



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACAP

Año 45 - Edición N° 1078 - 2 de Enero de 2023

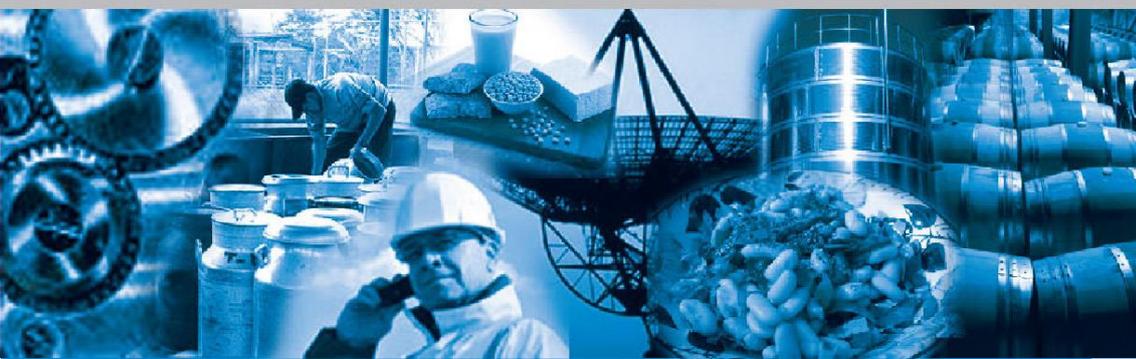
El 2023 reclama ajustes, ¿podrá evitarlos el gobierno?

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Aunque con fórceps, las metas acordadas con el FMI se fueron cumpliendo a medida que avanzaban los trimestres de 2022. Ayudó la "suerte" por la fuerte mejora de los precios internacionales de los granos, y también el hecho que los compromisos firmados no habían sido demasiado exigentes. Por caso, se necesitaba recortar el déficit primario del sector público nacional en 0,5 puntos hasta el equivalente a 2,5 % del PIB en 2022, para lo que bastaba con ejecutar un gasto primario del orden del 20,5 % del PIB, todavía 1,7 puntos por encima del nivel pre-covid. Al mismo tiempo, como "premio" se conseguía para la Argentina financiamiento externo neto positivo de parte del FMI, por nada menos que 1,1 % del PIB. Los números para el año entrante, en cambio, son bastante más exigentes. Las proyecciones del staff del FMI confirman que llegó la hora de "acabar con tanta dulzura": en 2023 la Argentina deberá devolver en términos netos el equivalente a 0,3 % del PIB en las operaciones con esa institución; al tiempo que para llegar a un déficit primario de 1,9 % del PIB, será necesario ajustar el gasto del sector público nacional en 1,8 puntos porcentuales. Un déficit mayor al pautado se enfrentará a la dificultad del financiamiento, por un mercado condicionado por el "día después" del próximo recambio presidencial.

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

El 2023 reclama ajustes, ¿podrá evitarlos el gobierno?¹

Aunque con fórceps, las metas acordadas con el FMI se fueron cumpliendo a medida que avanzaban los trimestres de 2022. Ayudó la "suerte" por la fuerte mejora de los precios internacionales de los granos, y también el hecho que los compromisos firmados no habían sido demasiado exigentes. Por caso, se necesitaba recortar el déficit primario del sector público nacional en 0,5 puntos hasta el equivalente a 2,5 % del PIB en 2022, para lo que bastaba con ejecutar un gasto primario del orden del 20,5 % del PIB, todavía 1,7 puntos por encima del nivel pre-covid. Al mismo tiempo, como "premio" se conseguía para la Argentina financiamiento externo neto positivo de parte del FMI, por nada menos que 1,1 % del PIB. Los números para el año entrante, en cambio, son bastante más exigentes. Las proyecciones del staff del FMI confirman que llegó la hora de "acabar con tanta dulzura": en 2023 la Argentina deberá devolver en términos netos el equivalente a 0,3 % del PIB en las operaciones con esa institución; al tiempo que para llegar a un déficit primario de 1,9 % del PIB, será necesario ajustar el gasto del sector público nacional en 1,8 puntos porcentuales. Un déficit mayor al pautado se enfrentará a la dificultad del financiamiento, por un mercado condicionado por el "día después" del próximo recambio presidencial.

