

# LA ECONOMÍA ARGENTINA:

¿Alcanzan los  
dólares para  
el año  
electoral?

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas

- Finanzas y bancos
- Balance cambiario
- Sector externo
- Anexo estadístico





Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz

# LA ECONOMÍA ARGENTINA

**INFORME ECONÓMICO MENSUAL | ENERO 2023**

## **CONTENIDO DEL INFORME:**

<b>Actividad</b>	<b>- Pág. 12</b>
<b>Precios e Ingresos</b>	<b>- Pág. 16</b>
<b>Finanzas Públicas</b>	<b>- Pág. 18</b>
<b>Finanzas y Bancos</b>	<b>- Pág. 20</b>
<b>Balance Cambiario</b>	<b>- Pág. 22</b>
<b>Sector Externo</b>	<b>- Pág. 23</b>
<b>Anexo Estadístico</b>	<b>- Pág. 25</b>

### CLAVES DEL INFORME

- El 2023 arranca con la necesidad de cubrir una necesidad de dólares de U\$S 9.000 M. Los acuerdos bilaterales con China (U\$S 5.000 M) y Brasil (U\$S 2.000 M) permitirán continuar importando desde esos países sin necesidad de que salgan los dólares.
- La deuda comercial fue clave en 2022, se incrementó en U\$S 7.000 M, y puede ser clave en 2023. Si tiene que cancelarse, presionará más sobre las reservas. Si tiene margen para seguir incrementándose, puede ayudar a sostener el nivel de actividad este año.
- La última meta relevante del acuerdo con el FMI es la de junio. Su cumplimiento destrabará el desembolso de septiembre. Las metas de septiembre habilitan el desembolso de diciembre, ya bajo el nuevo período presidencial.
- En julio está la mayor salida por pagos de deuda en lo que queda del año y para eso necesita llegar con reservas suficientes. Tendrá que tener algún incentivo similar al dólar soja para conseguir que se liquide durante el segundo trimestre y juntar los dólares suficientes
- La recompra de bonos por U\$S 1.000 M se recuperará gracias a los menores vencimientos en 2026 e implicará un ahorro neto de U\$S 1.800 M a 2030.

## ¿Alcanzan los dólares para el año electoral?

La escasez de dólares ha provocado frecuentes devaluaciones bruscas que exacerbaban tensiones macroeconómicas y aceleran la inflación. En un año electoral, cualquiera de estos escenarios son frustrantes para las posibilidades electorales del oficialismo. Por lo tanto, gran parte de la gestión económica está orientada a conseguir los dólares necesarios para transitar el 2023 con la mayor calma económica posible.

Respecto de 2022, la cuenta de dólares tiene varios cambios en este año. La sequía, los pagos netos al FMI, los mayores vencimientos por la deuda reestructurada y la dolarización típica de un año electoral son los factores que pondrán mayor presión sobre las reservas. Para contrarrestar ese impacto, se cuenta con un menor volumen de importaciones por el avance del gasoducto PNK y menores precios de la energía. El menor nivel de actividad - en septiembre, octubre y noviembre la actividad se redujo un -0,2%, -0,5% y -0,7% respectivamente - también implica menor crecimiento de las importaciones. Los acuerdos bilaterales para poder importar sin necesidad de utilizar los dólares de las reservas netas (el swap con China y el reciente anuncio con Brasil por la línea de financiamiento para exportadores/importadores), la licitación del servicio de 5G, desembolsos de organismos internacionales, son salvavidas para mantener a flote la economía en esta difícil coyuntura.

Más adelante detallamos el resultado esperado de la cuenta cambiaria para 2023. Si los objetivos previstos en el acuerdo con el Fondo no se cumplen, la "solución" puede venir por algún waiver que contemple el impacto de la guerra y los esfuerzos hechos en 2022. En el contexto electoral, estos "perdones" del FMI son un riesgo elevado por la dependencia que genera la economía local de las decisiones políticas del organismo.

Algunxs analistas económicos mencionan estas estrategias como "conejos de la galera" para evitar una devaluación, cuya solución real vendría de la mano de duras políticas fiscales y monetarias. Si bien es cierto que las medidas que atienden la coyuntura cambiaria no son una solución estructural a la escasez de dólares, al momento de gestionar la política económica tampoco puede esperarse que la reducción del déficit fiscal o las menores transferencias del BCRA al Tesoro sean suficientes para garantizar los dólares necesarios. Ese ha sido el problema de las visiones ortodoxas que confiaron excesivamente en la pata fiscal y monetaria sin llevar adelante una gestión estricta de los dólares disponibles, tanto coyuntural ("los conejos de la galera") como estructural vinculadas a desarrollos de exportadores, de sustitución de importaciones, reestructuraciones de deudas y políticas financieras que combatan el bimonetarismo.

