



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1452 - 13 de Octubre de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Day

El empleo regional en tiempos de cepo

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos

El staff del FMI reconoció que la inflación de 2022 puede estar cerca de duplicar la proyección inicial para la Argentina; no es la única variable en la que se detectan inconsistencias

En Foco 2 – Juan Manuel Garzón y Martina Abduca

Se expande el financiamiento bancario a la producción agropecuaria en la mayoría de las provincias

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:**5*****El empleo regional en tiempos de cepo***

- El empleo privado, particularmente el vinculado a sectores productores de bienes exportables, como agro y agroindustria, han tenido peor dinámica que el resto de la economía. Los cepos les han jugado en contra, pero también ha habido otros factores, algunos a favor (altos precios internacionales de commodities) y otros en contra (retenciones, cupos, etc.)
- El empleo relacionado al sector de hidrocarburos muestra dinámica positiva, pero concentrado en dos provincias. Una por contar con mayores rendimientos y altos precios del gas (Neuquén y Vaca Muerta), y la otra con precios menos sujetos a retenciones. En cambio, cae el empleo en las otras provincias petroleras
- Sorprende el mejor desempeño relativo en el empleo agropecuario (y también en la industria alimenticia) en Salta y Tucumán. En cambio, cae el empleo agrícola en aquellas provincias con cultivos más intensivos en mano de obra (frutas, uvas y olivos, en Mendoza, San Juan, Río Negro y Catamarca). Juegan varios puntos en contra. La tendencia a dejar la vida rural, los planes sociales que desalientan la búsqueda de trabajo y la menor rentabilidad del sector agrícola, al menos en rubros vinculados al tipo de cambio
- Los datos muestran una mejor performance relativa en Comercio y en Hoteles y Restaurantes (obvio, previo a la pandemia). Un punto llamativo es el estancamiento en el empleo en la actividad financiera
- Para el futuro, la situación parece complicarse. El mundo apunta a crecer a menor ritmo y el dólar se fortalece, lo cual puede impactar negativamente sobre los precios internacionales de los commodities que se exportan desde Argentina. Internamente, se mantiene alta la tasa de inflación, con atraso del tipo de cambio real, lo cual complica al sector exportador. En este contexto, la actividad económica comienza a estancarse y posiblemente el empleo privado también siga ese camino

En Foco 1:**12*****El staff del FMI reconoció que la inflación de 2022 puede estar cerca de duplicar la proyección inicial para la Argentina; no es la única variable en la que se detectan inconsistencias***

- Las crecientes dificultades por las que atraviesa la Argentina se dan en espejo con proyecciones del staff del FMI que resultan cada vez más controvertidas. De cara a 2023, estos guarismos contienen una especie de “trilogía imposible” cuando se focaliza en inflación esperada por un lado y metas fiscales y del sector externo, por el otro
- Llama también la atención la inconsistencia entre un crecimiento del PIB proyectado en 2,0 % para 2023, pero una caída de 4,2 % en términos reales de las importaciones; así como la reducción de los Pasivos Remunerados del BCRA (Leliq) en términos del PIB, de 11,9 % en 2022 a 9,5 % en 2023, pese a que no se prevé una “licuación inflacionaria”. Por el contrario, se asume una desaceleración de la tasa de inflación, de 95 % este año a 60 % el próximo
- En un virtual escenario de inflación descendente, la contracara sería la dificultad creciente para cumplir las metas fiscales y un cada vez más abultado peso de la deuda y del costo financiero que enfrenta el Banco Central. Estos dos “efectos colaterales” resultan contraindicados para un objetivo crucial para el gobierno; conseguir financiamiento en el mercado de capitales local. En 2023 el Tesoro necesita colocar títulos públicos por 15.5 millón de millones de pesos (10,5 % del PIB), destinados a pagar vencimientos y generar “dinero fresco” por casi 4,0 millón de millones, equivalentes a nada menos que 2,7 % del PIB

- Si la política fiscal se ejecutara en 2023 en clave de año electoral, apartándose de los compromisos ante el FMI, la pregunta es cómo podría financiarse el déficit. El BCRA tendría que proveer financiamiento indirecto en forma análoga a la de 2022, con compras de DEG, operando en el mercado de títulos públicos y/o bajando encajes a los bancos para redireccionar el crédito a favor del estado. Un proceso que puede adelantarse a diciembre de 2022, dado el tamaño del déficit fiscal que puede preverse para este fin de año
- En un contexto de manta corta recurrente, “resolver” el problema del financiamiento del Tesoro con emisión daría argumentos a quienes proyectan para 2023 una inflación todavía mayor a la de 2022, una dinámica que, de confirmarse, no hará más que agravar los problemas del frente externo
- El “dólar soja” modificó la estacionalidad de la liquidación de exportaciones, pero no cambió ni un milímetro la dinámica del comercio exterior, que en 2022 apunta a encoger el superávit en unos 9,0 mil millones de dólares respecto del saldo de 14,7 mil millones registrado en 2021
- Aunque el reporte del staff del FMI no se ocupa del fenómeno, la apreciación del peso de los últimos 18 meses va a contramano de lo que ocurre en el resto del mundo, en el que las monedas se han estado devaluando frente a un dólar que está recorriendo un nuevo ciclo de fortalecimiento, de modo análogo a lo que ocurrió a principios de los años 80 y de los 2000
- Desde mayo de 2021 el peso se ha apreciado contra el dólar estadounidense un 18 %, aproximadamente, justo cuando la moneda norteamericana se apreciaba un 25 % contra una canasta de divisas compuesta por el euro, el yen, la libra, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo (US dollar Index –DXY-). Y todo indica que la tendencia alcista del dólar contra el resto de las divisas todavía no ha llegado a su límite
- Es por esto que la apreciación del peso es más acentuada en la medición del tipo de cambio real multilateral, con una canasta de monedas que en el caso de la Argentina incluye al real brasileño y al peso chileno, entre otras. La corrección cambiaria que habría que hacer para retornar a niveles de competitividad semejantes a los del período 2018/20, no es demasiado diferente a la que se implementó por un mes y para un subconjunto limitado de bienes, el “dólar soja”, con una paridad de 200 pesos por dólar

En Foco 2:

20

Se expande el financiamiento bancario a la producción agropecuaria en la mayoría de las provincias

- En junio de 2022 el stock total de créditos bancarios al sector agropecuario se aproximó a \$ 758 mil millones, con una importante concentración en las provincias agropecuarias más fuertes y en CABA (por ser sede administrativa de muchas empresas que operan en el interior). Buenos Aires participaba con el 25% de los créditos, seguida de cerca por CABA con el 24%, luego aparecen Córdoba y Santa Fe con el 16% y 15%. Si a las provincias anteriores se agregan Entre Ríos, Tucumán, Mendoza y La Pampa (8 jurisdicciones en total), se tiene el 92% del financiamiento total al sector
- El financiamiento bancario al agro venía creciendo en términos reales (por encima de la inflación) en la mayoría de las provincias argentinas. A mediados de este año, la tasa real de crecimiento se ubicaba en promedio entre el 25% y 30% interanual, con algunas provincias creciendo por encima del 50% (Entre Ríos, Formosa, Mendoza). Hay que remontarse a los años 2017 y 2018 para encontrar tasas positivas de esa magnitud
- Actualmente el 12,5% de los créditos bancarios totales tienen como destino al sector agropecuario. En los últimos 10 años el sector ha crecido en importancia para las entidades financieras en la mayoría de las provincias. Hoy se cuenta con 6 jurisdicciones en las que más

del 20% de los créditos bancarios se dirigen al agro, ocupando el primer lugar La Pampa con el 38% del total, seguida por Entre Ríos y Córdoba con el 26% y 25% respectivamente, Santa Fe (23%), Chaco (21%) y San Luis (20%). Estas últimas dos provincias muestran los avances más notables de este período: en Chaco el agro pasó de ser el 6% de la cartera de los bancos en 2012 al 21% en 2022 (+15 pp) y San Luis (del 6% al 20%, +14 pp)

