadores, las demandas de los restantes compradores resultan más difíciles de satisfacer, lo que acrecienta la tensión en el mercado.

La aceleración y desaceleración de la economía China

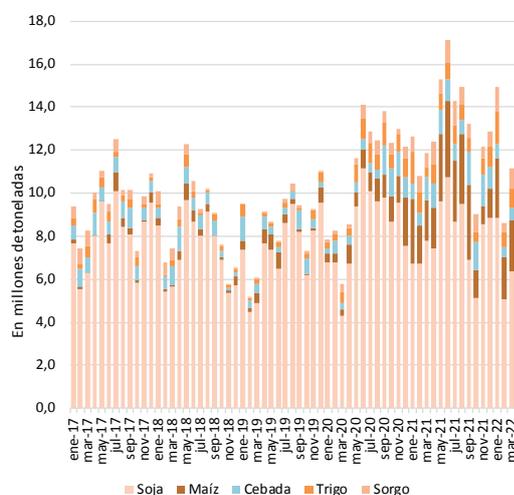
El gigante asiático fue determinante en la suba de precios internacionales de granos del 2021. Sus compras de soja y de cereales se incrementaron sensiblemente respecto de los niveles que habían mostrado durante el primer año de la Pandemia Covid-19. En el 2021 la economía China creció por encima del 8%.

Este empuje de demanda fue perdiendo fuerzas ya hacia fines del año pasado y continúa débil durante el 2022. La economía del gigante se está desacelerando y las últimas estimaciones disponibles hablan de un crecimiento de entre 4,0-4,5%, una expansión entre normal y buena para un país desarrollado, pero que se ubica muy por debajo de las famosas "tasas chinas", casi un crecimiento inercial generado por el rebote económico del segundo año de Pandemia.

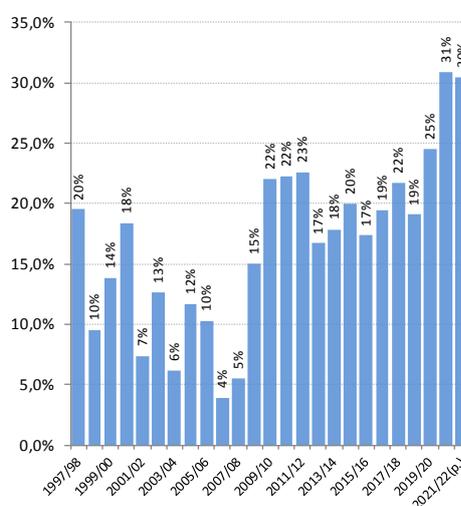
El año pasado China aceleró sus importaciones en parte para recomponer existencias (esto se dio fundamentalmente en soja) y en parte en la necesidad de abastecer un consumo interno que se mostró muy dinámico, más que su propia producción de granos (caso del maíz y otros cereales).

Por el menor crecimiento económico esperado, la recuperación ya lograda en las existencias y también por lo que sería un aparente rebrote de la Pandemia en las últimas semanas, las importaciones de granos de China serán este año muy probablemente de menor cuantía que las del 2021, por lo que este factor de demanda tan importante no estará presente con la misma intensidad que durante el año pasado.

Importaciones chinas de soja y cereales
En millones de toneladas



Existencias finales de soja en China
En % del consumo del ciclo



Fuente: Elaboración propia en base a CMEGROUP.

La desaceleración de las compras de China está pasando relativamente inadvertida para los precios del mercado de los últimos meses por dos razones.

En primer lugar, porque en paralelo dos productores agrícolas importantes, Argentina y Brasil, tuvieron problemas climáticos que afectaron la producción de sus principales cultivos. Por caso, Brasil cerrará su ciclo 2021/22 con una caída del 10,4% en la producción de soja, y en Argentina el ajuste estaría en el orden del 6-7%. Es decir que mientras China bajaba sus compras, Sudamérica reducía también sus volúmenes producidos.

