



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1434 - 28 de Julio de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Vasconcelos

Tras las advertencias del FMI, un sendero de “prueba y error” y un Plan B en posible gestación

En Foco 1 – Marcos Cohen Arazi y Lautaro Carranza

Trends: récord histórico de búsquedas sobre el dólar

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

Tras las advertencias del FMI, un sendero de “prueba y error” y un Plan B en posible gestación

- Las advertencias del staff del FMI deben ser leídas en “clave de fin de año”. Al parecer, la Argentina tiene margen para mostrar resultados de aquí a fin de setiembre, para asegurarse el desembolso del 10 de diciembre previsto en el acuerdo, de nada menos que 6,2 mil millones de dólares. Los desafíos técnicos y políticos para lograrlo son mayúsculos, y el gobierno ha comenzado a transitar este tercer trimestre por un sendero de “prueba y error” que, si no diera resultados, planteará opciones más extremas de política económica
- Ante las crecientes dificultades, el Banco Central ha salido al rescate de la deuda interna, pero estas intervenciones tienen severos efectos colaterales y no puede ser infinitas. Desde principios de junio, se estima que el BCRA ha emitido pesos por 1,1 millón de millones de pesos comprando bonos del Tesoro en el mercado secundario, cifra equivalente a 1,5 puntos del PIB, lo que explica el impacto al alza que ha tenido sobre la brecha cambiaria y las expectativas de inflación, ya que esta movida se superpone a la emisión directa a favor del Tesoro por 1,0 % del PIB prevista para el año. El piso de la inflación de 2022 explicado por expansión monetaria se acerca al 85 % interanual. No se pueden cambiar las expectativas de inflación si no se ataca la combinación de variables fiscales y monetarias que dan lugar a ese fenómeno
- Recientes anuncios del Banco Central apuntan a acelerar la liquidación de granos por parte de los productores, abriendo la posibilidad de acceder a “dólar ahorro” sin las restricciones del cupo de 200, por hasta el 30 % de la operación. El mecanismo, prevé que el 70 % de la venta de granos pueda ser depositado en una especie de caja de ahorro en pesos ajustable por el tipo de cambio oficial, una suerte de seguro “anti-devaluación” que ya no puede ser ofrecido por el BCRA a través de operaciones de “dólar futuro” (Rofex). Es posible que haya algún volumen adicional de operaciones en el mercado de granos a propósito de estas medidas, pero con un efecto muy acotado en el tiempo
- El deterioro del sector externo no se explica por el eventual atraso en la liquidación de granos, o por el peso puntual de las facturas de gas importado, sino por la acumulación de desbordes fiscales y monetarios, que se expresan en inflación que atrasa el tipo de cambio real y demanda agregada que no puede ser satisfecha por la oferta local. Desde junio de 2019 a igual mes de 2022, las importaciones de productos industriales pasaron de 3648 a 6537 millones de dólares, un aumento de 79,2 %. Anualizando el dato de junio, se tienen compras al exterior de productos industriales por 78,5 mil millones de dólares en 2022, vs 43,8 mil millones en 2019, aplicando igual metodología. La diferencia de 35 mil millones, en parte explicada por un atraso cambiario del orden del 20 % en el período, está lejos de ser sustentable
- Para que la dinámica fiscal y monetaria sea consistente en lo que resta de 2022 el gobierno deberá trabajar activamente en el control del gasto público, ya que la política monetaria ha quedado subordinada a la necesidad de financiar directa e indirectamente al Tesoro. Las partidas destinadas a financiar el déficit de las empresas estatales y la inversión pública son las primeras candidatas al ajuste, ante la falta de avances en el recorte a los subsidios energéticos y del transporte. Las internas del oficialismo y la relación Nación-Provincias serán puestas a prueba en este escenario
- El otro instrumento para encauzar las cuentas fiscales pasa por evitar que el gasto corriente del sector público copie la trayectoria de la recaudación. En un escenario de aceleración de la tasa de inflación, esta tarea puede verse facilitada. Esto porque las partidas de gasto público se mueven con inercia, en parte atadas a la inflación pasada, permitiendo hacer un ajuste si se tiene la convicción y la fortaleza política para hacerlo
- Obsérvese al respecto la escalera ascendente de inflación interanual en lo que va del año, y lo que puede proyectarse para próximos meses. En enero, el acumulado de doce meses de la variación del IPC se ubicaba en el 50 %, en 4 meses pasó al escalón del 60 % interanual y los datos de julio habrán de inaugurar el peldaño del 70 % , con un 80 % interanual que sería alcanzado hacia setiembre/octubre. Por supuesto que la evolución desfasada de gasto e ingresos es un instrumento que puede funcionar en el corto plazo, pero no se puede descansar en ese mecanismo en un horizonte de mediano plazo. Al contrario, usar y abusar de la escalera ascendente de la inflación puede derivar en una espiral de devaluación, precios y salarios

- En la medida en que el sendero de “prueba y error” no logre revertir el deterioro de las expectativas y/o las principales fracciones del oficialismo le quiten el apoyo a los últimos pasos dados por la conducción económica, hay pocas opciones disponibles para enfrentar la crisis con chances de revertirla
- No pueden desecharse medidas en línea con la devaluación de fin de 2013, principios de 2014, pero sí subrayar los riesgos que surgen de las diferencias de contexto. En aquella oportunidad, la inflación interanual se ubicaba en el 26,7 %, la brecha cambiaria era del 64 %, el nivel de las reservas netas del Banco central se ubicaba en torno a los 16 mil millones de dólares, mientras que, a nivel político, no existían fisuras relevantes en el seno del oficialismo. Las condiciones del presente obligan a pasos cuidadosos, reforzando al máximo las pocas anclas disponibles
- Una devaluación sin anclas puede inaugurar una “etapa superior” de la espiral de precios, dólar y salarios, por lo que es clave que la política fiscal sea suficientemente potente para que, a su vez, la política monetaria recupere el rol de regenerar la demanda de pesos, objetivo que no se puede lograr si la emisión está subordinada al financiamiento directo e indirecto del Tesoro. Sin esas anclas, las eventuales políticas de ingresos que puedan intentarse tendrían vida corta

