

INDICADORES MONETARIOS DE COMERCIO EXTERIOR Y OTROS



Mientras recolectaba información para el presente documento, sucedieron acontecimientos trascendentes. Por un lado la invasión a Ucrania por parte de Putin (para no involucrar a todos los rusos). La síntesis y mejor lectura sobre el asunto le pertenece a Inodoro Pereyra en dialogo con Mendieta, cuando suelta con ironía: ***“¡Que suerte! En una de esas nos matan pero no nos roban”***. Ahora este pensamiento podemos parafrasearlo así: ***“En una de esas nos invaden y nos matan, pero no nos roban”***. Y no agregamos más comentarios esperando la paz.

El otro acontecimiento fue el acuerdo con el FMI, parcial por el momento, falta la aprobación del Congreso, del Directorio del Fondo y luego las 10 revisiones que tardarán dos años y medio. De alguna manera lo del FMI nos llevó a intentar confeccionar el documento pensando en posibles variables que serán tenidas en cuenta. En la medida que se sucedan las revisiones, trataremos de ir siguiendo los números que aparecen en el memorando de entendimiento. Con la información elevada al Congreso como “Memorando de Políticas Económicas y Financieras” y el “Memorando Técnico de Entendimiento”, se puede decir que el acuerdo es más “liviano” que los anteriores. No se observan marcas apretadas; sí, por supuesto, un largo decálogo de condiciones.



Lic. Jorge A. Moore

Marzo 2022

Introducción

Mientras recolectaba información para el presente documento, sucedieron acontecimientos trascendentes. Por un lado la invasión a Ucrania por parte de Putin (para no involucrar a todos los rusos). La síntesis y mejor lectura sobre el asunto le pertenece a Inodoro Pereyra en dialogo con Mendieta, cuando suelta con ironía: ***“¡Que suerte! En una de esas nos matan pero no nos roban”***. Ahora este pensamiento podemos parafrasearlo así: ***“En una de esas nos invaden y nos matan, pero no nos roban”***. Y no agregamos más comentarios esperando la paz.

El otro acontecimiento fue el acuerdo con el FMI, parcial por el momento, falta la aprobación del Congreso, del Directorio del Fondo y luego las 10 revisiones que tardarán dos años y medio. De alguna manera lo del FMI nos llevó a intentar confeccionar el documento pensando en posibles variables que serán tenidas en cuenta. En la medida que se sucedan las revisiones, trataremos de ir siguiendo los números que aparecen en el memorando de entendimiento. Con la información elevada al Congreso como “Memorando de Políticas Económicas y Financieras” y el “Memorando Técnico de Entendimiento”, se puede decir que el acuerdo es más “liviano” que los anteriores. No se observan marcas apretadas; sí, por supuesto, un largo decálogo de condiciones.

Veamos algunas:

Según el discurso de Fernández del primero de marzo: ***“La inflación es el gran problema que tienen los argentinos y las argentinas en este momento. Sin ninguna duda es también la principal preocupación y el principal desafío del Gobierno. Hay muchos factores que inciden en la inflación y todos tienen que ser atacados coordinadamente”***. Esto último es así, pero encontrar la solución con el Fondo o sin él llevará años. Los números volcados en el acuerdo son elevados. Supongo que pensarán que bajando los subsidios se elevan las tarifas y eso impacta en la inflación, entre otras razones. La inflación perdura y nos acostumbramos.

El texto remitido al Congreso contiene buenas expresiones y esperamos que se puedan cumplir para que las revisiones tengan luz verde. Hasta el momento son pocos los cuadros con números publicados. Se conocerán con el informe o reporte que eleven los técnicos del FMI al Directorio y en las distintas revisiones. Seguramente dichos técnicos del FMI, que hasta donde sabemos no estuvieron en el país, lo harán o lo hicieron a la distancia. No querrán correr riesgos de errores en las proyecciones, la experiencia del anterior acuerdo está presente. Pero en algún momento las mismas serán publicadas y podremos apreciarlas y compararlas.

Con referencia al acuerdo del gobierno anterior, conjeturo que los vencimientos de capital propuestos en su oportunidad llevaban la consigna de su segura refinanciación. De lo contrario no se entienden. La realidad es que el Acuerdo Stand By suscripto en el 2018 debe ser renovado, ya que como consecuencia de los problemas caídos del cielo sufrió una serie de parches y reciclamientos que no alcanzaron los objetivos buscados. También se debe pensar que otra historia con el FMI comienza luego en el 2026, siempre sujeta a todos los avatares.

Obviamente se debe incluir la invasión a Ucrania, que afecta la economía del mundo y a los números que nos corresponden.

En este documento hacemos un repaso de indicadores de mucha significación, los gráficos con los datos sobre cuestiones fiscales, de comercio exterior, monetarios o de reservas. Espero sean de utilidad.

Como ya mencionamos a *Inodoro* (el comentario del inicio se lo hizo a Mendieta), tomaremos la reflexión que hace Fernando Savater en el prólogo del libro *“Diálogo en el infierno entre Maquiavelo y Montesquieu”* de Maurice Joly: ***“Maquiavelo recomienda siempre el terror como antídoto eficaz contra la revolución o democracia: terror a la anarquía y a la inseguridad en la política interior, terror a la bancarrota en política económica y terror a la guerra internacional en política exterior”***. Montesquieu, en tanto, prepara la réplica. A varios les cabe el sayo. Cuando se escribió el libro, allá por 1864, no existía la “disuasión nuclear”, un paso adelante de Maquiavelo. No obstante sin esto último reflexiona Savater: ***“No olvidemos que hasta en el infierno se alzó contra Maquiavelo la objeción y la protesta”***.

Comentarios: Con el diario del lunes.

Sugerencia: Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos pueden resultar densos, agotar la paciencia porque aclaran los párrafos.

Fuentes: INDEC. BCRA. Ministerio de Economía de la Nación. *Inodoro Pereyra 25*. Roberto Fontanarrosa. Ediciones de la Flor. Buenos Aires. 2008. *Diálogo en el infierno entre Maquiavelo y Montesquieu*. Maurice Joly. Muchnik Editores. España. 1982.

Lo obvio: Como se dice usualmente, repitiendo al conocido autor anónimo: *“Hacer previsiones resulta muy difícil, sobre todo cuando se trata de hacerlas sobre el futuro”*. Hacemos pocas.

PBI en millones de \$ pesos constantes del 2004 - PBI en millones u\$s - Índice EMAE (eje der.)

Se puede observar el largo estancamiento del PBI a pesos constantes. La caída del 2020 aparece con la misma dureza que el 2008-2009. Finalmente el 2020 cerró en -9.9 %. El 2021 recuperó la caída y nuevamente regresa a los valores del 2019, alrededor de los \$ 690.000 millones en pesos del 2004.

Veamos los valores del 2020, el PBI a precios del 2004 alcanza a \$ 624.000 millones. El cálculo en dólares (oficial mayorista) no va más allá de los u\$s 390.000 millones y en PBI a precios corrientes \$ 27 billones. No contamos aún con el número definitivo del regreso a la normalidad durante el 2021. Podemos sí estimar algunos valores con un trimestre faltante y lo podemos extender parcialmente al 2022 por el arrastre.

En el gráfico también se puede apreciar el recorrido del EMAE, anticipatorio del PBI, producido mensualmente por el INDEC.

Las bruscas oscilaciones del PBI en dólares se fundan especialmente en las variaciones del tipo de cambio. Los años 2015 y 2017 aparecen como los más elevados, o sea mayor cantidad de u\$s por PBI. Fueron años de mayor apreciación del peso-dólar y una parte del crecimiento real. Se

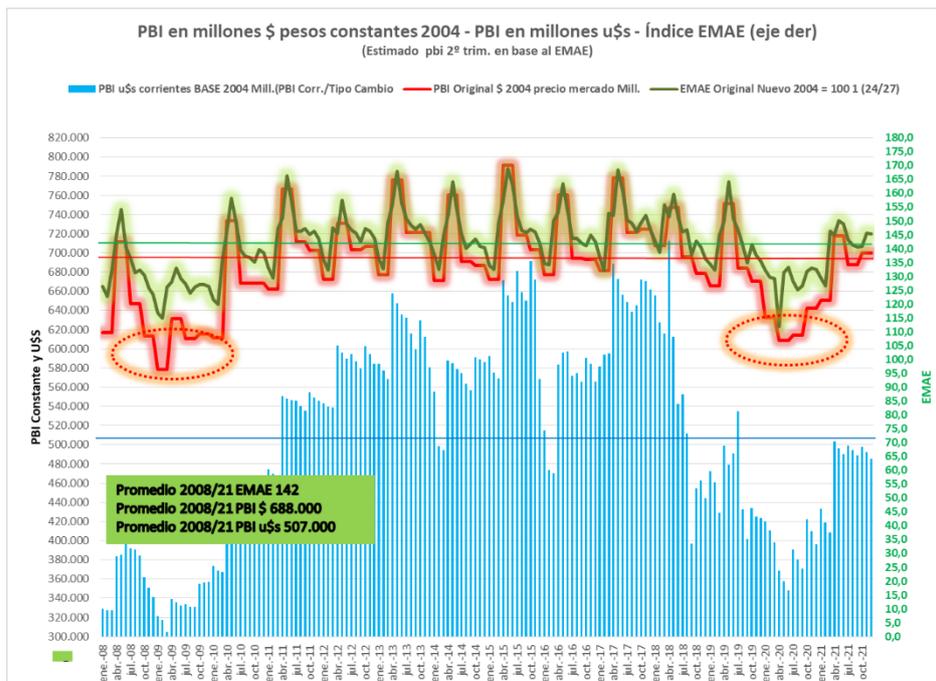
PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

puede decir exactamente lo contrario cuando se produce la fuerte depreciación a partir de la mitad del año 2018, 2019 y 2020, sumado por supuesto al estancamiento del Producto.

Para contar con una referencia clara, los valores recientes del PBI en dólares están por debajo de los promedios (2008-2021). La línea horizontal del gráfico marca el promedio del PBI a pesos constantes de los últimos 12 años: \$ 688.000 millones, un pobre desempeño. En términos del PBI dólar, el promedio de los 12 años recientes es de u\$s 507.000 millones. El Índice Emae observa un promedio de 142.

El punto más bajo, como dijimos anteriormente, se ubica en los años 2008/2009 tanto en dólares como en \$ constantes. El 2020 cierra con valores de identidad similar, y luego entonces llega la recuperación en el 2021.