Editorial

El empleo regional en tiempos de cepo

Jorge Day

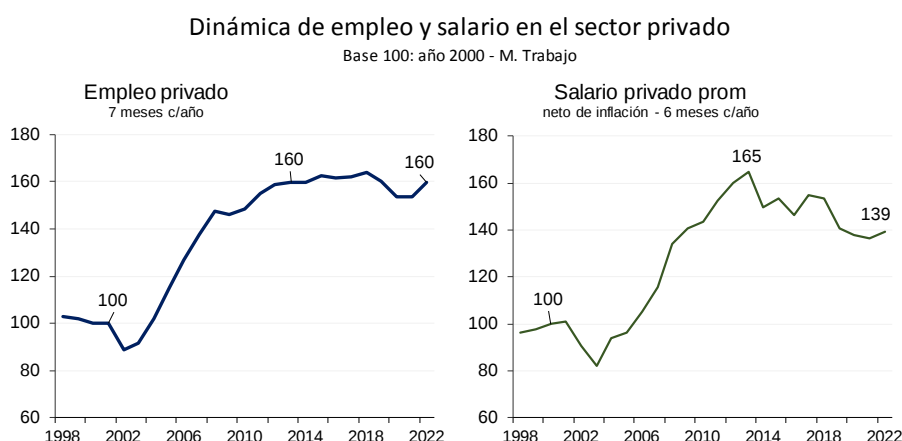
- El empleo privado, particularmente el vinculado a sectores productores de bienes exportables, como agro y agroindustria, han tenido peor dinámica que el resto de la economía. Los cepos les han jugado en contra, pero también ha habido otros factores, algunos a favor (altos precios internacionales de commodities) y otros en contra (retenciones, cupos, etc.)
- El empleo relacionado al sector de hidrocarburos muestra dinámica positiva, pero concentrado en dos provincias. Una por contar con mayores rendimientos y altos precios del gas (Neuquén y Vaca Muerta), y la otra con precios menos sujetos a retenciones. En cambio, cae el empleo en las otras provincias petroleras
- Sorprende el mejor desempeño relativo en el empleo agropecuario (y también en la industria alimenticia) en Salta y Tucumán. En cambio, cae el empleo agrícola en aquellas provincias con cultivos más intensivos en mano de obra (frutas, uvas y olivos, en Mendoza, San Juan, Río Negro y Catamarca). Juegan varios puntos en contra. La tendencia a dejar la vida rural, los planes sociales que desalientan la búsqueda de trabajo y la menor rentabilidad del sector agrícola, al menos en rubros vinculados al tipo de cambio
- Los datos muestran una mejor performance relativa en Comercio y en Hoteles y Restaurantes (obvio, previo a la pandemia). Un punto llamativo es el estancamiento en el empleo en la actividad financiera
- Para el futuro, la situación parece complicarse. El mundo apunta a crecer a menor ritmo y el dólar se fortalece, lo cual puede impactar negativamente sobre los precios internacionales de los commodities que se exportan desde Argentina. Internamente, se mantiene alta la tasa de inflación, con atraso del tipo de cambio real, lo cual complica al sector exportador. En este contexto, la actividad económica comienza a estancarse y posiblemente el empleo privado también siga ese camino

En esta semana aparecieron nuevos “dólares” en Argentina, agregándose a los varios que ya estaban vigentes. Una inquietud es el impacto de esos múltiples dólares sobre la economía real. Claramente, juega en contra del sector exportador, que cobra el más barato, y el que más se rezaga con respecto a la inflación. La dinámica de las exportaciones argentinas no ha sido buena durante los periodos de cepo, salvo cuando se han visto favorecidas por altos precios internacionales de productos claves (por ej., año 2021 y primera mitad del presente).

¿Cómo ha impactado sobre el empleo privado? Lo lógico es que haya afectado más negativamente sobre los sectores productores de bienes para exportar. Algo de eso hay, pero también ha habido otros factores que han influido sobre la contratación de personal. En este sentido, se analizarán las tendencias de largo y corto plazo en el empleo privado en nuestro país, con un sesgo regional.

Visión global

Luego de la caída de la convertibilidad, los datos laborales en el sector privado presentaron dos grandes tendencias. La primera es el boom en el periodo 2004/13, creciendo tanto empleo como salarios (netos de inflación) a un ritmo del 6% anual promedio cada indicador, y considerado en conjunto (masa salarial), crecieron por encima del ritmo de la producción, señal de que no era un proceso sustentable.



La segunda tendencia (a partir de 2014) es una de estancamiento en empleo privado (con caída durante la pandemia), y disminución en salarios (netos de inflación). En una economía inflacionaria, hay más posibilidad de que el ajuste sea vía salarios (perdiendo con respecto a la inflación), y no tanto en empleo. Es lo contrario a lo observado en un periodo de estabilidad de precios, como los años 2000/2001, en donde el ajuste se daba más en empleo.

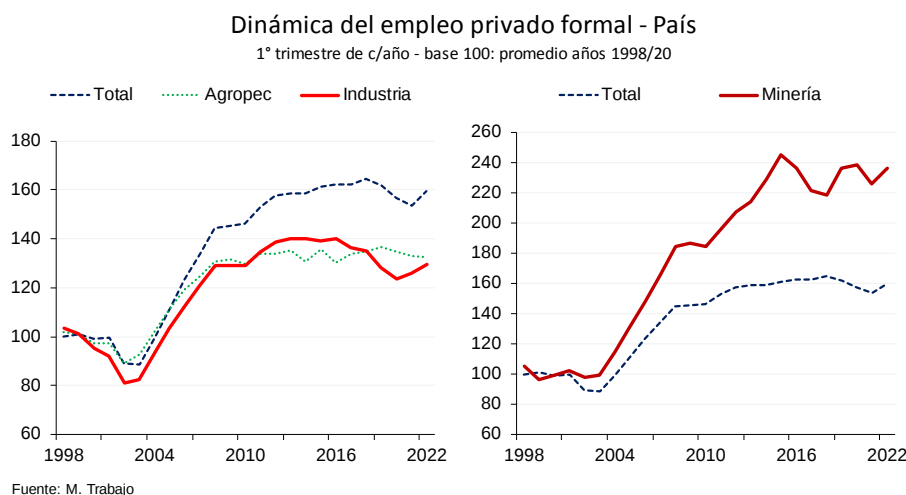
Por sectores¹

En un país que crece, con mayores salarios, es posible que la población destine una parte creciente de sus ingresos a adquirir más servicios (buscan mayor comodidad). Por ende, es razonable que aumente más el empleo en servicios, en relación a la producción de bienes. Pero en Argentina, los ingresos no han crecido en los últimos ocho años, e igualmente se observa esa tendencia hacia más servicios. Hay otros factores que la determinan.

¹ En la comparación sectorial, se tomará como referencia el dato nacional, excluyendo la Ciudad de Buenos Aires. Son llamativos sus datos, la mayoría con una tendencia menor a la del resto del país, y dada su importancia económica, distorsiona en parte el análisis.

