



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1451 - 6 de Octubre de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Vasconcelos

Antes y después del “dólar soja”

En Foco 1 – Maximiliano Gutiérrez

La recaudación de impuestos anticipa un freno al nivel de actividad en el tercer trimestre

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

Antes y después del "dólar soja"

- Producto de la acumulación de operaciones de setiembre, el saldo comercial tomando sólo los items de exportaciones agroindustriales e importaciones energéticas, estaría pasando de un superávit mensual del orden de los 2,2 mil millones en mayo-agosto a sólo 1,2 mil millones en octubre-diciembre
- Dos variables clave a seguir de aquí a fin de año: a) la compra-venta neta de divisas del Banco Central en el mercado de cambios, por el riesgo de un persistente deterioro del nivel de reservas luego del pico de mediados de octubre, cuando el FMI transfiera 3,9 mil millones de dólares. b) El grado de abastecimiento/desabastecimiento que se registre en los diversos mercados de bienes (dado el filtro extremo a las importaciones), tanto por el efecto que esto pueda tener sobre el nivel de actividad como sobre la evolución de los precios
- En el corto plazo, el Banco Central retira liquidez para evitar la espiralización de la inflación. Pero, en el mediano plazo, importa lo que ocurre con la denominada "Base Monetaria Amplia", que incluye los Pasivos Remunerados del Central (las Leliq). Y está variable, que en mayo se expandía al 50 % interanual, ahora lo hace al 79 %. La demanda de plazos fijos está aumentando y esa dinámica le da soporte de corto plazo a estas variables, pero el escenario es frágil y muy dependiente de la demanda de dinero
- De acuerdo al indicador de actividad construido por IERAL en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno, el PIB podría haber caído 0,4 % en el tercer trimestre respecto del segundo (desestacionalizado), un guarismo que anualizado marca una contracción de 1,6%. La comparación con 2021 sigue siendo positiva, pero en este segundo semestre el nivel de actividad está "devolviendo" buena parte del arrastre estadístico que dejó el 2021 para el 2022
- La desaceleración del nivel de actividad puede ser un instrumento para ponerle coto a la inflación y a la demanda de importaciones. Pero si el freno a la actividad ocurre y esos efectos no son perceptibles, estaríamos en presencia de "austeridad inútil", cuando la caída del consumo no deriva en mayor ahorro
- Como laboratorio de políticas económicas para la región, lo que ocurra en Brasil con las elecciones y el programa que se ponga en práctica desde el arranque de 2023, tendrá sin dudas un fuerte "efecto demostración" sobre la Argentina, cuyo ciclo político tiene un año de rezago respecto del vecino
- Durante la campaña electoral, los candidatos no han asumido compromisos en materia de política económica, por lo que se ha potenciado el valor de los nombres. ¿Seguirá siendo Guedes el ministro si Bolsonaro triunfa en la segunda vuelta?. ¿Confiará Lula en Meirelles (que participó del gobierno de Temer) para ese cargo, o se arriesgará a figuras que no susciten tanta confianza?
- Más allá de la macro, una cuestión de absoluta relevancia para la Argentina es el posicionamiento que el próximo gobierno habrá de tener frente al Mercosur. En caso que sea Bolsonaro el triunfador, es más probable que la agenda de la integración regional sufra remezones de inmediato, con propuestas del lado brasileño de "Zona de Libre Comercio", o la búsqueda de una dispensa para firmar acuerdos bilaterales con países/regiones del resto del mundo, del modo en que lo están intentando Uruguay y Paraguay
- La "tarjeta de presentación" de Lula apunta más bien al "statu quo" en esta agenda. Aunque está tendiendo lazos con economistas por fuera del PT, caso del equipo que diseñó el plan real en 1994, todavía no está claro si se trata de nuevas convicciones del ex presidente o de señales en clave electoral hacia una fracción de la clase media. El statu quo no es algo positivo, ya que

el Mercosur necesita un profundo aggiornamento si es que la región aspira a aprovechar las oportunidades que han surgido luego de la pandemia y la trágica guerra de Ucrania