Como una primera meta era crecer y alcanzar el 2019, el PBI necesitó crecer alrededor del 10%. A partir de la información del EMAE es consistente que ese repunte del año se verifique en el 2021. En PBI en dólares se estaría en valores próximos a los u\$s 475.000 millones y en pesos corrientes alrededor de 45 billones y constantes en los \$ 690.000 millones. En un próximo documento cuando dispongamos de los números definitivos podremos analizar indicadores como la Inversión y el Consumo.



Con base 2004 = 100 para observar la marcha de tres indicadores: PBI, EMAE e IGA

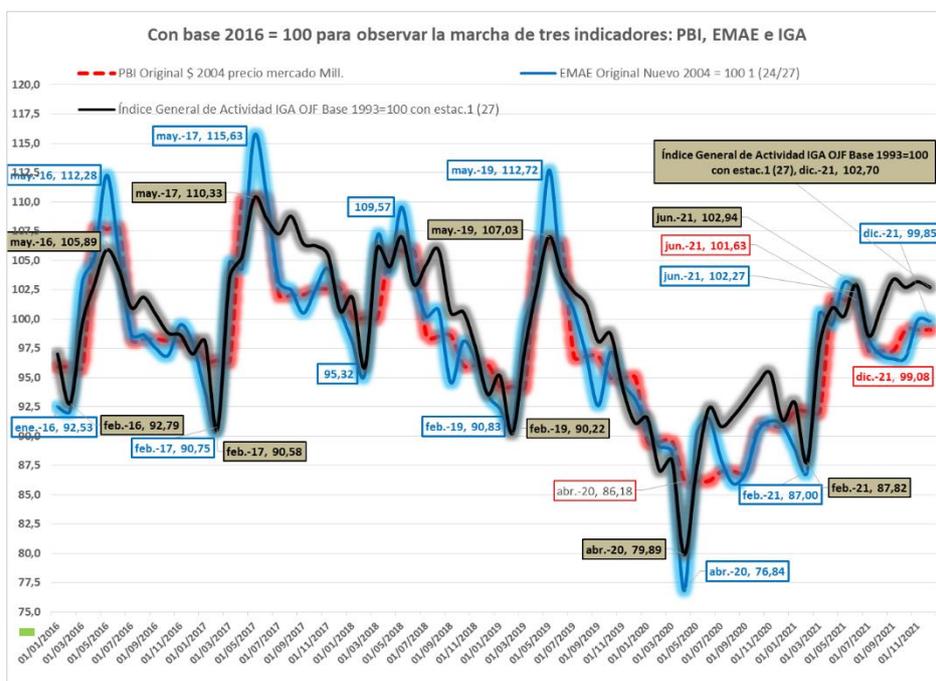
Analizamos desde el 2016 tres indicadores que guardan bastante similitud en sus recorridos.

En el caso del EMAE anticipatorio del PBI no cabe duda, pero también se suma el IGA. Las diferencias las podemos encontrar en distintos meses, pero no modifican la afirmación anterior. Los tres muestran la dura caída de abril del 2020 y luego la lenta recuperación que recién se empieza a afirmar a partir de febrero del 2021.

Pero el primer comentario que podemos hacer y repetir es el manifiesto estancamiento a los largo de estos años. La otra observación es que desde abril del 2020, punto de mayor caída de

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

la actividad, los crecimientos fueron importantes en los tres indicadores. El PBI lo estimamos en el 14 %, el Emae lo hace en el 33 % y el IGA en el 28 %. Como se observa en todos los indicadores la caída de actividad corresponde a los meses enero/febrero y lo contrario ocurre en la mitad de cada año mostrando crecimiento. Excepto cuando impera la peste. Estos indicadores dejan un arrastre importante para el 2022, que seguramente se reflejará en ese solo crecimiento si la torta no aumenta significativamente.



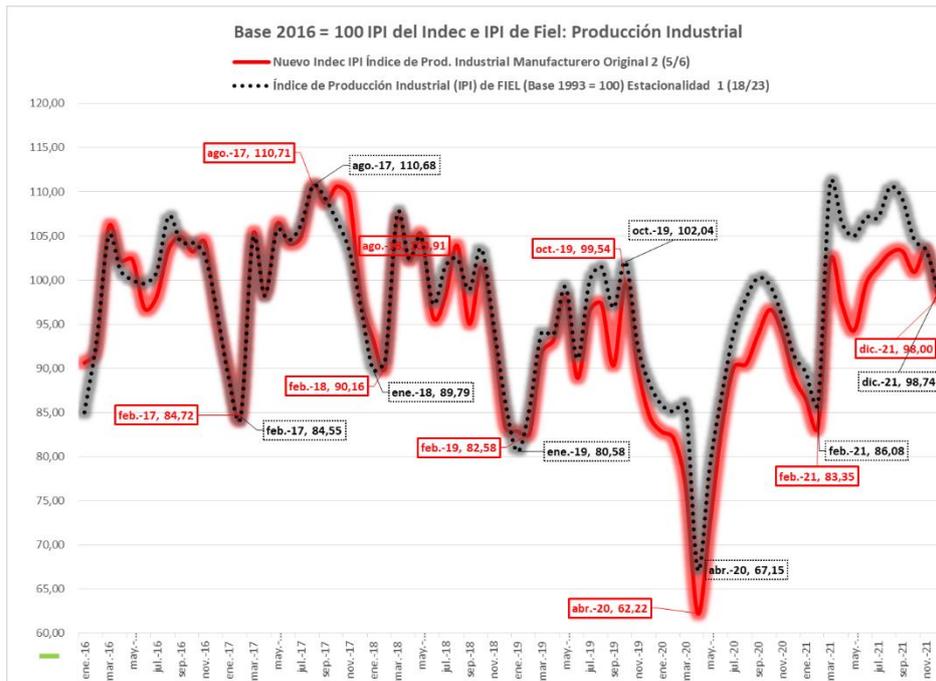
Base 2016 = 100 IPI del Indec e IPI de Fiel: Producción Industrial

Estos dos indicadores también registran movimientos similares y cierran el 2021 con valores iguales. La mayor caída en ambos indicadores se registra en abril del 2020. La misma es muy pronunciada, el impacto de la peste fue fuerte y/o también las medidas que se adoptaron, pero nadie tenía la seguridad de cuáles eran las más acertadas, y hoy con el diario del lunes se pueden decir muchas cosas.

La retracción que se observa en febrero del 2021 es lo que presenta uniformemente siempre la actividad industrial por vacaciones, puestas a punto de procesos productivos y otras razones similares. En los meses siguientes (2021) la marcha no es armoniosa, pero predomina el crecimiento y da la impresión que continuará con mayor o menor ritmo, aunque diciembre del 2021 registra disminución.

En el caso del Índice de Producción Industrial (IPI) del Indec, los acumulados de sectores del año 2021 son mayoritariamente positivos, mostrando porcentajes importantes, por ejemplo calzados crece casi al 100*100, seguramente producto de restricciones en las importaciones. Entre los que decrecen en el acumulado podemos observar carnes (vacuna y aviar), entre otros.

El informe de FIEL da cuenta de todos los sectores positivos; se destacan metalmecánica y automóviles, pero no tienen la apertura del Indec.



Demanda de Electricidad de Grandes Usuarios, Producción de Acero y Despachos de Cemento Portland

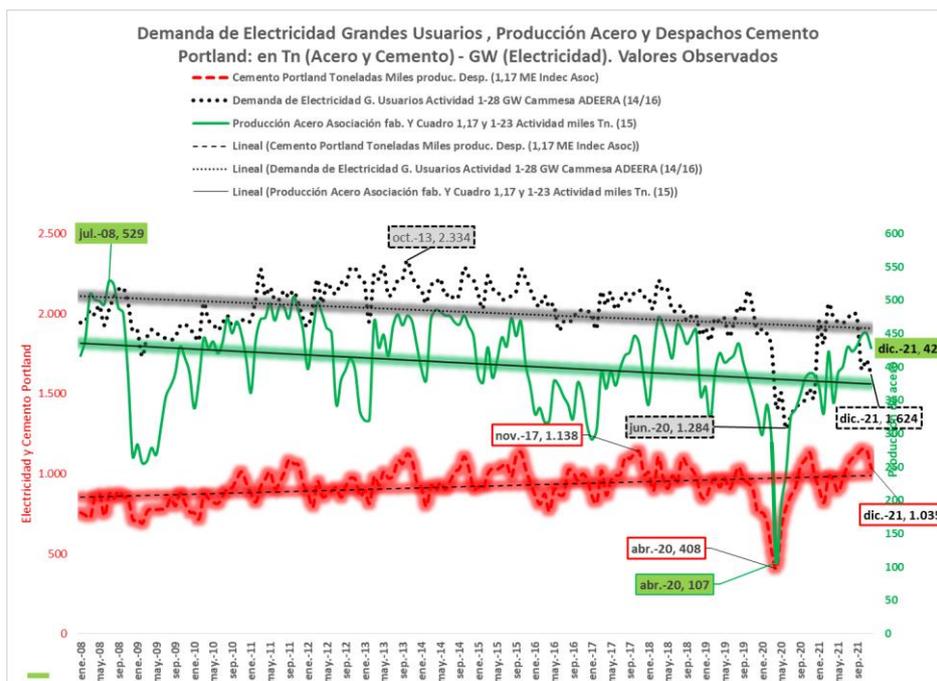
El recorrido de estos tres productos, acero, cemento y electricidad, no deja dudas por el impacto de la pandemia, coinciden en el punto más bajo registrado que fue abril y junio del 2020. Cualquiera de los tres implicó un fuerte parate en amplios sectores en los meses del 2020, pero más allá de esa afirmación se puede analizar que también en estos 12 años el registro es de estancamiento o declive en acero y electricidad para grandes usuarios. En el caso del cemento, que también registra estancamiento, se diferencia de los dos anteriores por cuanto registra un mínimo crecimiento.

Lo más importante es que cualquiera de estos tres productos es altamente demandado en muchas cadenas de valor y da indicios de lo que ocurre en diversas ramas o en el mismo PBI.

A partir de la caída, cemento, acero y electricidad se despegan del punto más bajo (abril 2020) y muestran una recuperación que se extiende durante todo el 2021, pero con un freno en diciembre del 2021.