En Foco 1:**16*****Trends: récord histórico de búsquedas sobre el dólar***

- En las últimas semanas se concretó un récord para la brecha cambiaria entre el dólar informal y el dólar oficial, y al mismo tiempo las búsquedas de los argentinos sobre dólar blue en internet también manifestaron un récord histórico total en los últimos 30 años
- El interés de los argentinos por el dólar alcanzó un nuevo máximo histórico en 2022, creció 143% en julio respecto del mismo mes del año previo, y 328% respecto del mismo mes en 2020, además también se multiplicó por 4 respecto de diciembre de 2019, cuando imperaba una fuerte inestabilidad cambiaria
- Por otra parte, el nivel de brecha cambiaria se ubica en un nivel elevado, muy superior a las etapas anteriores. En lo que va de 2022 promedia 90% (121% promedio en el mes de julio). En el periodo 2016-2019 se había ubicado en 2% y en 2012-2015 en 47%

Editorial

Tras las advertencias del FMI, un sendero de “prueba y error” y un Plan B en posible gestación

Jorge Vasconcelos

- Las advertencias del staff del FMI deben ser leídas en “clave de fin de año”. Al parecer, la Argentina tiene margen para mostrar resultados de aquí a fin de setiembre, para asegurarse el desembolso del 10 de diciembre previsto en el acuerdo, de nada menos que 6,2 mil millones de dólares. Los desafíos técnicos y políticos para lograrlo son mayúsculos, y el gobierno ha comenzado a transitar este tercer trimestre por un sendero de “prueba y error” que, si no diera resultados, planteará opciones más extremas de política económica
- Ante las crecientes dificultades, el Banco Central ha salido al rescate de la deuda interna, pero estas intervenciones tienen severos efectos colaterales y no puede ser infinitas. Desde principios de junio, se estima que el BCRA ha emitido pesos por 1,1 millón de millones de pesos comprando bonos del Tesoro en el mercado secundario, cifra equivalente a 1,5 puntos del PIB, lo que explica el impacto al alza que ha tenido sobre la brecha cambiaria y las expectativas de inflación, ya que esta movida se superpone a la emisión directa a favor del Tesoro por 1,0 % del PIB prevista para el año. El piso de la inflación de 2022 explicado por expansión monetaria se acerca al 85 % interanual. No se pueden cambiar las expectativas de inflación si no se ataca la combinación de variables fiscales y monetarias que dan lugar a ese fenómeno
- Recientes anuncios del Banco Central apuntan a acelerar la liquidación de granos por parte de los productores, abriendo la posibilidad de acceder a “dólar ahorro” sin las restricciones del cupo de 200, por hasta el 30 % de la operación. El mecanismo, prevé que el 70 % de la venta de granos pueda ser depositado en una especie de caja de ahorro en pesos ajustable por el tipo de cambio oficial, una suerte de seguro “anti-devaluación” que ya no puede ser ofrecido por el BCRA a través de operaciones de “dólar futuro” (Rofex). Es posible que haya algún volumen adicional de operaciones en el mercado de granos a propósito de estas medidas, pero con un efecto muy acotado en el tiempo
- El deterioro del sector externo no se explica por el eventual atraso en la liquidación de granos, o por el peso puntual de las facturas de gas importado, sino por la acumulación de desbordes fiscales y monetarios, que se expresan en inflación que atrasa el tipo de cambio real y demanda agregada que no puede ser satisfecha por la oferta local. Desde junio de 2019 a igual mes de 2022, las importaciones de productos industriales pasaron de 3648 a 6537 millones de dólares, un aumento de 79,2 %. Anualizando el dato de junio, se tienen compras al exterior de productos industriales por 78,5 mil millones de dólares en 2022, vs 43,8 mil millones en 2019, aplicando igual metodología. La

diferencia de 35 mil millones, en parte explicada por un atraso cambiario del orden del 20 % en el período, está lejos de ser sustentable

- Para que la dinámica fiscal y monetaria sea consistente en lo que resta de 2022 el gobierno deberá trabajar activamente en el control del gasto público, ya que la política monetaria ha quedado subordinada a la necesidad de financiar directa e indirectamente al Tesoro. Las partidas destinadas a financiar el déficit de las empresas estatales y la inversión pública son las primeras candidatas al ajuste, ante la falta de avances en el recorte a los subsidios energéticos y del transporte. Las internas del oficialismo y la relación Nación-Provincias serán puestas a prueba en este escenario
- El otro instrumento para encauzar las cuentas fiscales pasa por evitar que el gasto corriente del sector público copie la trayectoria de la recaudación. En un escenario de aceleración de la tasa de inflación, esta tarea puede verse facilitada. Esto porque las partidas de gasto público se mueven con inercia, en parte atadas a la inflación pasada, permitiendo hacer un ajuste si se tiene la convicción y la fortaleza política para hacerlo
- Obsérvese al respecto la escalera ascendente de inflación interanual en lo que va del año, y lo que puede proyectarse para próximos meses. En enero, el acumulado de doce meses de la variación del IPC se ubicaba en el 50 %, en 4 meses pasó al escalón del 60 % interanual y los datos de julio habrán de inaugurar el peldaño del 70 % , con un 80 % interanual que sería alcanzado hacia setiembre/octubre. Por supuesto que la evolución desfasada de gasto e ingresos es un instrumento que puede funcionar en el corto plazo, pero no se puede descansar en ese mecanismo en un horizonte de mediano plazo. Al contrario, usar y abusar de la escalera ascendente de la inflación puede derivar en una espiral de devaluación, precios y salarios
- En la medida en que el sendero de “prueba y error” no logre revertir el deterioro de las expectativas y/o las principales fracciones del oficialismo le quiten el apoyo a los últimos pasos dados por la conducción económica, hay pocas opciones disponibles para enfrentar la crisis con chances de revertirla
- No pueden desecharse medidas en línea con la devaluación de fin de 2013, principios de 2014, pero sí subrayar los riesgos que surgen de las diferencias de contexto. En aquella oportunidad, la inflación interanual se ubicaba en el 26,7 %, la brecha cambiaria era del 64 %, el nivel de las reservas netas del Banco central se ubicaba en torno a los 16 mil millones de dólares, mientras que, a nivel político, no existían fisuras relevantes en el seno del oficialismo. Las condiciones del presente obligan a pasos cuidadosos, reforzando al máximo las pocas anclas disponibles
- Una devaluación sin anclas puede inaugurar una “etapa superior” de la espiral de precios, dólar y salarios, por lo que es clave que la política fiscal sea suficientemente potente para que, a su vez, la política monetaria recupere el rol de regenerar la demanda de pesos, objetivo que no se puede lograr si la emisión está subordinada al

financiamiento directo e indirecto del Tesoro. Sin esas anclas, las eventuales políticas de ingresos que puedan intentarse tendrían vida corta

