



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1404 - 23 de Marzo de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello y Agustín Cugno

Por efectos fiscales de la guerra, la Asistencia del BCRA al Tesoro podría resultar de 1,8% del PIB, en lugar del 1,0% previsto en el acuerdo con el FMI

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y Mariano Devita

El aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos, el próximo gran desafío

En Foco 2 – Nicolás Torre

El dato regional de la semana:

La Producción láctea crece a menor ritmo, con costos que suben más rápido que los precios al productor

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:**4**

Por efectos fiscales de la guerra, la Asistencia del BCRA al Tesoro podría resultar de 1,8% del PIB, en lugar del 1,0% previsto en el acuerdo con el FMI

- En 2021, el déficit primario del SPN fue de 2,1% del PIB, aunque el resultado negativo habría alcanzado el 3,5 % del PIB excluyendo los ingresos extraordinarios, caso del Aporte Solidario Extraordinario, ASE, y Derechos Especiales de Giro del FMI, DEG
- En 2022, sin acuerdo con FMI y sin los efectos de la guerra, los recursos podrían resultar en 17,2% del PIB, con lo cual, si se repitieran las mismas erogaciones que en 2021 (en % del PIB), entonces el déficit primario en el año que corre podría llegar a 3,8% del PIB. En cambio, el déficit podría resultar de 2,9% en el caso que se eliminara completamente el gasto COVID observado en 2021
- El acuerdo con el FMI, como se sabe, prevé para 2022 un déficit primario de 2,5 % del PIB y limita a 1 % del PIB la Asistencia del BCRA al Tesoro, cuando ésta había sido de 3,6% en 2021. Por ese motivo, se supone que el financiamiento privado neto en el mercado de capitales local pasaría de 1,6% a 2,0% del PIB este año. Así, el programa financiero, con necesidades financieras netas de 4,1% del PIB, se financiaría en un 50% con el sector privado, 24% por el BCRA y 17% por el FMI y resto de los organismos internacionales
- Sin embargo, debido al aumento en los precios internacionales de los combustibles, sumado a la necesidad de importaciones adicionales de energía por parte de Argentina, en 2022 las cuentas fiscales del SPN podrían experimentar un desequilibrio extra de 0,8% del PIB, que se suma al déficit ya previsto. Los recursos extras que aportará la suba en los Derechos de Exportación (DEX) de la harina y aceite de soja (más de 400 millones de dólares) serían usados para financiar el Fondo Estabilizador del Trigo, no para recortar el déficit
- Para el resto de variables, se asume que se elimina el gasto COVID que existió en 2021, que bajan las transferencias discrecionales a provincias y que el gasto de capital resulta de 1,8% del PIB, menor al 2% previsto en el acuerdo, pero mayor al ejecutado en 2021 (1,6%). Para los salarios públicos se supone una caída real, al variar nominalmente un 50% en 2022
- Suponiendo que el gobierno nacional financia el déficit extra producto de los efectos de la guerra mediante la asistencia del BCRA al Tesoro, entonces la autoridad monetaria tendrá que girarle al Tesoro 1,8% del PIB, en lugar del previsto en el acuerdo con el FMI (1,0 %). En ese escenario, en 2022 la base monetaria tendría una expansión piso de 36,6 % nominal anual, sin considerar el resto de los factores de aumento de esta variable

En Foco 1:**10**

El aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos, el próximo gran desafío

- La invasión de Ucrania decidida por Moscú es un drama humanitario que se prolonga, mientras tiende a confirmarse el fenómeno ya analizado aquí, de una transición geopolítica por la que una masa muy significativa de países y empresas procuran minimizar el rol de Rusia como proveedor de energía, alimentos e insumos industriales, abriendo oportunidades para nuevos oferentes, siempre que éstos pertenezcan a países que puedan ser considerados confiables
- Simultáneamente, y en parte ligado al nuevo shock de precios de materias primas, en Estados Unidos el debate sobre la inflación es cada vez más intenso, con crecientes dudas acerca de la capacidad de la Fed de mantenerla bajo control, luego de 40 años de estabilidad. La última vez que la inflación se escapó de control en Estados Unidos, a fin de los años 70, sobrevino un ajuste monetario con tasas de interés que llegaron al 19,1 % anual, principal factor explicativo de la "Década Pérdida" por la que tuviera que atravesar América Latina durante los años 80

- Las últimas decisiones y anuncios del Banco Central de los Estados Unidos surgen de la reunión cerrada el día 15 de marzo, por las que se inauguró un nuevo período, con una suba de la tasa de política de 0,25 puntos porcentuales y la proyección de seis alzas adicionales en el transcurso de 2022, hasta llegar al umbral de 1,9 % a fin de este año
- La dinámica inflacionaria no ha sido correctamente anticipada por la Reserva Federal hasta ahora. En un evento similar al de la semana anterior realizado en diciembre de 2021, por ejemplo, la proyección que hacía el organismo para la inflación de 2022 era de 2,6 % anual, o sea, 1,7 puntos porcentuales por debajo del guarismo de 4,3 % que ahora se espera para este año
- El nuevo shock petrolero puede resultar menos corrosivo para la economía norteamericana, tanto por el hecho que la matriz productiva es mucho menos intensiva en energía, como por la capacidad de respuesta de la industria no convencional de hidrocarburos. En este sentido, el nivel de actividad se está corrigiendo a la baja en los Estados Unidos, pero no hay indicios claros que permitan predecir una recesión cercana
- En cualquier escenario, los desequilibrios que se observan son muy significativos y no son sostenibles. El mejor escenario, que conformaría un "aterrizaje suave" para la economía estadounidense deriva de un aplacamiento de las expectativas inflacionarias sin necesidad de un ajuste brusco de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. La magnitud de los desequilibrios a corregir es ilustrado por una tasa real negativa en 6 puntos porcentuales, guarismo que no se había perforado ni siquiera durante los inflacionarios años de fin de los 70

En Foco 2:

16

El dato regional de la semana: La producción láctea crece a menor ritmo, con costos que suben más rápido que los precios al productor

- Durante el primer bimestre de 2022, la producción de leche cruda se incrementó 1,1 % en el promedio nacional en relación a los 12 meses anteriores, marcando desaceleración respecto de los guarismos previos. Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos lideran con crecimientos del +1,1%, +0,5% y +3,9%, respectivamente. En tanto, se observan contracciones de la producción en Buenos Aires (-1,4%), La Pampa (-2,2 %) y Santiago del Estero (-2,3%)
- La suba de precios nominales y reales al productor tambeo durante el primer bimestre de 2022 ha superado el ritmo de variación del IPC, pero no alcanza para recomponer la ecuación económica del tambo
- En febrero'22 el productor tambeo cobró \$37,69 (promedio país), lo que le permitió mejorar un +2,7% en términos reales en relación a igual mes de 2021. No obstante, los principales insumos de la actividad se han encarecido a un ritmo superior, por lo que el poder de compra de la leche cruda se está achicando

Editorial

Por efectos fiscales de la guerra, la Asistencia del BCRA al Tesoro podría resultar de 1,8% del PIB, en lugar del 1,0% previsto en el acuerdo con el FMI