## ¿Qué pasó en 2022?

El 2022 terminó consiguiendo un resultado positivo en las reservas por U\$S 6.918 M producto de las transacciones reales y financieras con el resto del mundo. Por cobro y pago de bienes, el saldo fue positivo en U\$S 21.817. En gran parte, este resultado se consiguió a partir del dólar soja en septiembre y diciembre ya que en sólo en esos dos meses se consiguió la mitad del superávit.

**Tabla 1. Resultado Balance Cambiario 2021 y 2022**

Resultados acumulados hasta el mes 12				
Cuenta	2021	2022	Diferencia	Var %
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>5.590</b>	<b>4.779</b>	<b>-811</b>	<b>-14%</b>
Saldo de Bienes	15.312	21.817	6.505	42%
Exportaciones	76.467	90.533	14.066	18%
Importaciones	61.154	68.715	7.561	12%
Saldo de Servicios	-4.460	-10.106	-5.646	127%
Cobro de Servicios	6.995	7.657	662	9%
Pago de Servicios	11.455	17.763	6.308	55%
Saldo por turismo	-2.275	-6.687	-4.411	194%
Ingreso por turismo	406	653	247	61%
Egreso por turismo	-2.681	-7.340	-4.658	174%
Rentas	-5.276	-6.902	-1.626	31%
Utilidades y Dividendos	-188	-153	36	-19%
Intereses de Deuda	-5.088	-6.749	-1.661	33%
FMI	-1.349	-1.716	-367	27%
Org. Int. y Bilaterales	-614	-849	-235	38%
Otros pagos	-2.980	-3.329	-349	12%
Otros del Gobierno Nacional	-181	-1.397	-1.215	670%
<b>Cuenta Capital</b>	<b>97</b>	<b>32</b>	<b>-64</b>	<b>-67%</b>
<b>Cuenta Financiera</b>	<b>-5.793</b>	<b>2.106</b>	<b>7.899</b>	<b>-136%</b>
Inv. Directa No Residentes	732	570	-162	-22%
Préstamos (Privados + Provincias)	-5.000	-5.207	-208	4%
Operaciones con el FMI	589	6.867	6.277	1.065%
Préstamos Org. Internacionales	213	1.349	1.136	534%
FAE SPNF	-571	-773	-203	35%
Operaciones de canje	-287	-199	88	-31%
Compra-venta de títulos	-2.476	-37	2.439	-99%
Otras operaciones del Sector Púb.	-306	-390	-84	27%
<b>Variación de Reservas por transacciones</b>	<b>-107</b>	<b>6.918</b>	<b>7.024</b>	<b>-6.595%</b>

Fuente: CESO en base a BCRA

Gran parte de ese resultado se perdió por la balanza de servicios, muy deteriorada respecto a 2021 por el impacto que tuvo la guerra en los costos logísticos de las importaciones y sobre todo por el

empeoramiento en el balance de turismo. Como mencionamos en otros informes, en el turismo el problema no es tanto la magnitud de las salidas de divisas como en 2017 sino las casi nulas entradas de divisas por este concepto, que se canalizan por el mercado informal.

En el rubro de Rentas, todas las cuentas empeoraron respecto de 2021. Esto se debe a los muy acotados pagos que se hicieron ese año - sobre todo por parte del Gobierno Nacional - y en menor medida al impacto que empezó a tener desde mediados de año la suba de tasas internacionales. Esa suba de tasas impacta con los costos de nuestro financiamiento con el FMI y otros organismos que toman las tasas de interés de Bancos Centrales como referencia para sus créditos.

El gran “aporte” de dólares durante 2022 lo realizó el FMI ya que el acuerdo contemplaba más desembolsos que vencimientos para el año pasado, algo que ya se revierte en 2023 con más pagos que desembolsos. Sin esta fuente, el resultado de reservas hubiese sido prácticamente neutro el año pasado.