El último comunicado (correspondiente a enero) de la Cámara Argentina del Acero puntualiza que la agroindustria, maquinaria agrícola, sostiene la demanda de acero. Se aclara en el comunicado que el sector de maquinaria agrícola e implementos permanece estable y en buen nivel. La actividad de la construcción mostró un descenso durante el mes de enero. Además, se mantienen las condiciones de escasez mundial de semiconductores y otros faltantes importados que obviamente afectan la actividad. El mercado de la energía mantiene un buen nivel de demanda. Sin embargo, durante enero los despachos de tubería para el mercado local de ese sector se vieron ligeramente afectados por el rebrote de Covid-19. Las exportaciones también bajaron levemente por efecto temporal de disponibilidad de buques de carga.

Los tres sectores (cemento, acero y electricidad) debieran mostrar crecimiento en el 2022 para consolidar lo ganado en el 2021.



Balanza de pagos BP - B. Cambiario BC - Intercambio Comercial ICA – Exportaciones en millones de dólares. Valores Anuales y Mensuales anualizados

Completamos el año sobre la base de una tendencia similar a los meses conocidos en el caso de la Balanza de Pagos. El Balance de Pagos (BP, Indec) con registro hasta el tercer trimestre, el Balance Cambiario (BC, del BCRA) e Intercambio Comercial Argentino (ICA, Indec) completos en el 2021.

En el gráfico incluimos valores anuales y mensuales. A estos últimos los proyectamos anualmente, que no es otra cosa que multiplicar por 12 el valor del mes. Separamos con una sombra los valores anuales de los mensuales anualizados.

Estos tres indicadores generaron ruidos recientemente por las supuestas diferencias que mostraban. Los incluimos con las aclaraciones correspondientes:

ICA (Intercambio Comercial Argentino) Exportaciones: La documentación tiene origen principal en los registros aduaneros y en otras operaciones que no generan documentos como energía eléctrica y aprovisionamiento de combustibles en barcos y aeronaves. "Los valores consignados se refieren a precios libres a bordo (FOB, por sus siglas en inglés) en el puerto o lugar de embarque de las mercaderías. Es decir que el precio de la transacción incluye también los gastos internos incurridos hasta trasladar las mercaderías al lugar o puerto de embarque". Base devengada. Fuente Indec.

BP (Balance de Pagos): Bienes Exportaciones: Son los valores tomados del Indec (Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo) correspondientes a las Exportaciones FOB (bienes). Base devengada y algunos ajustes.

BC (Balance Cambiario): Publicado por el BCRA. Los registros son Base Caja y se consideran las transacciones en divisas que se generan, o sea los montos liquidados en el mercado de cambio.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

Las diferencias surgen en los dos últimos por razones metodológicas, es decir en la Balanza de Pagos y el Balance Cambiario. En el Informe de Política Monetaria de noviembre del 2020 del BCRA se puede leer lo siguiente: *Balance Cambiario es en base a la información recopilada del Régimen Informativo de Operaciones de Cambio (RIOCI) administrado por el BCRA y a los movimientos de las Reservas Internacionales del Banco Central. Esto genera que el Balance Cambiario posea un formato de presentación similar a la Balanza de Pagos. Pero muestran diferencias en sus resultados para un mismo período.*

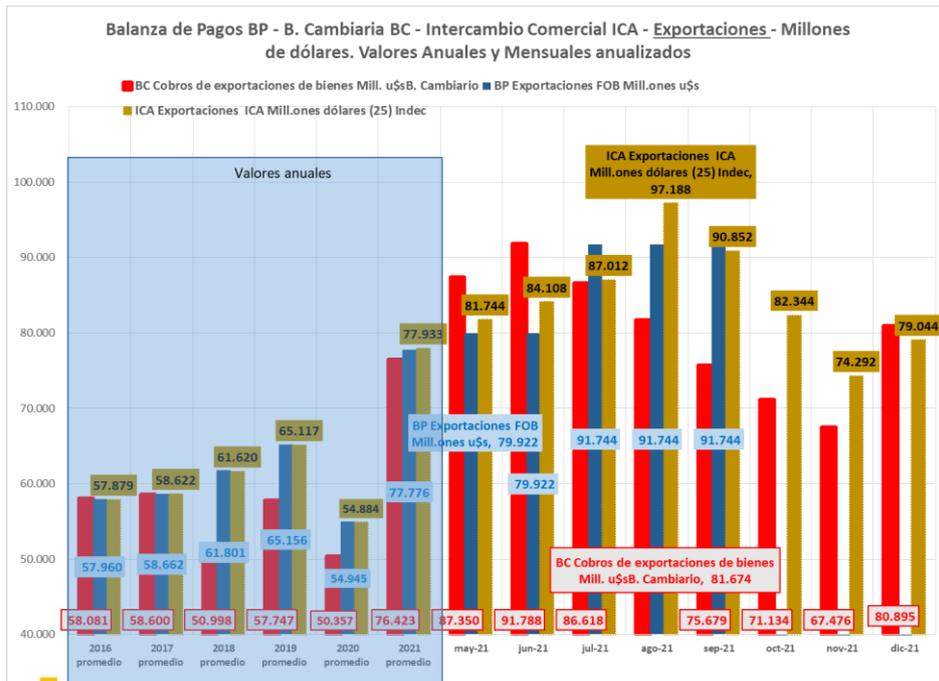
La Balanza de Pagos (BdP) resume las transacciones entre residentes y no residentes durante un periodo determinado. Las transacciones de la Balanza de Pagos se registran teniendo en cuenta el método de devengado, independientemente del momento de su cobro o pago.

El Balance Cambiario (BC) comprende las compras y ventas de moneda extranjera a través del Mercado de Cambios (MC) y las operaciones efectuadas de forma directa con reservas internacionales del Banco Central, ya sea por cobros o pagos con el resto del mundo. De este modo, al estar registrando las operaciones al momento efectivo de cobro o pago, en el Balance Cambiario (BC) se utiliza el método de percibido. El Banco Central sintetiza diciendo que el Balance Cambiario es la porción de la Balanza de Pagos que afecta los activos del sistema financiero residente.

Pero continuemos con el gráfico para ver si se entiende lo que queremos decir: En los tres indicadores remarcamos los valores de las exportaciones de bienes. Balance Cambiario: *“Cobros de exportaciones de bienes”*. En el caso de la Balanza de Pagos: *“Exportaciones FOB”*. Para el ICA: *“Exportaciones FOB”*.

El gráfico muestra mayor variabilidad en los datos del Balance Cambiario originado en los procedimientos de cobros, autorizaciones y regulaciones de divisas. En tanto los números del ICA como de la Balanza de Pagos son prácticamente similares en los valores anuales, con las aclaraciones anteriores. En el gráfico exponemos valores mensuales anualizados al solo efecto de contar con una medida asociada a la anual. El año 2020 cierra con valores alicaídos con un menor volumen de exportaciones en relación a años anteriores, la peste golpeo fuerte. Se da un cambio fundamental en el 2021, con valores que superan todos los de los años anteriores analizados. Se alcanzan los u\$s 78.000 millones, confluyeron mejores precios y volumen.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS



ICA, Intercambio Comercial Argentino en millones de dólares (*meses anualizados*)

Reiteramos la aclaración: lo que aparece como valor en los meses del 2021 es el original del mes multiplicado por 12 para hacerlo comparable con los anuales. Los números del ICA (Exportaciones e Importaciones) producidos por el Indec son seguramente la fuente de información más observada por cuanto dan cuenta del origen y cuantía de los dólares genuinos. También de los niveles y necesidades de importación, básicamente bienes de capital, bienes intermedios, piezas y accesorios para bienes de capital, vehículos y otros para la industria local en particular y para la actividad económica general. La aclaración que corresponde es que las Importaciones en la presentación del ICA son valores CIF (costos y fletes). La diferencia con los valores FOB es aproximadamente un 3,5/4 % adicional.

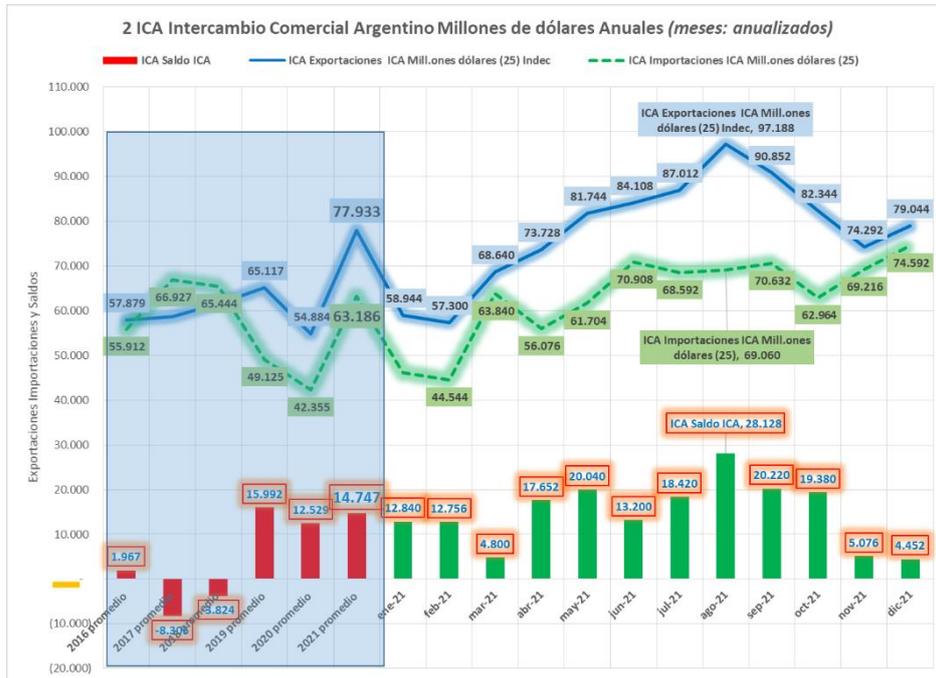
Tanto sea por las restricciones cambiarias como por la caída de actividad en los años más recientes y en el 2020 especialmente, las importaciones se reducen, por lo tanto el saldo del año finaliza positivo, se exporta más de lo que se importa. Pero se aclara que las exportaciones también disminuyeron.

Ahora veamos que ocurrió en el 2021. Los valores del saldo comercial en el 2021 en todos los meses se presentan positivos, aunque descendieron en los últimos meses. Si observamos los valores anuales tanto de las exportaciones como de las importaciones, ambos indicadores crecen fuertemente. El saldo del intercambio comercial 2021 alcanza los u\$s 14.700 millones sobre la base de exportaciones de u\$s 78.000 mil millones e importaciones en u\$s 63.000 mil millones. Números, insistimos importantes. De no contar con un volumen de exportaciones tampoco tendríamos de importaciones, sobre todo en las actuales condiciones. Mayormente las exportaciones crecen desde el final del primer trimestre hasta agosto de cada año. Las importaciones son más uniformes, pero en la mitad del año los requerimientos son mayores.