Marcelo Capello y Agustín Cugno

- En 2021, el déficit primario del SPN fue de 2,1% del PIB, aunque el resultado negativo habría alcanzado el 3,5 % del PIB excluyendo los ingresos extraordinarios, caso del Aporte Solidario Extraordinario, ASE, y Derechos Especiales de Giro del FMI, DEG
- En 2022, sin acuerdo con FMI y sin los efectos de la guerra, los recursos podrían resultar en 17,2% del PIB, con lo cual, si se repitieran las mismas erogaciones que en 2021 (en % del PIB), entonces el déficit primario en el año que corre podría llegar a 3,8% del PIB. En cambio, el déficit podría resultar de 2,9% en el caso que se eliminara completamente el gasto COVID observado en 2021
- El acuerdo con el FMI, como se sabe, prevé para 2022 un déficit primario de 2,5 % del PIB y limita a 1 % del PIB la Asistencia del BCRA al Tesoro, cuando ésta había sido de 3,6% en 2021. Por ese motivo, se supone que el financiamiento privado neto en el mercado de capitales local pasaría de 1,6% a 2,0% del PIB este año. Así, el programa financiero, con necesidades financieras netas de 4,1% del PIB, se financiaría en un 50% con el sector privado, 24% por el BCRA y 17% por el FMI y resto de los organismos internacionales
- Sin embargo, debido al aumento en los precios internacionales de los combustibles, sumado a la necesidad de importaciones adicionales de energía por parte de Argentina, en 2022 las cuentas fiscales del SPN podrían experimentar un desequilibrio extra de 0,8% del PIB, que se suma al déficit ya previsto. Los recursos extras que aportará la suba en los Derechos de Exportación (DEX) de la harina y aceite de soja (más de 400 millones de dólares) serían usados para financiar el Fondo Estabilizador del Trigo, no para recortar el déficit
- Para el resto de variables, se asume que se elimina el gasto COVID que existió en 2021, que bajan las transferencias discrecionales a provincias y que el gasto de capital resulta de 1,8% del PIB, menor al 2% previsto en el acuerdo, pero mayor al ejecutado en 2021 (1,6%). Para los salarios públicos se supone una caída real, al variar nominalmente un 50% en 2022
- Suponiendo que el gobierno nacional financia el déficit extra producto de los efectos de la guerra mediante la asistencia del BCRA al Tesoro, entonces la autoridad monetaria tendrá que girarle al Tesoro 1,8% del PIB, en lugar del previsto en el acuerdo con el FMI (1,0 %). En ese escenario, en 2022 la base monetaria tendría una expansión piso

de 36,6 % nominal anual, sin considerar el resto de los factores de aumento de esta variable

La ejecución fiscal del SPN en el primer bimestre de 2022

En el primer bimestre de 2022 el Sector Público Nacional (SPN) exhibió un déficit primario de 92,9 mil millones de pesos, cuando en igual período de 2021 se produjo un superávit primario de 5,3 mil millones de pesos. Esto fue así porque el gasto primario subió anualmente un 7,6% en términos reales, cuando los ingresos lo hicieron un 1,7%

Entre las partidas de gasto más importantes, las que más subieron a valores constantes en el primer bimestre de 2022 fueron Transferencias de Capital a Provincias (33,3%), Subsidios económicos (8,4%), Personal (8,2%), Prestaciones sociales (7,9%) y Jubilaciones (7,1%), todas ellas con una fuerte inercia desde el segundo semestre del año pasado. En cambio, el ajuste ya comenzó en el primer bimestre para la Inversión Pública Nacional (-6,8%) y las Transferencias Corrientes a Provincias (-3,7%).

SPN: cuentas públicas de febrero de 2022.

(En millones de pesos corrientes)

	Febrero		Acumulado a Febrero	
	2022	2021	2022	2021
Ingresos totales	846.031	523.897	1.741.611	1.129.658
Tributarios	787.889	490.975	1.606.947	1.038.870
Otros	58.142	32.922	134.664	90.788
Gastos primarios	922.314	542.654	1.834.593	1.124.341
Personal	113.488	65.173	237.324	144.717
Otros funcionamiento	34.583	25.296	74.046	50.123
Prestaciones sociales	529.466	314.311	1.049.204	644.903
Jubilaciones	367.074	228.288	749.007	461.847
Otras prestaciones sociales	162.392	86.023	300.197	183.056
Subsidios económicos	111.455	62.492	196.722	119.494
Transferencias corrientes a provincias	33.823	20.689	67.460	46.180
Otros gastos corrientes primarios	48.559	21.831	97.246	52.404
Inversión real directa	31.685	22.206	61.123	43.278
Transferencias de capital a provincias	11.403	7.967	30.785	15.341
Otros gastos de capital	7.853	2.691	20.683	7.901
Resultado primario	-76.284	-18.757	-92.981	5.316
Intereses	60.615	45.559	194.581	72.663
Resultado financiero	-136.899	-64.317	-287.563	-67.347

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía

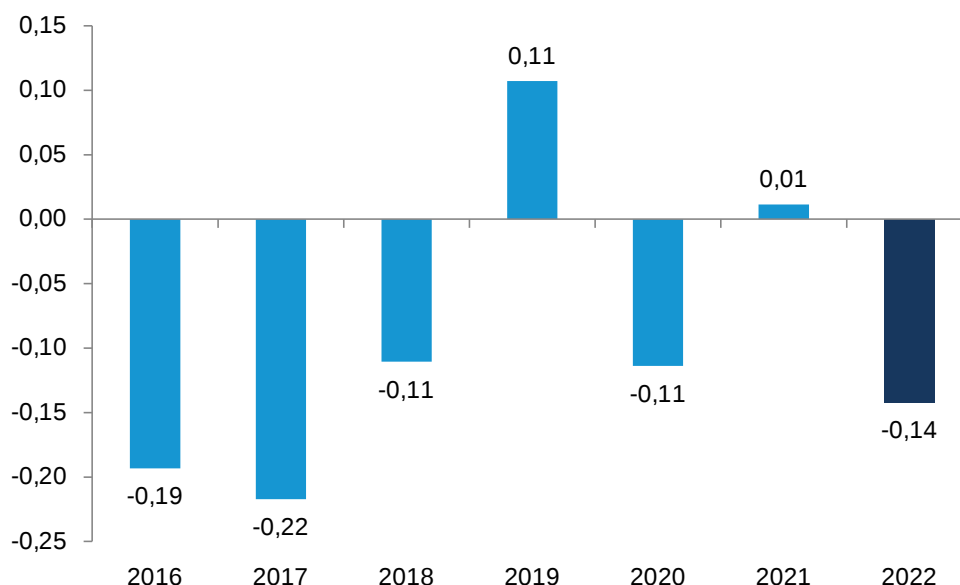
SPN: cuentas públicas de febrero de 2022.
(variaciones interanuales)

	Febrero		Acumulado a Febrero	
	Nominal	Real	Nominal	Real
Ingresos totales	61,5%	6,0%	54,2%	1,7%
Tributarios	60,5%	5,4%	54,7%	2,1%
Otros	76,6%	15,9%	48,3%	-2,2%
Gastos primarios	70,0%	11,6%	63,2%	7,6%
Personal	74,1%	14,3%	64,0%	8,2%
Otros funcionamiento	36,7%	-10,2%	47,7%	-2,3%
Prestaciones sociales	68,5%	10,6%	62,7%	7,3%
Jubilaciones	60,8%	5,6%	62,2%	7,1%
Otras prestaciones sociales	88,8%	23,9%	64,0%	7,9%
Subsidios económicos	78,4%	17,1%	64,6%	8,4%
Transferencias corrientes a provincias	63,5%	7,3%	46,1%	-3,7%
Otros gastos corrientes primarios	122,4%	46,0%	85,6%	22,1%
Inversión real directa	42,7%	-6,3%	41,2%	-6,8%
Transferencias de capital a provincias	43,1%	-6,0%	100,7%	33,3%
Otros gastos de capital	191,9%	91,6%	161,8%	72,8%
Resultado primario				
Intereses	33,0%	-12,7%	167,8%	79,1%
Resultado financiero				

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía

Así, el déficit primario del primer semestre de 2022 resulta de 0,14% del PIB anual, superior al observado en los cuatro años previos, aunque se mantiene por debajo de los guarismos de 2016 y 2017. Resulta en 2022 un poco por arriba del déficit primario del primer bimestre de 2018 (0,11%), y se debe recordar que en este último año el déficit primario en el año resultó del 2,3%

SPN: Resultado primario en el primer bimestre
(En porcentaje del PIB anual)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía

¿Cómo podrían ser los números fiscales de 2022 en una simulación sin acuerdo con FMI ni efectos de la guerra Rusia – Ucrania?

