



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 44 - Edición N° 1067 - 4 de Abril de 2022

La recalibración permanente

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

BROKERS / ACAP

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

La recalibración permanente¹

El acuerdo con el FMI ya está en vigencia, y la Argentina recibió el primer desembolso de 9,7 mil millones de dólares, que le permitió oxigenar las reservas del BCRA tras hacer frente al vencimiento de 2,7 mil millones con el mismo organismo. Sin embargo, el impacto sobre las variables financieras ha sido marginal, por lo que el gobierno no ha podido eclipsar la principal fuente de preocupaciones, una inflación que se acelera, marcando una variación del IPC de 4,7 % en febrero y un estimado por encima de 5,0 % para marzo. Esta dinámica habrá de afectar el nivel de actividad, por la pérdida de poder adquisitivo de la población: así, la medición desestacionalizada del PIB puede estar devolviendo en el primer semestre más de la mitad del “arrastre estadístico” con el que había arrancado el año (del orden de los 3,5 puntos), ya que también hay que computar el menor volumen de cosecha y el posible cierre de plantas por falta de energía. La inflación no es una meta auditable por el FMI, pero un guarismo que apunta al 60 % anual tiende a socavar la política monetaria y cambiaria del Banco Central, complicando el objetivo de reducir la brecha cambiaria y de lograr una liquidación fluida de granos en el momento de la cosecha.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 3 de Abril de 2022

El acuerdo con el FMI ya está en vigencia, y la Argentina recibió el primer desembolso de 9,7 mil millones de dólares, que le permitió oxigenar las reservas del BCRA tras hacer frente al vencimiento de 2,7 mil millones con el mismo organismo. Sin embargo, el impacto sobre las variables financieras ha sido marginal, por lo que el gobierno no ha podido eclipsar la principal fuente de preocupaciones, una inflación que se acelera, marcando una variación del IPC de 4,7 % en febrero y un estimado por encima de 5,0 % para marzo. Esta dinámica habrá de afectar el nivel de actividad, por la pérdida de poder adquisitivo de la población: así, la medición desestacionalizada del PIB puede estar devolviendo en el primer semestre más de la mitad del “arrastre estadístico” con el que había arrancado el año (del orden de los 3,5 puntos), ya que también hay que computar el menor volumen de cosecha y el posible cierre de plantas por falta de energía. La inflación no es una meta auditable por el FMI, pero un guarismo que apunta al 60 % anual tiende a socavar la política monetaria y cambiaria del Banco Central, complicando el objetivo de reducir la brecha cambiaria y de lograr una liquidación fluida de granos en el momento de la cosecha.

El documento divulgado por el FMI para confirmar la aprobación del programa elaborado con Argentina es un reconocimiento brutal de las dificultades que existen para recrear la confianza. Sus redactores agotaron los sinónimos de la palabra “advertencia”: sobre los problemas de consistencia, sustentabilidad de la deuda, falta de compromiso de las autoridades con las reformas, la precariedad de algunos supuestos adoptados, aunque en este último caso la invasión a Ucrania por parte de las fuerzas rusas brindará algunas justificaciones.

Así, el monitoreo de los compromisos trimestrales asumidos por la Argentina será una fuente de incertidumbre y de “recalibración” recurrente de las metas bosquejadas.

