



IERAL

Fundación
Mediterránea

BROKERS / ACAP

Revista Novedades Económicas

Año 44 - Edición N° 1074 - 29 de Agosto de 2022

Mejor no apartarse demasiado de las metas de setiembre

Jorge Vasconcelos

ivasconcelos@ieral.org

Con reservas netas en el Banco Central que apenas si cubren una semana de importaciones y DEG (la moneda del FMI) que alcanzan para pagar compromisos con el organismo hasta principios de octubre, existe poco margen de error para el propósito de la conducción económica de acercarse a las metas de fin de setiembre, comprometidas en el acuerdo con el FMI. Dado que se intenta evitar el salto devaluatorio como mecanismo para recuperar reservas, el gobierno apunta a "sobreactuar" los esfuerzos destinados a enderezar el rumbo fiscal, tras un primer semestre en el que el déficit primario del sector público llegó a alejarse, en proyección anual, hasta 1,2 puntos porcentuales del objetivo de 2,5 % del PIB para 2022. En el apuro, las partidas presupuestarias que se recortan son las subejecutadas, y afectan áreas como educación y vivienda. La calidad del ajuste fiscal no es algo que esté en el radar, ya que subsiste la superposición de gastos entre distintas jurisdicciones, "la política" mantiene sus privilegios y los subsidios económicos apuntan a permanecer por arriba de los 15 mil millones de dólares de cara a 2023.

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

Mejor no apartarse demasiado de las metas de setiembre¹

Con reservas netas en el Banco Central que apenas si cubren una semana de importaciones y DEG (la moneda del FMI) que alcanzan para pagar compromisos con el organismo hasta principios de octubre, existe poco margen de error para el propósito de la conducción económica de acercarse a las metas de fin de setiembre, comprometidas en el acuerdo con el FMI. Dado que se intenta evitar el salto devaluatorio como mecanismo para recuperar reservas, el gobierno apunta a “sobreactuar” los esfuerzos destinados a enderezar el rumbo fiscal, tras un primer semestre en el que el déficit primario del sector público llegó a alejarse, en proyección anual, hasta 1,2 puntos porcentuales del objetivo de 2,5 % del PIB para 2022. En el apuro, las partidas presupuestarias que se recortan son las subejecutadas, y afectan áreas como educación y vivienda. La calidad del ajuste fiscal no es algo que esté en el radar, ya que subsiste la superposición de gastos entre distintas jurisdicciones, “la política” mantiene sus privilegios y los subsidios económicos apuntan a permanecer por arriba de los 15 mil millones de dólares de cara a 2023.

El gobierno se resiste a admitir el evidente atraso del tipo de cambio oficial con el argumento que, después del invierno, la caída de las importaciones energéticas devolverá superávit a las cuentas externas. Sin embargo, los términos de intercambio, que realizaron un generoso aporte a la actividad económica y a la balanza comercial en el primer semestre, ahora se están trastocando: en julio los precios de exportación subieron 13,4 % interanual, la mitad de la variación de los precios de importación (27,8%).

El inoportuno “viento de frente” que empiezan a aportar los términos del intercambio, no hace más que dejar expuestas las inconsistencias de la macroeconomía.

Si la balanza comercial se tornó negativa en las dos últimas mediciones mensuales, un factor explicativo insoslayable es la expansión insustentable que registró el gasto primario del sector público nacional: medido al tipo de cambio oficial, pasó de 42 mil millones de dólares en el primer semestre de 2021 a 60 mil millones en 2022, un salto de 42,8 % en moneda dura. Este fenómeno acentuó los desequilibrios de la economía, impactó al alza la tasa de inflación por su financiamiento espurio y redujo el superávit de la balanza comercial, pese al precio de las commodities.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 28 de Agosto de 2022

Cuentas fiscales del Gobierno Nacional durante el primer semestre					
	2014	2015	2019	2021	2022
<i>En miles de millones de dolares</i>					
Ingresos Totales	53	62	42	40	53
Gasto Total	63	79	51	46	65
Gasto Primario	58	72	41	42	60
Subsidios económicos	12	11	3	5	8