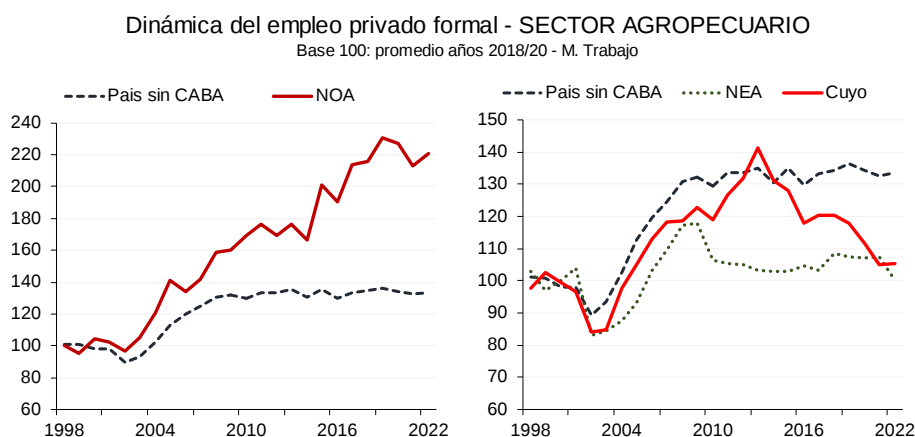
Sectores productores de bienes

Un punto llamativo es que, especialmente desde 2009, el empleo en el sector agropecuario y en la industria ha aumentado menos que en el promedio de toda la economía. En cambio, en la minería (incluyendo extracción de petróleo) creció por encima del promedio de todos los sectores, aunque terminó estancándose desde 2016.



Agro y agroindustria: el estancamiento se produce posteriormente a la crisis financiera internacional y a las mayores retenciones que sufrieron varios commodities agropecuarios (especialmente de la región pampeana, como soja y cereales). Es la región Pampeana la que marca la tendencia nacional en el sector.

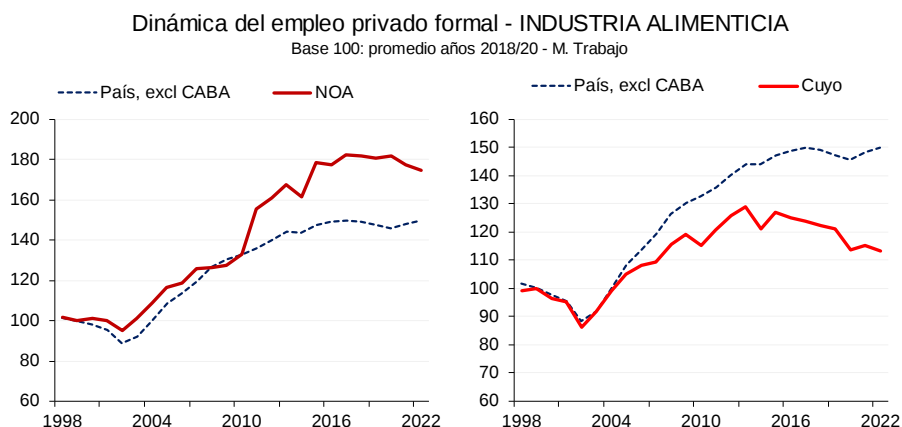
Sorprende el mejor desempeño relativo en el empleo agropecuario (y también en la industria alimenticia) en Salta y Tucumán. Lo llamativo es que en ambas provincias no han mejorado sus exportaciones primarias ni agroindustriales en los últimos años.



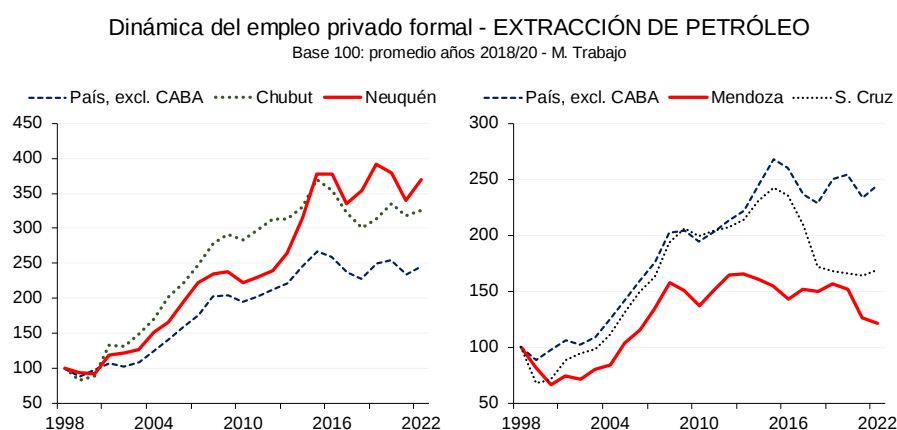
Por otro lado, cae el empleo agrícola en aquellas provincias con cultivos más intensivos en mano de obra (frutas, uvas y olivos, en Mendoza, San Juan, Río Negro y Catamarca).

Juegan varios puntos en contra. La tendencia mundial a dejar la vida rural, para migrar hacia la urbe. Los planes sociales que desalienta a trabajar (al menos, de manera formal), y la menor rentabilidad del sector agrícola, al menos en varios rubros (vinculado a un dólar más barato).

En general, si a la industria alimenticia (productora de bienes finales) le va mal, también se traslada esa problemática al sector primario. Clarísimo en Cuyo con la vitivinicultura, pero no tan claro en Río Negro, con menor empleo en agro, pero mayor en la agroindustria (salvo en el presente año).



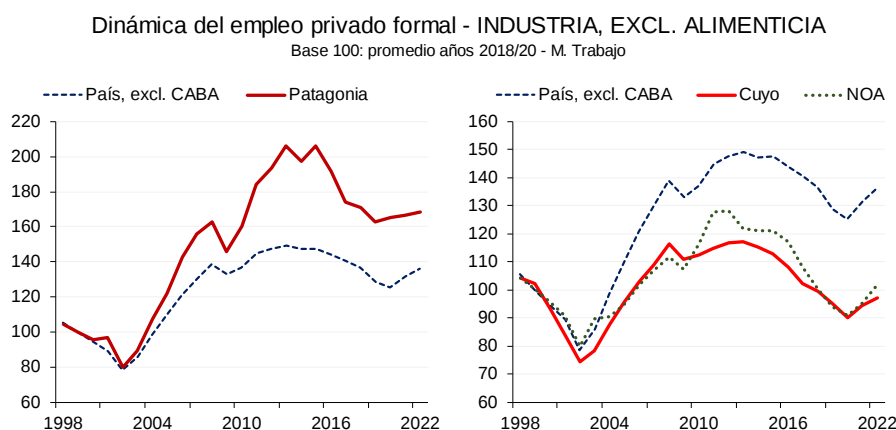
Petróleo: ha habido un incremento en empleo, pero sólo en pocas provincias (notorio en Neuquén, gracias a Vaca Muerta, y también en Chubut, que puede exportar el crudo extraído, a un precio mayor al que se cobra en las otras jurisdicciones). No ha sido así en Mendoza y en Santa Cruz. Sin embargo, ésta última se ha visto compensada con la mayor contratación de personal para la minería metalífera.



La otra industria (excluye Alimentos): en este sector hay una gran variedad de rubros, una buena parte más vinculada a los sustitutos de importación. En general, se estanca a partir de 2012, y presenta una tendencia decreciente a partir de 2016, con la mayor apertura de la economía y con la posterior caída del poder de compra, luego de las

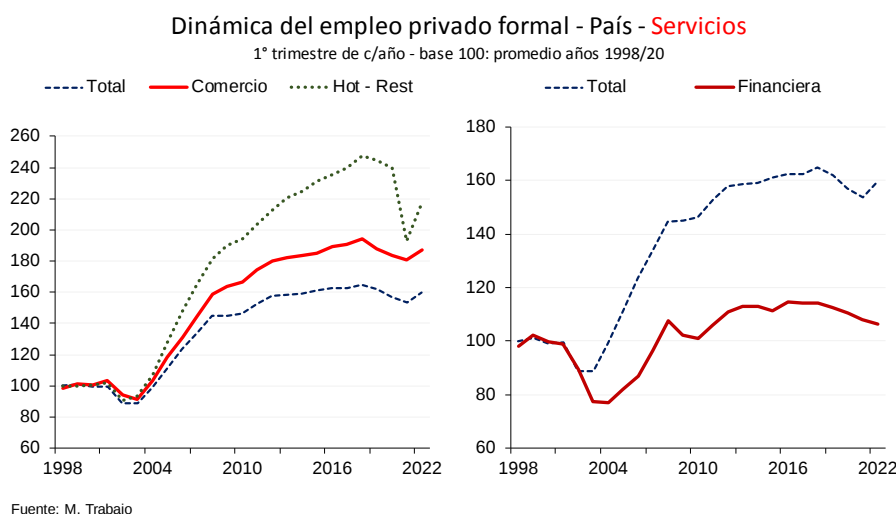
devaluaciones a partir de mediados de 2018. Después de la pandemia, este sector presentó una mayor recuperación.