En 2021, el déficit primario del SPN fue de 2,1% del PIB, aunque sin considerar los ingresos extraordinarios de ese año (Aporte Solidario Extraordinario, ASE, y Derechos Especiales de Giro del FMI, DEG), el resultado negativo hubiese sido de 3,5% del PIB.

En 2022, sin acuerdo con FMI y sin los efectos de la guerra, los recursos podrían resultar en 17,2% del PIB, con lo cual, si se repitieran las mismas erogaciones que en 2021 (en % del PIB), entonces el déficit primario en el año que corre podría llegar a 3,8% del PIB. En cambio, dicho déficit podría resultar de 2,9% en el caso que se elimina completamente el gasto COVID observado en 2021.

SPN: Cuentas fiscales 2021 y 2022 sin acuerdo con FMI ni efecto guerra
(en porcentaje del PIB)

	2021	2021 (sin ASE ni DEG)	Sin guerra ni FMI	Sin guerra ni FMI (sin COVID)
Ingresos totales	18,9	17,5	17,2	17,2
Tributarios	16,0	16,0	15,8	15,8
Otros	2,9	1,5	1,3	1,3
Gastos primarios	21,0	21,0	21,0	20,0
Subsidios económicos	2,9	2,9	2,9	2,9
Gasto COVID-19	1,0	1,0	1,0	0,0
Personal	2,3	2,3	2,3	2,3
Jubilaciones, pensiones, AUH, AAFP e INSSJP	9,9	9,9	9,9	9,9
Transferencias corrientes a provincias	0,9	0,9	0,9	0,9
Transferencias de capital a provincias	0,4	0,4	0,4	0,4
Inversión real directa e inversión financiera	1,0	1,0	1,0	1,0
Resto del gasto	2,7	2,7	2,7	2,7
Resultado primario	-2,1	-3,5	-3,8	-2,9

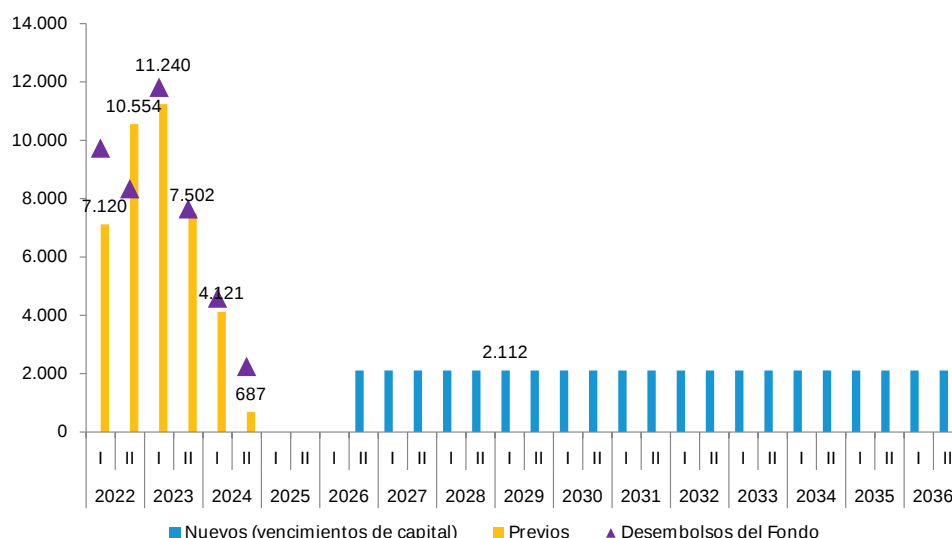
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía y estimaciones propias

El acuerdo con el FMI y las cuentas fiscales

El acuerdo del Gobierno Nacional con el FMI se enmarcaría dentro de la figura de Extended Fund Facilities (EFF), con una duración de 30 meses (donde tendrán lugar 10 revisiones trimestrales por parte del board del FMI), por un monto de U\$S 44.354 millones de dólares. Los vencimientos serían 20 pagos semestrales entre 2026 y 2036.

Argentina: vencimientos y desembolsos del FMI

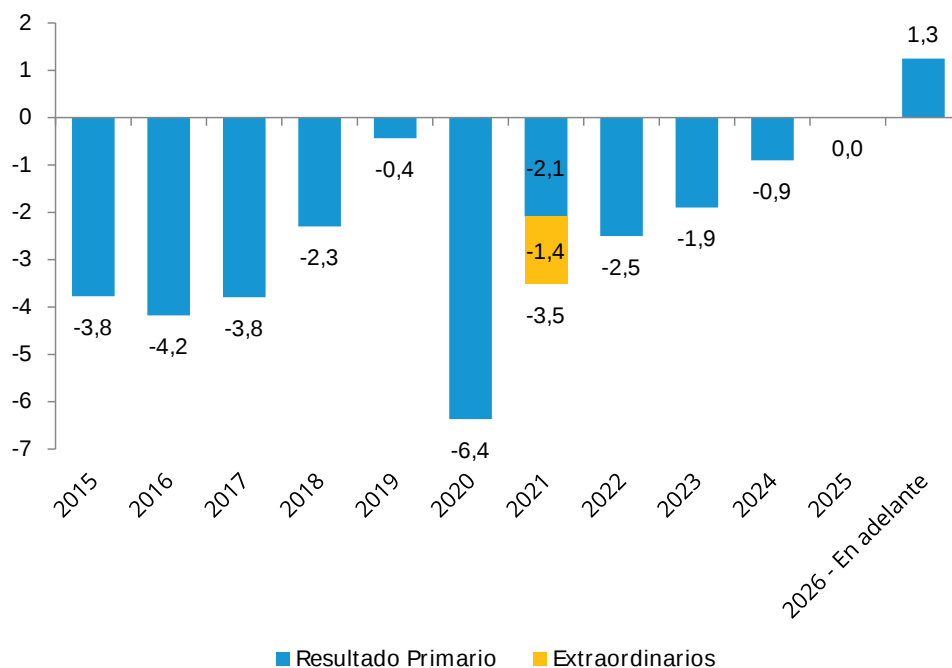
(En U\$S millones)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía y estimaciones propias

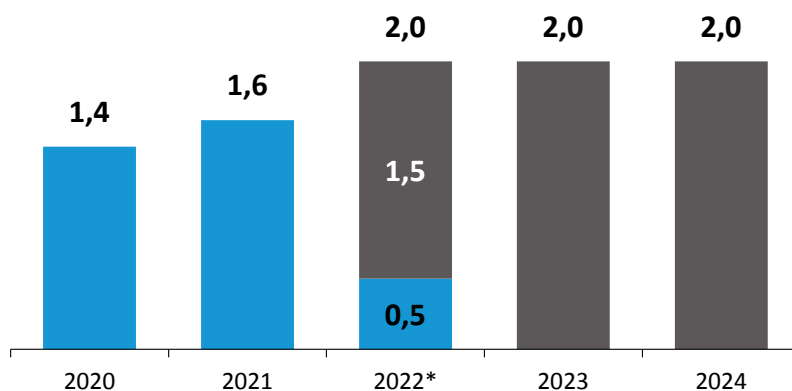
El resultado primario debería pasar de un déficit de 3,5% del PIB en 2021 (2,1% si se incluyen los ingresos extraordinarios) a 2,5% del PIB en 2022, con reducciones posteriores hasta llegar al equilibrio primario en 2025 y un superávit primario de 1,3% desde 2026 en adelante.