En Foco 1:

13

La recaudación de impuestos anticipa un freno al nivel de actividad en el tercer trimestre

- El índice desestacionalizado elaborado por IERAL, en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno muestra una caída real del 3,2% en el tercer trimestre en relación al segundo. Así, los datos del tercer trimestre anticipan que la economía está “devolviendo” una fracción muy significativa de la recuperación experimentada en el primer semestre
- Al extrapolar el comportamiento de la recaudación asociada al mercado interno en función de la trayectoria de la actividad económica (no hay datos oficiales para agosto y septiembre), se tiene que el EMAE habría crecido un 4,8% en enero-setiembre respecto al promedio 2021. Como es sabido, este guarismo tiene que ver con el fuerte “arrastre estadístico” que dejó el 2021 para 2022. El proxy del PIB estimado para el tercer trimestre adelanta una contracción del 0,4% respecto del segundo (merma de 1,6 % en términos anualizados)
- Por la ausencia de un verdadero plan de estabilización, los intentos de corto plazo de expandir la economía con expansión fiscal y monetaria contienen las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios
- Durante los primeros 9 meses, los ingresos por retenciones representan el 14,5 % de los recursos consolidados de la Administración Nacional y la Seguridad Social, nivel levemente superior al de 2021. No obstante, esta equiparación se logró por la fuerte liquidación de setiembre
- En línea con el aumento de los recursos provenientes del comercio exterior, se determina que los recursos nacionales crecieron en setiembre a un ritmo muy superior que los recursos coparticipables con las provincias (26,6 % y 2% por encima de la inflación anual acumulada, respectivamente)

Editorial

Antes y después del “dólar soja”

Jorge Vasconcelos

- Producto de la acumulación de operaciones de setiembre, el saldo comercial tomando sólo los items de exportaciones agroindustriales e importaciones energéticas, estaría pasando de un superávit mensual del orden de los 2,2 mil millones en mayo-agosto a sólo 1,2 mil millones en octubre-diciembre
- Dos variables clave a seguir de aquí a fin de año: a) la compra-venta neta de divisas del Banco Central en el mercado de cambios, por el riesgo de un persistente deterioro del nivel de reservas luego del pico de mediados de octubre, cuando el FMI transfiera 3,9 mil millones de dólares. b) El grado de abastecimiento/desabastecimiento que se registre en los diversos mercados de bienes (dado el filtro extremo a las importaciones), tanto por el efecto que esto pueda tener sobre el nivel de actividad como sobre la evolución de los precios
- En el corto plazo, el Banco Central retira liquidez para evitar la espiralización de la inflación. Pero, en el mediano plazo, importa lo que ocurre con la denominada “Base Monetaria Amplia”, que incluye los Pasivos Remunerados del Central (las Leliq). Y está variable, que en mayo se expandía al 50 % interanual, ahora lo hace al 79 %. La demanda de plazos fijos está aumentando y esa dinámica le da soporte de corto plazo a estas variables, pero el escenario es frágil y muy dependiente de la demanda de dinero
- De acuerdo al indicador de actividad construido por IERAL en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno, el PIB podría haber caído 0,4 % en el tercer trimestre respecto del segundo (desestacionalizado), un guarismo que anualizado marca una contracción de 1,6%. La comparación con 2021 sigue siendo positiva, pero en este segundo semestre el nivel de actividad está “devolviendo” buena parte del arrastre estadístico que dejó el 2021 para el 2022
- La desaceleración del nivel de actividad puede ser un instrumento para ponerle coto a la inflación y a la demanda de importaciones. Pero si el freno a la actividad ocurre y esos efectos no son perceptibles, estaríamos en presencia de “austeridad inútil”, cuando la caída del consumo no deriva en mayor ahorro
- Como laboratorio de políticas económicas para la región, lo que ocurra en Brasil con las elecciones y el programa que se ponga en práctica desde el arranque de 2023, tendrá sin dudas un fuerte “efecto demostración” sobre la Argentina, cuyo ciclo político tiene un año de rezago respecto del vecino