“La situación en la Argentina es muy preocupante”, acaban de decir miembros prominentes del FMI. El mensaje no fue sólo en privado. En el transcurso de una conferencia de prensa, uno de sus principales economistas precisó: “La Argentina tiene un proceso inflacionario que no está anclado. Hay expectativas de que podría aumentar aún más en el transcurso del año. Y, por supuesto, reducir la inflación a un nivel más estable, a un entorno macroeconómico más estable, tiene que ser la prioridad absoluta para el país”. Por el momento, son sólo advertencias, ya que hace un mes, el 28 de junio pasado, el Fondo transfirió el equivalente a 4,0 mil millones de dólares al BCRA, como contrapartida del cumplimiento de las metas fiscales, monetarias y cambiarias del primer trimestre.

El próximo desembolso, por una cifra cercana a los 4,1 mil millones, debería ocurrir el 10 de setiembre, y es posible que esa transferencia no sea objetada por las autoridades del FMI, ya que la Argentina cerró el segundo trimestre con guarimos cercanos a las metas, aunque es evidente que éstas ya habían empezado a cumplirse con fórceps.

Las advertencias del staff del FMI deben ser leídas en “clave de fin de año”. Al parecer, la Argentina tiene margen para mostrar resultados de aquí a fin de setiembre; que las metas a revisar en ese momento no se alejen demasiado de los compromisos, para asegurarse el desembolso del 10 de diciembre previsto en el acuerdo, de nada menos que 6,2 mil millones de dólares. Los desafíos técnicos y políticos para lograrlo son mayúsculos, y el gobierno ha comenzado a transitar este tercer trimestre por un sendero de “prueba y error” que, si no diera resultados, planteará opciones más extremas de política económica, si es que las autoridades siguen considerando un activo de la gestión contar con el paraguas del crédito de facilidades extendidas otorgado por el organismo.

El ensayo de “prueba y error” comenzó a mostrar sus cartas, con medidas más bien homeopáticas, caso de la autorización a los productores de soja para acceder a “dólar ahorro” por hasta el 30 % de las operaciones de venta de granos que realicen antes del 31 de agosto. La mejora de tipo de cambio efectivo es del orden del 10 % si se valúa toda la operación a “dólar libre” y, mientras se monitorean sus efectos sobre el volumen del mercado cambiario oficial, por supuesto que ya han aparecido múltiples reclamos para obtener un mecanismo similar. Si tienen derecho los productores de soja, ¿por qué no las PYMES, el cobre, las frutas y demás?. Este tipo de incentivos sectoriales siempre conlleva el riesgo de alterar el funcionamiento del “resto”, a la espera de lograr “premios” similares.

Simplificando el diagnóstico oficial, el problema podría resolverse si los chacareros adelantaran ventas y el uso intensivo del gas quedara atrás por la llegada de la primavera, pero los datos muestran que la cuestión es bastante más severa, como se verá más adelante, ya que detrás del deterioro de las cuentas externas están los desequilibrios de orden fiscal y monetario.

Mientras tanto, para el mercado de pesos, el recetario incluye seguir engordando los Pasivos Remunerados del Banco Central (Leliq) para esterilizar parte de los nuevos factores de emisión (la recompra de deuda del Tesoro por parte del BCRA) y el control de la “caja” por parte del ministerio de economía. Pero se sabe que esto no es suficiente si se aspira a minimizar los desvíos de las metas fiscales y monetarias de cara a fin de setiembre y acotar la brecha cambiaria y las expectativas de inflación. En realidad, las balizas más notorias de este sendero de “prueba y error”, como se verá en párrafos siguientes, tienen que ver con instrumentos menos simpáticos en términos políticos: aprovechar las mejoras nominales de recaudación (por la ascendente inflación) para reducir el déficit mediante la caída del gasto en términos reales, frenar los proyectos de obra pública y recortar en forma perceptible los subsidios. Encauzar los desbordes fiscales y monetarios es un desafío centralmente político, en el contexto de un oficialismo poco predispuesto a brindar “malas noticias”.

El “pecado original” del programa acordado para 2022

Hay un “pecado original” en las proyecciones económicas subyacentes del acuerdo firmado por la Argentina y el FMI a principios de este año. Para un país sin crédito, los vencimientos de deuda interna a refinanciar este año sumaban el equivalente a 9,8 puntos del PIB, a lo que había que añadirle las necesidades de financiamiento derivadas del déficit fiscal, incluido intereses, un guarismo proyectado en 4,0 puntos del PIB en el Memorando de Entendimiento, pero que ´podía estimarse en 4,5 puntos en un escenario más realista.

Se asumía, en la visión oficial, que entre organismos internacionales por fuera del FMI (Banco Mundial, BID, entre otros) habría créditos netos por 0,4 puntos del PIB y que el mercado de capitales local no sólo aceptaría el “roll over” de los pasivos del Tesoro, sino que sería fuente de financiamiento neto por nada menos que otros 2,0 puntos del PIB. La reciente carta del presidente del BID y las tribulaciones del Tesoro para colocar deuda desde el 8 de junio en adelante, han puesto en jaque una fracción relevante de las fuentes de financiamiento previstas para 2022.

Ante las crecientes dificultades, el Banco Central ha salido al rescate de la deuda interna, pero estas intervenciones tienen severos efectos colaterales y no puede ser infinitas. Desde principios de junio, se estima que el BCRA ha emitido pesos por 1,1 millón de millones de pesos comprando bonos del Tesoro en el mercado secundario, cifra equivalente a 1,5 puntos del PIB, lo que explica el impacto al alza que ha tenido sobre la brecha cambiaria y las expectativas de inflación, ya que esta movida se superpone a la emisión directa a favor del Tesoro por 1,0 % del PIB prevista para el año.