### Prepararse para el invierno

Las exportaciones del complejo sojero entrarán demoradas, a partir de abril, dado que la sequía demoró considerablemente la siembra. Ese segundo trimestre será clave porque es en el que debería acumular U\$S 3.100 M en las reservas netas para cumplir la meta establecida para fines de junio. Además, esa revisión será la última relevante para el gobierno dado que implicará el desembolso del acuerdo previsto para septiembre. Las metas establecidas para fines de septiembre son menos relevantes porque ese desembolso ya cae en diciembre de 2023, con un nuevo gobierno resultante de las elecciones.

Una vez cerrada la meta de junio, la primera semana de julio hay un nuevo vencimiento de deuda con tenedores privados por U\$S 1.000 M. Si logró acumularse suficientes reservas en el segundo trimestre, esto puede afrontarse con relativa normalidad. En caso contrario, si llega contra las cuerdas, este vencimiento puede sumar tensión al frente cambiario ya que debilitaría la capacidad del gobierno para frenar corridas electorales.

## ¿Qué esperar en 2023?

Para el año 2023 vemos que el gobierno todavía tiene que seguir implementando medidas para afrontar un deterioro en las cuentas externas de U\$S 9000 respecto del año pasado (ver Tabla 2).

La sequía tendrá un impacto que por el momento estimamos en U\$S 10.000 M que sería parcialmente compensado por mayores exportaciones de otros rubros, principalmente energía y minería que viene mostrando un crecimiento importante respecto de 2021 pero todavía en volúmenes chicos. Para balancear, también serán menores las importaciones, tanto por energía como por otros rubros asociados a la actividad económica. La quita de subsidios en sectores de mayores ingresos y comercios impactará en una menor demanda que también ayudará a reducir importaciones. La misma sequía requerirá menos combustible para mover la cosecha.

**Tabla 2. Estimación de reservas para 2023**

Saldo por rubro	2022	2023	Diferencia
Bienes	21.817	17.000	-4.817
Exportaciones	90.533	82.000	-8.533
Importaciones	68.715	65.000	-3.715
Servicios	-10.106	-6.000	4.106
Intereses	-6.749	-8.500	-1.751
FMI	6.867	-1.740	-8.607
OO.II.	1.349	2.000	651
FAE	-773	-1.000	-227
Inversión Directa (5G)	570	2.000	1.430
<b>Total</b>	<b>12.975</b>	<b>3.760</b>	<b>-9.215</b>

Fuente: CESO en base a BCRA y estimaciones propias

La normalización de las cadenas globales de valor y un resultado algo menos perjudicial por el lado del turismo esperamos que contribuya a mejorar considerablemente la cuenta de servicios en 2023, que también estuvo muy afectada por los altos costos del combustible tras iniciarse la guerra en Ucrania. La cuenta de intereses incrementará su déficit producto de los vencimientos de la deuda reestructurada que paulatinamente comienzan a incrementarse año a año. La suba de tasas internacionales también seguirá impactando. Sólo con el FMI, por la magnitud de la deuda, deberemos destinar U\$S 1.000 M adicionales en 2023 por la suba de tasas.

Como dijimos, los vencimientos serán mayores a los desembolsos del Fondo en 2023, por eso pasará de un resultado positivo por U\$S 6.867 M en 2022 a un resultado negativo por U\$S 1.700 M este año. Los organismos internacionales (OO.II.) podrán sumar algún aporte extra este año, pero también debe considerarse que hay vencimientos con estos organismos. Un resultado neto de U\$S 2.000M ya es bastante optimista.

La dolarización del sector privado está bastante acotada por las regulaciones. Aún así, la FAE puede incrementarse levemente por la mayor cobertura en un año electoral de las personas individuales. No creemos que sea por esta vía el mayor riesgo actualmente, en todo caso habrá que mirar más la brecha cambiaria.

La última carta que tiene el gobierno para sumar dólares a la cuenta de 2023 es la licitación del 5G que podría implicar un desembolso por única vez en torno a los U\$S 1.000 M. La expectativa del gobierno llega a los U\$S 1.500 mientras que las empresas plantean que no podrían superar los U\$S 500 M.