La presión expansiva del gasto público, junto a una política monetaria que fue bastante relajada hasta hace pocas semanas atrás, se dio en el contexto de crecientes dificultades de la oferta para seguirle el paso a la demanda, por falta de insumos, restricciones energéticas y demás. De allí que no haya que extrañarse que las importaciones hayan aumentado un 18,6 % interanual en volumen en el período enero-julio, con exportaciones que en unidades físicas sólo se incrementaron 1,1 % interanual. No se trata sólo del impacto del precio de la energía sobre las importaciones. El fenómeno es mucho más general, como lo ilustra el índice Big Mac corregido por productividad, que marca una paridad de equilibrio en torno a los 174 pesos por dólar, en lugar de 140, de acuerdo a lo estimado por Gustavo Reyes, economista de IERAL.

De acuerdo a lo firmado con el FMI, la meta menos accesible de fin de setiembre es la referida a la acumulación de reservas netas, prevista en 4,1 mil millones de dólares. Hasta ahora, la mirada de Washington ha sido contemplativa, pero no conviene perforar ciertos límites. De aquí a fin de año se acumulan vencimientos con el organismo internacional por 8,2 mil millones de dólares y, para no caer en default, la Argentina necesita asegurarse los desembolsos del tercer y cuarto trimestre, que sumarían 9,7 mil millones de dólares si se cumplen las metas.

FMI: Vencimientos de deuda y desembolsos acordados

(En millones de dólares)

	Vencimiento crédito 2018 + Intereses EFF	Desembolsos atados a metas trimestrales	Flujo neto
Tercer Trimestre 2022	5.022	3.950	-1.072
Cuarto Trimestre 2022	5.580	5.927	347
Año 2023	19.727	16.560	-3.167

Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a BCRA y FMI

El gobierno presume que tendrá que sobreactuar el frente fiscal para acceder a algún tipo de dispensa, en caso que no se acumulen suficientes reservas.

En este sentido, se dispuso un recorte presupuestario de 128 mil millones de pesos, concentrado en partidas del PROCREAR (50 mil millones), transferencias a provincias y municipios (49 mil millones) y educación. Para converger a un déficit primario del orden de los 2,0 millones de millones de pesos a fin de año, posiblemente se necesiten

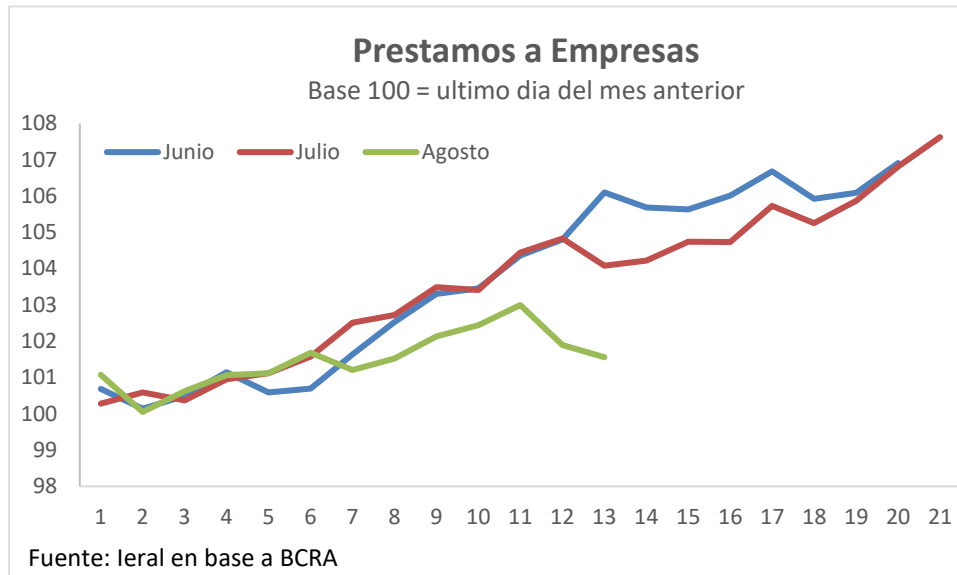
ajustes adicionales por unos 100 mil millones. Entre lo anunciado y lo pendiente, estaríamos hablando de un recorte de gasto del orden de los 0,7 puntos del PIB **en términos anualizados**, neto de las mayores erogaciones en jubilaciones que se financian con suba de presión impositiva (adelanto de Ganancias). Es un ajuste que no habrá de pasar inadvertido, siendo que la aceleración de la tasa de inflación hasta el 90 % hacia fin de año forma parte de este combo, licuando gastos estatales.