- Durante la campaña electoral, los candidatos no han asumido compromisos en materia de política económica, por lo que se ha potenciado el valor de los nombres. ¿Seguirá siendo Guedes el ministro si Bolsonaro triunfa en la segunda vuelta?. ¿Confiará Lula en Meirelles (que participó del gobierno de Temer) para ese cargo, o se arriesgará a figuras que no susciten tanta confianza?
- Más allá de la macro, una cuestión de absoluta relevancia para la Argentina es el posicionamiento que el próximo gobierno habrá de tener frente al Mercosur. En caso que sea Bolsonaro el triunfador, es más probable que la agenda de la integración regional sufra remezones de inmediato, con propuestas del lado brasileño de "Zona de Libre Comercio", o la búsqueda de una dispensa para firmar acuerdos bilaterales con países/regiones del resto del mundo, del modo en que lo están intentando Uruguay y Paraguay
- La "tarjeta de presentación" de Lula apunta más bien al "statu quo" en esta agenda. Aunque está tendiendo lazos con economistas por fuera del PT, caso del equipo que diseñó el plan real en 1994, todavía no está claro si se trata de nuevas convicciones del ex presidente o de señales en clave electoral hacia una fracción de la clase media. El statu quo no es algo positivo, ya que el Mercosur necesita un profundo aggiornamento si es que la región aspira a aprovechar las oportunidades que han surgido luego de la pandemia y la trágica guerra de Ucrania

Luego de un setiembre dominado por el "dólar soja", en el que la balanza comercial puede haber registrado un superávit del orden de los 4,0 mil millones de dólares, habrá que atravesar el "desierto" del cuarto trimestre en materia de exportaciones. La merma de las ventas al exterior de productos agroindustriales será más profunda que el alivio que significa la menor demanda de dólares para el pago de las importaciones energéticas durante el período octubre-diciembre. Puede estimarse que:

-Las importaciones energéticas del cuarto trimestre significarían un ahorro de divisas del orden de los 1,5 mil millones de dólares/mes respecto del promedio del período mayo-agosto de este año, pero...

- La merma esperada en las exportaciones agroindustriales sería del orden de los 2,5 mil millones de dólares/mes, siempre comparando octubre-diciembre con mayo-agosto

- Así, el saldo comercial tomando sólo los items de exportaciones agroindustriales e importaciones energéticas, estaría pasando de un superávit mensual del orden de los 2,2 mil millones en mayo-agosto a sólo 1,2 mil millones en octubre-diciembre (producto de la acumulación de operaciones de setiembre)

Balance Cambiario antes y después del "Dólar Soja"
(Promedio Mensual, en miles de millones de dólares)

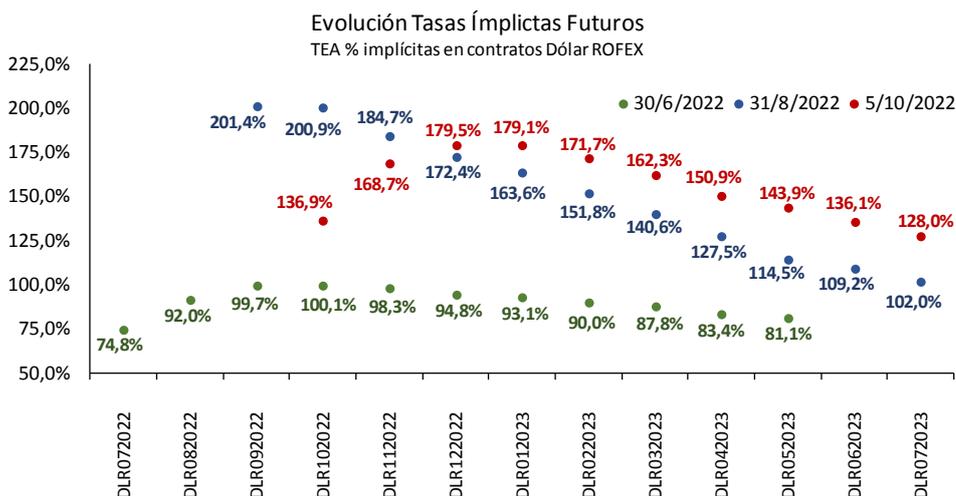
Concepto	May-Ago	Sept	Oct-Dic
Exportaciones	8,0	12,0	5,8
Importaciones	6,6	6,0	5,3
Saldo Caja Comercio exterior de Bienes	1,4	6,0	0,5
Saldo Caja Servicios y flujos por dólar ahorro y Préstamos al Sector Privado	-1,5	-2,0	-1,5
Resultado Cambiario	-0,1	4,0	-1,0