En el memorando de entendimiento de principios de año, se había proyectado un gasto primario del sector público nacional equivalente a 20,7 % del PIB para 2022, un guarismo que compara con el 18,7% de 2019, antes de la pandemia. En el escenario pos pandemia, intentar financiar un gasto público 2,0 puntos del PIB por encima de tres años atrás, en un

contexto de vertical suba de la deuda interna, se sabía que no resultaría sencillo, y lo ocurrido en el último período lo certifica.

Pero no se trata sólo de un problema de financiamiento. Ya se ha subrayado en informes anteriores que existe una conexión directa entre la dinámica del ahorro interno y el equilibrio (o los desequilibrios) del sector externo. Con un sector público que se resiste a ahorrar, la tendencia al déficit externo es recurrente, con diferentes mecanismos de transmisión, incluido el atraso del tipo de cambio real. El tema es que, además, el objetivo de acumular reservas es insustituible, no sólo porque existan compromisos con el FMI.

Reservas externas y desembolsos del FMI

Desde principios de año hasta los últimos datos, las Reservas netas del Banco Central se han incrementado en 1,1 mil millones de dólares, un período en el que las transferencias del FMI (DEG) contabilizadas se incrementaron en 3,7 mil millones. Es decir, sin ese recurso, las reservas habrían caído en 2,6 mil millones en el período. Esto subraya la importancia que tiene para la Argentina no cortar los puentes con el organismo con sede en Washington.

Reservas BCRA			
(En millones de dólares)			
	Dic' 21	Jul' 22	Diferencia
Reservas netas	1.400	2.500	1.100
DEGs (Transf. FMI)	670	4.400	3.730
Var Reservas, netas DEG			-2.630

Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a BCRA.

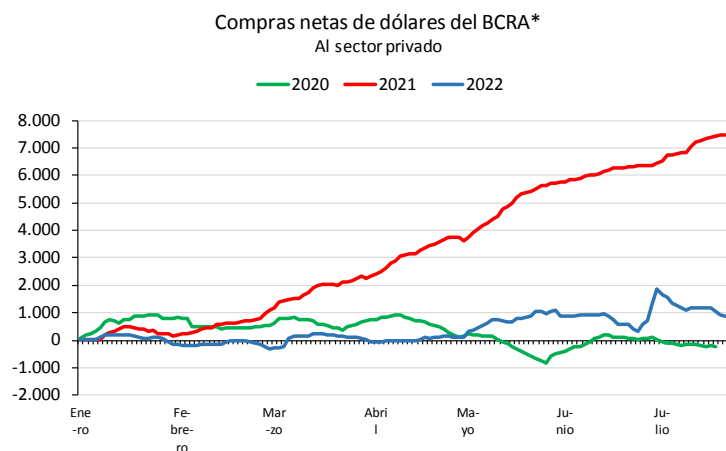
Como se describió más arriba, de acuerdo a la evaluación que realice el staff del grado de cumplimiento de las metas que cerraron a fin de junio, se espera para el 10 de setiembre un desembolso de 4,1 mil millones de dólares, pero el tema es lo que ocurra con el chequeo de fin del tercer trimestre, ya que es crucial la transferencia de 6,2 mil millones prevista para el 10 de diciembre. La preocupación es simétrica, para el gobierno y la conducción del FMI, ya que para 2023, frente a vencimientos por 19,7 mil millones de la deuda con el Fondo, los desembolsos acordados (condicionados a las metas) alcanzan sólo a 16,5 mil millones, una diferencia de 3,1 mil millones. Sin acumulación de reservas, no hay forma que la Argentina pueda mantenerse al día con esos compromisos.

FMI: Vencimientos de deuda y desembolsos acordados
(En millones de dólares)

	Vencimientos crédito 2018 + Intereses EFF	Desembolsos atados a metas trimestrales	Flujo neto
Tercer Trimestre			
2022	5.263	4.140	-1.123
Cuarto Trimestre			
2022	5.788	6.210	422
Año 2023	19.727	16.560	-3167

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

La experiencia en lo que va del año ha sido frustrante en términos de acumulación de reservas. Obsérvese que, hasta la última semana de julio, las compras netas de dólares por parte del Banco Central en el mercado oficial de cambios acumularon 897,4 millones desde principios de años, cifra que compara con los casi 7,5 mil millones de dólares atesorados en igual período de 2021.



* Compras diarias acumulativas hasta el 21 de julio de cada año. En millones de u\$s.

Fuente: IERAL, con base en BCRA.

Recientes anuncios del gobierno y el Banco Central apuntan a acelerar la liquidación de granos por parte de los productores, abriendo la posibilidad de acceder a “dólar ahorro” sin las restricciones del cupo de 200, por hasta el 30 % de la operación. El mecanismo, prevé que el 70 % de la venta de granos pueda ser depositado en una especie de caja de ahorro en pesos ajustable por el tipo de cambio oficial, una suerte de seguro “anti-devaluación” que ya no puede ser ofrecido por el BCRA a través de operaciones de “dólar futuro” (Rofex), ya que los compromisos asumidos en este plano se acercan a los límites acordados con el FMI. En principio, los pesos aplicados a esta cuenta quedarán esterilizados, para mejorar el control monetario, y no habría restricciones para que los productores puedan vender en el mercado los dólares-billete adquiridos por el 30 % de la operación, de modo de alimentar la oferta en el segmento libre de divisas. De acuerdo a fuentes del sector

agroindustrial, es posible que haya algún volumen adicional de operaciones en el mercado de granos a propósito de estas medidas, pero con un efecto muy acotado en el tiempo.

Está presente, por ende, el riesgo de que las reservas del Central no crezcan al ritmo esperado por las autoridades, al tiempo que ya se ha activado el efecto dominó derivado de este tipo de medidas, con creciente presión de sectores que aspiran a “premios” similares. A lo que se suma el obvio apoyo de los gobernadores que se corresponden con las distintas economías regionales, lo cual a su vez habrá de alimentar las grietas del propio oficialismo.

Lo cierto es que el deterioro del sector externo no se explica por el eventual atraso en la liquidación de granos, o por el peso puntual de las facturas de gas importado, ya que el verdadero telón de fondo es la acumulación de desbordes fiscales y monetarios, que se expresan en inflación que atrasa el tipo de cambio real y demanda agregada que no puede ser satisfecha por la oferta local.