Se han analizado en diversos estudios y a lo largo de los años los siempre permanentes problemas que surgen de la escasez de divisas, tanto para las necesidades de la industria y

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

sectores como turismo, regalías e intereses. Y obviamente para afrontar la deuda externa, cuestiones que no hemos sabido resolver desde larga data.



Comparación. En % del PBI en dólares: Cuentas Corrientes de la Balanza de Pagos, del Balance Cambiario y Saldo ICA. Valores anuales

Complementa anteriores gráficos y comentarios.

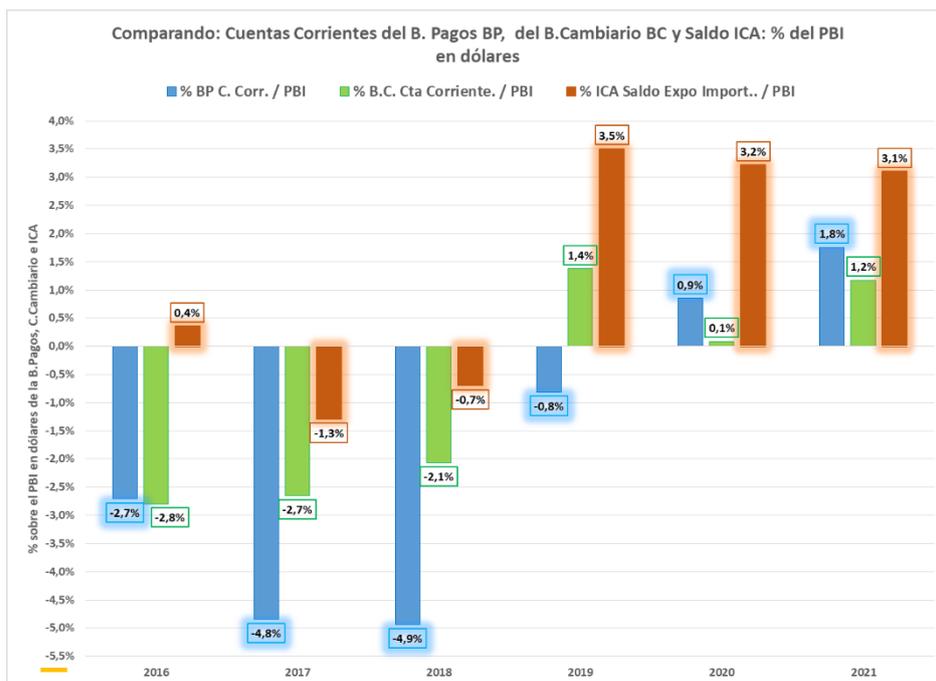
Se analizan las Cuentas Corrientes de la Balanza de Pagos y del Balance Cambiario como el Saldo del ICA (Intercambio Comercial Argentino). Lo hacemos con la intención de aclarar datos, que pueden resultar farragosos.

Repasamos los valores de las Cuentas Corrientes tanto de la Balanza de Pagos como del Balance Cambiario y el saldo simple del ICA (Exportaciones menos Importaciones). También realizamos algunas explicaciones significativas en las tres alternativas. Recordemos que la Cuenta Corriente incluye Bienes, Servicios, Ingreso Primario e Ingreso Secundario tanto en la Balanza de Pagos como en el Balance Cambiario, que tienen diferencias metodológicas en la forma de contabilizar las cuentas.

Pero lo que queremos destacar en el periodo analizado es que en los tres primeros años (2016-2017-2018), los resultados como porcentaje del PBI fueron negativos, excepto en un pequeño valor del ICA en el primer año mencionado. En los últimos años, 2019, 2020 y 2021, los resultados son otros, es decir mayormente positivos. Pero no menos complicados, a pesar de lo anterior, es el funcionamiento de la economía con el adicional de la pandemia.

Se destacan los saldos del ICA (exportaciones menos importaciones) en algunos casos por caída de la actividad que impacta en las importaciones y en otros (2021) por los precios de los commodities centrados en soja, trigo y maíz, que generan volumen en las exportaciones.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS



Comparaciones en relación al PBI en dólares de las Exportaciones según la Balanza de Pagos, el Balance Cambiario y las Exportaciones ICA. Anuales

Una primera lectura puede brindar conclusiones diferentes a partir de registros contables disímiles, pero no totalmente disociados. Estamos analizando las exportaciones de las tres fuentes que utilizamos en relación al PBI en dólares. En otro punto anterior aclaramos como obtenemos los valores.

La primera observación a tener en cuenta es cuando crecen los % en la relación con el PBI. En algunos casos tiene que ver con lo siguiente:

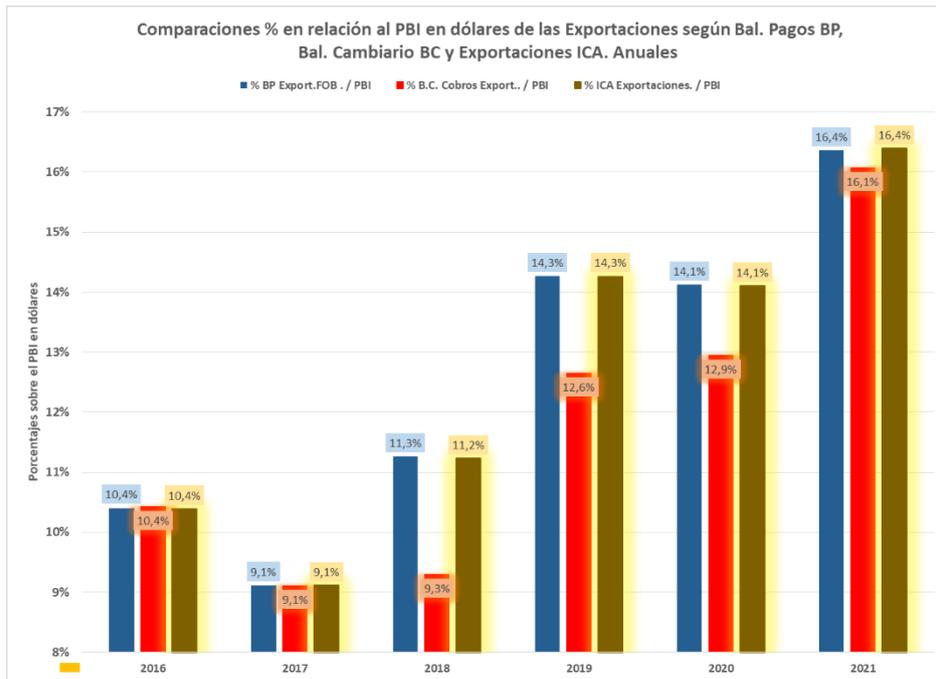
Por ejemplo una caída del u\$s PBI posibilita el crecimiento de los indicadores. Tener en cuenta que en el 2020 el PBI en dólares observa uno de los registros más bajos, y los saldos fueron importantes por caída de la actividad; simultáneamente, menos exportaciones y menos importaciones.

Si estas comparaciones las hiciéramos confrontando los tres Productos Brutos (en \$ constantes, en \$ corrientes y en dólares), las consideraciones serían similares.

Las diferencias más notorias se presentan cuando el dólar observa fuertes variaciones. Esto posibilita diversas prácticas tanto de las autoridades del BCRA como del Ministerio de Economía, de los exportadores y de los importadores. Una actividad apreciable en los años 2018, 2019 y 2020, especialmente cuando los cobros de las exportaciones del Balance Cambiario se diferencian de los otros dos.

En el 2017 el PBI en u\$s es importante a partir de un dólar apreciado, una baja de la inflación y un nivel de actividad normal. En el año 2021 ya vimos que el PBI crece en forma significativa, o mejor dicho recupera lo perdido por la pandemia: aumentan las exportaciones y también las importaciones.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS



Comparación: Total de Recursos Tributarios (Nacional) en \$ corrientes, en dólares y en \$ constantes 2019 -millones-. Los mensuales son anualizados (mes *12)

Para intentar que se comprendan mejor los valores de los Recursos Tributarios (Nacionales), los graficamos en pesos constantes del 2019, en dólares y en valores corrientes, tal como se publican.

Se puede decir que la Recaudación Tributaria (nacional) ha resistido bastante bien al Covid-19, entendiéndose, el año 2020 cierra con el nivel más bajo de actividad de los años recientes, pero resistió teniendo en cuenta los desbarajustes de la economía. En cambio en el 2021 se recupera notoriamente la actividad y mucho más la recaudación.

Lo que presentamos en el gráfico comprende los valores anuales hasta el 2021 con información completa y publicada recientemente. Además los meses del 2021 son valores anualizados (simplemente el mes multiplicados por 12), y por lo tanto comparables con los anuales en la visualización.

En las tres versiones utilizadas para mostrar la Recaudación Tributaria (nacional): en \$ corrientes tal como aparecen publicados por Afip y Hacienda, en pesos deflactados por el IPC promedio del 2019 y en dólares corrientes, según tipo de cambio oficial, ofrecen el mismo panorama. Las aclaraciones adicionales corresponden por caso a la recaudación en dólares.