La desaceleración del nivel de actividad de la última parte de 2022, junto con precios internacionales de commodities que en 2023 se ubicarían por debajo de la última campaña, son el telón de fondo de un escenario en el que reaparecen con fuerza los síntomas de la "frazada corta", ya que para conseguir ciertos objetivos será necesario sacrificar otros:

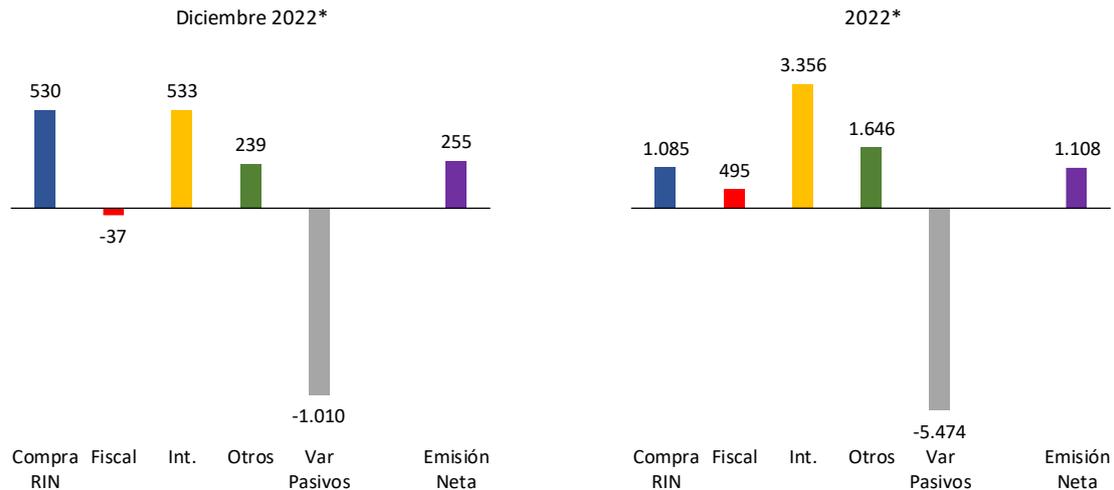
a) Si la variación del IPC perforara el piso del 5 % por varios meses consecutivos, el cuadro fiscal se resquebrajaría, por la inercia indexatoria del gasto público, con una recaudación más asociada a la inflación del momento

b) En cambio, si el "impuesto inflacionario" siguiera reinando, entonces el efecto colateral vendría por el lado de un deterioro adicional del sector externo, por la persistente pérdida de competitividad. El tema es que ya la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un superávit de 1,4 % del PIB en 2021 a un déficit estimado de 0,9 % del PIB en 2022. Y se sabe que, sin crédito externo, el único instrumento para recuperar reservas para el Banco Central es volver al superávit

El gobierno se ha propuesto encorsetar el ritmo de suba de los precios a una pauta del 4 % mensual, pero en noviembre y diciembre se observa que un porcentaje elevado de los ítems encuestados por el INDEC mantienen un ritmo de variación de entre el 5,5 % y el 6 % mensual. Y esto no sorprende.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 31 de Diciembre de 2022.

Factores de explicación de la Base Monetaria
(en miles de millones de pesos)



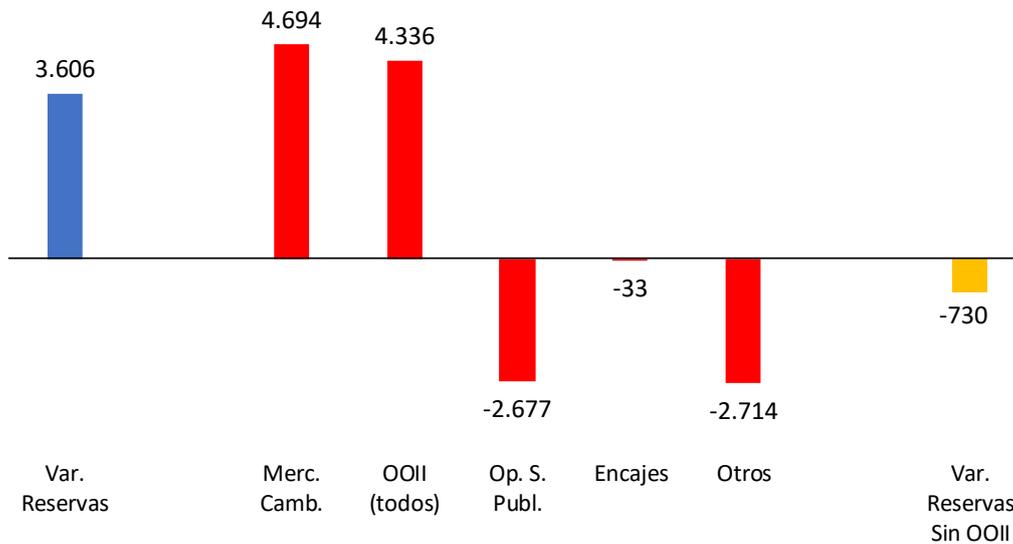
* Dic-22 acumulado últimos 30 días hasta el 22 de diciembre de 2022, inclusive.
Fuente: IERAL con base en BCRA.