Obsérvese al respecto lo que ocurre con exportaciones e importaciones de productos industriales, una forma de separar las cuentas externas del factor agro y/o energético.

Balanza comercial externa; productos industriales

(datos mensuales, en millones de dólares)

	Jun'19	Jun'21	Jun'22
Exportaciones MOI	1589	1853	2183
Importaciones Bs. Ind. (*)	3648	5094	6537
Balanza comercial	-2059	-3241	-4354
Tipo de cambio Real Multil.	100,0	102,2	80,8
Términos de intercambio	100,0	111,2	119,2
EMAE, serie desestacionalizada	100,0	97,8	103,8

** Importaciones de bs. de capital, intermedios, piezas y partes, bs. de consumo y vehículos de automotores*

Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a INDEC Y BCRA

Si se comparan datos seleccionados de la balanza comercial se tiene que, desde junio de 2019 a igual mes de 2022, mientras las exportaciones de manufacturas de origen industrial pasaron de 1589 a 2183 millones de dólares (incremento de 37,0 %), las importaciones de productos industriales lo hicieron de 3648 a 6537 millones de dólares, una variación de 79,2 %. Si se acepta la regla de importaciones subiendo a un ritmo que multiplica por tres las variaciones del PIB, las cifras desconciertan: el PIB en el presente se ubica sólo 3,8 % por encima del registro de junio de 2019, por lo que a lo sumo habría explicación para un incremento de 25 % de las importaciones (considerando inflación internacional). Hay un

plus, que puede ser adjudicado a la mejora de los términos de intercambio, de 19,2 % en el período, pero de ningún modo suficiente para explicar los 54 puntos porcentuales acumulados en tres años. Anualizando el dato de junio, se tienen compras al exterior de productos industriales por 78,5 mil millones de dólares en 2022, vs 43,8 mil millones en 2019, aplicando igual metodología. La diferencia de 35 mil millones, en parte explicada por un atraso cambiario del orden del 20 % en el período, está lejos de ser sustentable, salvo una mejora inesperada de los términos de intercambio, o un flujo inédito de crédito comercial externo para financiar las importaciones.

Como se ve, los anuncios de las últimas horas apenas si rozan el corazón de la dinámica del sector externo. De allí que reine el escepticismo y se alimenten expectativas de medidas complementarias, o intentos en otra dirección. Para persistir en el sendero de “prueba y error”, aun sin garantía de éxito, al menos el gobierno debería trabajar en el frente fiscal de un modo más explícito y mucho más profundo. Y aquí habrán de aparecer los obstáculos desde la dimensión política.

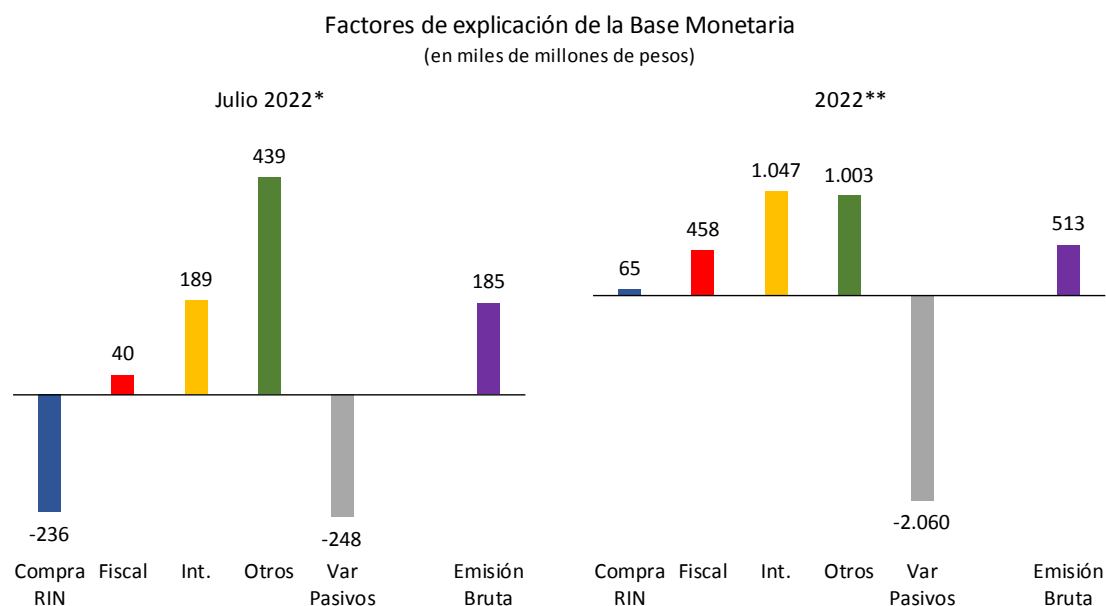
Emisión de pesos y el frente fiscal

Ya se adelantó que la adquisición en el mercado secundario de títulos del Tesoro por parte del Banco Central ha generado una emisión de pesos plus de 1,1 millón de millones de pesos entre principios de junio y los últimos datos de julio. En este sentido, no hay cambios significativos entre el mes pasado y el actual. En cambio, analizando julio por separado, sí se advierten los primeros efectos de lo anunciado por la flamante gestión económica, con una marcada desaceleración de la emisión destinada directamente al Tesoro, acotada a 40 mil millones de pesos hasta el momento. Como, a su vez, el sector externo está jugando este mes un rol contractivo (por ventas netas de dólares), el Central no ha tenido que utilizar la aspiradora de fondos (Leliq) en la magnitud del mes pasado. Los llamados Pasivos Remunerados del Central, que en junio se habían incrementado en nada menos que 1,06 millón de millones de pesos, en lo que va de julio aumentan en 248 mil millones.

El comportamiento de las variables monetarias de julio, de todos modos, no puede ser extrapolado a lo que resta del año. Por empezar, se necesita incrementar las reservas del Central, y comprar dólares tiene efectos expansivos. Además, la limitada emisión de origen fiscal puede haber sido un movimiento “por única vez”, mientras el Tesoro se está apropiando de la “caja” de distintos organismos públicos. Adicionalmente, el roll over de los vencimientos de deuda interna no está asegurado para lo que resta del año, aun cuando en julio hubo novedades positivas para el Tesoro. En igual dirección hay que computar la expansión autónoma que significa el pago de intereses de las Leliq, que en la transición de julio a agosto estará perforando el umbral de los 200 mil millones de pesos/mes, junto con los cambios regulatorios destinados a lograr una mayor exposición de los bancos al Tesoro; siendo que, del otro lado del mostrador, la caída de la demanda de dinero parece no haber encontrado piso todavía.