Analizando tendencias de largo plazo, las regiones más afectadas fueron Cuyo (más notoriamente San Luis), y varias provincias del NOA (especialmente las anteriormente vinculadas con la promoción industrial). También hubo una caída importante en Tucumán. La suba notoria en la Patagonia hasta 2015 está más relacionada con Tierra de Fuego, que sí contó con aquella promoción.



Sectores productores de servicios

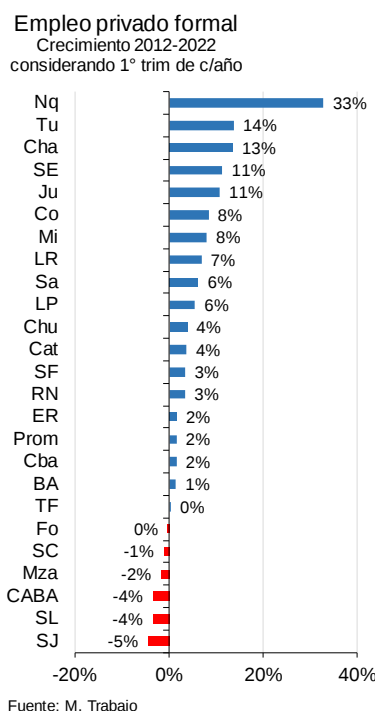
Los datos muestran una mejor performance relativa en Comercio y en Hoteles y Restaurantes (obvio, previo a la pandemia). Un punto llamativo es el estancamiento en el empleo en la actividad financiera. Hay dos partes: la tendencia mundial a más homebanking (menos empleo) y los menores préstamos al sector privado.



Algunos puntos llamativos. En Comercio, presenta mejor desempeño las regiones del norte del país. Es menos notorio en Hoteles y Restaurantes, y en este sector se destaca Cuyo.

Comparación en tiempos de cepo

La economía nacional se estancó a partir del año 2012, justo en cuando se inició el primer cepo cambiario. El análisis anterior ha considerado la evolución de los varios de los principales sectores productivos en regiones. A continuación, se presenta una comparación inter-provincial de la variación del empleo privado durante los últimos diez años.



¿Cuáles crecieron más? Neuquén es la más llamativa, con su proyecto petrolero en Vaca Muerta. Luego le siguen varias provincias norteñas, con la influencia del mayor empleo en la actividad comercial.

En cambio, las jurisdicciones cuyanas se hallan en las últimas posiciones. En cuanto a San Juan, se debería agregar que, años previos, hubo un fuerte crecimiento del empleo en construcción, especialmente en los yacimientos mineros, que le permitieron un posterior boom en exportaciones. San Luis viene cayendo luego de desaparecer los beneficios de la promoción industrial. Mendoza se ha visto afectada en varias de sus principales actividades (petróleo y vitivinicultura, entre otras).

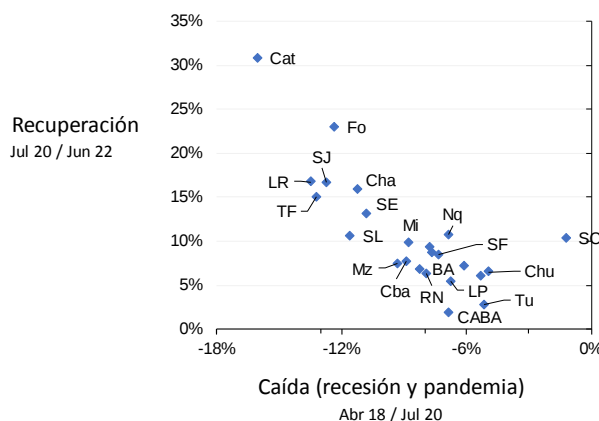
Coyuntura

El análisis anterior muestra las tendencias de largo plazo en los principales sectores. ¿Qué ha ocurrido en los últimos años? Lo sabido con la pandemia, fuerte caída, con una posterior recuperación. El siguiente gráfico muestra ambos movimientos para todas las provincias.

Sin embargo, lo llamativo es la intensidad de los cambios. En general, provincias económicamente pequeñas fueron las que tuvieron las mayores oscilaciones. Generalmente, al ser más dependientes de actividades también muy oscilantes en empleo, como Construcción.

Evolución del empleo privado formal en provincias

Caída y recuperación - M.Trabajo



Comentarios finales

Considerando el empleo privado, se ha observado que sectores productores de bienes exportables, como agro y agroindustria, han tenido peor dinámica que el resto de la economía. Los cepos les han jugado en contra, pero también ha habido otros factores que han influido. Algunos a favor (altos precios internacionales de commodities) y otros en contra (retenciones, cupos, etc.).

En petróleo no ha sido así, pero explicado por su dinámica en las dos provincias más productoras, beneficiadas, una por contar con mayores rendimientos y altos precios del gas (Vaca Muerta), y la otra con precios menos sujetos a retenciones. En cambio, cae el empleo en las otras provincias petroleras.

Para el futuro, la situación parece complicarse. El mundo crecería a menor ritmo, especialmente al aplicar políticas anti-inflacionarias (mayores tasas de interés). Además, el dólar se estaría fortaleciendo en el mundo, lo cual se traduce en menores precios internacionales de los commodities que se exportan desde Argentina.

Internamente, se mantiene alta la tasa de inflación, y a pesar de un mayor ritmo de incremento del dólar oficial, sigue estando por debajo de la inflación, lo cual complica al sector exportador. En este contexto, la actividad económica comienza a estancarse, y posiblemente el empleo privado también siga ese camino.

En Foco 1

El staff del FMI reconoció que la inflación de 2022 puede estar cerca de duplicar la proyección inicial para la Argentina; no es la única variable en la que se detectan inconsistencias

Jorge Vasconcelos

- Las crecientes dificultades por las que atraviesa la Argentina se dan en espejo con proyecciones del staff del FMI que resultan cada vez más controvertidas. De cara a 2023, estos guarismos contienen una especie de “trilogía imposible” cuando se focaliza en inflación esperada por un lado y metas fiscales y del sector externo, por el otro
- Llama también la atención la inconsistencia entre un crecimiento del PIB proyectado en 2,0 % para 2023, pero una caída de 4,2 % en términos reales de las importaciones; así como la reducción de los Pasivos Remunerados del BCRA (Leliq) en términos del PIB, de 11,9 % en 2022 a 9,5 % en 2023, pese a que no se prevé una “licuación inflacionaria”. Por el contrario, se asume una desaceleración de la tasa de inflación, de 95 % este año a 60 % el próximo
- En un virtual escenario de inflación descendente, la contracara sería la dificultad creciente para cumplir las metas fiscales y un cada vez más abultado peso de la deuda y del costo financiero que enfrenta el Banco Central. Estos dos “efectos colaterales” resultan contraindicados para un objetivo crucial para el gobierno; conseguir financiamiento en el mercado de capitales local. En 2023 el Tesoro necesita colocar títulos públicos por 15.5 millón de millones de pesos (10,5 % del PIB), destinados a pagar vencimientos y generar “dinero fresco” por casi 4,0 millón de millones, equivalentes a nada menos que 2,7 % del PIB
- Si la política fiscal se ejecutara en 2023 en clave de año electoral, apartándose de los compromisos ante el FMI, la pregunta es cómo podría financiarse el déficit. El BCRA tendría que proveer financiamiento indirecto en forma análoga a la de 2022, con compras de DEG, operando en el mercado de títulos públicos y/o bajando encajes a los bancos para redireccionar el crédito a favor del estado. Un proceso que puede adelantarse a diciembre de 2022, dado el tamaño del déficit fiscal que puede preverse para este fin de año
- En un contexto de manta corta recurrente, “resolver” el problema del financiamiento del Tesoro con emisión daría argumentos a quienes proyectan para 2023 una inflación todavía mayor a la de 2022, una dinámica que, de confirmarse, no hará más que agravar los problemas del frente externo
- El “dólar soja” modificó la estacionalidad de la liquidación de exportaciones, pero no cambió ni un milímetro la dinámica del comercio exterior, que en 2022 apunta a

encoger el superávit en unos 9,0 mil millones de dólares respecto del saldo de 14,7 mil millones registrado en 2021