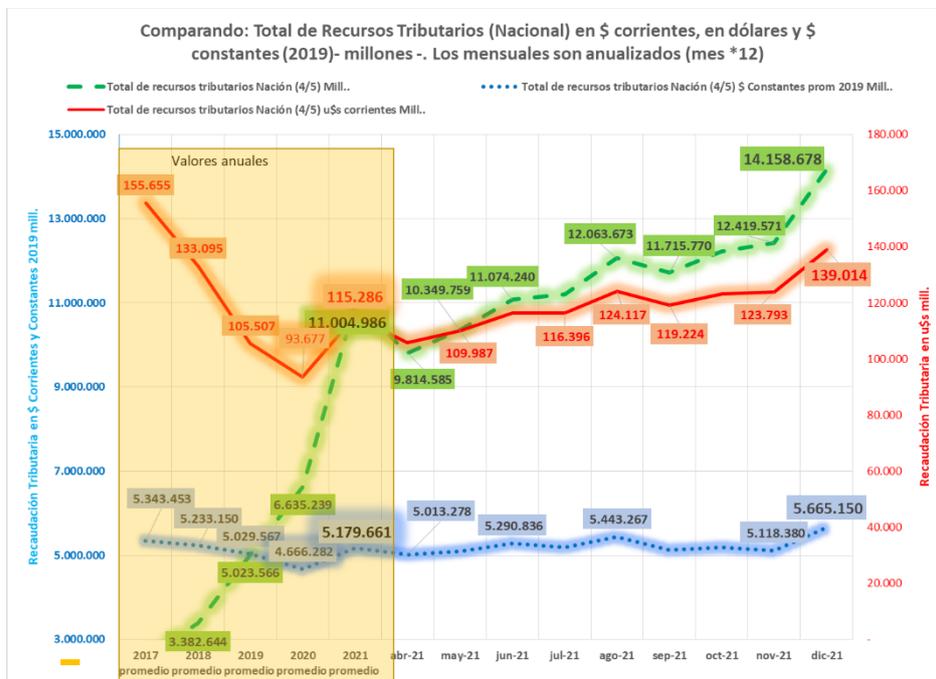
Se puede destacar:

- Los primeros años, digamos desde el 2017, hasta el 2020 se observa una pérdida relativa en los ingresos tributarios, en pesos constantes y en dólares. En algunos casos se debe a decisiones de política fiscal; por ejemplo, reducción de retenciones.
- Observamos que los Ingresos Tributarios en el 2020 logran capear bastante el parate de la economía.
- En el 2021, a partir de abril (ver el gráfico) los valores mensuales son crecientes.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

d) Entre el 2021 y el 2020 en valores constantes, la Recaudación Tributaria creció un 7 % y en dólares la suba fue del 23 %. La misma comparación, pero en valores corrientes, muestra una elevación que supera la inflación, el 66 %.

En el 2020 la Recaudación Tributaria en moneda corriente se aproxima a los \$ 7 billones y en el 2021 a los \$ 11 billones. En el gráfico se pueden analizar los valores anuales y mensuales.



Distribución % de la Recaudación Tributaria (Nacional) agrupando Impuestos. Base: Importancia sobre el PBI en pesos corrientes (meses anualizados)

Veamos gráficamente sobre la importancia de los agrupamientos: por un lado los impuestos como IVA, Ganancias, etcétera; por el otro los relativos al Comercio Exterior (sobre las exportaciones y las importaciones) y finalmente los que tienen que ver con la Seguridad Social. Son los tres agrupamientos que se utilizan usualmente.

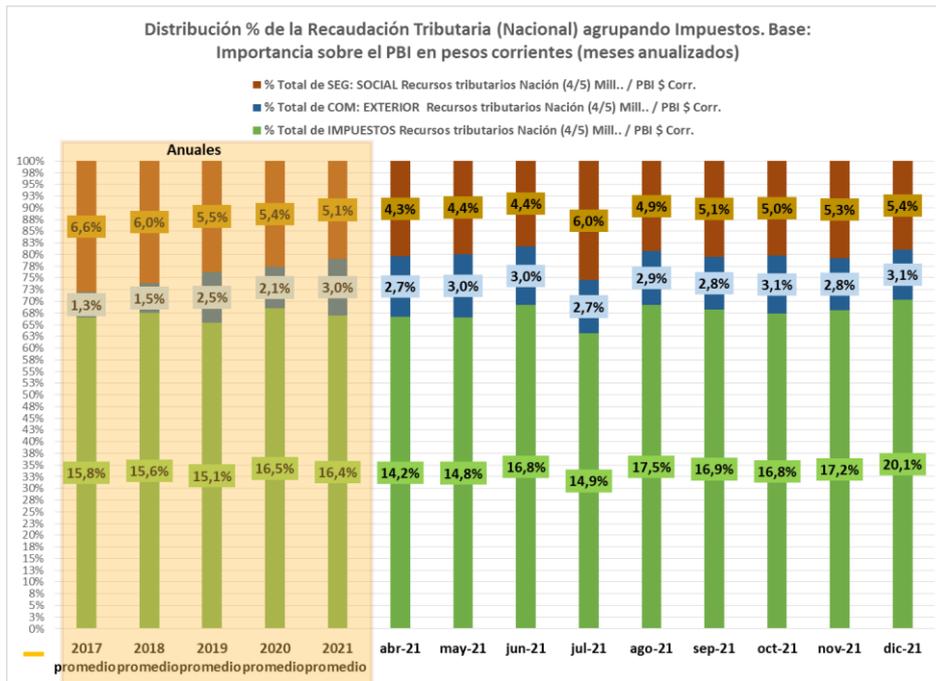
a) Alrededor del 65/70 % de la Recaudación Tributaria proviene de los Impuestos como Ganancias, IVA, Créditos y Débitos Bancarios, Impuesto País y otros, significando entre el 15 % y 16 % del PBI. Lo que se observa es que el mes de diciembre implica mayor recaudación y el gráfico muestra claramente lo anterior. A su vez se puede consignar que el grueso de este agrupamiento proviene del IVA y Ganancias.

b) Los provenientes de Comercio Exterior corresponden a las Exportaciones e Importaciones alrededor del 10 % y en términos del PBI oscila entre el 2 % y el 3 %.

c) Finalmente los de Seguridad Social 20/25% por su participación y significan en términos del PBI entre el 5 y 6 %.

Este gráfico permite visualizar lo que decíamos sobre la significación de los agrupamientos de impuestos. Se puede seguir cuál fue el porcentual durante los meses del 2021 y el total del año.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS



Porcentajes: Promedios Base Caja / PBI a \$ corrientes. Ingresos Corrientes. Gastos Corrientes, Superávit Primario, Resultado Financiero e Intereses (valores mensuales anualizados) Con DEG en el 2021

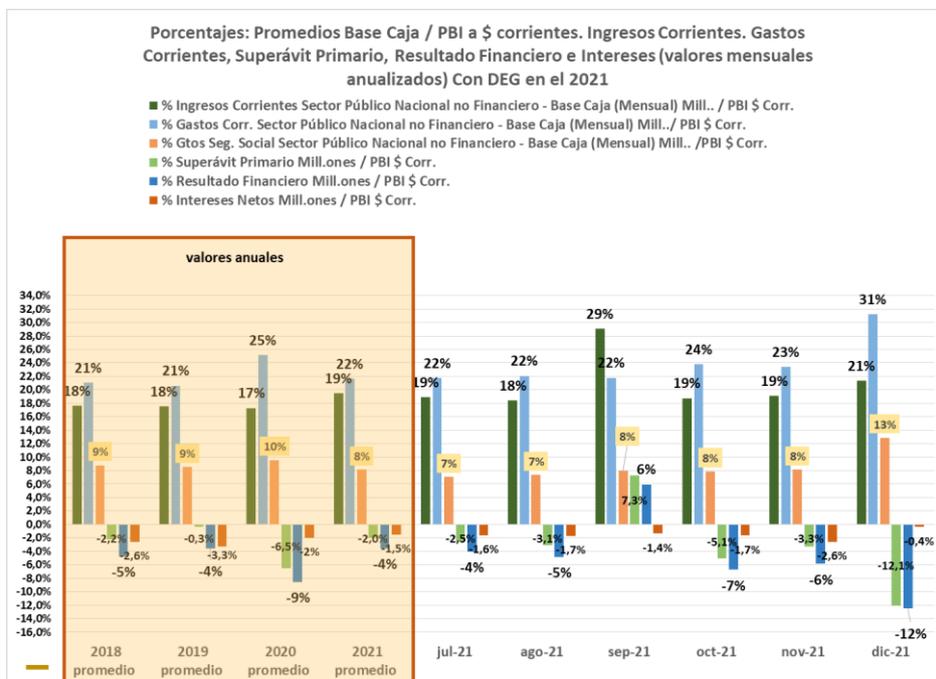
Para completar la información de la recaudación tributaria podemos observar la importancia en función del PBI a pesos corrientes sobre la Base Caja de los ingresos, gastos y superávit. Suele ser el dato más utilizado y seguramente parte de la discusión con el FMI tendrá que ver con estos números.

Los valores que aparecen como mensuales del 2021 son los originales de la Base Caja y multiplicados por 12 para lograr el equivalente anual, no más que eso. Los cálculos anuales desde el 2018 se realizan mensualmente, y se acumulan para llevarlos al valor expuesto en forma anual. En términos porcentuales sobre el PBI podemos observar lo siguiente:

- Los Ingresos en los porcentajes anuales del 2021 giran alrededor del 20 % del PBI.
- Los Gastos Corrientes en el 2021 son de alrededor del 22/23 % del PBI.
- Los Gastos de Seguridad Social tienen un peso importante sobre los Ingresos y los Egresos, y rondan entre el 8/10 % del PBI.
- En el 2020 el Superávit Primario alcanza la mayor cifra negativa registrada en los años analizados, alrededor del 6 % del PBI.
- El Resultado Financiero, también del 2020, incluye el pago de Intereses que rondan el 9 % del PBI.
- Los Intereses tienen importancia variable pudiendo superar el 2 % del PBI, una carga no menor desde todo punto de vista, pero atenuada por las postergaciones.
- Podemos agregar que en el 2021 el Resultado Financiero alcanzó cifras elevadas, pero notoriamente menores al año anterior.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

Para tener en cuenta, la reducción del déficit primario entre los años 2018 y 2019 fue en parte producto de los acuerdos firmados con el FMI. En el 2019 se redujo en casi 1 punto porcentual respecto del año anterior. Siempre estamos frente a valores significativos. Un mes particular fue setiembre del 2021, donde observamos valores positivos tanto en el Superávit Primario como en el Resultado Financiero. Formalmente se debe aclarar que las cuentas del 2021 incluyen los DEG. De lo contrario el déficit primario aumentaría un punto, o sea giraría alrededor del 3 %.