Por ese conjunto de factores, el piso de la inflación de 2022 explicado por expansión monetaria se acerca al 85 % interanual. No se pueden cambiar las expectativas de inflación

si no se ataca la combinación de variables fiscales y monetarias que dan lugar a ese fenómeno.



* Hasta el 20 de julio.

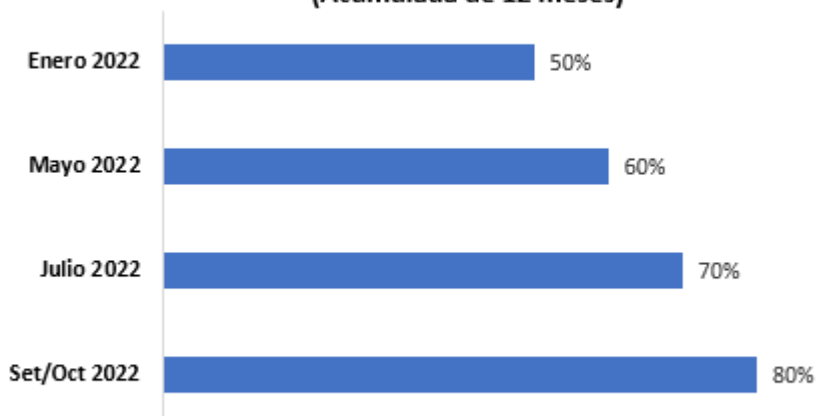
** Acumulado hasta el 21 de julio de 2022.

Fuente: IERAL con base en BCRA.

Para que la dinámica fiscal y monetaria sea sustentable en lo que resta de 2022, de todos modos, el gobierno deberá trabajar activamente en el control del gasto público, ya que la emisión de pesos y las normas para el sistema bancario han quedado subordinadas al objetivo del Tesoro de conseguir financiamiento. Las partidas destinadas a cubrir el déficit de las empresas estatales y la inversión pública son las primeras candidatas al ajuste, ante la falta de avances en el recorte a los subsidios energéticos y del transporte. Las internas del oficialismo y la relación Nación-Provincias serán puestas a prueba en este escenario.

El otro instrumento para encauzar las cuentas fiscales pasa por evitar que el gasto corriente del sector público copie la trayectoria de la recaudación. En un escenario de aceleración de la tasa de inflación, esta tarea puede verse facilitada, aunque siempre condicionada a las fuerzas prevalecientes desde el flanco político.

La escalera de la inflación (Acumulada de 12 meses)



Fuente: Estimaciones Propias IERAL e INDEC

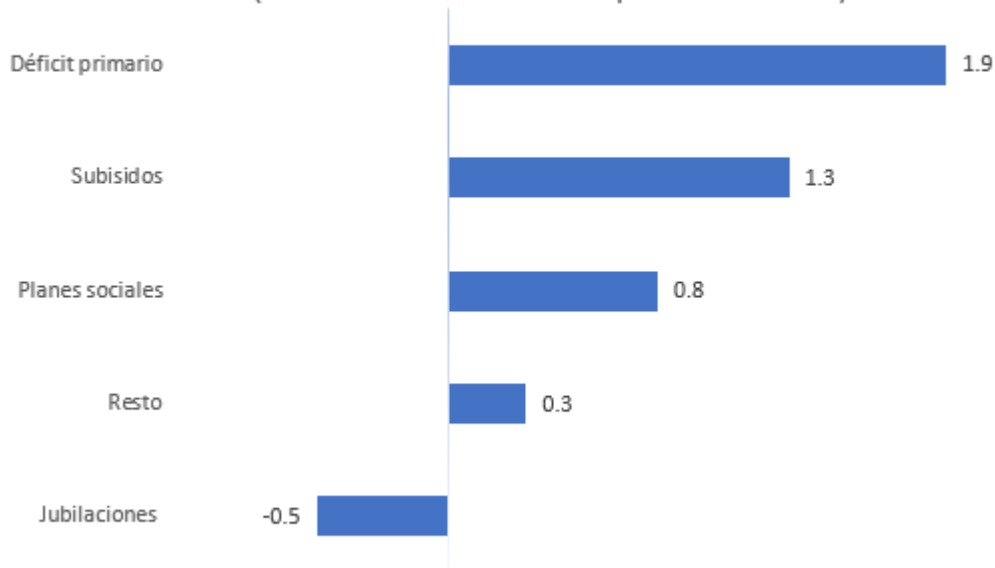
Obsérvese al respecto la escalera ascendente de inflación interanual en lo que va del año, y lo que puede proyectarse para próximos meses. En enero, el acumulado de doce meses de la variación del IPC se ubicaba en el 50 %, y se necesitaron 4 meses para pasar al escalón del 60 % interanual en mayo, pero en sólo dos meses este guarismo habrá de trepar al 70 % cuando se conozcan los datos de julio. A este ritmo, el peldaño del 80 % interanual sería alcanzado hacia setiembre/octubre.

La trayectoria ascendente de la inflación interanual es clave en la dimensión fiscal. Esto porque las partidas de gasto público se mueven con inercia, en parte atadas a la inflación pasada, permitiendo hacer un ajuste si se tiene la convicción y la fortaleza política para hacerlo.

Una fracción significativa de la recaudación impositiva tiende a copiar la trayectoria de la inflación, por lo que una pauta estricta de gasto público en términos nominales es lo que permitiría acotar el tamaño del déficit fiscal, por debajo de las tendencias del primer semestre, ajustándose a un escenario de menor financiamiento disponible.

Déficit fiscal: Factores explicativos del aumento del déficit primario de 2019 a 2022

(En millones de millones de pesos constantes)



Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a Mecon.