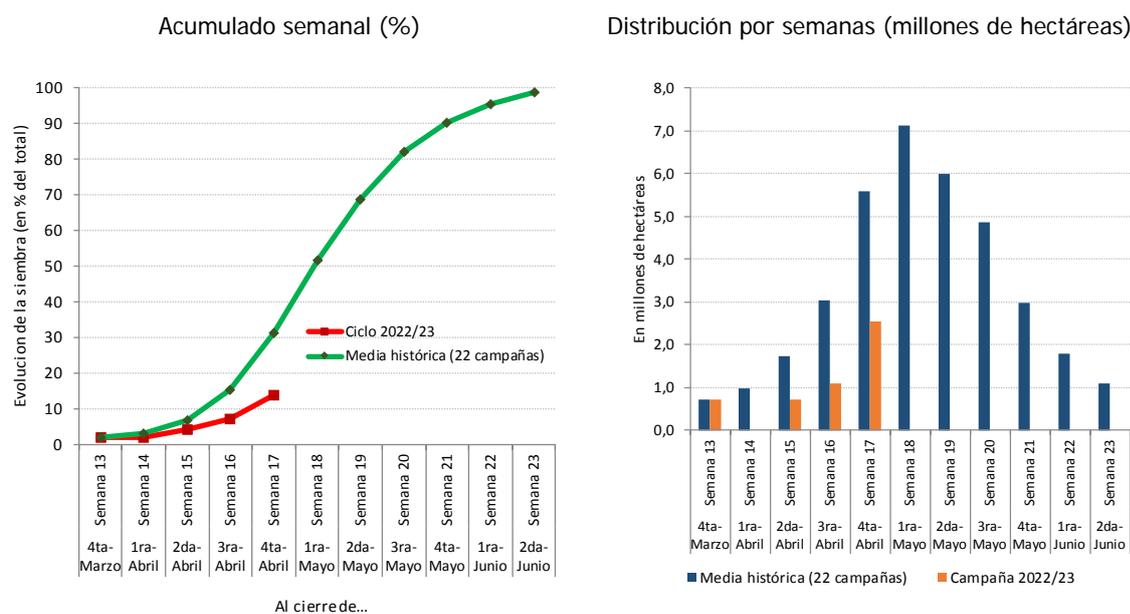
En segundo lugar, por la invasión de Rusia a Ucrania y todo lo que ella ha generado (incertidumbre global respecto de los alcances del conflicto, problemas logísticos, efecto adverso sobre las condiciones de exportación presente y de producción futura de Ucrania, cambio hacia otros proveedores en búsqueda de mayor confiabilidad o por efecto represalia, aumento del precio de fertilizantes, etc.). Este factor domina actualmente la escena en los mercados globales, neutralizando cualquier efecto bajista en las cotizaciones.

Producción en Estados Unidos, ciclo 2022/23

Uno de los fundamentos del mercado que se está siguiendo con atención por estos días es la siembra en Estados Unidos, líder global en la producción de granos. Se está mirando la superficie total que podría implantarse, cómo se desenvuelve la siembra y la asignación de tierras entre cultivos que harán los *farmers*. Las primeras proyecciones del Departamento de Agricultura de ese país indican que los productores se inclinarían por hacer un poco más de soja y menos de maíz. De confirmarse, esto es más oferta en el mercado del maíz y menos en el de la soja.

En lo que hace al avance de la siembra, el ciclo 2022/23 está teniendo problemas en el maíz, con una evolución de superficie sembrada que se muestra por debajo de lo que suele ser el proceso normal y deseado por los productores de acuerdo a su experiencia respecto de la mejor respuesta de la tecnología del cultivo a las distintas fechas de siembra.

Avance de la siembra de Maíz en Estados Unidos, ciclo 2022/23 versus media histórica



Fuente: Elaboración propia en base a NASS / USDA.