- Aunque el reporte del staff del FMI no se ocupa del fenómeno, la apreciación del peso de los últimos 18 meses va a contramano de lo que ocurre en el resto del mundo, en el que las monedas se han estado devaluando frente a un dólar que está recorriendo un nuevo ciclo de fortalecimiento, de modo análogo a lo que ocurrió a principios de los años 80 y de los 2000
- Desde mayo de 2021 el peso se ha apreciado contra el dólar estadounidense un 18 %, aproximadamente, justo cuando la moneda norteamericana se apreciaba un 25 % contra una canasta de divisas compuesta por el euro, el yen, la libra, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo (US dollar Index –DXY-). Y todo indica que la tendencia alcista del dólar contra el resto de las divisas todavía no ha llegado a su límite
- Es por esto que la apreciación del peso es más acentuada en la medición del tipo de cambio real multilateral, con una canasta de monedas que en el caso de la Argentina incluye al real brasileño y al peso chileno, entre otras. La corrección cambiaria que habría que hacer para retornar a niveles de competitividad semejantes a los del período 2018/20, no es demasiado diferente a la que se implementó por un mes y para un subconjunto limitado de bienes, el “dólar soja”, con una paridad de 200 pesos por dólar

En un reciente informe, el “Country Report Nro 22/322”, el staff del FMI anunció que la Argentina tendría derecho al siguiente desembolso por 3,8 mil millones de dólares en virtud del cumplimiento de metas comprometidas y/o por haber obtenido una “dispensa” en aquellas en las que esto no ocurrió. Este tipo de documentos, además, incluye la actualización de las estimaciones para las principales variables económicas del país. Se supone que si el gobierno argentino ejecuta las políticas acordadas y va dando cumplimiento a los compromisos, entonces esos guarismos se habrán de convertir en realidad.

Sin embargo, las crecientes dificultades por las que atraviesa la Argentina se dan en espejo con proyecciones del staff del FMI que resultan cada vez más controvertidas. Por caso, sin explicar demasiado, asumió que la inflación punta a punta de 2022, en lugar del 57,0 % inicialmente proyectado, alcanzará el 95,0 %. De cara a 2023, estos guarismos contienen una especie de “trilogía imposible” cuando se focaliza en inflación esperada por un lado y metas fiscales y del sector externo, por el otro. Llama también la atención la inconsistencia entre un crecimiento del PIB proyectado en 2,0 % para 2023, pero una caída de 4,2 % en términos reales de las importaciones; así como la reducción de los Pasivos Remunerados del BCRA (Leliq) en términos del PIB, de 11,9 % en 2022 a 9,5 % en 2023, con el consiguiente alivio de la carga de intereses, de 4,2 % del PIB a 3,3 %. Y esto no se

lograría por una licuación inflacionaria de las deudas del Central, ya que se prevé una desaceleración de la tasa de inflación de 95 % este año a 60 % el próximo.

El “Country Report Nro 22/322” actualizó los datos esperados para 2022, que ahora lucen realistas, pero plantean una suerte de “trilogía imposible” de cara a 2023: el marcado descenso de la tasa de inflación citado más arriba es una proyección que, de cumplirse, sería una fuerte contribución a la competitividad del país, ayudando a impulsar las exportaciones pero, al mismo tiempo, afectaría negativamente el cumplimiento de las metas fiscales, ya que el gasto público se expande con una fuerte inercia determinada por la inflación pasada, mientras que la recaudación depende crucialmente de la inflación presente. De igual modo, en ese escenario de inflación descendente, la tasa de interés que paga el BCRA por las Leliq quedaría positiva en términos reales por tiempo suficiente como para escalar al stock y el costo financiero de los pasivos remunerados bien por encima del 11,9 % y 4,2 % del PIB estimados para 2022.

Evolución Variables Relevantes del BCRA
(En % PIB)

	2020	2021	2022	2023
Base Monetaria	9,0%	7,9%	6,1%	6,4%
Pasivos Remunerados	10,7%	10,9%	11,9%	9,5%
Costo Cuasi-fiscal	3,2%	3,3%	4,2%	3,3%

Fuente: Staff Report IMF Oct-22

En ese escenario de inflación descendente, la contracara sería entonces una dificultad creciente para cumplir las metas fiscales y un cada vez más abultado peso de la deuda y del costo financiero que enfrenta el Banco Central. Estos dos “efectos colaterales” resultan contraindicados para un objetivo crucial para el gobierno; conseguir financiamiento en el mercado de capitales local. En principio, en 2023 el Tesoro necesita colocar títulos públicos por 15.5 millón de millones de pesos (10,5 % del PIB), destinados a pagar vencimientos y generar “dinero fresco” por casi 4,0 millón de millones, equivalentes a nada menos que 2,6 % del PIB, siendo ésta la principal fuente de financiamiento del déficit fiscal del próximo año. Un verdadero “festival de bonos” para que cierren los números de 2023, con la particularidad que serán títulos que habrán de vencer durante la siguiente gestión presidencial. Es un escenario realmente desafiante.

Ejecución Presupuestaria Gobierno Federal
(En % PIB)

	2022	2023
Ingresos	17,6%	16,8%
Ingresos Tributarios	11,0%	10,8%
Contribuciones a la Seguridad Social	5,1%	5,2%
Ingresos No Tributarios	1,5%	0,8%
Gasto Primario	20,0%	18,8%
Personal	2,9%	2,9%
Bienes y Servicios	0,6%	0,7%
Pensiones	7,7%	7,5%
Transferencias Ctes al Sector Privado	6,2%	5,0%
Prestaciones Seguridad Social	3,6%	2,9%
Subsidios	2,6%	2,1%
Otros Gastos Corrientes	0,4%	0,5%
Transferencias Corrientes a Provincias	0,6%	0,5%
Gastos de Capital	1,5%	1,6%
Resultado Total Primario	-2,5%	-1,9%
Intereses	1,4%	1,8%
Resultado Total	-3,8%	-3,7%

Fuente: Staff Report IMF Oct-22

El programa económico se puede ordenar de un modo bien diferente al que sugieren los guarismos del reporte del FMI. El ajuste fiscal que forma parte de los compromisos del gobierno argentino es de nada menos que 0,9 puntos del PIB, en la transición de 2022 al 2023, ya que el próximo año no podrá apelarse a “contabilidad creativa”, que en 2022 generó un alivio de 0,3 puntos del PIB. En los papeles, el gobierno está firmando que habrá un recorte de 0,5 puntos del PIB en subsidios a las tarifas y de 0,7 puntos en planes sociales, justo en un año electoral.