Fuente: IERAL basado en BCRA, INDEC

Es en base a esa trayectoria esperada para el comercio exterior durante el último trimestre del año que los analistas estarán pendientes de dos variables clave:

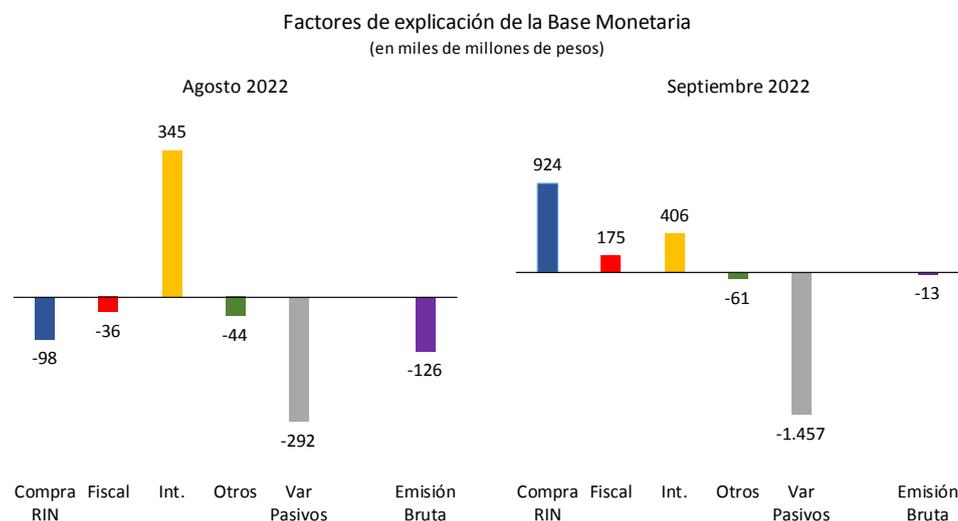
- La compra-venta neta de divisas del Banco Central en el mercado de cambios, una operatoria que habrá de seguirse día a día, por el riesgo de un persistente deterioro del nivel de reservas, que habrá de alcanzar el pico del período cuando el FMI realice a mediados de octubre la transferencia por 3,9 mil millones de dólares en función del cumplimiento de las metas del segundo trimestre
- El grado de abastecimiento/desabastecimiento que se registre en los diversos mercados de bienes, dado el filtro extremo a las importaciones que se está implementando, tanto por el efecto que esto pueda tener sobre el nivel de actividad como sobre la evolución de los precios

La importancia de las variables a seguir tiene que ver con el hecho que el "dólar soja" no ha logrado disipar las expectativas de devaluación, al tiempo que las expectativas de inflación parecen instalarse en el peligroso andarivel del 7 % mensual, como derivación de las turbulencias de junio en adelante y del elevado costo en términos de emisión monetaria que ha tenido el experimento de setiembre. Empuja en igual dirección la indexación de salarios y tipo de cambio, el círculo vicioso de tarifas y subsidios y, de modo más reciente, la referencia de los dólares libres para los productos que no logran autorización a importar a través del tipo de cambio oficial.



Fuente: IERAL, con base a Matba-ROFEX.