Estados Unidos utiliza entre 10 y 11 semanas para sembrar unos 36,6 millones de hectáreas de maíz (promedio últimas 6 campañas), en una ventana que va desde fines de marzo hasta inicios de junio. De acuerdo a los registros históricos habitualmente el 30% de la superficie total se encuentra sembrada hacia fines de abril, cifra que en esta campaña se ubica en el 14%. En términos de superficie, se llevaban implantadas unos 5 millones de hectáreas (para una superficie estimada en 36,2 millones), cuando el patrón indica que deberían haberse sembrado ya unos 11 millones de hectáreas.

Dado que quedan todavía varias semanas para continuar con esta labor y que Estados Unidos tiene mucho equipamiento e infraestructura, la superficie de siembra prevista será seguramente realizada en su totalidad, pero la demora puede pasar alguna factura en los rindes medios finales de la campaña, y este es el tema que monitorea el mercado.

Invasión de Rusia sobre Ucrania: efectos de corto y mediano plazos

La invasión de Rusia a Ucrania generó un claro efecto negativo de corto plazo sobre la oferta global de granos, al complicar la salida de los granos ya producidos con destino exportación (ciclo 2021/22), particularmente maíz y trigo ucraniano. También afectó al mercado de los aceites, al ser Ucrania el primer productor mundial de girasol y exportador de aceite de girasol.

Como referencia, a comienzos de este año se esperaba un aporte al mercado global de unos 33,5 millones de toneladas de maíz de Ucrania, cifra que bajó a 23,0 millones a consecuencia de la guerra, un recorte de más de 10 millones de toneladas (que equivalen al 5,4% de la oferta exportable global). En el caso del trigo, el ajuste fue de unos 5 millones de toneladas de Ucrania y 2 millones de Rusia (7 millones, equivalen al 3,4% del mercado global).

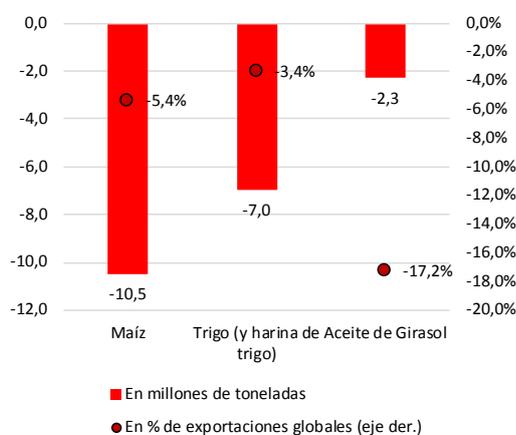
Exportaciones de Ucrania y Rusia, antes y después de la invasión

Exportaciones de Ucrania y Rusia 2021/22, productos seleccionados
En millones de toneladas

Antes del conflicto			
	Ucrania	Rusia	Conjunto
Maíz	33,5	4,5	38,0
Trigo (y harina de trigo)	24,0	35,0	59,0
Aceite de Girasol	6,7	3,8	10,5
Luego del conflicto (abril)			
	Ucrania	Rusia	Conjunto
Maíz	23,0	4,5	27,5
Trigo (y harina de trigo)	19,0	33,0	52,0
Aceite de Girasol	5,0	3,2	8,2
Ajuste			
	Ucrania	Rusia	Conjunto
Maíz	-31,3%	0,0%	-27,6%
Trigo (y harina de trigo)	-20,8%	-5,7%	-11,9%
Aceite de Girasol	-25,6%	-15,8%	-22,0%

Ajuste de cantidades exportadas

En millones de toneladas y en % del comercio global



Fuente: Elaboración propia en base a USDA.