Evolución del resultado primario según acuerdo con FMI



Según el acuerdo, el financiamiento neto proveniente del sector privado debería ser de 2% del PIB en 2022, cuando había sido de 1.6% del PIB en 2021. Mientras tanto, en los dos primeros meses de 2022 el financiamiento neto privado alcanzó casi una cuarta parte del número previsto para todo el año.

Financiamiento neto privado en pesos según acuerdo con FMI (En porcentaje del PIB)

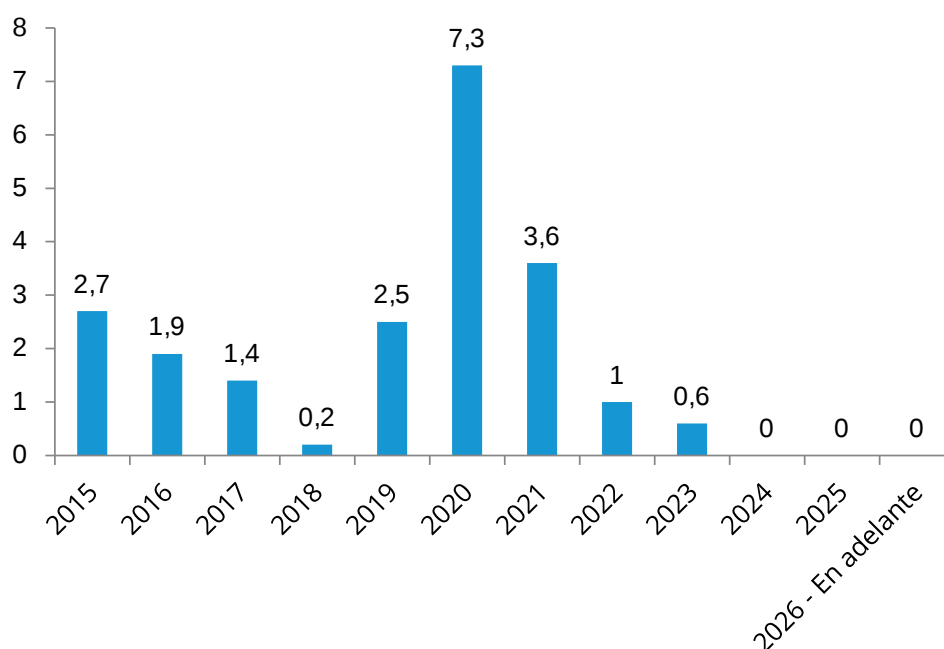


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al Ministerio de Economía y ley 27.668.

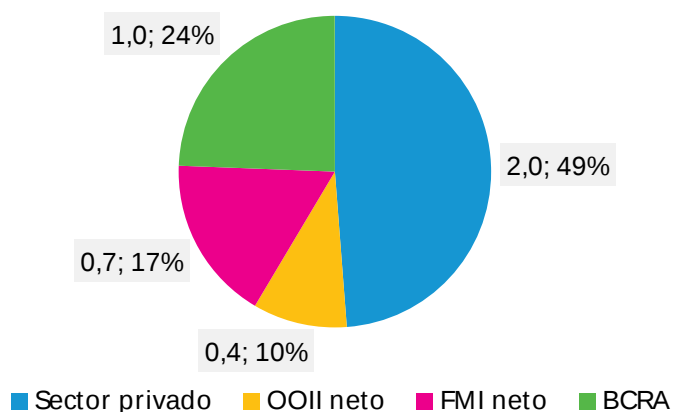
*Entre enero y febrero de 2022 el financiamiento neto privado fue de 0,5% del PIB.

Por otra parte, el acuerdo también prevé que la Asistencia del BCRA al Tesoro resulte de sólo 1% del PIB en 2022, cuando había sido de 3,6% en 2021. Por tal motivo, es que se supone que el financiamiento privado neto subiría de 1,6% a 2,0% del PIB este año. Así, el programa financiero, con necesidades financieras netas de 4,1% del PIB, se financiaría en un 50% con el sector privado, 24% por el BCRA y 17% por el FMI y resto de los organismos internacionales.

Asistencia Monetaria al Tesoro según acuerdo con FMI



Financiamiento neto del déficit financiero 2022
(en % del PIB)



La piedra angular para alcanzar la meta fiscal del acuerdo con el Fondo es la eliminación de los gastos COVID y la reducción del gasto en subsidios económicos (principalmente en energía), por 1% y 0,6% del PIB, respectivamente, en 2022. Además, el gobierno argentino logró preservar, e incrementar, el gasto de capital en el marco del acuerdo, que así podría llegar a 2% del PIB este año.

Entre otras cosas, en el acuerdo se prevé limitar las transferencias discrecionales a las provincias y disminuir el déficit de las empresas públicas. Por el lado de los ingresos, el Gobierno Nacional prevé una serie de medidas tendientes a aumentar la recaudación, como por ejemplo la actualización de las valuaciones urbanas y la disminución de la evasión, que en forma conjunta podrían tener un rendimiento extra (neto de coparticipación) de 0,4% del PIB en 2022.

Impacto de la guerra Rusia – Ucrania y los números fiscales 2022 integrando todos los efectos

Debido al aumento en los precios internacionales de las commodities agrícolas y los combustibles, sumado a la necesidad de importaciones adicionales de energía por parte de Argentina en 2022, en dicho año las cuentas fiscales del SPN podrían experimentar un desequilibrio extra de 0,8% del PIB, que se suma al déficit ya previsto.

En cambio, los recursos extras que aportará la suba en los Derechos de Exportación (DEX) de la harina y aceite de soja (más de 400 millones de dólares) serían usados para financiar el Fondo Estabilizador del Trigo Argentino, cuyo objetivo será subsidiar la compra de trigo por parte de los molinos, con el fin de reducir el impacto del aumento de los precios internacionales en los productos derivados locales. Aplicado de esa manera, no afectaría las cuentas fiscales, si los recursos extras se destinan a una erogación extra.

Así las cosas, se puede estimar cómo serían las cuentas fiscales del Sector Público Nacional en 2022, sumando todos los potenciales efectos. Se proyectó la recaudación tributaria a partir de un escenario de inflación de 55% (por encima de lo proyectado en el Acuerdo con el FMI) y de crecimiento del PIB del 4% (en línea con el crecimiento estipulado en el Acuerdo). A su vez, se calculó el posible gasto en jubilaciones, pensiones, AUH, Asignaciones Familiares y demás a partir de simulaciones de las variables involucradas en la movilidad previsional (salarios y recaudación).

Se supone que se elimina el gasto COVID que existió en 2021, que se cumple con una reducción en el gasto en subsidios de 0,6% del PIB, que bajan las transferencias discrecionales a provincias y que el gasto de capital resulta de 1,8% del PIB (menor al 2% previsto en el acuerdo, pero mayor al ejecutado en 2021 (1,6%). Para los salarios públicos se supone una caída real, al crecer nominalmente un 50% en 2022.

A partir de proyecciones en que el salario nominal deja de ganarle a la inflación en el segundo trimestre, el gasto en jubilaciones, pensiones, AUH y demás gastos indexados crecería en 0,1 pp del PIB en 2022. Con esos números, se llegaría al déficit acordado con el

FMI mediante la reducción completa del gasto COVID y un ahorro de 0,2 pp. en las transferencias corrientes a provincias, con respecto a 2021.