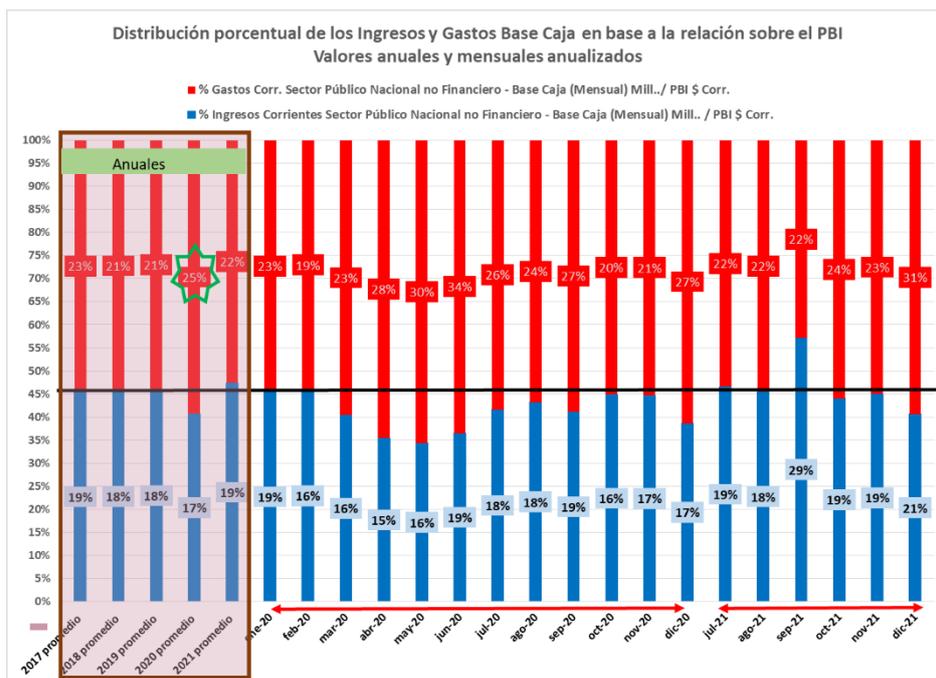


Distribución porcentual de los Ingresos y Gastos Base Caja en base a la relación sobre el PBI. Valores anuales y mensuales anualizados

Con este gráfico se puede seguir cómo fueron los meses del 2020 afectados por el Covid-19, especialmente a partir de marzo a junio. Los gastos superan el 50 % en la distribución, obviamente significa que los Ingresos están por debajo de las necesidades o de los gastos corrientes para ser más precisos. Claramente se puede visualizar el fuerte impacto que ha tenido el Covid aumentando significativamente la diferencia entre Ingresos y Gastos. Pero también se observa cómo fueron disminuyendo en los meses siguientes.

Diciembre es donde siempre se incrementan fuertemente los gastos.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS



Inflación, Tipo de Cambio Oficial, Tipo de Cambio CCL y Porcentaje de diferencia entre el CCL y el Tipo de Cambio Oficial (Promedio 2008 = 100)

Con unos pocos números se puede seguir uno de los problemas que más ruido hace entre los distintos indicadores de la economía, la tan conocida brecha y por tanto la artillería o lo que se puede disponer y usar para atenuarla. Para contener varios años iniciamos las variables con base 2008 = 100. Observando el gráfico se resaltan los dos momentos en donde el Tipo de Cambio Oficial (mayorista) queda rezagado respecto del Tipo de Cambio CCL.

Ello ocurre desde el 2012 hasta finales del 2015 en el gobierno de Cristina Fernández (CF). Luego nuevamente a partir de setiembre de 2019, gobierno de Mauricio Macri (MM) (casi al término de su mandato y en medio de elecciones), y se mantiene en altos niveles en la actualidad, en el gobierno de Alberto Fernández (AF). Pero el salto diferencial más importante fue en octubre del 2020 superando el 100*100. Eso produjo un terremoto y luego todos los intentos para amansarlo y la realidad es que hoy, en los finales del 2021 y principios del 2022, la diferencia o brecha ronda el 100*100.

Veamos algunos de los elementos que contienen lo anterior, y que pueden explicar por lo menos parcialmente lo ocurrido.

En el primer gobierno de CF el Tipo de Cambio Oficial quedó rezagado respecto de la inflación y el inicio del Tipo de Cambio CCL se asoció primeramente a los valores del Índice de Precios. Las diferencias porcentuales surgen simplemente entre el CCL y el Tipo de Cambio Oficial. Estas diferencias se mantuvieron varios años en lo que denominamos primera etapa y en algún momento la brecha alcanzó al 70 % como comentamos. Por esa época, y con distintos instrumentos, se implementaron controles cambiarios y otras restricciones.

En el inicio de MM, el Tipo de Cambio Oficial y el CCL fueron similares durante varios años, o más precisamente hasta agosto de 2019, pero antes de esa fecha empezaron sordo ruidos (recordar las dos presentaciones al FMI en 2018 y 2019). Luego el CCL inicia un vertiginoso

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

ascenso. En diciembre del 2019 el porcentaje fue cerca del 30 % y se produce el cambio de gobierno.

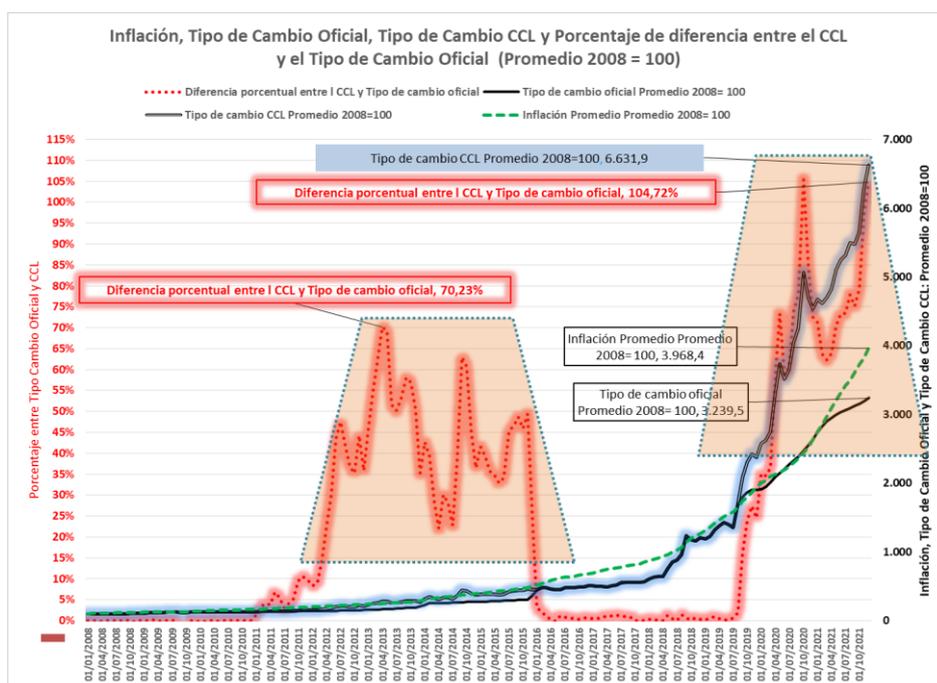
Pero el ascenso continuó con el nuevo gobierno (AF), los ruidos de la deuda, restricciones, controles y el Covid-19 fueron aumentando la brecha. Pusó nerviosos a muchos, especialmente al Ministerio de Economía y al BCRA.

Breve repaso: Con MM en los finales del mandato se aplicó un cepo blando primero y luego blindado, se fue acentuando la falta de dólares, y el nuevo gobierno (AF) heredó lo anterior y también aportó lo suyo. El cepo se acentuó, la falta de divisas se hace sentir y como dijimos el CCL escala posiciones rápidamente.

Pero más allá del cambio de gobierno que tensionó algunas cuestiones, es difícil pensar cuáles hubiesen sido otras alternativas, los problemas estaban y estallaban. Una fantasía contrafáctica no hubiese encontrado fácilmente otro camino esperando un buen resultado final.

Obviamente el gobierno empezó a desplegar diversas medidas para contener el CCL y bajarlo, operaron restricciones y acciones del BCRA, que intervino en el mercado con compras y ventas de bonos. El tipo de cambio oficial fue quedando rezagado respecto de los niveles de inflación, y a pesar de los mayores volúmenes de exportaciones y compras de dólares por parte del BCRA, no fue suficiente para achicar la brecha.

El cuadro de hoy es un intento de control del CCL y parece ser el camino que seguirán las autoridades, pero seguramente el acuerdo con el FMI (cuando se apruebe) podrá modificar algunas líneas de trabajo.



Base Monetaria - Adelantos Transitorios - Títulos Emitidos BCRA - Saldo Prom. 2019 = 100

Indicadores claves para el seguimiento monetario.

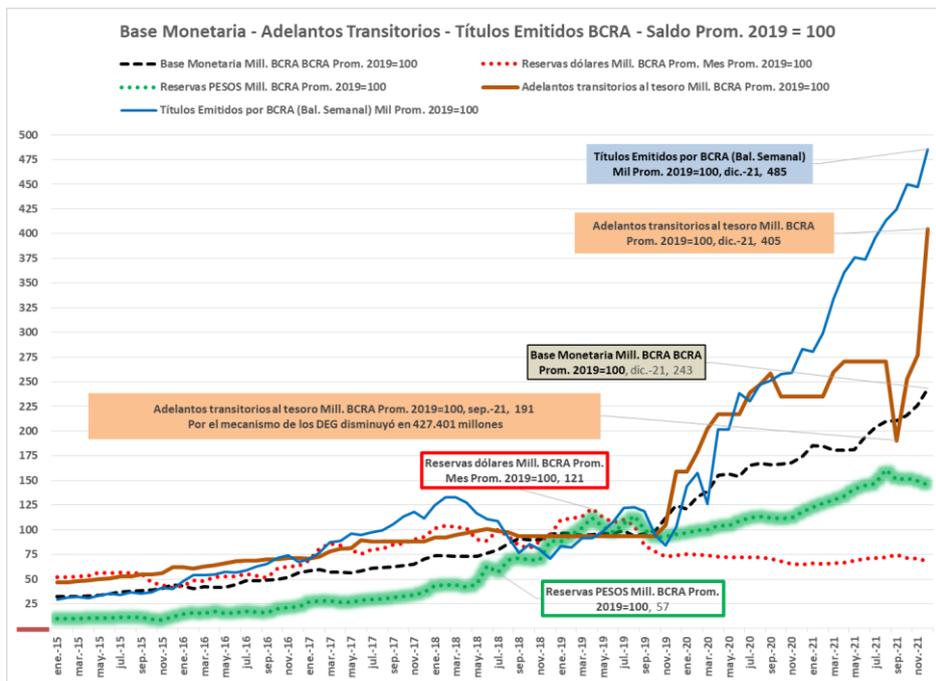
PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

Se puede decir que el mayor crecimiento se da en Títulos y Pases, particularmente desde el inicio del 2020 y a partir de ese momento su marcha es acelerada. Obviamente implica un alto costo cuasi fiscal junto al barrido de los pesos del mercado.