A mediano plazo el efecto sobre la oferta global depende de qué suceda con la producción ucraniana y también de las secuelas que pueda dejar el encarecimiento (y problemas de acceso) de los fertilizantes (los más importantes son derivados de combustibles fósiles, particularmente gas natural), un insumo crítico en la producción de muchos países (caso de Brasil). El cómo sigue Ucrania es muy complicado de prever, se están armando distintos escenarios de áreas de siembra en función de duración del conflicto, daño infringido a la infraestructura y el equipamiento productivo, disponibilidad de mano de obra (hubo mucha migración y se estima no hay vocación de retorno en muchos casos), etc. Puede deducirse que mientras más se extienda el conflicto o más demore Ucrania en volver a la normalidad su contribución al mercado global de commodities será menor a la que tenía antes de la guerra, por tanto, este espacio deberá ser ocupado por otros exportadores y para que ello suceda el mercado debe moverse (*ceteris paribus*) con niveles de precios más altos de los que venía mostrando.

Fondos de inversión en Mercado de Futuros de Chicago

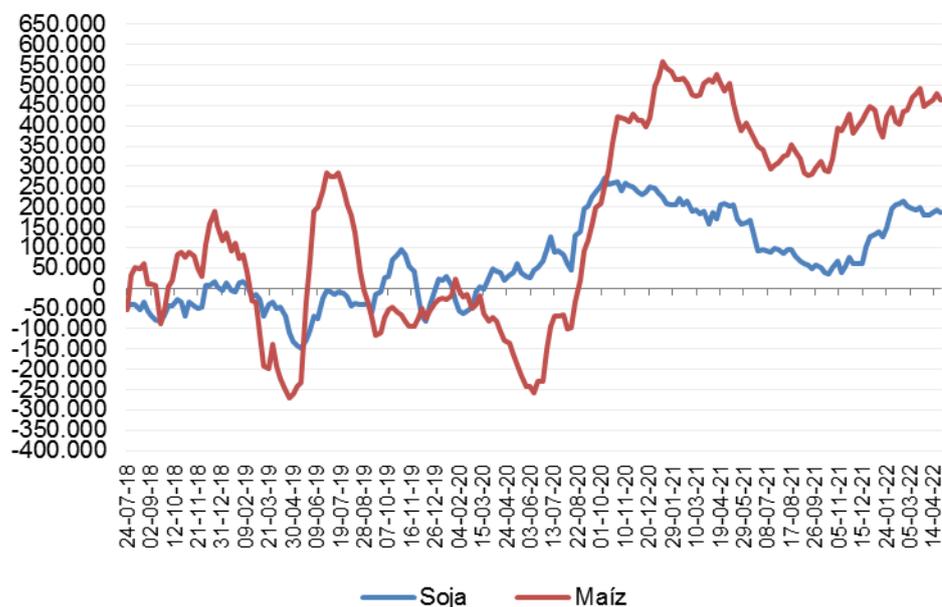
Lo que pasa con los fondos de inversión en el mercado de futuros de Chicago es un buen termómetro de las expectativas.

Desde fines del 2020 hasta el cierre de abril último, los fondos que operan con fines no comerciales vienen con posición neta compradora tanto en maíz como en soja (poseen más contratos de compra que de venta). En los últimos meses, la tendencia se muestra más firme y creciente en maíz, más no tanto en soja que presenta cierto retroceso.

Las estadísticas revelan que, en las expectativas de los agentes, ponderan más los factores alcistas que bajistas en lo que hace a precios posibles del cereal para próximas semanas, mientras que empiezan a haber algunas dudas respecto al futuro de la oleaginosa, probablemente asociadas a lo que pueda pasar con la economía China en lo que resta del

año y a un posible aumento de la producción de Estados Unidos de la mano de una mayor área de siembra.

Mercado de Chicago, posición neta agentes no comerciales*



*Total de contratos de compra menos total de contratos de venta (todas las posiciones, futuros y opciones).

Fuente: Elaboración propia en base a CMEGROUP.