Argentina: cuentas fiscales para 2022

(En porcentaje del PIB)

	2021 (sin ASE ni DEG)	Ajuste FMI	Efecto guerra	Post guerra
Ingresos totales	17,5	17,2	0,2	17,3
Tributarios	16,0	15,8	0,2	16,0
Otros	1,5	1,3		1,3
Gastos primarios	21,0	19,7	1,0	20,6
Subsidios económicos	2,9	2,3	1,0	3,3
Gasto COVID-19	1,0	0,0		0,0
Personal	2,3	2,2		2,2
Jubilaciones, pensiones, AUH, AAFF e INSSJP	9,9	10,0		10,0
Transferencias corrientes a provincias	0,9	0,7		0,7
Transferencias de capital a provincias	0,4	0,3		0,3
Inversión real directa e inversión financiera	1,0	1,5		1,5
Resto del gasto	2,7	2,7		2,7
Resultado primario	-3,5	-2,5		-3,3

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía y estimaciones propias

Ahora bien, como se planteó, la guerra entre Rusia y Ucrania agregaría un desequilibrio extra por el equivalente a 0,8% del PIB en 2022, de modo que aún con un “ajuste FMI”, el déficit primario podría resultar en 2022 en torno a 3,3% del PIB.

Suponiendo que el gobierno nacional financia el déficit extra producto de los efectos de la guerra mediante la asistencia del BCRA al Tesoro, entonces la autoridad monetaria tendrá que girarle al Tesoro 1,8% del PIB, en lugar del previsto en el acuerdo con el FMI (1%). De esta forma, la base monetaria podría crecer (solo considerando como factor de variación a dicha asistencia del BCRA) un 36,6% nominal anual en 2022. Luego habría que considerar posibles efectos monetarios de compra de divisas para engrosar las reservas del BCRA y los intereses que generen sus pasivos monetarios.

Concepto	Valor
(I) Asistencia monetaria FMI	1,0
(II) Déficit extra por la guerra	0,8
(III) Asistencia monetaria 2022 (I + II)	1,79

Variación base monetaria asistencia FMI (I)	20,5%
Variación BM extra (III)	36,6%

En Foco 1

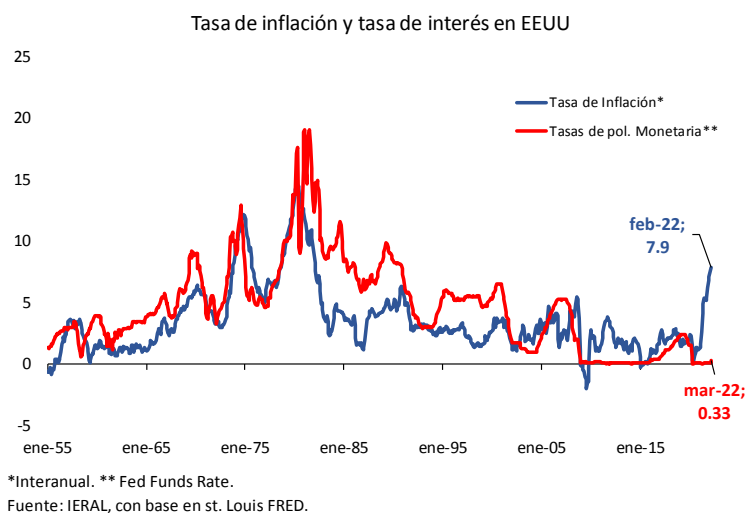
El aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos, el próximo gran desafío

Jorge Vasconcelos y Mariano Devita

- La invasión de Ucrania decidida por Moscú es un drama humanitario que se prolonga, mientras tiende a confirmarse el fenómeno ya analizado aquí, de una transición geopolítica por la que una masa muy significativa de países y empresas procuran minimizar el rol de Rusia como proveedor de energía, alimentos e insumos industriales, abriendo oportunidades para nuevos oferentes, siempre que éstos pertenezcan a países que puedan ser considerados confiables
- Simultáneamente, y en parte ligado al nuevo shock de precios de materias primas, en Estados Unidos el debate sobre la inflación es cada vez más intenso, con crecientes dudas acerca de la capacidad de la Fed de mantenerla bajo control, luego de 40 años de estabilidad. La última vez que la inflación se escapó de control en Estados Unidos, a fin de los años 70, sobrevino un ajuste monetario con tasas de interés que llegaron al 19,1 % anual, principal factor explicativo de la “Década Pérdida” por la que tuviera que atravesar América Latina durante los años 80
- Las últimas decisiones y anuncios del Banco Central de los Estados Unidos surgen de la reunión cerrada el día 15 de marzo, por las que se inauguró un nuevo período, con una suba de la tasa de política de 0,25 puntos porcentuales y la proyección de seis alzas adicionales en el transcurso de 2022, hasta llegar al umbral de 1,9 % a fin de este año
- La dinámica inflacionaria no ha sido correctamente anticipada por la Reserva Federal hasta ahora. En un evento similar al de la semana anterior realizado en diciembre de 2021, por ejemplo, la proyección que hacía el organismo para la inflación de 2022 era de 2,6 % anual, o sea, 1,7 puntos porcentuales por debajo del guarismo de 4,3 % que ahora se espera para este año
- El nuevo shock petrolero puede resultar menos corrosivo para la economía norteamericana, tanto por el hecho que la matriz productiva es mucho menos intensiva en energía, como por la capacidad de respuesta de la industria no convencional de hidrocarburos. En este sentido, el nivel de actividad se está corrigiendo a la baja en los Estados Unidos, pero no hay indicios claros que permitan predecir una recesión cercana
- En cualquier escenario, los desequilibrios que se observan son muy significativos y no son sostenibles. El mejor escenario, que conformaría un “aterrizaje suave” para la economía estadounidense deriva de un aplacamiento de las expectativas inflacionarias sin necesidad de un ajuste brusco de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. La magnitud de los desequilibrios a corregir es ilustrado por una tasa real

negativa en 6 puntos porcentuales, guarismo que no se había perforado ni siquiera durante los inflacionarios años de fin de los 70

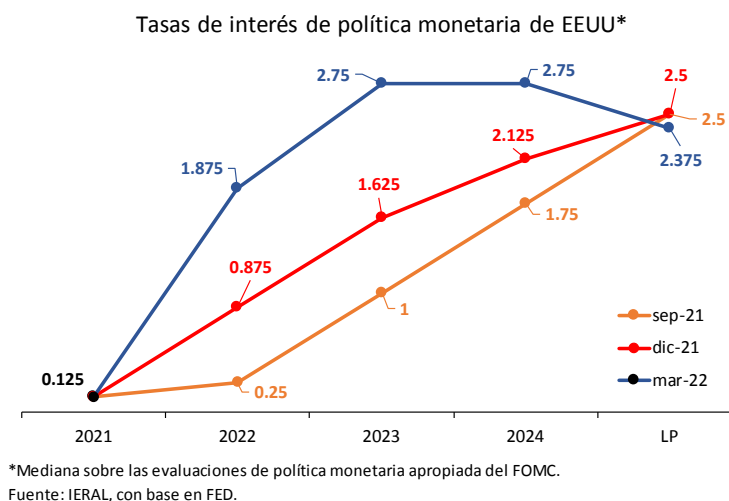
La invasión de Ucrania decidida por Moscú es un drama humanitario que se prolonga, mientras tiende a confirmarse el fenómeno ya analizado aquí, de una transición geopolítica por la que una masa muy significativa de países y empresas procuran minimizar el rol de Rusia como proveedor de energía, alimentos e insumos industriales, abriendo oportunidades para nuevos oferentes, siempre que éstos pertenezcan a países que puedan ser considerados confiables. Simultáneamente, y en parte ligado al nuevo shock de precios de materias primas, en Estados Unidos el debate sobre la inflación es cada vez más intenso, con crecientes dudas acerca de la capacidad de la Fed de mantenerla bajo control, luego de 40 años de estabilidad. La última vez que la inflación se escapó de control en Estados Unidos, a fin de los años 70, sobrevino un ajuste monetario con tasas de interés que llegaron al 19,1 % anual, principal factor explicativo de la “Década Pérdida” por la que tuviera que atravesar América Latina durante los años 80.