Si la política fiscal se fuera apartando de esos compromisos a medida que avanza el 2023, entonces todas las preguntas se unificarán en una: ¿cómo financiar un déficit mayor en un año en el que la meta de endeudamiento en el mercado de capitales es de por sí excesivamente ambiciosa? Y la respuesta también es una: emisión de pesos a cargo del Banco Central, que puede en 2023 respetar el límite de 0,6 puntos del PIB para los adelantos transitorios a favor del Tesoro, pero al mismo tiempo proveer de financiamiento indirecto de forma análoga a la de 2022, con compras de DEG, operando en el mercado de títulos públicos y/o bajando encajes a los bancos para redireccionar el crédito a favor del

estado. Un proceso que puede adelantarse a diciembre de 2022, dado el tamaño del déficit fiscal que puede preverse para este fin de año.

Financiamiento Interno del Gobierno Federal
(En % PIB)

	2020	2021	2022	2023
Financiamiento Neto Privado	1,3%	2,3%	3,1%	2,6%
Financiamiento Privado (Nueva Deuda)	7,3%	8,2%	9,9%	10,5%
Amortización Deuda Privada	6,0%	5,9%	6,7%	7,9%
Financiamiento Entidades Públicas ⁽¹⁾	8,7%	4,5%	1,1%	1,2%
De lo cual: Transferencias BCRA	7,4%	3,7%	0,8%	0,6%

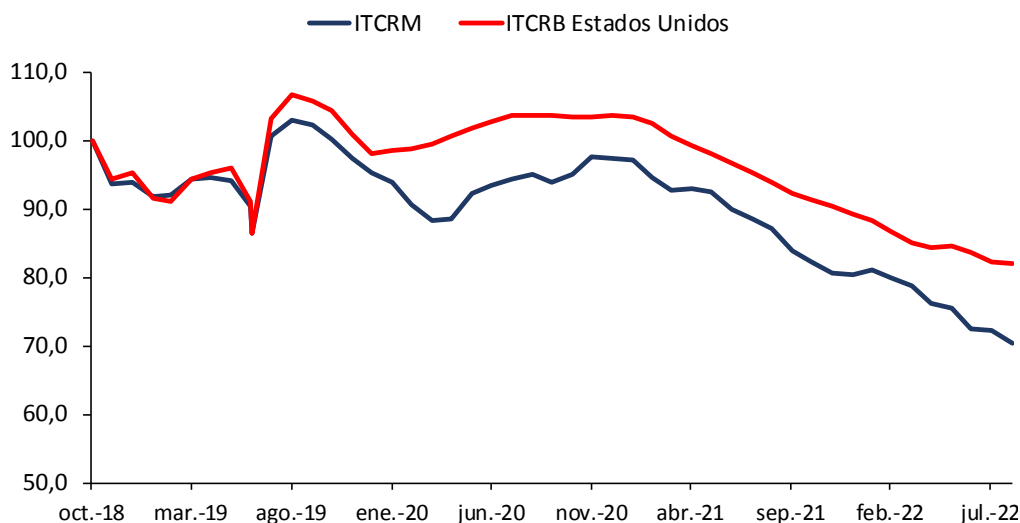
⁽¹⁾ Incluye BCRA y FGS

Fuente: Staff Report IMF Oct-22

En un contexto de manta corta recurrente, “resolver” el problema del financiamiento del Tesoro con emisión daría argumentos a quienes proyectan para 2023 una inflación todavía mayor a la de 2022, una dinámica que, de confirmarse, no hará más que agravar los problemas del frente externo. Un factor explicativo de primer orden de las enormes dificultades para acumular reservas es el sostenido atraso cambiario. En la pérdida de competitividad influye de modo significativo el cepo y las trabas para operar en comercio exterior, con el riesgo que conlleva para el aprovisionamiento de insumos y bienes intermedios y, por ende, de cumplimiento de contratos de venta al exterior. Pero el telón de fondo está dado por la sostenida caída del tipo de cambio real, al no reconocer la paridad oficial del dólar contra el peso lo que ocurre con la inflación local. Y la llamada “inflación en dólares” erosiona la competitividad. No es casual que, considerando sólo el comercio exterior de bienes industriales, en el presente las importaciones de ese tipo de manufacturas tripliquen el monto de las exportaciones MOI, cuando a mediados de 2019 esa relación era de 2 a 1.

Evolución Tipo de Cambio Real Multilateral y Bilateral USA

Base 100 = oct-18



Fuente: BCRA

Aunque el “dólar soja” modificó la estacionalidad de la liquidación de exportaciones, no cambió ni un milímetro la dinámica del comercio exterior, que en 2022 apunta a encoger el superávit en unos 9,0 mil millones de dólares respecto del saldo de 14,7 mil millones registrado en 2021. Es por eso que, luego del plus de setiembre, no hay forma que las exportaciones de octubre a diciembre cubran el 100 % de la demanda de dólares por importaciones, turismo, servicios financieros, ahorro y demás. El drenaje de las reservas parece inevitable, aun cuando los organismos internacionales (BID, etc.) puedan aportar un flujo neto positivo del orden de los 1,0 mil millones de dólares en este último tramo del año.

Obsérvese la caída tendencial del tipo de cambio real que se registra desde fin de 2020, con una apreciación del peso muy significativa y a ritmo acelerado. El tipo de cambio real, tanto en la medición bilateral con el dólar estadounidense como en la multilateral contra la canasta de monedas, estuvo oscilando en torno al mes base tomado para el gráfico adjunto, que es octubre de 2018, en una meseta que llega hasta fin de 2020, principios de 2021.

U.S. Dollar Index (DXY)
Base 100 = 1973

Fuente: IERAL con base en Investing

Aunque el reporte del staff del FMI no se ocupa del fenómeno, la apreciación del peso de los últimos 18 meses va a contramano de lo que ocurre en el resto del mundo, en el que las monedas se han estado devaluando frente a un dólar que está recorriendo un nuevo ciclo de fortalecimiento, de modo análogo a lo que ocurrió a principios de los años 80 y de los 2000. Y todo indica que la tendencia alcista del dólar contra el resto de las divisas todavía no ha llegado a su límite. Recientes datos de inflación en Estados Unidos auguran continuidad del endurecimiento monetario de la Reserva Federal, con tasas que ahora se proyectan por encima del 4,5 % anual para principios de 2023, con el consiguiente efecto sobre los flujos de capitales hacia activos de corto plazo nominados en dólares.

Así, tenemos que, en la medición del tipo de cambio real bilateral, desde mayo de 2021 el peso se ha apreciado contra el dólar estadounidense un 18 %, aproximadamente, justo cuando la moneda norteamericana se apreciaba un 25 % contra una canasta de divisas compuesta por el euro, el yen, la libra, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo (US dollar Index –DXY-).

Es por esto que la apreciación del peso es más acentuada en la medición del tipo de cambio real multilateral, con una canasta de monedas que en el caso de la Argentina incluye al real brasileño y al peso chileno, entre otras. La corrección cambiaria que habría que hacer para retornar a niveles de competitividad semejantes a los del período 2018/20, tomando como referencia el tipo de cambio multilateral, no es demasiado diferente a la que se implementó por un mes y para un subconjunto limitado de bienes, el “dólar soja”, con una paridad de 200 pesos por dólar.

Cuenta Corriente: Desagregado principales componentes
(En % PIB)

	2021	2022	2023
Cuenta Corriente	1,4%	-0,3%	0,6%
Balanza Comercial Bienes	3,9%	2,0%	2,6%
Exportaciones	16,2%	14,3%	14,3%
Importaciones	12,3%	12,3%	11,7%
Balanza Comercial Servicios	-0,8%	-0,7%	-0,3%
Ingreso Primario Neto	-2,0%	-1,9%	-2,1%
Ingreso Secundario Neto	0,3%	0,3%	0,3%

Fuente: Staff Report IMF Oct-22

Mientras estas correcciones no se realicen, resulta difícil esperar que se cumplan las proyecciones del Reporte del FMI vinculadas con el sector externo, que “anuncian” una recuperación del superávit para la cuenta corriente del Balance de Pagos, a 0,6 % del PIB, luego del déficit de 0,3 % estimado para 2022.