Obsérvese que los contratos de futuro para fin de año pactados en los últimos días conllevan una tasa de interés implícita de 179,5 % efectiva anual, por encima de las tasas de las operaciones cerradas a fin de agosto, siempre considerando los vencimientos del último día de diciembre para el "Dólar Rofex". Obviamente, las tasas implícitas habrán de moverse al ritmo de lo que ocurra con las reservas netas de aquí en adelante. Y si la liquidación de exportaciones ocurre al ritmo estimado más arriba, la única forma de evitar caídas significativas de esa variable será apretar todavía más el torniquete para la autorización de importaciones, con el impacto ya descrito sobre la evolución del nivel de actividad y de la remaración de precios de los sectores involucrados.

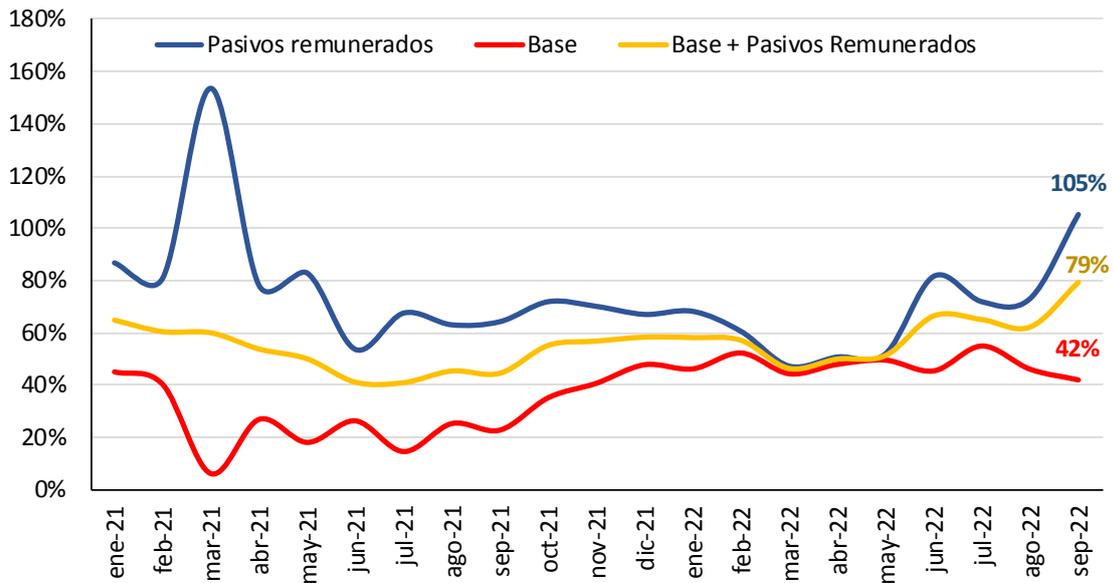


* Acumulado hasta el 29 de septiembre de 2022.
Fuente: IERAL con base en BCRA.

El rumbo de la política económica de cortísimo plazo sigue enfocado en no convalidar las expectativas de inflación, endureciendo la política monetaria. En setiembre, pese a la fortísima emisión monetaria por el subsidio del "dólar soja", que finalmente resultó de 924 mil millones de pesos, hubo contracción de la base monetaria por 13 mil millones, derivado del retiro de liquidez dispuesta por el Banco Central (Instrumentos: Leliq y pases), que aumentó los pasivos de la entidad en nada menos que 1,4 millón de millones de pesos, en

un solo mes. Los efectos de corto plazo de esta política, de todos modos, no garantizan su continuidad, ya que, entre otras derivaciones, engordan a ritmo acelerado la cuenta de intereses a pagar, que en setiembre terminó siendo de 406 mil millones de pesos. Obsérvese que esa cifra equivale a 9,7 % de la Base monetaria, obligando a una emisión de ritmo mensual que de un modo u otro define un piso muy elevado para la tasa de inflación.