Con los datos de febrero, la suba de precios al consumidor en los Estados Unidos alcanzó a 7,9 % en el acumulado de doce meses, un guarismo que sólo reconoce equivalencias cuarenta años atrás, tal como se observa en el gráfico adjunto. Si bien se reconoce que la salida de la pandemia concentró en 2021 una serie de particularidades, con un formidable impulso por el lado de la demanda, con políticas fiscales y monetarias fuertemente expansivas, en un contexto en el que la economía no se había terminado de normalizar por el lado de la oferta, la preocupación tiene que ver con el riesgo del “desanclaje” de las expectativas de inflación. En 2022 la guerra de Ucrania introduce nuevos problemas de abastecimiento en el mercado de materias primas, en un contexto en el que la Reserva Federal viene “siguiendo de atrás” la trayectoria alcista de la inflación.

Las últimas decisiones y anuncios del Banco Central de los Estados Unidos surgen de la reunión cerrada el día 15 de marzo, por las que se inauguró un nuevo período, con una

suba de la tasa de política de 0,25 puntos porcentuales y la proyección de seis alzas adicionales en el transcurso de 2022, hasta llegar al umbral de 1,9 % a fin de este año.



El gradualismo del FED se inscribe dentro de una economía que exhibe señales de “recalentamiento”, con la tasa de desempleo volviendo rápidamente a los mínimos, tras una muy fuerte expansión de origen fiscal, con un déficit del Tesoro que alcanzó a 12% del PIB en 2021 y se estima en 5 % del PIB para 2022.

La dinámica inflacionaria no ha sido correctamente anticipada por la Reserva Federal hasta ahora. En un evento similar al de la semana anterior realizado en diciembre de 2021, por ejemplo, la proyección que hacía el organismo para la inflación de 2022 era de 2,6 % anual, o sea, 1,7 puntos porcentuales por debajo del guarismo de 4,3 % que ahora se espera para este año.

Proyecciones económicas de la FED									
Variable	2021	2022		2023		2024		Largo plazo	
		dic-21	mar-22	dic-21	mar-22	dic-21	mar-22	dic-21	mar-22
Variación del PIB	5.6	4	2.8	2.2	2.2	2	2	1.8	1.8
Tasa de desempleo	4.2	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	4	4
Inflación	5.5	2.6	4.3	2.3	2.7	2.1	2.3	2	2
Inflación núcleo	4.6	2.7	4.1	2.3	2.6	2.1	2.3		
Tasas de la reserva federal	0.125	0.875	1.875	1.625	2.75	2.125	2.75	2.5	2.375

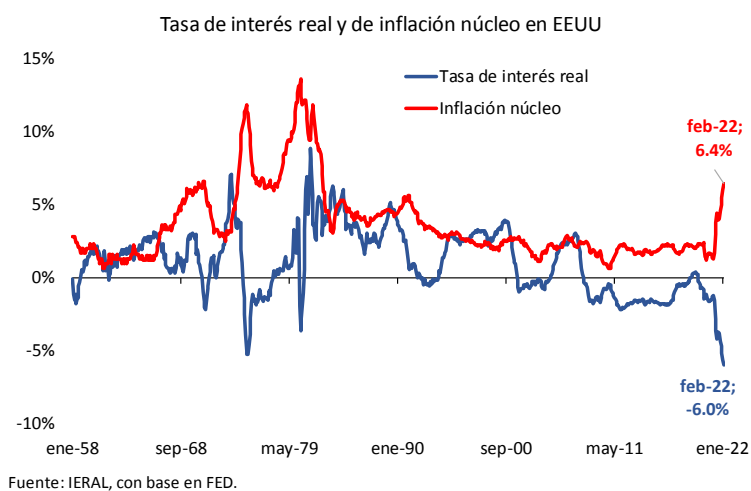
Fuente: IERAL, con base en FED

Por cierto, con la invasión a Ucrania y, dado el perfil exportador de este país y el de Rusia, una de las claves es la persistencia que habrá de tener el shock petróleo. El pico inflacionario de Estados Unidos de fin de los 70 y principios de los 80, que dió lugar al giro de 180 grados de la política monetaria de entonces, fue precedido por dos shocks petroleros de gran magnitud, en 1974 y en 1979-1980, con subas del precio del barril del 142 % y del 99 %, respectivamente. Así, en aquel momento, la economía estadounidense entró en un ciclo estanflacionario que requirió medidas extraordinarias para ser dejado atrás.

En el presente, el shock petrolero puede resultar menos corrosivo para la economía norteamericana, tanto por el hecho que la matriz productiva es mucho menos intensiva en energía, como por la capacidad de respuesta de la industria no convencional de hidrocarburos. En este sentido, el nivel de actividad se está corrigiendo a la baja en los Estados Unidos, pero no hay indicios claros que permitan predecir una recesión cercana. Al respecto, las últimas proyecciones del Fed para el PIB es de 2,8 % y en las encuestas de la Fed la probabilidad de recesión que asignan los mercados para los próximos 6 meses es muy baja¹.

Política monetaria

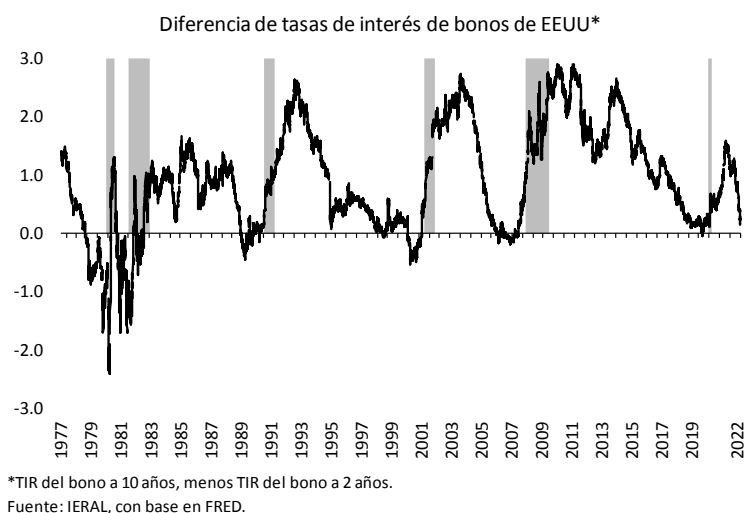
En cualquier escenario, cabe subrayar que los desequilibrios que se observan son muy significativos y no son sostenibles, por lo que hay correcciones que resultan inevitables. El mejor escenario, que conformaría un “aterrizaje suave” para la economía estadounidense derivaría de un aplacamiento de la inflación y de las expectativas inflacionarias sin necesidad de un ajuste brusco de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. La magnitud de los desequilibrios a corregir se ilustra, entre otros indicadores, por el hecho que los últimos datos muestran una tasa real negativa por 6 puntos porcentuales, guarismo que no se había perforado ni siquiera durante los inflacionarios años de fin de los 70.