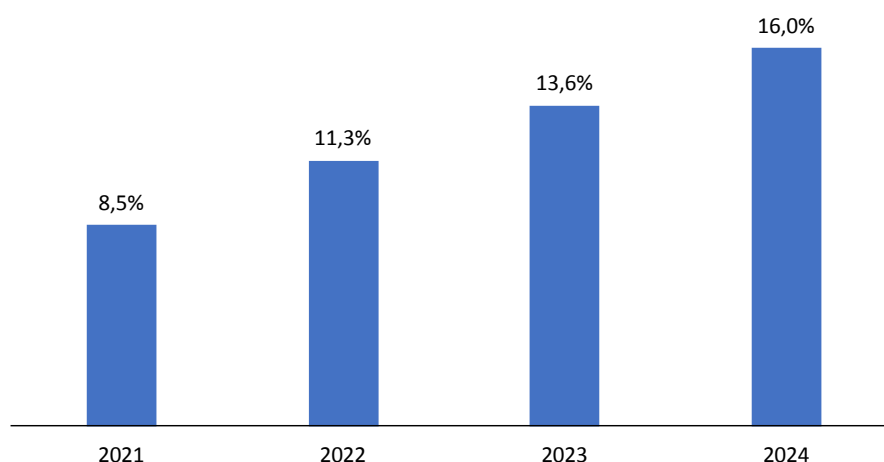
La aceleración inflacionaria puede contribuir a recortar el déficit, tanto por la recaudación de impuestos como por el lado del gasto (salarios, jubilaciones dado cierto rezago con el que actúa la fórmula de indexación). Pero no será suficiente para compensar los subsidios a la energía y al transporte, que estarían aumentando en 0,8 % del PIB según estimación de IERAL, en lugar de bajar por una cifra similar como estaba previsto. Esto por la falta de oferta local de gas y combustibles líquidos, la necesidad de importarlos y la persistencia del atraso tarifario.

El cambio de precios relativos generado por la invasión rusa a Ucrania deriva en aumento de exportaciones agroindustriales estimado en 6,0 mil millones, pero también incremento del déficit energético del orden de los 4,0 mil millones y un plus de importaciones de fertilizantes por 1,0 mil millones. Este pequeño saldo positivo externo no se corresponde en el plano fiscal, ya que la mejora de recaudación por retenciones es marginal frente a los mayores costos en subsidios.

La aceleración inflacionaria no alcanza para compensar ese desfase pero, además, es altamente corrosiva para la marcha del programa:

- frena el nivel de actividad a través de la pérdida del poder adquisitivo de la demanda y debilita todavía más el tejido social.
- deja a la política del Banco el Banco Central “detrás de los acontecimientos”, ya que el tipo de cambio y las tasas de interés se ajustan con rezago. Así, tras el 4,7 % de variación del IPC de febrero (conocido a mediados de marzo), la tasa de devaluación pasó a un ritmo mensual de 3,0 % y la tasa de interés al 3,5 % (Badlar), y para abril podría darse una movida análoga.
- para que se active el circuito que se cierra con la venta de dólares por parte de los exportadores, se necesita la liquidación fluida de granos por parte de los productores. Y esto depende de sus expectativas vinculadas con los precios internacionales y la trayectoria del tipo de cambio oficial. El año pasado, el Banco Central pudo realizar compras netas de divisas a un ritmo de 1,5 mil millones de dólares por mes entre abril y junio, porque se habían desactivado las expectativas de devaluación, y la brecha cambiaria se había recortado a 60/65 %. Ahora, con una brecha cambiaria cercana al 80%, se abre un signo de interrogación sobre el ritmo de la liquidación de granos.

Argentina: Vencimientos del Tesoro más nuevo endeudamiento
(Estimación IERAL en % del PIB)



Fuente: IERAL, con base en FMI, Finanzas y est. propias.

No hay que perder de vista que estos avatares derivan de un gasto público que se ha instalado unos 2,5 puntos del PIB por encima del pre-covid (2019), sin financiamiento genuino. El programa con el Fondo sólo intenta encapsular estos desequilibrios, por lo que una de las variables a monitorear es la deuda del Tesoro en pesos, en títulos de un plazo promedio apenas superior a un año. En 2021 se colocaron bonos en el mercado local por 8,5 % del PIB y, en cálculos de IERAL (conservadores) para 2024 la necesidad de financiamiento podría llegar a 16,0 puntos del PIB, condicionando el tipo de políticas a adoptar por el próximo gobierno.

La falta de “reformas estructurales” en el acuerdo con el FMI hace muy difícil “comprar” las proyecciones más optimistas.