En resumen, el gobierno tendrá un rojo como punto de partida de U\$S 9.000 M que deberá cubrir con distintas estrategias. Los acuerdos bilaterales vienen siendo la principal solución, tanto con China como con Brasil. La idea de ambos acuerdos es poder prescindir de los dólares para los pagos de las importaciones desde estos países. De esa manera se evita que salgan los dólares al mismo tiempo que ingresan los bienes, de manera que la actividad no necesita frenarse abruptamente para conseguir un saldo positivo de dólares. Con estos dos acuerdos se cubriría gran parte de ese agujero ya que suman U\$S 5.000 M y U\$S 2.000 M cada uno

Otra alternativa, que fue clave en 2022, es la deuda comercial de las empresas, sobre todo la que es intra firma. Esta fuente de financiamiento implicó que se puedan recibir bienes por U\$S 7.000 M en 2022 sin que salgan esos dólares. Se trata de deuda de corto plazo, en torno al año de vencimiento. Este 2023 deberá renovarse esa deuda y ampliarse unos U\$S 2.000 M adicionales si no se quiere afectar más la actividad en el año electoral.

### El rol de la brecha cambiaria

Una vez que se instauran los controles cambiarios, los dólares paralelos y la brecha cambiaria aparecen como una variable que tampoco se la puede dejar liberada absolutamente por la incidencia que tiene en la economía. Hoy existen dos mercados paralelos de referencia, uno formal (el del dólar MEP y CCL) y el informal, del dólar blue. Nos concentraremos en los dólares financieros porque mueven un volumen considerablemente mayor que el informal, del cual sólo existen estimaciones que ubican su volumen en un 5% del mercado financiero.

La operatoria del dólar MEP o CCL consiste en comprar un activo con pesos y vender el mismo activo en dólares. Por lo general se usan bonos pero puede hacerse con acciones. Además, pueden utilizarse muchos bonos para esto pero se utilizan en general los de mayor liquidez (AL30 y GD30). Cada bono



tiene un precio en pesos (AL30 y GD30) y otro precio en dólares (AL30D y GD30D). De esta manera, surge un tipo de cambio implícito que surge de la cantidad de pesos que hay poner para terminar con un dólar al final de la operación (AL30/AL30D ó GD30/GD30D).

De cada bono surge un tipo de cambio diferente según su cotización en pesos y en dólares, pero suelen estar arbitrados. Es decir, los tipos de cambio que surgen de cada activo tienden a estar en valores similares ya que si el precio difiere mucho, alguien podría vender dólares con un bono y comprarlos con otro bono aprovechando la diferencia. Como se ve, es una operatoria bastante sofisticada para la mayoría de las personas que no operan en mercados financieros pero de ahí surge un precio de referencia clave para la economía. La mayoría, lo ve cristalizado en las pizarras con la ñata contra el vidrio.

En tres momentos de alta tensión macroeconómica, el dólar financiero hizo picos que todavía están lejos de los niveles actuales (ver Gráfico 1). Por eso, con distintas estrategias, el gobierno ha intentado incidir en el precio de los dólares paralelos evitando una escalada.

**Gráfico 1. Cotización histórica del dólar CCL a precios actuales**



### Presión cambiaria en el arranque del año y contexto internacional favorable

A mediados de enero, el dólar CCL venía subiendo un 9% en los últimos 30 días, bastante por encima de la inflación y del dólar oficial. Desde principios de noviembre, cuando alcanzó los \$304 tuvo una suba diaria constante que pudo haber encendido algunas alarmas por el impacto que tendría a la hora

de renegociar los acuerdos de precios que vencen en los próximos meses. En el último evento disparado con la corrida financiera a fines de la gestión Guzmán, el impacto del dólar paralelo en los precios finales fue de los mayores que se haya registrado, incluso superior a los previos de febrero antes del acuerdo con el FMI o los de septiembre de 2020.

A pesar de ello, el escenario global arrancó siendo favorable para la cotización de la deuda de los países emergentes y de alto rendimiento (high yield), entre los que se encuentra Argentina. La mejora en la cotización de los títulos de deuda de los últimos meses - entre 40% y 60% en dólares en los últimos tres meses - se inscribe en este contexto. Este conjunto de países aprovechó para incrementar su emisiones de deuda en el mercado global, así lo hicieron México, Indonesia, Letonia, Mongolia, Filipinas, Hungría, Rumania y Turquía por un total de U\$S 34.000 M. Esta emisión fue por un plazo promedio de 13 años y a una tasa promedio del 5,9%. En nuestro caso, se aprovechó este escenario para comprar títulos de deuda a precios que todavía están muy bajos aunque venían incrementándose.