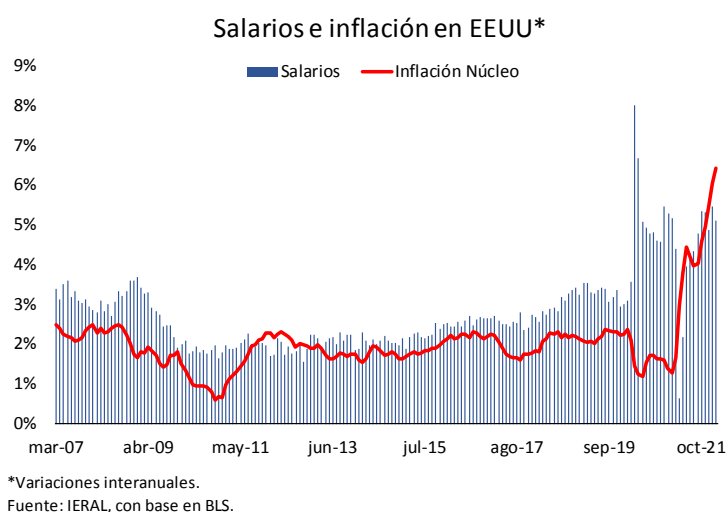
Otro indicador a seguir, aunque más controvertido en el plano académico, es el vinculado con la diferencia de rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense. Por caso, si las tasas de interés de los bonos más largos (a 10 años, por ejemplo) tienden a ubicarse por debajo de las tasas de bonos más cortos (dos años, para el gráfico adjunto), puede interpretarse que el mercado está anticipando el riesgo de una recesión. Estadísticamente, un importante número de recesiones en los Estados Unidos ha sido precedido por una inversión de la curva de rendimientos (tasas más bajas para los bonos más largos), pero es materia de controversia la precisión de este indicador en cuanto a los tiempos, así como la relación de causalidad entre las variables monetarias y reales. Aún con esas advertencias,

¹ Fuente: IERAL con base en SMP, New York Fed. Los resultados refieren a enero de 2022. Allí la probabilidad de recesión mediana era del 9% para los próximos 6 meses. Este número puede ser más alto para el SMP de marzo.

hay que tener en cuenta que la diferencia de rendimiento de bonos largos y cortos se ha achicado en forma significativa en el último período, tal como se observa en el gráfico.

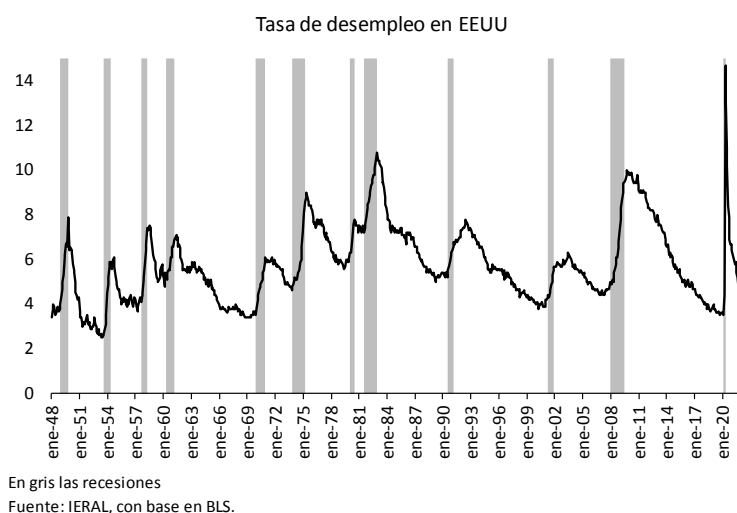


De todos modos, también es cierto que, desde la crisis de 2008, los bancos centrales de los países desarrollados han comenzado a intervenir en el mercado de capitales, adquiriendo bonos del Tesoro de los respectivos países. Al operar la Fed regularmente en ese mercado, se moderan las fluctuaciones de tasas de bonos largos, dejando de reflejar fielmente las expectativas de los agentes privados. Por ende, el mercado accionario podría tener un recorrido menos sincronizado que en experiencias anteriores en relación a la tasa de interés de los bonos. Indicadores más rudimentarios, como la “inflación salarial”, quizá pasen a ser un “segundo mejor” para prevenir cambios bruscos de ritmo de la política fiscal y monetaria. El fogonazo inflacionario de los últimos meses, parece estar descontado en los aumentos salariales de meses anteriores.



La tasa de desempleo se encuentra en el piso de los últimos 50 años, y ha seguido bajando en un contexto de fuerte aumento de los salarios, como se observa en el gráfico adjunto. La pregunta es si las mejoras de productividad permitirán absorber el impacto de los salarios sobre los costos. En caso contrario, o se reducen los márgenes empresariales o se

plantea el riesgo de una espiral de precios y salarios, en la medida en que la Reserva Federal no pueda mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación. Obviamente, en caso que la inflación no se frene, el Banco Central estadounidense se verá obligado a imprimir un ritmo mucho más drástico en la suba de las tasas de interés y, en ese caso, es inevitable que el enfriamiento de la economía ocurra a una velocidad que hoy no está contemplada en el consenso de los escenarios.



En Foco 2

El dato regional de la semana: La producción láctea crece a menor ritmo, con costos que suben más rápido que los precios al productor

Nicolás Torre

- Durante el primer bimestre de 2022, la producción de leche cruda se incrementó 1,1 % en el promedio nacional en relación a los 12 meses anteriores, marcando desaceleración respecto de los guarismos previos. Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos lideran con crecimientos del +1,1% +0,5% y +3,9%, respectivamente. En tanto, se observan contracciones de la producción en Buenos Aires (-1,4%), La Pampa (-2,2 %) y Santiago del Estero (-2,3%)
- La suba de precios nominales y reales al productor tambero durante el primer bimestre de 2022 ha superado el ritmo de variación del IPC, pero no alcanza para recomponer la ecuación económica del tambo
- En febrero'22 el productor tambero cobró \$37,69 (promedio país), lo que le permitió mejorar un +2,7% en términos reales en relación a igual mes de 2021. No obstante, los principales insumos de la actividad se han encarecido a un ritmo superior, por lo que el poder de compra de la leche cruda se está achicando

Producción lechera creciendo a un menor ritmo

Según estimaciones de la Dirección Nacional de Lechería (DNL) de la Nación, en 2021 la producción de leche cruda en Argentina alcanzó los 11.553 millones de litros (4% más que en 2020; el volumen más elevado desde 2015). Sin embargo, durante el comienzo de 2022 el crecimiento de la producción exhibe una relativa desaceleración: +1,1% promedio Enero-Febrero, en relación a mismo periodo de 2021.

La evolución productiva fue dispar según regiones. Por un lado, Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos lograron crecimientos interanuales de +1,1%, +0,5% y +3,9%, respectivamente, en el primer bimestre de 2022, contra crecimientos del +3,2%, +1,5% y +2,5% en el acumulado de los últimos 12 meses, respectivamente. En contraste, las provincias de Buenos Aires, La Pampa y Santiago del Estero exhibieron una contracción interanual de -1,4%, -2,2%, y -2,3% en el primer bimestre, respectivamente, contra variaciones de +0%, -2,3% y -2,1% en el acumulado de los últimos 12 meses.

Evolución de la producción y precios de la leche por regiones

		BUENOS AIRES	CÓRDOBA	SANTA FE	ENTRE RÍOS	LA PAMPA	SGO DEL ESTERO	ARGENT. SIGLEA
Producción	var. Ene-Feb'22:							
	vs. Ene-Feb'21	-1,4%	+1,1%	+0,5%	+3,9%	-2,2%	-2,3%	+1,1%
	var. Ult. 12 meses:							
	vs 12M previos	-0,0%	+3,2%	+1,5%	+2,5%	-2,3%	-2,1%	+1,9%
Precios	Feb'22	38,43	37,03	38,04	36,99	36,12	35,23	37,69
	Feb'21	24,17	23,83	24,71	24,01	22,46	24,29	24,20
	Var % \$ corr	+59,0%	+55,4%	+53,9%	+54,1%	+60,8%	+45,0%	+55,7%
	Feb'21 const.	36,65	36,14	37,47	36,41	34,06	36,84	36,70
	Var % \$ const	+4,8%	+2,5%	+1,5%	+1,6%	+6,0%	-4,4%	+2,7%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de DNL-MinAgroindustria.