Los Adelantos Transitorios entregados al Tesoro por parte del Banco Central, en casi todo el periodo superaron en crecimiento tanto a la Base Monetaria como a las Reservas. Observamos un freno desde la mitad del 2018 y final del 2019, pero luego retoma el crecimiento y el único momento de reducción tiene que ver con la utilización de los DEG en el 2021, con los cuales el Tesoro reduce una parte de los Adelantos y oxigena la cuenta para recibir nuevos montos.

La Base Monetaria en tanto muestra un crecimiento relativamente uniforme en todo el tiempo analizado. Se podría aclarar que el único periodo con cierto estancamiento fue entre la mitad del 2018 y casi finales del 2019, que coinciden con instrumentales utilizados en el acuerdo con el FMI.

Las Reservas en pesos muestran dos momentos, aumentan especialmente con los ingresos provenientes del FMI, digamos hasta abril del 2019, y luego se produce una disminución que alcanza a los meses recientes. Se visualiza mejor lo anterior con el dato en dólares, mostrando las dos caídas, la primera en el 2015 y la segunda en el 2018 que originó el Acuerdo con el FMI.



Valores Originales: Base Monetaria - Préstamos - Títulos y Pases - Ganancias del BCRA - Pérdidas por Títulos y Pases: Millones de pesos corrientes de diciembre de cada año

Valores observados en diciembre de cada año hasta el 2021, excepto para Ganancias Netas y Pérdidas por Pagos de Intereses por cuanto se debe contar con información del Balance Contable del BCRA y el correspondiente al 2021. Aún no se dispone de este último, pero seguramente la información dará montos realmente significativos.

Surgen con claridad los altos niveles alcanzados en Títulos y Pases emitidos por el BCRA. En diciembre del 2020 la suma de Títulos y Pases supera al valor de la Base Monetaria, y otro tanto en el 2021. En este caso incluso con mayor volumen de diferencia.

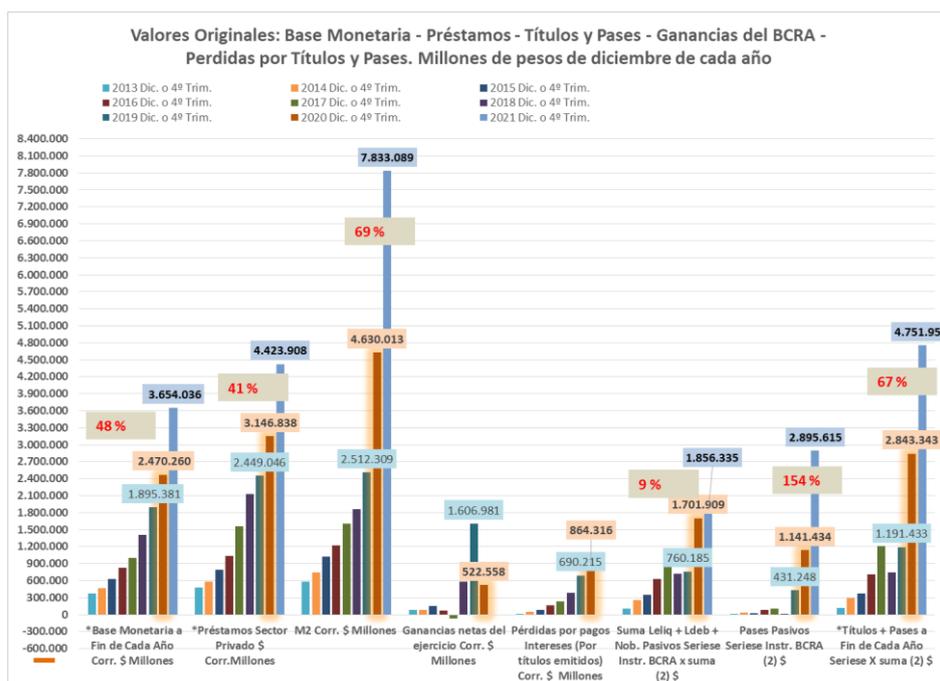
PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

La Base Monetaria alcanza en el final del 2020 los \$ 2,4 billones y su incremento está sujeto a la fuerte política de absorción tanto en Leliq como en Pases. Esto marca una clara definición de política monetaria del BCRA, buscando ahogar o secar los excesos de monedas. Pero en el 2021 alcanza a \$ 3.6 billones. Es decir, el crecimiento sigue elevado con una tasa de aumento del 48 % respecto del año anterior, algo menos que la inflación del 51%. Probablemente, si continúa así la política monetaria, los meses del 2022 estarán en la misma línea. Este punto seguramente tallará en el acuerdo con el FMI. Se puede agregar que la Base Monetaria registra mucha uniformidad en su composición a lo largo del tiempo: Billetes Fuera del Sistema Financiero (en los bolsillos), 64/66 %; Depósitos en Cuenta Corriente, 26 %.

Consideramos el M2 por cuanto es uno de los agregados monetarios que siempre observan las autoridades del BCRA. En diciembre del 2020 supera los \$ 4,6 billones de pesos, en tanto en el mismo mes del 2021 asciende a \$ 7.8 billones. El crecimiento es del 68 %. El M2 se integra por los Billetes y Monedas en Poder del Público (lo que se tiene en los bolsillos). Los Depósitos en Cuenta Corriente y Caja de Ahorro en Pesos denotan gran parte de la liquidez del sistema. Las tenencias de Billetes y Monedas en Poder del Público fueron paulatinamente disminuyendo, proceso que se inicia allá por 2013, seguramente por varias razones: tener menos billetes frente a la inflación y forma de pago sin uso del efectivo. Será un tema para analizar en un próximo documento.

Para completar la información se agrega el Resultado Neto o Ganancias Netas de la operatoria del BCRA, que siempre mostró ganancias, excepto en el 2017. La mayoría de las ganancias provienen de los diferenciales del tipo de cambio por las tenencias de Títulos (entregados por el Tesoro al BCRA cuando retira reservas y contabilizados como activos). Pero es bueno observar que en el cuadro de Resultados de los Estados Contables la principal pérdida, contrarrestando lo dicho antes, proviene de los intereses pagados sobre los Títulos Emitidos (Leliq ahora y otros). En el 2021, como comentamos al inicio, aún no se cuenta con la información de los Estados Contables referidos a Ganancias y Pérdidas por Pagos de Intereses.

Los Préstamos al Sector Privado aumentan en el 2021 un 41 % respecto del 2020, o sea por debajo de los niveles de inflación.



En porcentaje del PBI en dólares: Reservas, Exportaciones, Importaciones, Saldo X-M y Saldo Cuenta Corriente Balanza Pagos

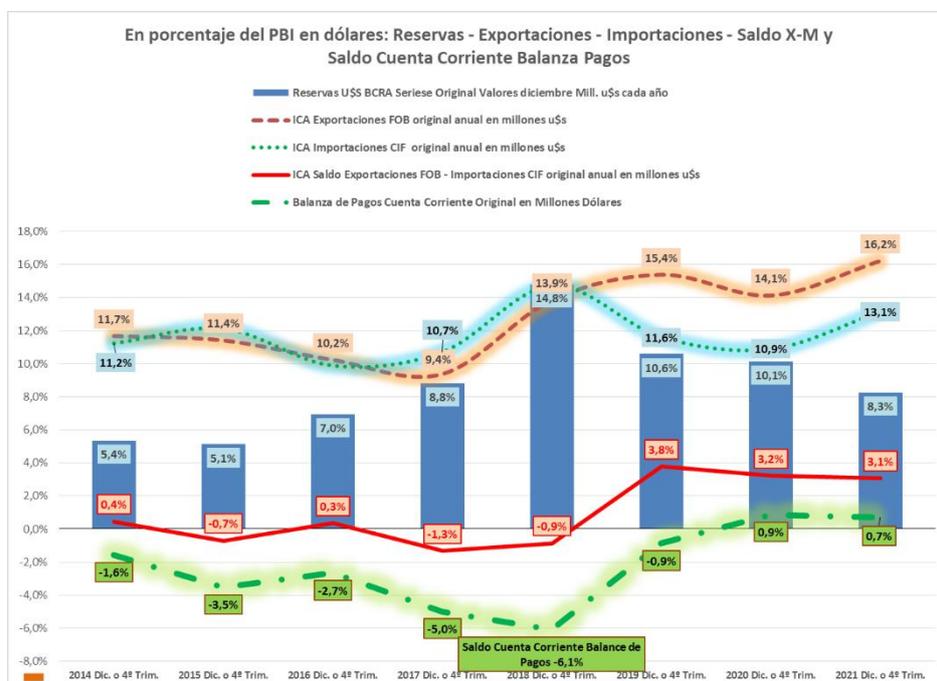
La comparación simultánea de los indicadores siguientes da pista de la política económica en los distintos periodos. Si bien repetimos algunos conceptos, no dudamos que aclaran porque se analizan desde otros puntos de vista.

Las Reservas en los dos primeros años, 2014 y 2015, rondan el 5 % del PBI. Su punto más bajo es el 2015. En el 2018, gracias al FMI, aparece como el porcentaje más elevado, casi el 15 % del PBI. En la actualidad está cerca del 8,3 % y disminuyendo.

Las exportaciones registran un descenso hasta el 2017. En la actualidad crecen nuevamente al 15 %. La explicación debemos buscarla por el lado del crecimiento genuino en precios y cantidad. Las importaciones también registran mayormente valores superiores a las exportaciones hasta el 2018. Luego ocurre lo contrario. En el 2021 se alcanza un porcentaje importante, uno de los máximos. El saldo de las cuentas anteriores (exportaciones e importaciones) muestra expresamente lo que decimos. En los últimos tres años el porcentaje resulta positivo y alrededor del 3 % del PBI.

El Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos es casi siempre negativo. El punto de mínima se registró en el 2018. En los dos años recientes cambia el signo. Esto último es originado en el aumento del saldo de bienes y la disminución de los rojos por rentas y otros.

A manera de síntesis, las Reservas no siempre siguen los avatares del saldo de exportaciones e importaciones. Las Cuentas Corrientes de la Balanza de Pagos tampoco, pero tienen un acento más negativo por su misma composición.



Comparación. Préstamos % del PBI: en \$ corriente y en dólares

Los Préstamos en dólares con líneas iluminadas y otro tanto la Base Monetaria.

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

El gráfico ilustra sobre las diferencias cuando se consideran pesos corrientes o dólares, y la importancia de estos últimos en el tipo de cambio. Incluimos la Base Monetaria en dólares y pesos para observar que en la mayoría de los años se observa un recorrido relativamente similar a los Préstamos.