### Recompra de deuda: una nueva estrategia de intervención sobre la brecha

En 2021 se adoptó una estrategia de contención de la brecha cambiaria que consistía en una intervención diaria del BCRA que significó U\$S 2.500 M menos en las reservas. La intervención se sostuvo hasta el último día antes de las elecciones generales y al día siguiente ya no intervino más, tanto por las objeciones del FMI a la medida como por el costo ya difícil de sostener con reservas.

En esta operatoria, el BCRA hacía un pasamanos de bonos, parándose del otro lado del mostrador de los que se querían dolarizar. Para eso, compraba los bonos en dólares y los vendía en pesos. De esa manera, no modificaba el stock de bonos en su poder, subía la demanda y el precio del bono en dólares mientras que incrementaba la oferta del bono en pesos, bajando su precio en moneda local. De esa manera tenía un doble efecto a la baja sobre la cotización del dólar paralelo (recordar que el tipo de cambio surge de la división Bono en \$/Bono en U\$S).

Recientemente, se modificó la intervención con una nueva medida presentada como una operación de recompra de deuda, pero con la expectativa de que también incidiera sobre la cotización del dólar. En el frente cambiario lo que se modifica es que luego de comprar el bono en dólares, el gobierno no volvería a vender ese mismo bono en pesos sino que se lo quedará en su poder. Lo que se garantiza con eso es incrementar la demanda del bono en dólares, haciendo subir su cotización en esa moneda. Eso ya garantiza un efecto inmediato que es mejorar la paridad de los bonos y reducir la tasa de

rendimiento de esos bonos que hoy se ubica en torno al 30% anual, una tasa muy elevada si se la toma como una referencia para emitir deuda a esos valores.

Para que la suba en la cotización en dólares termine siendo una baja en la cotización del dólar paralelo, lo que se necesita es que la cotización en pesos del bono no suba porque eso anularía el efecto de la suba del precio en dólares. Si sube el precio del bono en dólares y en pesos en simultáneo, el tipo de cambio implícito permanece sin cambios. Por lo tanto, al compararla con la modalidad de intervención de 2021, esta estrategia tiene un menor impacto en la brecha cambiaria ya que no interviene en la cotización en pesos del bono.

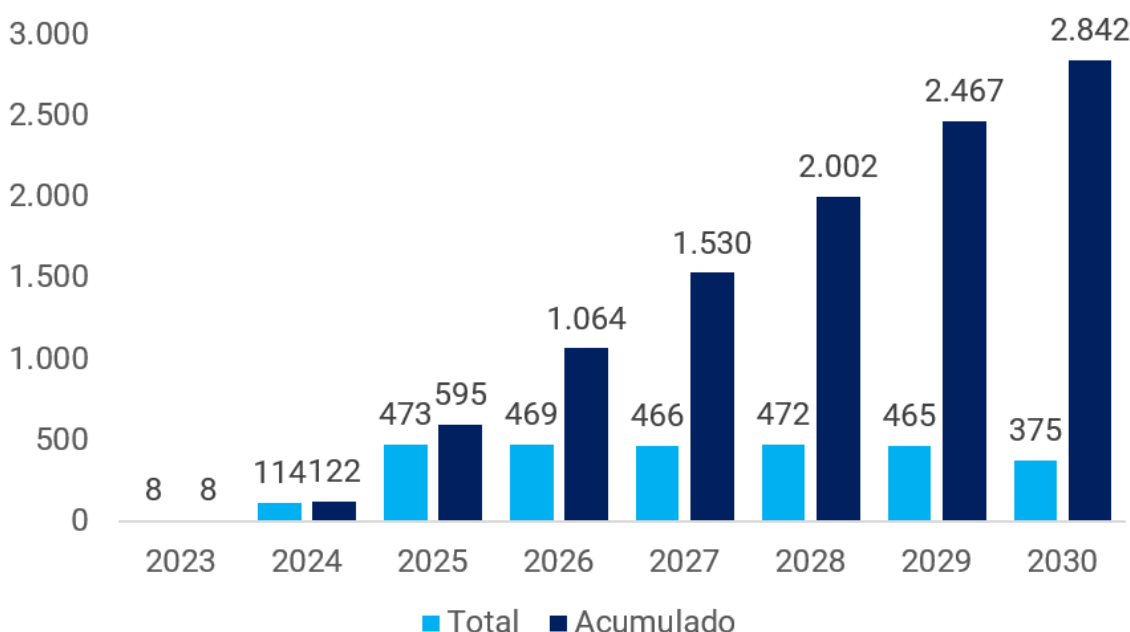
El debate económico sobre la medida se concentró en dos temas: si efectivamente es una operación que puede bajar la cotización del dólar paralelo y si cuenta los dólares suficientes para llevarla a cabo.