Las presiones inflacionarias siguen a la orden día, pese a la limitación existente de financiamiento directo del Central al Tesoro, que en 2022 está explicando una expansión de base monetaria por el equivalente a 0,6 % del PIB. El tema es que sólo 7 de cada 100 pesos emitidos por el Banco Central en 2022 tienen que ver con los Adelantos Transitorios. Lo importante es el resto!!

La emisión destinada al pago de intereses de Leliq y demás instrumentos, por 3,36 millón de millones de pesos (4,2 % del PIB), lidera el ranking de 2022, seguida de un rubro diverso que incluye las inyecciones de liquidez para comprar bonos del Tesoro en el mercado secundario, que alcanzó 2,1 % del PIB; mientras que la emisión por la compra- venta de divisas, insumió 1,36 % del PIB. En este último ítem ha pasado a tallar el "dólar soja", con un diciembre en el que el Central estuvo pagando un "plus" de 55 pesos (230-175) por cada dólar que liquidaban los productores y exportadores.

De cara a 2023, los intereses de Leliq podrían representar una cifra superior o igual a la de 2022 en términos del PIB, las intervenciones del Central en el mercado secundario de bonos del Tesoro podrían intensificarse, mientras que, si no hay devaluación, será muy difícil poder prescindir del recurso del dólar soja (versiones III; IV y V, seguramente). El plus de emisión, en ese caso, sería del orden de los 85 pesos por cada dólar liquidado a través de esa ventanilla, multiplicado por miles de millones.

Factores que explican la variación de reservas en 2022*
(en millones de u\$s)



* al 22 de diciembre.

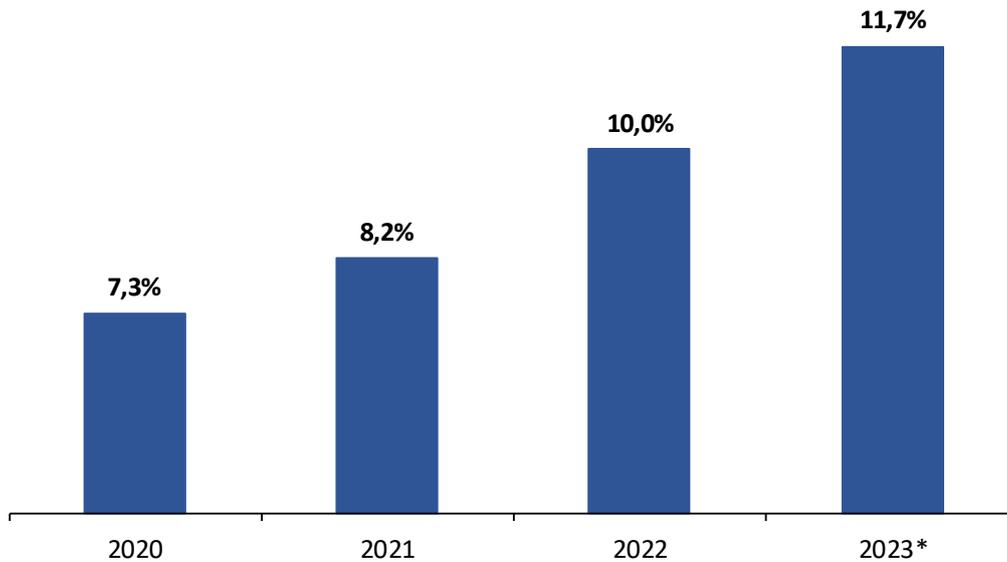
Fuente: IERAL con base en BCRA.