Por supuesto que la evolución desfasada de gasto e ingresos es un instrumento que puede funcionar en el corto plazo, pero no se puede descansar en ese mecanismo en un horizonte de mediano plazo. Al contrario, usar y abusar de la escalera ascendente de la inflación puede derivar en una espiral de devaluación, precios y salarios. Hasta ahora, la política del gobierno se ha basado en la idea de un gasto público como instrumento para dinamizar el consumo, y es lo que explica el incremento de partidas en relación a 2019, pese a que ya hemos ingresado a un escenario poscovid. Revertir el deterioro de la macro implica aceptar que la herramienta del gasto público logra resultados opuestos a los esperados.

Limitadas opciones de Plan B

En la medida en que el sendero de “prueba y error” no logre revertir el deterioro de las expectativas y/o las principales fracciones del oficialismo le quiten el apoyo a los últimos pasos dados por la conducción económica, hay pocas opciones disponibles para enfrentar la crisis con chances de revertirla.

Devaluación de 2014 (Fabregazo), principales variables

	Nov. 2013	Ene.2014	Var
Tipo de cambio oficial (Pesos por dólar)	6,1	8,0	´ +31,1 %
Brecha Cambiaria	64%	44%	´ -20,0 p.p.
Tasa de interés (*)	15,3 %	27,8%	´ +12,5 p.p.
Tasa de inflación (*) Interanual	26,7%	37,6%	´ +10,9 p.p.

(*) Para tasa interés e inflación, los datos de la segunda columna corresponden a Abril 2014

Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a BCRA y dirección de estadísticas de CABA.

Entre los escenarios alternativos que se barajan y, en cierto modo, asociado a un intento de “fuga hacia adelante”, está la recreación de la experiencia de fin de 2013, principios de 2014, la devaluación del peso realizada bajo la conducción del Ministro Kicillof y del presidente del Banco Central de entonces, Juan Carlos Fábrega.

No puede desecharse esa opción, pero sí subrayar los riesgos que surgen de las diferencias de contexto. En aquella oportunidad, la inflación interanual se ubicaba en el 26,7 % (a noviembre de 2013), la brecha cambiaria era del 64 %, el nivel de las reservas netas del Banco central se ubicaba en torno a los 16 mil millones de dólares, mientras que, a nivel político, no existían fisuras relevantes en el seno del oficialismo. Las condiciones del presente obligan a pasos cuidadosos, reforzando al máximo las pocas anclas disponibles, fundamentalmente el gasto público. A eso obliga una inflación que triplica los registros de 2013, reservas netas que son una fracción de aquellas y una brecha cambiaria que más que duplica los datos de entonces.

Una devaluación sin anclas puede inaugurar una “etapa superior” de la espiral de precios, dólar y salarios, por lo que es clave que la política fiscal sea suficientemente potente para que, a su vez, la política monetaria recupere el rol de regenerar la demanda de pesos, objetivo que no se puede lograr si la emisión está subordinada al financiamiento directo e indirecto del Tesoro. Sin esas anclas, las eventuales políticas de ingresos que puedan intentarse tendrían vida corta.

En Foco 1

Trends: récord histórico de búsquedas sobre el dólar

Marcos Cohen Arazi y Lautaro Carranza

- En las últimas semanas se concretó un récord para la brecha cambiaria entre el dólar informal y el dólar oficial, y al mismo tiempo las búsquedas de los argentinos sobre dólar blue en internet también manifestaron un récord histórico total en los últimos 30 años
- El interés de los argentinos por el dólar alcanzó un nuevo máximo histórico en 2022, creció 143% en julio respecto del mismo mes del año previo, y 328% respecto del mismo mes en 2020, además también se multiplicó por 4 respecto de diciembre de 2019, cuando imperaba una fuerte inestabilidad cambiaria
- Por otra parte, el nivel de brecha cambiaria se ubica en un nivel elevado, muy superior a las etapas anteriores. En lo que va de 2022 promedia 90% (121% promedio en el mes de julio). En el periodo 2016-2019 se había ubicado en 2% y en 2012-2015 en 47%

El dólar informal ¿en un escenario explosivo?

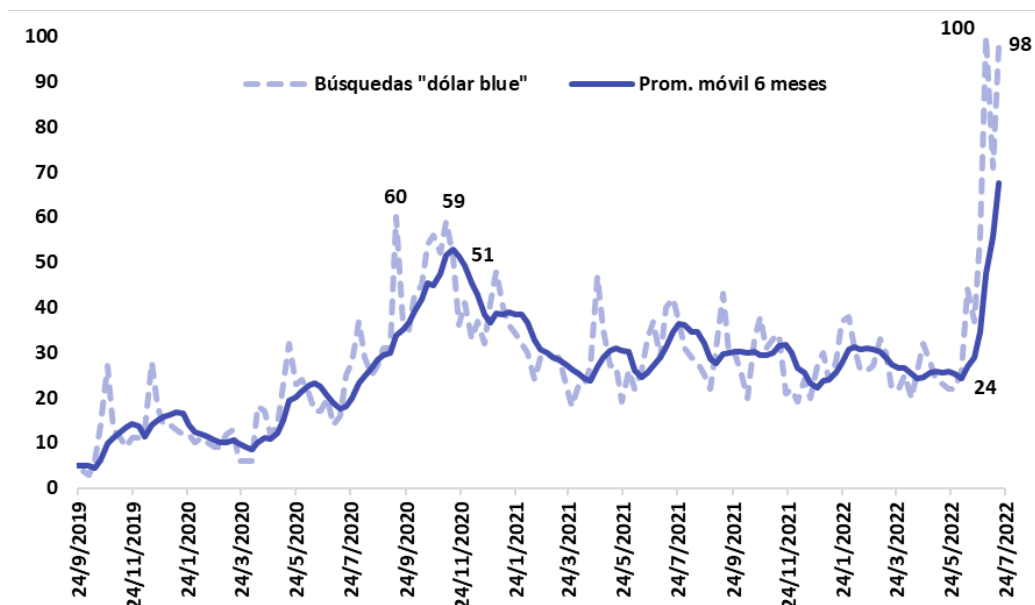
Como se ha examinado en una secuencia de informes previos sobre la temática, desde hace décadas han llevado a la población argentina a buscar activos para proteger sus ahorros y evitar el impuesto inflacionario y la desvalorización del peso argentino. El refugio más popular, siempre ha sido dólar. Como su acceso está restringido por las diversas medidas de control de cambios existentes, esa demanda se manifiesta en los canales informales para acceder a la divisa.