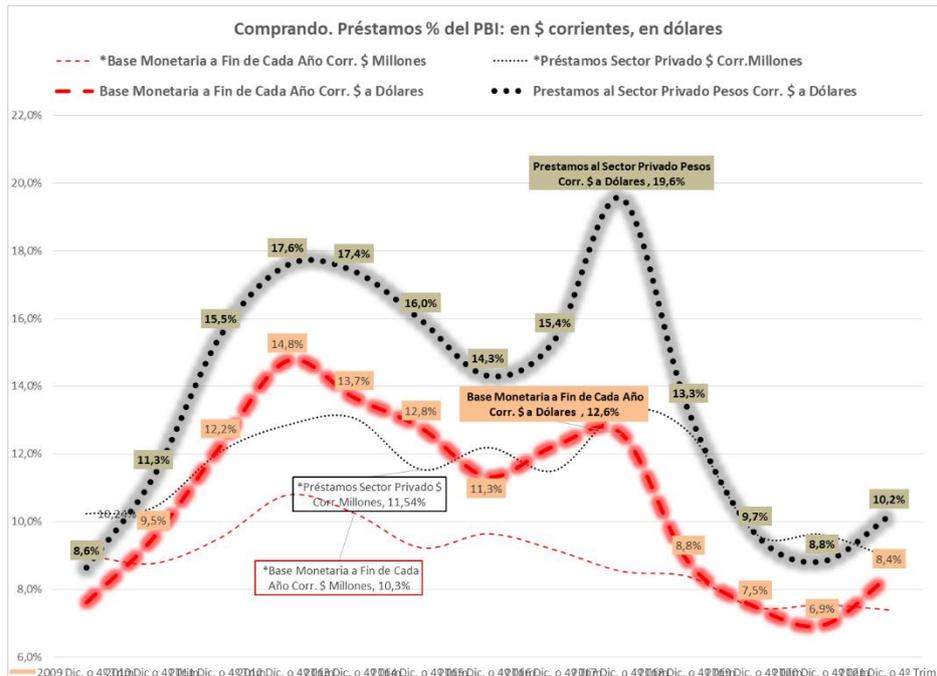
¿Para qué sirve? Por lo menos para no quedarnos con una sola mirada cuando se analizan estos grandes e importantes números. También permite interpretar cuánto influye la inflación o el tipo de cambio en los recorridos considerando el denominador PBI en pesos corrientes o en dólares.

En el 2017 el tipo cambio se aprecia y los Préstamos (en dólares) se elevan, otro tanto ocurre con menor intensidad cuando se utilizan pesos corrientes. El mayor nivel de actividad de ese año produce el crecimiento. Recordemos que el único año de la gestión anterior que mostró crecimiento fue el 2017, pero encerraba demonios o, mejor dicho, una Balanza de Cuenta Corriente fuertemente negativa.

Como síntesis se puede decir que en las distintas formas de analizar Préstamos, los últimos años no fueron propicios y en todos los casos se observan debilitamientos de diferente intensidad.

Préstamos en dólares y Base Monetaria en dólares observa recorridos bastante similares. Por el tipo de cambio apreciado se deduce que en el último año algo crecen. Con relación al PBI en dólares es de alrededor del 10 %.

Préstamos en pesos y Base Monetaria en pesos: en general coinciden en los recorridos, pero algo menos que cuando utilizamos denominación dólar. Muestran caídas en los años recientes y el porcentaje en relación al PBI en pesos corrientes es de alrededor del 9/10 %.



Tasa Política Monetaria

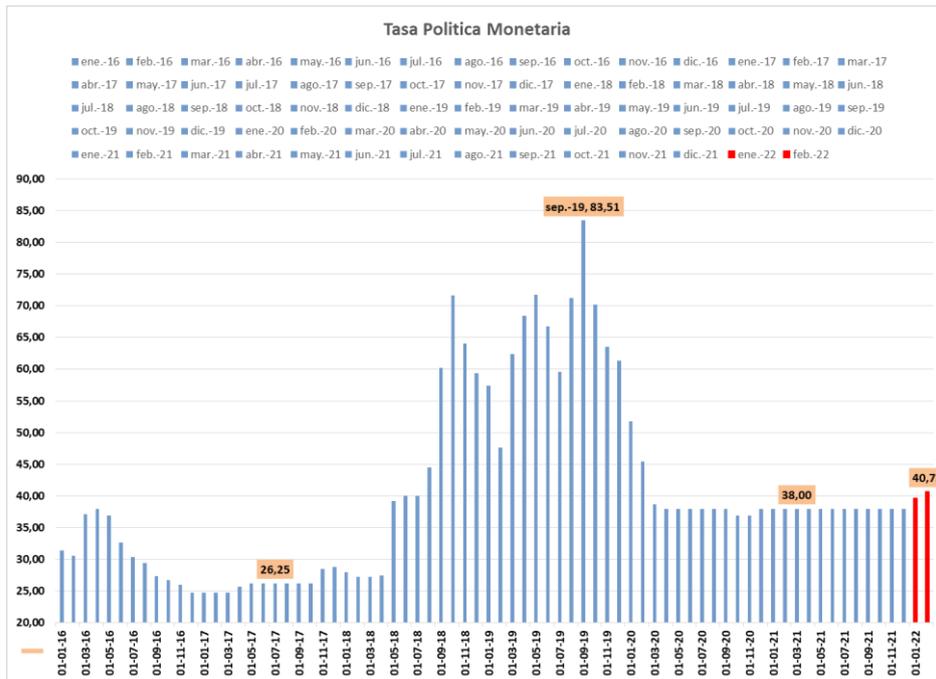
Para observar en forma mensual la Tasa de Política Monetaria desde el 2016, se supone que el porcentaje que se aplica juega en un doble o triple sentido. Algunas veces tratando de frenar la depreciación del peso (contener el dólar); otras veces para inducir a depósitos en pesos

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

buscando tasa reales y finalmente bajando o subiendo la tasa con la mira puesta en la actividad económica.

Se analiza que en el peor momento del 2019 con un dólar brincando, la tasa sube a su valor más elevado y alcanza el 83.5 %, realmente un porcentual alejado de los que se venían observando en meses y años anteriores. Pero como la película ya la vimos, no alcanzó.

Se puede decir que durante el periodo de finales del 2018 y finales del 2019 la tasa se mantuvo en valores elevados, luego sí hubo un largo tiempo de tasa fija y recién en los dos primeros meses del 2022 se observa una elevación. Durante la intervención del FMI predominaron tasas más elevadas.



Reservas y factores de explicación en millones de dólares

Graficamos los valores absolutos de las Reservas en cada mes desde diciembre de 2019 y los factores que explican las bajas o las subas de los mismos. El gráfico puede parecer un poco complicado y apretujado, pero no queríamos dejar de mostrar todos los factores.

Podemos decir que en los años 2020 y 2021 se fueron por la rendija u\$s 5.186 millones, pero con una diferencia fundamental. En el 2020 la pérdida total fue de u\$s 5.461 millones. En cambio en el 2021 se apretaron las marcas o se dispusieron de más dólares y el resultado fue positivo en u\$s 275 millones. No es mucho, pero cambió el color del signo.

Se puede también decir que en los dos años los factores positivos que ingresan dólares se repiten: Otras Operaciones del Sector Público y Efectivo Mínimo. En cambio la Intervención Cambiaria fue tan fuertemente positiva en el 2021 como resultó negativa en el 2020. Organismos Internacionales y Otras Intervenciones del BCRA tuvieron un registro negativo durante ese lapso; salieron dólares. Ver particularmente los últimos meses del 2021.

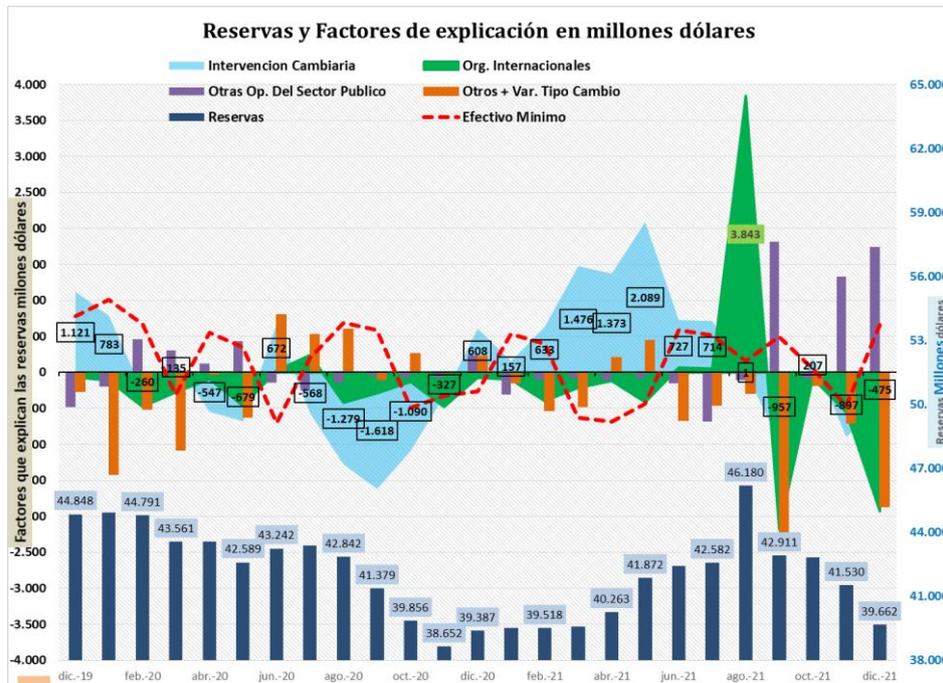
Como síntesis, durante el 2020 se fueron dólares en un promedio mensual de u\$s 455 millones, dando un total en el año de u\$s 5.186 millones. Por el contrario en el 2021, ya sea para no tropezar con la misma piedra y con exportaciones más voluminosas, el promedio mensual alcanza los u\$s 23 millones. No es mucho, pero al final del año un signífero alentador hubo un

PBI MONETARIO EXPORTACIONES IMPORTACIONES RESERVAS

aumento en las Reservas de u\$s 275 millones. Como siempre decimos algo es algo y mucho peor es nada.

Destacamos con valores Intervención Cambiaria (compra o venta de dólares) donde quedan claros los mayores valores negativos en el 2020. Y el otro punto destacado en el 2021 es Organismos Internacionales que tiene que ver con los famosos DEG del año pasado.

Las Reservas en todos los meses fueron marcadas con los valores correspondientes.



Lic. Jorge A Moore

Marzo 2022

Corrección: Manuel López de Tejada