Una de las tantas paradojas de 2022 ha sido, justamente, que el sector externo volvió a ser fuente de expansión monetaria, sin que el "dólar soja" haya contribuido a la mejora de 3,6 mil millones de dólares de las reservas del BCRA, explicada por los giros del FMI, BID y demás. Sin esas transferencias, las reservas habrían caído en 730 millones de dólares. Es una derivación de la falta de ahorro del sector público y del exceso de pesos, que deteriora la dinámica del sector externo, aun con precios excepcionales de la soja y demás commodities, y también de un régimen cambiario que empuja a un recurrente exceso de demanda de dólares al tipo de cambio oficial.

El tema es que el 2023 está "heredando" una brecha cambiaria del 100% que, en un tercio, al menos, está explicada por el retraso del tipo de cambio oficial. Apretar las clavijas fiscales y monetarias para que la brecha se reduzca por caída del precio del "dólar libre" es sólo una parte de la tarea de cerrar la diferencia entre el CCL y la paridad oficial.

En esencia, los desequilibrios de la macro son de tal magnitud que habrá una pulseada permanente entre ajustes muy difíciles de posponer y los objetivos electorales del gobierno, que incluyen generosas transferencias a la Provincia de Buenos Aires (sin que el fallo a favor de CABA pueda modificar esa preferencia). La espada de Damocles de los abultados vencimientos de deuda interna puede pesar más que la auditoría del FMI y, cuando no haya más remedio, el gobierno se "sentará sobre la caja" de determinadas partidas dentro del organigrama del estado, pero sin acometer reformas estructurales.

Colocaciones de Deuda doméstica por parte del Tesoro En % del PIB



* Proyección Staff del FMI

Fuente: IERAL en base a Staff Report Dec-22 IMF

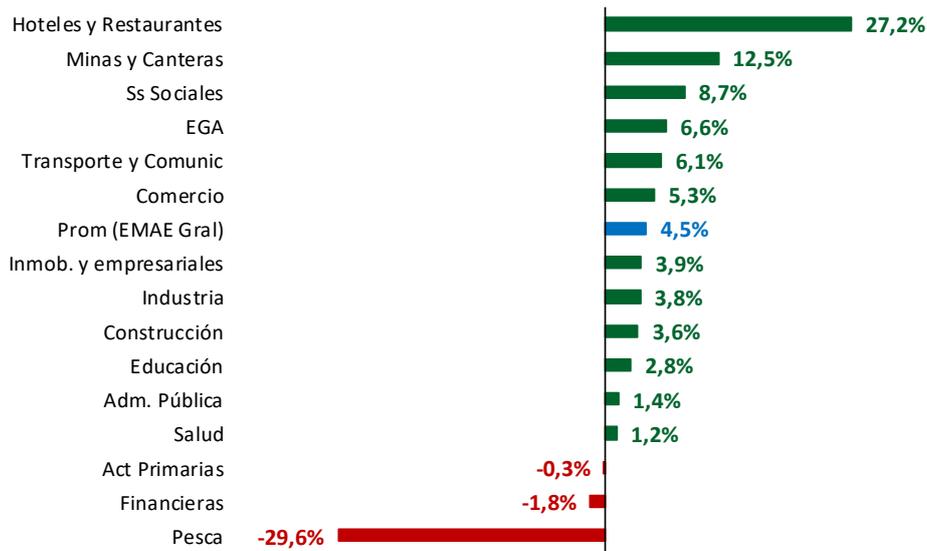
El déficit fiscal deriva en una incesante acumulación de pasivos, como lo muestra el incremento de 26 mil millones de dólares de la deuda en pesos del Tesoro, contabilizado en los últimos doce meses. A su vez, la refinanciación de vencimientos es cada vez más abultada, por la dificultad para introducir títulos de largo. Así, las colocaciones de bonos del Tesoro en el mercado de capitales local, que en 2021 sumaron 8,2 % del PIB, en 2022 escalaron a 10,0 % del PIB (con creciente participación del BCRA en la punta compradora) y se proyectan a 11,7 % para 2023... siempre que el déficit primario se ajuste a la pauta de 1,9 % del PIB. Cada décima que se incumpla hará más empinada la cuesta.

En el traspaso presidencial de fin de 2015, el gobierno saliente se vio beneficiado por las promesas de campaña del entrante, posibilitando la convergencia de variables financieras a favor de una transición manejable. En cambio, de cara a 2023/24, parece difícil que tanto la Administración saliente como la entrante puedan ofrecer suficientes garantías, porque faltan resolver diferencias internas de magnitud en las distintas coaliciones.