Inicio del ciclo agrícola 2022/23, siembra de trigo

Hacia fines de abril comenzó la siembra de trigo en Argentina, dando inicio al ciclo agrícola 2022/23, en una campaña difícil para proyectar magnitudes (área de siembra, volúmenes, valor de la producción, etc.) y resultados económicos, dada la volatilidad que vienen mostrando los precios internacionales, los riesgos de una mayor intervención sobre el mercado de exportación (con efecto desaliento incluido) y los posibles problemas de abastecimiento de insumos críticos que se pueden presentar durante el transcurso de la campaña, en un contexto global enrarecido en materia de logística y comercio, primero por la Pandemia y más recientemente por la invasión de Rusia a Ucrania.

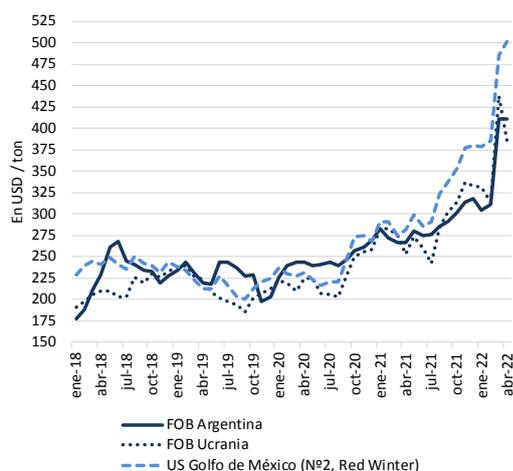
La única entidad del país que ha presentado a la fecha su primera estimación de lo que podría ser el área triguera este año es la Bolsa de Cereales de Buenos Aires. La Bolsa estima unos 6,5 millones de hectáreas, un leve retroceso respecto de la campaña previa (6,7 millones).

En el actual momento del mercado del trigo, con precios externos muy atractivos y en un contexto local de clima y condición de suelos de normal a bueno, puede generar sorpresa la caída en la superficie que está previendo la Bolsa. De acuerdo a la entidad, los factores que estarían percutiendo negativamente serían básicamente tres: 1) el encarecimiento de ciertos insumos de producción, particularmente de fertilizantes; este es un fenómeno global pero que se agrava a nivel local por restricción sobre bienes importados y priorización de

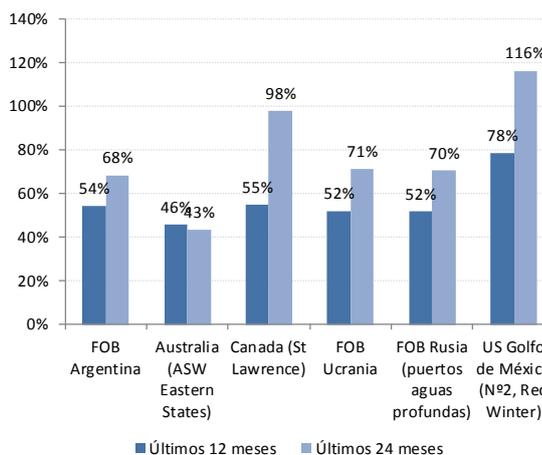
otros mercados por parte de proveedores internacionales; 2) riesgo de una mayor intervención del gobierno sobre el mercado del trigo, que complique la comercialización futura, además de generar un castigo adicional al que ya tiene sobre el precio que recibe el productor; 3) relacionada a la anterior, la sustitución del trigo por otros cultivos, caso de Cebada, de menor incidencia en la canasta de consumo interno de alimentos y por ende con menos chances (a priori) de sufrir en el futuro nuevas restricciones y/o cargas tributarias.

El precio FOB del trigo argentino cotizó en abril un 54% por encima del valor del mismo mes del año previo y 68% por encima de abril 2020. En otras plazas trigueras de referencia del mundo, se observa una revalorización del cereal de similar o mayor magnitud (caso del trigo de invierno de Golfo de México Estados Unidos, que más que duplicó su valor en últimos dos años). Con respecto al precio interno (Pizarra Rosario), el trigo cotizó en abril prácticamente al doble de lo que se pagaba en abril 2021 (\$39,3 mil / ton vs \$19,8 mil / ton).