Argentina: ahorro e inversión, público y privado

Balance Ahorro-Inversión	2020	2021	2022	2023	2024
Ahorro nacional bruto	14.8	18.2	17.4	17.4	17.4
Privado	23.4	22.8	21.2	20.5	20.5
Público	-8.6	-4.6	-3.8	-3.2	-3.1
Inversión domestica bruta	13.9	16.9	16.9	17.0	17.1
Privada	11.5	13.8	13.0	13.1	13.3
Pública	2.3	3.1	3.9	3.9	3.8

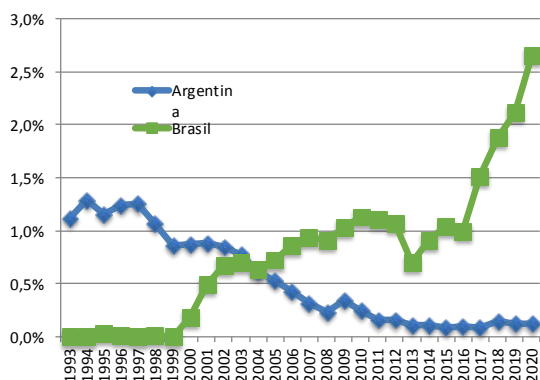
Las cifras están expresadas en % del PIB

Fuente: Memorando de entendimiento Argentina/ FMI

Obsérvese lo que ocurre con la inversión. En 2022, se ubicaría en 17 % del PIB, entre 5 y 6 puntos por debajo de lo que se necesita para crecer a buen ritmo. A pesar de esto, el Memorando prevé que la tasa de inversión se mantenga plana por varios años consecutivos, y no por falta de recursos, ya que el ahorro privado alcanzaría este año 21,2 % del PIB, sino de la succión (“desahorro”) por parte del sector público, estimada en 3,8 % del PIB.

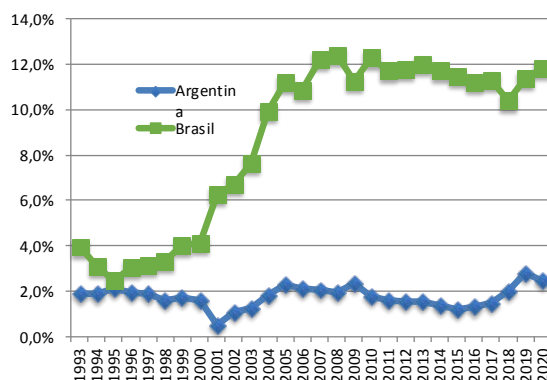
Reglas de juego inadecuadas y expectativas fagocitadas por 10 años de estanflación hacen a la Argentina el laboratorio de las oportunidades desperdiciadas. El ejemplo más reciente y contundente es la paradoja de enfrentar la suba del precio internacional de los combustibles por la guerra de Ucrania con los recursos subutilizados de Vaca Muerta. Las inversiones en la Argentina escasean los sectores expuestos a regulaciones cortoplacistas. Ocurre con la carne, dónde los gobiernos traban negocios de exportación para abaratar artificialmente el precio de los cortes en el mercado interno; pero también con los combustibles, por razones análogas. El resultado es que estas actividades nunca adquieren el volumen y la dimensión que podrían alcanzar, porque las exportaciones no despegan.

Participación de Argentina y Brasil en las exportaciones mundiales de petróleo



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Comtrade

Participación de Argentina y Brasil en las exportaciones mundiales de carne



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Comtrade

Las diferencias con Brasil son abrumadoras, pese a que el vecino del Mercosur no es un ejemplo de desregulación. En los ´90, el market share sobre las exportaciones mundiales de carnes era de 2 % para la Argentina y de 3 % para Brasil, pero en el presente nuestro vecino escaló al 12 % del global, mientras nuestro país se mantiene en aquel andarivel.

En el caso de las exportaciones mundiales de petróleo, Argentina en los 90 capturaba el 1,3 % del mercado y Brasil era insignificante. Ahora el vecino alcanzó un market share de 2,7 % del mercado petrolero y la Argentina pasó al 0,2/0,3 %. ¿Seguimos pensando que no hacen falta reformas en nuestro país?