Una forma interesante de analizar este elevado interés de la población argentina por el dólar y su dinámica a través del tiempo es observando el volumen de búsquedas en Google, a través de la herramienta de Trends.

En nivel de búsquedas alcanzó un récord histórico en las primeras semanas de julio, llegando a un volumen 66% mayor a los picos previos que se habían manifestado en algunas semanas de la segunda parte de 2020.

Volumen semanal de búsquedas relacionadas con dólar blue en Argentina

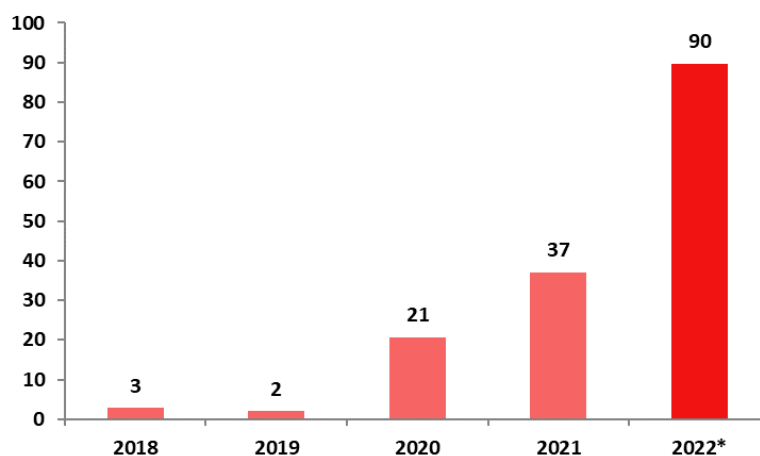
Índices de búsquedas



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends.

Considerando cifras promedio de los meses de julio, se puede apreciar que en 2022 el volumen promedio de búsquedas relacionadas con dólar blue en Argentina creció 143% respecto del mismo mes del año previo, y 328% respecto del mismo mes en 2020.

De este modo, en dos años el interés manifestado en la web por el dólar blue se multiplicó por un poco más de 4. Incluso el nivel de búsquedas actuales multiplica por 4 el observado en el último mes de la gestión de gobierno anterior, diciembre de 2019, que también resultaba de un contexto de marcada inestabilidad.

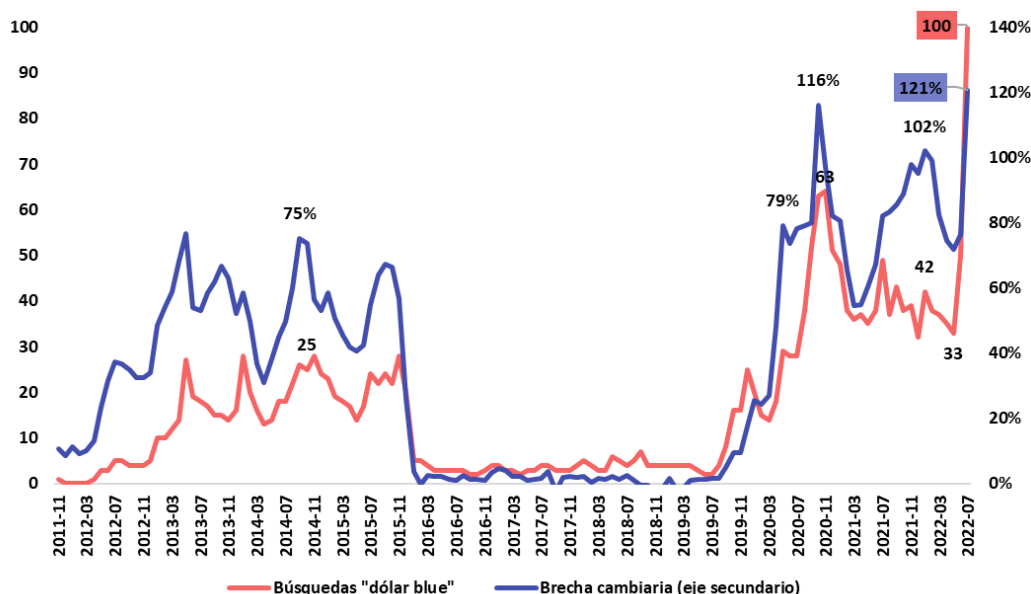
Volumen promedio en julio de cada año de búsquedas relacionadas con dólar blue en Argentina


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends. *Nota: en julio 2022 no se incluyen las últimas dos semanas del mes ya que los datos aún no están disponibles; estos podrían hacer aumentar o disminuir levemente el promedio.

Brecha cambiaria en una nueva etapa

Como también se ha analizado en ediciones anteriores de este foco, el interés de los argentinos por el dólar blue muestra una fuerte correlación con la brecha cambiaria, y por lo tanto no es casual estar observándose un récord de búsquedas en el contexto actual.

Evolución de la brecha cambiaria y del volumen de búsquedas relacionadas con dólar blue en Argentina



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends, BCRA y Ámbito.

En ese sentido se destacan diferencias importantes en los últimos años, las que se pueden organizar por periodos, para ilustrar la situación en los últimos periodos de gobierno (la información corresponde a promedios mensuales, para evitar picos esporádicos en la brecha semanal o diaria):

- 2012-2015: promedio de 47% con pico de 77% en mayo 2013.
- 2016-2019: promedio de 2% con pico de 18% diciembre 2019.
- 2020-2022: promedio de 76%, con pico de 121% en julio 2022 y seguido muy de cerca por el de octubre 2020 con 116%.
- Últimos dos años: 2021 promedio de 76% (con pico de 98% en noviembre 2021) y en 2022 promedio de 90% (con pico en el mes en curso, de 121% con los datos hasta la fecha).

De este modo, se resalta que la economía argentina está transitando una etapa de brecha muy elevada, récord por lo menos en los últimos 30 años¹, por lo cual no resulta extraño que el volumen de búsquedas también se ubique en niveles récord históricos.

¹ En el gráfico se presenta un registro temporal desde 2011 a 2022, pero debe notarse que entre los años 90 y el 2011, prácticamente no existieron controles de cambios, y por lo tanto la brecha cambiaria fue ínfima.