Precio internacional del trigo, plazas de referencia



Evolución precio internacional trigo en últimos 12 y 24 meses* Variación %



* Abril 2022-Abril 2021; Abril 2022-Abril-2020.

Fuente: Elaboración propia en base a FAO.

En Foco 1

La recaudación de impuestos anticipa un freno al nivel de actividad en el segundo trimestre, como contracara de la aceleración de la inflación

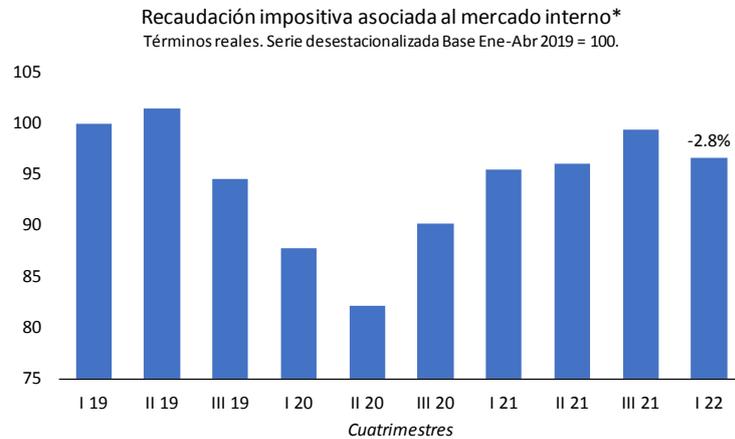
Mariano Devita

- El aumento de la recaudación interanual en términos reales correspondiente a abril, tanto de los impuestos asociados al mercado interno, que fue de 3,9 %, como de la totalidad de recursos del gobierno (1,3 %), refleja una marcada desaceleración del nivel de actividad en el arranque de este segundo trimestre
- La recaudación de impuestos asociados al mercado interno, en el índice desestacionalizado elaborado por IERAL, muestra una caída de 12,4 % entre diciembre de 2021 y abril 2022 en términos reales. Estos guarismos son compatibles con una merma de alrededor del 2 % del PIB en el período. Extrapolando estos datos del arranque de 2022 para el resto del año, se tiene que se está licuando casi la mitad del "arrastre estadístico" positivo con el que había terminado el 2021
- Para una base 100 en el primer cuatrimestre de 2019, en enero-abril de 2022 el índice de impuestos asociados al mercado interno se ubica 3,4 % por debajo de aquella referencia de tres años atrás. Los tributos que se incluyen en este índice son el IVA, aranceles a las importaciones, a los Combustibles, a créditos y débitos bancarios y aportes personales y contribuciones patronales
- En los últimos dieciséis meses, el índice desestacionalizado de IERAL no ha podido anotar tres meses consecutivos de variación positiva, con un patrón de un mes de caída cada dos meses de recuperación. Ocurre que, ante la falta de instrumentos genuinos de política económica, cada intento de expansión fiscal y monetaria contiene las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios

El aumento de la recaudación interanual en términos reales correspondiente a abril, tanto de los impuestos asociados al mercado interno, que fue de 3,9 %, como de la totalidad de recursos del gobierno (1,3 %), refleja una marcada desaceleración del nivel de actividad en el arranque de este segundo trimestre. La recaudación de impuestos asociados al mercado interno, en el índice desestacionalizado elaborado por IERAL, que en términos reales muestra una caída de 12,4 % entre abril de 2022 y diciembre de 2021, es compatible con una caída de alrededor del 2 % del PIB en el período, recortando parte del "arrastre estadístico" positivo con el que arrancó el año. Los tributos que se incluyen en este índice

son el IVA, aranceles a las importaciones, a los Combustibles, a créditos y débitos bancarios y aportes personales y contribuciones patronales.