¿Qué factores están ralentizando el crecimiento de la producción durante el arranque de 2022? La producción lechera es una actividad está condicionada principalmente por: (i) el clima (determina la cantidad y calidad de forraje disponible a futuro), y (ii) la ecuación económica del Tambo.

En lo que respecta al clima, el ciclo 2021/22 ha sido un poco menos favorable en algunas regiones que el previo, como consecuencia del ciclo climático global conocido como fenómeno “Niño” y “Niña”). La mayor predominancia de un evento “quasi-Niña” durante el último verano local generó menores lluvias que lo habitual, condicionando la cantidad y calidad de forraje diferido que se dispondrá en los próximos 12 meses venideros.

Precios mejorando, pero a menor velocidad que la suba de costos

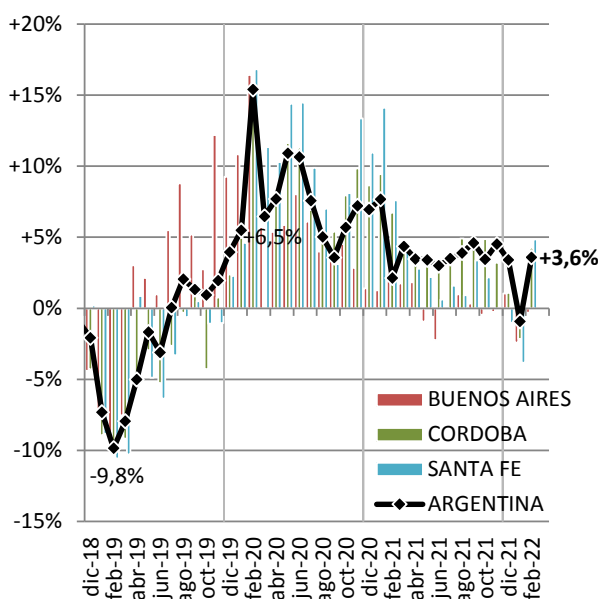
En lo que respecta a la ecuación económica del Tambo, el precio de la leche cruda exhibe cierta recuperación durante el inicio de 2022, tras un sostenido declive (en términos reales) entre junio y diciembre 2021. En febrero'22 el productor tambero cobró \$37,69 (promedio país), lo que le permitió cobrar un +2,7% en términos reales que en similar mes de 2021.

Los precios cobrados en cada provincia difieren, a razón de factores como distancia a los grandes centros de consumo (y puntos de exportación), tipología de lácteos elaborados con la leche en cada provincia, entre otros factores. Entre las grandes productoras, en Febrero'22 la provincia de Buenos Aires exhibe el mejor precio cobrado por litro (\$38,43, +4,8% ia en términos reales), frente a Santa Fe (\$38,04, +1,5% ia) y Córdoba (\$37,03, +2,5% ia). En tanto, el productor en Entre Ríos cobró \$36,99, en La Pampa \$36,12, y en Santiago del Estero \$35,23.

Evolución de la producción y precios de la leche por regiones

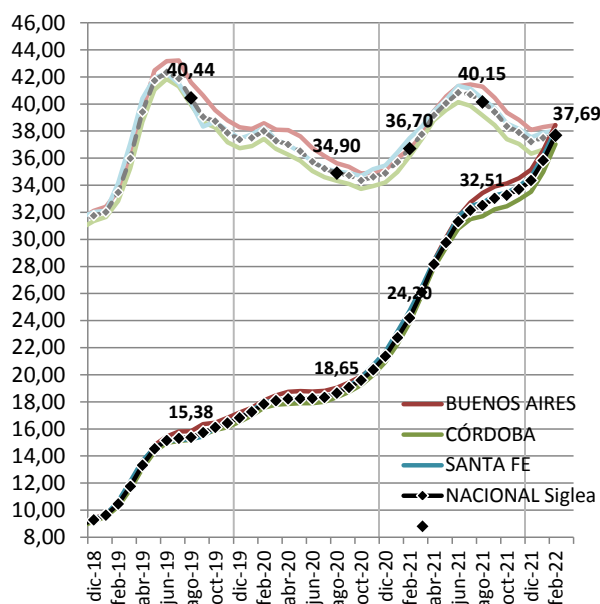
(a) Var. % interanual

Tambo constante*



(b) Precio de la Leche Cruda

En \$ corrientes y \$ de Febrero'22



(*) En base a más de 9.000 tambos asociados por las industrias en el Sistema Integrado de Gestión de la Lechería Argentina (SIGLEA)

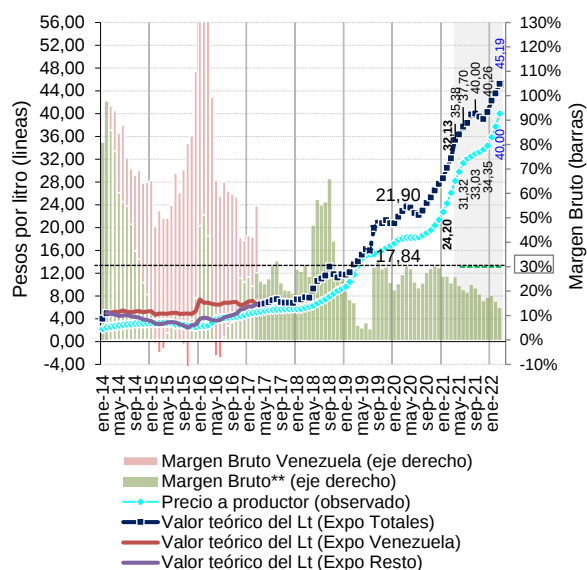
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de DNL-MinAgroindustria.

La ecuación del tambo se encuentra muy desmejorada por la suba del maíz y la soja en los últimos 3 meses. Si bien han mejorado los precios internacionales de los lácteos, el traspaso a los precios internos es lento y gradual. De suponer que la industria mejore a los productores el precio de la leche hasta \$40 en Marzo (un valor bastante exigente para la actual ecuación exportadora del exportador de Leche en Polvo), la relación Leche/Maíz será de 1,20, una de las más bajas en los últimos 6 años. En tanto, la relación Leche/Soja sería de 0,85, también entre una de las más desfavorables en los últimos tiempos.

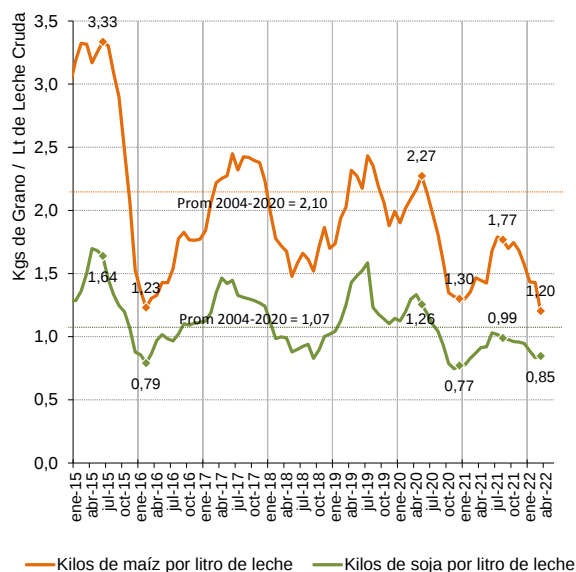
En resumen, el crecimiento de la producción de leche solo continuará en positivo si el precio recibido por los tamberos recupera terreno frente a los insumos principales de la actividad. La velocidad con la que lo haga determinará si se puede sostener, o estaremos frente al inicio de una fase de contracción en la producción primaria.

Escenario de Precios y Relaciones Insumo-Producto, Marzo'22

(a) Margen Bruto de la Industria
Exportadora de Leche en Polvo*



(b) Relaciones Insumo-Producto
Leche/Maíz, Leche/Soja



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de INDEC, DNL-MinAgroindustria, BCR, y BCRA.