El tema es que, sin entrada de capitales, la única forma de recomponer reservas externas es logrando un superávit apreciable de la cuenta corriente. Y las proyecciones bajo análisis resultan demasiado modestas en cuando a ese objetivo y, sobre todo, no lucen consistentes con la trayectoria de deterioro de las cuentas externas. ¿Cómo puede lograrse ese punto de inflexión?. No hay respuestas claras en el Reporte del FMI, salvo bosquejar que las importaciones habrán de caer en 2023, pese a que simultáneamente se predice una variación positiva de 2,0 % del PIB..

Un punto a tener en cuenta es que para 2022 está previsto un flujo neto a favor de la Argentina por 5,4 mil millones de dólares en la suma y resta de desembolsos y pagos al FMI, pero el cuadro de situación para 2023 será el inverso: de mantenerse en vigencia el acuerdo a lo largo de todo el próximo año, pueden esperarse desembolsos por 16,5 mil millones de dólares, pero la suma de vencimientos e intereses a pagar al organismo es de 19,7 mil millones. Para compensar ese rojo de 3,2 mil millones de dólares en 2023 hace falta mucho más de lo que hasta aquí aparece en los papeles.

En Foco 2

Se expande el financiamiento bancario a la producción agropecuaria en la mayoría de las provincias

Juan Manuel Garzón y Martina Abduca

- En junio de 2022 el stock total de créditos bancarios al sector agropecuario se aproximó a \$ 758 mil millones, con una importante concentración en las provincias agropecuarias más fuertes y en CABA (por ser sede administrativa de muchas empresas que operan en el interior). Buenos Aires participaba con el 25% de los créditos, seguida de cerca por CABA con el 24%, luego aparecen Córdoba y Santa Fe con el 16% y 15%. Si a las provincias anteriores se agregan Entre Ríos, Tucumán, Mendoza y La Pampa (8 jurisdicciones en total), se tiene el 92% del financiamiento total al sector
- El financiamiento bancario al agro venía creciendo en términos reales (por encima de la inflación) en la mayoría de las provincias argentinas. A mediados de este año, la tasa real de crecimiento se ubicaba en promedio entre el 25% y 30% interanual, con algunas provincias creciendo por encima del 50% (Entre Ríos, Formosa, Mendoza). Hay que remontarse a los años 2017 y 2018 para encontrar tasas positivas de esa magnitud
- Actualmente el 12,5% de los créditos bancarios totales tienen como destino al sector agropecuario. En los últimos 10 años el sector ha crecido en importancia para las entidades financieras en la mayoría de las provincias. Hoy se cuenta con 6 jurisdicciones en las que más del 20% de los créditos bancarios se dirigen al agro, ocupando el primer lugar La Pampa con el 38% del total, seguida por Entre Ríos y Córdoba con el 26% y 25% respectivamente, Santa Fe (23%), Chaco (21%) y San Luis (20%). Estas últimas dos provincias muestran los avances más notables de este período: en Chaco el agro pasó de ser el 6% de la cartera de los bancos en 2012 al 21% en 2022 (+15 pp) y San Luis (del 6% al 20%, +14 pp)

La actividad agropecuaria requiere de un flujo permanente de financiamiento para afrontar gastos operativos y adquisición de maquinarias y equipos.

Como sucede en otras producciones, en el agro los desembolsos se anticipan a los ingresos y por tanto se requiere de capital como puente temporal para conectar estos dos momentos y permitir que la actividad se desarrolle.

La extensión y el ancho que deberá tener este puente dependerá del tipo de actividad agropecuaria, de la escala del establecimiento, de la naturaleza de los bienes que se consumen en el proceso de producción (insumos, bienes de capital), del modelo de negocios de la empresa, etc. Por caso, la producción de granos tiene un ciclo más corto que la producción de ganado bovino y esta última más corto que la producción de frutas, por tanto, el puente temporal de capital será menor en la primera actividad que en la

segunda, y en la segunda que en la tercera. El modelo de negocios también importa, la forma en que se compra y se vende (de contado, a crédito, en canje a cosecha, etc.) o la relación con los bienes de capital (¿Las maquinarias son propias? ¿Se contratan los servicios de estas máquinas a terceros? ¿Un mix?).

El puente de capital puede ser hecho con recursos propios, es decir, tratarse de capital de propiedad del titular de la explotación, con fondos de terceros o, lo más usual, con una combinación de ambas fuentes. A su vez los fondos de terceros pueden provenir de préstamos bancarios, de créditos de proveedores comerciales, de créditos de clientes, etc.

En esta columna se analiza una de estas de fuentes de financiamiento del sector agropecuario, el caso particular de los créditos bancarios (créditos otorgados por entidades financieras que se encuentran bajo la regulación del BCRA). Las estadísticas provienen del Banco Central, de una clasificación de préstamos que realizan las entidades según actividad principal del receptor de los fondos; a su vez, el financiamiento se distribuye según la jurisdicción en que tiene domicilio legal el receptor.

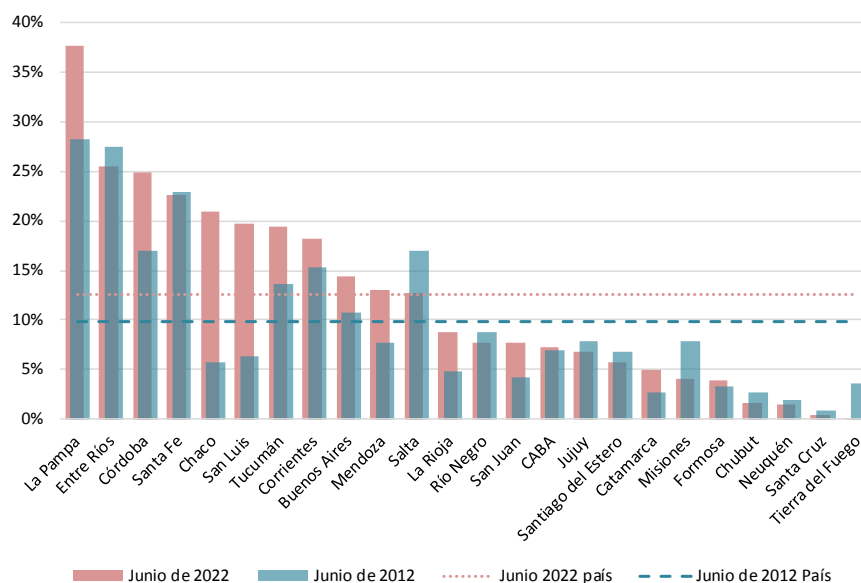
La idea es analizar el tema desde la perspectiva regional, tratando de dar respuesta a tres preguntas: a) ¿Qué tan relevante es el sector agropecuario en la cartera de financiamiento de los bancos de las distintas provincias?; b) ¿Cómo se distribuye el crédito total que otorga el sistema financiero hacia el sector agropecuario entre provincias?; c) ¿Qué está pasando con los créditos este año y qué ha sucedido en los últimos años?

Una advertencia relevante es que el BCRA distribuye los créditos entre provincias según domicilio administrativo / fiscal del receptor y no según lugar de aplicación efectiva de estos recursos. Esto no sería un problema si todos los receptores de los fondos tuviesen su sede administrativa en el mismo lugar en el que desarrollan la actividad productiva, pero esto no es así necesariamente; de hecho hay un número relevante de empresas (probablemente las de mayor tamaño) que fiscal o administrativamente se encuentran inscriptas en una jurisdicción distinta a aquella (o a aquellas) en la que realizan luego la actividad productiva; esto explica, como se verá a continuación, por qué Ciudad de Buenos Aires tiene muchos créditos al sector agropecuario, siendo una localidad fuertemente urbana, o la contrapartida, por qué otras provincias, que han crecido mucho en producción agropecuaria en últimos años, no aparecen con un flujo de financiamiento de magnitud compatible con lo que es actualmente su realidad agropecuaria (por caso, Santiago del Estero).