Sobre el efecto en la brecha cambiaria, cabe decir que el precio del bono en pesos depende de los flujos de pesos que puedan canalizarse hacia el dólar financiero. Esos recursos no son infinitos, y el tipo de cambio financiero actual ya es elevado en términos históricos (superior al de la salida de la post-convertibilidad). Si los pesos no se reorientan hacia los bonos, la brecha cambiaria se reduciría. Las subas en las tasas de interés en los pases a 1 día del 70 al 72% y las medidas para mantener altas las tasas de caución en pesos apuntan a mantener los pesos en otros activos para que no vayan al dólar paralelo.

Respecto del impacto de la medida en las reservas, el gobierno comunicó que aprovecharía las menores importaciones por energía para utilizar esos dólares en la recompra de deuda y que no tendría impacto en las reservas netas. Eso puede ser cierto si se considera como escenario base la situación actual. Pero lo cierto es que el BCRA podrá comprar en el mercado sólo U\$S 1.500 M de los U\$S 2.500 que se ahorrarían en el balance energético. El Tesoro tendrá que salir a comprar al mercado mayorista, compitiendo con el BCRA por los mismos dólares. Por eso, a futuro las reservas netas serán menores que en caso de no haber efectuado la recompra.

Como se vio en los primeros días, dado que también subió el precio en pesos, el tipo de cambio paralelo no se redujo por la recompra de deuda. Para evaluar el impacto cambiario habría que preguntarse si en un escenario alternativo, el dólar MEP y CCL hubieran continuado con la suba que venían mostrando los días previos. El último viernes del mes aparecieron algunas operaciones por volúmenes muy grandes de venta de bonos en pesos, lo que abre un signo de pregunta sobre cómo continuará la intervención cambiaria.

**Gráfico 2. Ahorro por la recompra de U\$S 1.000 M**



Lo que sí garantizó hasta el momento la recompra de bonos es el ahorro en futuros vencimientos. La recompra de bonos por U\$S 1.000 M le implicará al Estado Nacional un ahorro por U\$S 2.800 M hasta 2030 (ver Gráfico 2). A este monto se le debe descontar el costo de la compra para tener el resultado neto, de U\$S 1.800 M. Sin embargo, los ahorros más significativos se empiezan a ver recién a partir de 2025 cuando se incrementan también los vencimientos de la deuda.

# SUSCRIPCIONES

RECIBÍ TODOS NUESTROS INFORMES COMPLETOS

ACTUALIZACIÓN MENSUAL DE LAS PRINCIPALES VARIABLES SOCIOECONÓMICAS - INFORMES ESPECIALES EXCLUSIVOS PARA SUSCRIPTORES Y SUSCRIPTORAS

INFORME ECONÓMICO ESPECIAL - SEPTIEMBRE 2022

## PLAN ECOSOCIAL DE REACTIVACIÓN ECONÓMICA



## Monitor de alquileres CABA

ceso  
Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Buenos Aires



ESCRIBINOS A:  
[INFOCESO@GMAIL.COM](mailto:INFOCESO@GMAIL.COM)

INFORME BIMESTRAL - AGOSTO 2022

## LOS PRECIOS EN LA ECONOMÍA SOCIAL, SOLIDARIA Y POPULAR



## CICLO DE Capacitaciones activas

ENTIDADES SIN FINES DE LUCRO:  
¿Cómo realizar el trámite de exención  
de ganancias?

Encuentro presencial / Instrumentos modelo para realizar la presentación.

23/Sep. - 10 a 13 hs.

CNCT - Humberto 1º 1865, CABA. / Inscripción previa  
Actividad arancelada / [cursosceso@gmail.com](mailto:cursosceso@gmail.com)

# INFORME ECONÓMICO MENSUAL

**ENERO 2023**

**ceso** 

Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz

**PRESIDENTA**  
Lorena Putero

**DIRECTOR**  
Andrés Asiain

**CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME**  
Aldana Montano y Cristián Berardi

## INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.