El ajuste fiscal está llegando también al conjunto de empresas distribuidoras de electricidad, que se financian acumulando deudas con Cammesa que, a su vez, para pagarle a los generadores termina recurriendo al Tesoro. El monto de las cuentas por cobrar alcanzaría al equivalente a 3,3 mil millones de dólares y el abanico de deudores incluye distribuidoras privadas, de distintos estados provinciales y cooperativas. Interesa ver de qué lado se ponen los gobernadores en esta pulseada, a través de los entes reguladores respectivos. Hay indicios, caso de la Provincia de Buenos Aires, de muy poca predisposición para ponerse al día con Cammesa.

En lo que hace al frente externo, el régimen especial para el complejo sojero vence este 31 de agosto y todo indica que se habrán de mejorar los incentivos a los chacareros, llevando esa paridad a un valor cercano a 200 pesos por dólar, buscando obtener resultados palpables. Algunos mecanismos para aproximar ese valor entran en colisión con contratos de futuro, otros generan compensaciones por el costado, hay que ver por cuál se inclina el gobierno. Lo cierto es que, en los últimos 60 días, por las expectativas de devaluación, se han volcado al mercado unos 2,5 mil millones de dólares menos que lo esperable por estacionalidad. Si las medidas por anunciar dan en la tecla y los productores normalizan la oferta, una fracción de esas operaciones "pendientes" se anotarían en las próximas semanas, junto con las del ciclo habitual, que para setiembre pueden estimarse en otros 2,5 mil millones de dólares.

Por otra parte, si el gobierno decide avanzar con el desdoblamiento cambiario, la operatoria de tarjetas de crédito y venta de pasajes, que depara un rojo de 600 millones de dólares/mes, es la primera en la lista, aunque es cierto que habría una merma en la recaudación por "impuesto país" y quizá algunas complicaciones legales.

No hay alquimias milagrosas, y las medidas cambiarias deberán ser filtradas por la ventanilla fiscal (cuidar la recaudación) y la monetaria (su impacto sobre la emisión de pesos). Tampoco podrán evitarse efectos colaterales, caso de una aceleración de la "inflación en dólares" si más bienes y/o servicios pasan a referenciarse al dólar libre por falta de acceso al mercado oficial. La actividad económica también puede resentirse, si es que subsiste la falta de insumos importados. Cuidado, porque en julio las importaciones de bienes intermedios cayeron 10,0 % interanual!



Es cierto que el nivel de actividad, antes del giro de la política económica, mostraba números satisfactorios. Con los datos de junio del EMAE, el PIB de mediados de 2022 ya supera en 7,0 % los registros pre-covid. Influye por cierto la irrupción de la "Provincia 25" del lado de la demanda: el flujo incesante de los residentes de ciudades extranjeras limítrofes para aprovechar el poder adquisitivo que les confiere la brecha cambiaria cercana al 100%.

De aquí en más, el apretón fiscal y monetario está destinado a enfriar la economía. El crédito a empresas se ha frenado en forma súbita en agosto, y la cadena de pagos ya refleja el costo del dinero a una tasa superior al 100 % (efectiva anual). El desvío de ahorros a favor del sector público se acentúa, con un Tesoro que busca fondeo en el mercado de capitales por unos 400 mil millones de pesos de aquí a fin de año, por encima de los vencimientos de deuda interna que, luego del último canje, todavía suman 2,0 millones de millones.