De esta manera, se empiezan a notar los efectos negativos de la aceleración inflacionaria que se observa desde fines de 2021, con un pico en marzo de este año en el que el IPC superó el umbral del 6 % mensual y que se espera que no baje sustancialmente para abril.



*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos, Aportes personales y Contribuciones patronales. Promedios cuatrimestrales.
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

Así, para una base 100 en el primer cuatrimestre de 2019, para enero-abril de 2022 el índice de impuestos asociados al mercado interno se ubica 3,4 % por debajo de aquella referencia de tres años atrás. Extrapolando estos datos del arranque de 2022 para el resto del año, se tiene que se está licuando casi la mitad del “arrastre estadístico” positivo con el que había terminado el 2021.



Fuente: IERAL con base en INDEC y Subsecretaría de Ingresos Públicos.

Las limitaciones de la economía argentina para superar el nivel de actividad pre-covid, pese a la fuerte mejora experimentada en los términos de intercambio, tiene que ver con un ciclo cada vez más volátil. En los últimos dieciséis meses, el índice que refleja la evolución en términos reales de la recaudación asociada al mercado interno no ha podido anotar tres meses consecutivos de variación positiva, con un patrón de un mes de caída cada dos meses de recuperación.

Ocurre que, ante la falta de instrumentos genuinos de política económica, cada intento de expansión fiscal y monetaria contiene las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios.

Lo cierto es que el ciclo de “stop and go” del período anterior, que podía medirse en años pares e impares (éstos últimos, vinculados a las elecciones correspondientes) parece ahora ceder paso a una dinámica todavía más inestable, en la que el “stop and go” se cuenta por trimestres.



En este sentido, la aceleración inflacionaria de los últimos meses apunta a replicar en el presente lo ocurrido en el primer semestre de 2021. En aquel momento, como efecto rezagado de la fortísima emisión monetaria de origen fiscal registrada en 2020 y, en el presente, como derivación de un fenómeno similar, pero más cercano, concentrado en el cuarto trimestre del 2021, cuando las transferencias del Banco Central al Tesoro alcanzaron la friolera de 1,16 millón de millones de pesos. En términos del cuarto trimestre, tamaño emisión fue equivalente a 10 puntos del PIB, un patrón semejante al verificado en 2020.

El impacto negativo sobre el nivel de actividad de cada ciclo de escalada inflacionaria se acentúa por dos factores: a) si bien el efecto de la emisión sobre la inflación suele darse con algún rezago, en el presente esos plazos parecen acortarse; b) en forma convergente, los problemas de abastecimiento de insumos importados son más intensos en estos primeros meses de 2022 vs lo ocurrido en el primer semestre de 2021, dada la falta de reservas en el Banco Central.

La política fiscal y monetaria de los primeros 3 meses de 2022 había dado un giro visible respecto de la última parte de 2021, pero es temprano para que ese cambio impacte sobre la inflación y las expectativas. Más aún cuando en el mes de abril la emisión de origen fiscal volvió a patrones del último trimestre de 2021, aunque en este caso por el uso del Tesoro

de cuentas propias que se encontraban indisponibles, al margen del mecanismo de “adelantos transitorios” que el BCRA habitualmente transfiere al Tesoro.

En el primer trimestre, estos guarismos mostraban una contracción de 87 mil millones de pesos / mes, pero para abril se infiere una expansión de origen fiscal de 390 mil millones de pesos, igual (en términos nominales) al promedio mensual de 390 mil millones/mes del cuarto trimestre de 2021. Es posible, de todos modos, que el dato del mes pasado no se corresponda exclusivamente con el déficit, sino que también incluya la cancelación de una fracción de la deuda en pesos que vencía en el período y que no pudo ser cancelada por el mecanismo del “roll-over” en el mercado de capitales local. La expansión monetaria de abril no se expresó en variación significativa de la base monetaria, ya que se utilizó a pleno la esterilización a través del aumento significativo de los pasivos remunerados (leliqs/pases) del BCRA.