La brecha cambiaria y la inflación, con guarismos que duplican los de 2015, son sólo la punta del iceberg de un 2023 que perfila una compleja transición. Por ejemplo, el cociente Pasivos Remunerados/Base Monetaria cuadruplica el de 2015, reflejando que cualquier contratiempo tendría consecuencias mucho más inflacionarias; con impacto más notorio, además, sobre los balances del sistema financiero, ya que actualmente más de la mitad de los depósitos bancarios terminan siendo aplicados a Leliq e instrumentos análogos.

La mochila de deuda en pesos, consolidando las cuentas del Banco Central y del Tesoro (excluyendo tenedores estatales) hoy es 40 mil millones de dólares más pesada que la de fin de 2015.

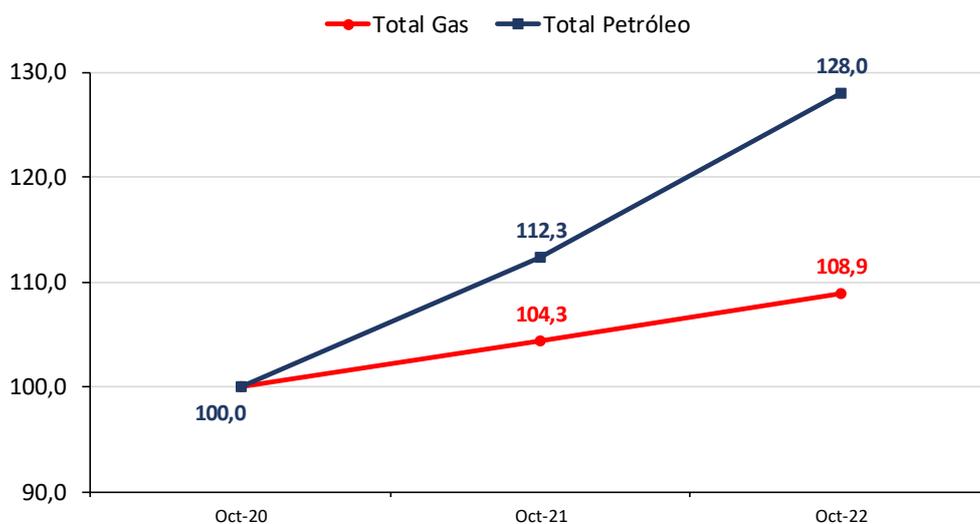
**Crecimiento Acumulado EMAE y sectores productivos
(Var % oct-22 vs oct-21)**



Fuente: IERAL en base a INDEC

En términos del nivel de actividad, el 2022 cerró con un incremento del PIB cercano al 5,0 %, pero con una marcada desaceleración en el cuarto trimestre. Y sectores relevantes en términos de empleos y valor agregado, caso del industrial y el agroganadero, evolucionando por debajo del promedio, con un 2023 que difícilmente les ofrezca revancha: la falta de insumos y la pérdida de competitividad (atraso cambiario) amenazan la trayectoria de las Manufacturas, y la sequía a las actividades rurales. Ciertamente que sectores dinámicos de 2022 podrían repetir en 2023, caso del Turismo y de hidrocarburos, pero todavía no tienen suficiente peso en el PIB.

**Producción Total de Gas Natural y Petróleo en Argentina
Base 100 = Oct-20**



Fuente: IERAL en base a Instituto de Energía de Universidad Austral

La producción de petróleo, menos restringida por la falta de oleoductos, se adelantó y está creciendo a un ritmo del 13 % anual desde 2020, mientras que el gas lo hace al 4 %. Es de esperar que estos guarismos converjan por las obras en marcha.

La amenaza de la sequía, a su vez, pone sobre la mesa el tremendo costo de haber perdido el crédito internacional, porque no sólo afecta al campo, sino que condiciona el aprovisionamiento de insumos de la industria. Por el clima, las exportaciones del complejo agroindustrial podrían pasar de 42,0 mil millones de dólares en 2022 a 37 mil millones en 2023, lo que derivaría en una merma del 10 % en las importaciones, una pésima noticia para el nivel de actividad. De allí la multiplicación de gestiones oficiales para conseguir líneas de financiamiento de países como Brasil y China, restando ver el alcance que estos trámites puedan tener.