Importancia del agro en la cartera de créditos bancarios a residentes

En junio de 2012 el 9,8% de los créditos bancarios totales otorgados a residentes del país estaba dirigido a personas y/o sociedades cuya actividad económica principal estaba vinculada con la producción agropecuaria. En algunas provincias la participación del agro en la cartera de los bancos era claramente superior a la media, casos de La Pampa, Entre Ríos, Córdoba, Santa Fe o Salta, en las que los porcentajes superaban el 15% y hasta el 25%. Por el contrario, en provincias con poca dotación de recursos naturales para la producción de granos o animales, el crédito hacia al sector era poco relevante en el financiamiento total otorgado por las entidades (todas las patagónicas con <5%).

Participación del agro en el financiamiento total otorgado al sector privado 2012 vs 2022, según provincias



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Diez años después se observa un crecimiento relevante del sector como destino del crédito bancario, su participación asciende ahora al 12,5% del total y en la mayoría de provincias ha incrementado su presencia. Hay 6 provincias ahora en las que más del 20% de los créditos bancarios se dirigen al agro, ocupando el primer lugar La Pampa con el 38% del total, seguida por Entre Ríos y Córdoba con el 26% y 25% respectivamente. Entre los avances más notables se encuentran los casos de Chaco, en donde el agro pasó del 6% al 21% de la cartera de los bancos de esa provincia (+15 pp) y San Luis (del 6% al 20%, +14 pp). También hay algunos retrocesos que vale la pena remarcar, los casos de Salta (del 17% baja al 13%) y de Misiones (del 8% al 4%).

¿Cómo se distribuye el crédito bancario total al sector agropecuario entre provincias?

En junio de 2022 el stock total de créditos bancarios al sector agropecuario se aproximó a \$ 758 mil millones, con una importante concentración en las provincias agropecuarias más fuertes y en CABA (por ser sede administrativa de muchas empresas que operan en el interior). Buenos Aires ostenta el 25% de los créditos, seguida de cerca por CABA con el 24%, luego aparecen Córdoba y Santa Fe con el 16% y 15%. Si a las provincias anteriores se agregan Entre Ríos, Tucumán, Mendoza y La Pampa (8 jurisdicciones en total), se tiene el 92% del financiamiento total al sector.

Esta distribución del financiamiento en el territorio nacional ha sufrido algunos cambios en los últimos 10 años; en efecto si se compara con la estructura que prevalecía en junio de 2012 se observa un avance de Buenos Aires (+6,1 puntos porcentuales) y Córdoba (+6,1 pp) y un retroceso relevante de Ciudad de Buenos Aires (-14,5 pp). Se destaca también la

mayor participación de Mendoza y Chaco (+1,3 pp y +1,1 pp). Entre los retrocesos, además de CABA, aparecen Entre Ríos (-0,8 pp) y Salta (-0,9 pp).

Stock de créditos bancarios al sector agropecuario, distribución según provincias

Jurisdicción	Junio de 2012	Junio de 2022	Variación pp
Buenos Aires	19,2%	25,2%	6,1
CABA	38,6%	24,2%	-14,5
Córdoba	9,7%	15,7%	6,1
Santa Fe	14,8%	15,5%	0,7
Entre Ríos	4,0%	3,2%	-0,8
Tucumán	2,5%	3,0%	0,5
Mendoza	1,5%	2,8%	1,3
La Pampa	2,0%	2,6%	0,6
Chaco	0,6%	1,7%	1,1
Salta	2,5%	1,6%	-0,9
Corrientes	1,0%	1,1%	0,2
San Luis	0,2%	0,6%	0,4
Río Negro	0,6%	0,5%	-0,1
Misiones	0,9%	0,4%	-0,5
San Juan	0,2%	0,4%	0,2
Santiago del Estero	0,4%	0,3%	-0,0
Jujuy	0,4%	0,3%	-0,1
La Rioja	0,2%	0,2%	0,1
Neuquén	0,2%	0,2%	-0,1
Chubut	0,3%	0,1%	-0,2
Catamarca	0,0%	0,1%	0,1
Formosa	0,1%	0,1%	0,0
Santa Cruz	0,0%	0,0%	-0,0
Tierra del Fuego	0,2%	0,0%	-0,2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Dinámica del crédito bancario hacia el sector agropecuario en últimos años

Los créditos hacia el sector agropecuario venían creciendo en términos reales (por encima de la inflación) en la mayoría de las provincias argentinas a mediados de este año. La tasa de crecimiento promedio se ubicaba entre el 25% y 30% ia real (media y mediana), con algunas provincias por encima del 50% (Entre Ríos, Formosa, Mendoza). Algunos ajustes también se encontraban, destacándose tres jurisdicciones, Santa Cruz (-43%), Tierra del Fuego (-23%) y Catamarca (-11%).

A pesar de la heterogeneidad que hay entre actividades agropecuarias y por ende entre provincias (dadas las diferentes participaciones de una u otra actividad en cada jurisdicción), se observan ciertos patrones comunes en materia de financiamiento bancario en varios de los últimos años; por caso, los años 2017 y 2018 fueron de expansión del financiamiento en prácticamente todas las provincias, mientras que 2016 y 2019 fueron años de contracción. En una situación intermedia, menos definida, atravesados por la Pandemia Covid-19 y una política de ASPO que seguramente afectó de manera asimétrica a los distintos sectores, aparecen los años 2020 y 2021, con mucha variabilidad en cuanto a lo sucedido en materia de financiamiento bancario hacia el sector agropecuario en las distintas provincias.

Crecimiento del stock de créditos bancarios al sector agropecuario según provincias

Variación interanual, ajustada por inflación

Jurisdicción	Junio de 2016	Junio de 2017	Junio de 2018	Junio de 2019	Junio de 2020	Junio de 2021	Junio de 2022
CABA	-13%	19%	28%	-23%	0%	-17%	-2%
Buenos Aires	-6%	22%	14%	-22%	-3%	-10%	42%
Catamarca	-8%	67%	29%	-18%	10%	28%	-11%
Córdoba	-16%	40%	30%	-27%	-1%	-3%	31%
Corrientes	-28%	51%	22%	-29%	-20%	2%	41%
Chaco	-3%	37%	17%	-18%	-11%	30%	28%
Chubut	-17%	18%	-1%	-40%	-6%	-17%	34%
Entre Ríos	-25%	28%	11%	-40%	-3%	-2%	64%
Formosa	-32%	67%	48%	-36%	1%	4%	98%
Jujuy	-35%	12%	-13%	24%	1%	-24%	17%
La Pampa	-18%	19%	16%	-41%	-5%	47%	35%
La Rioja	-5%	102%	64%	0%	1%	-10%	15%
Mendoza	-7%	102%	21%	-8%	-30%	-15%	70%
Misiones	-34%	12%	13%	-45%	-23%	19%	49%
Neuquén	10%	19%	54%	-49%	40%	-17%	28%
Río Negro	9%	5%	43%	-14%	-56%	-4%	14%
Salta	-24%	-4%	38%	-27%	2%	-12%	-8%
San Juan	-36%	-4%	14%	47%	-23%	-8%	13%
San Luis	-10%	153%	-26%	37%	8%	-60%	31%
Santa Cruz	60%	-19%	-30%	-58%	-1%	58%	-43%
Santa Fe	-21%	13%	63%	-19%	-3%	-14%	9%
Santiago del Estero	-11%	3%	-17%	-36%	-28%	62%	40%
Tierra del Fuego	109%	10%	-34%	72%	-30%	-17%	-23%
Tucumán	-25%	26%	32%	-39%	10%	10%	37%
Promedio simple	-8%	33%	18%	-17%	-7%	1%	25%
Valor mediano	-14%	19%	19%	-25%	-3%	-6%	30%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA e INDEC.