Base Monetaria y Pasivos Remunerados
(Var.% i.a de saldos a fin de mes)

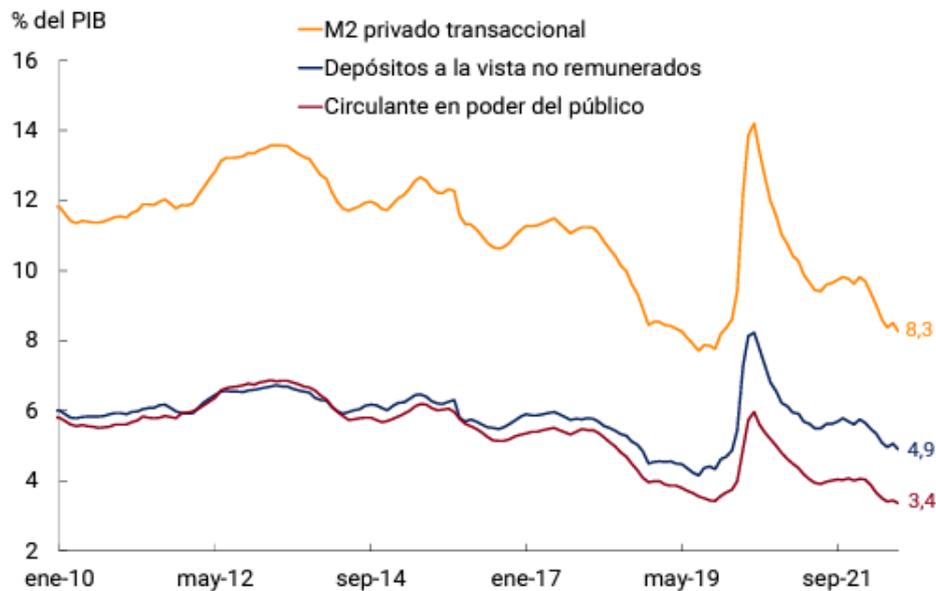


Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC.

En el corto plazo, el Banco Central retira liquidez, y eso puede evitar la espiralización de la inflación. La base monetaria, que en mayo se expandía al 50 % interanual en términos nominales, ahora lo hace al 42 %.

Pero, en el mediano plazo, importa lo que ocurre con la denominada “Base Monetaria Amplia”, que incluye los Pasivos Remunerados del Central (las Leliq). Y está variable, que en mayo también se expandía al 50 % interanual, ahora lo hace al 79 %. La demanda de plazos fijos está aumentando y esa dinámica le da soporte de corto plazo a estas variables, pero el escenario es frágil y muy dependiente de la demanda de dinero (que la gente no huya a ritmo más rápido de los pesos).

Medios de pago en términos del PIB (Series sin estacionalidad)



Fuente: BCRA

En ese sentido, la política económica está entrando en una dinámica “tautológica”, ya que para recuperar confianza se necesita que la tasa de inflación desacelere en términos mensuales. Pero, de modo circular, para que la inflación deje de escalar, se necesita más confianza. Se sabe que los “cepos” introducen una especie de “demanda artificial” de efectivo, al restringir las opciones para transformar los pesos a dólares en el mercado oficial de cambios. Y ese mecanismo funcionó de un modo “aceptable” para el gobierno de turno durante la experiencia del “cepo original”, de 2011 a 2015. Sin embargo, en su actual versión, los resultados del “cepo” están más cuestionados por los datos, ya que distintas variables asociadas a la demanda de dinero muestran una caída tendencial desde el 2020 en adelante. Por caso, el circulante en poder del público se estima actualmente en 3,4 % del PIB, cuando durante el período 2011/15 osciló en torno a los 6,0 puntos del PIB.

La desaceleración del nivel de actividad puede ser un instrumento para ponerle coto a la inflación y a la demanda de importaciones. Pero si el freno a la actividad ocurre y esos efectos no son perceptibles, estaríamos en presencia de “austeridad inútil”, cuando la caída del consumo no deriva en mayor ahorro.

En cierto modo, es lo que está ocurriendo. De acuerdo al indicador de actividad construido por IERAL en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno, el PIB podría haber caído 0,4 % en el tercer trimestre respecto del segundo (desestacionalizado), un guarismo que anualizado marca una contracción de 1,6%. La comparación con 2021 sigue siendo positiva, pero en este segundo semestre el nivel de actividad está “devolviendo” buena parte del arrastre estadístico que dejó el 2021 para el 2022.

¿Qué factores están operando?. La aceleración inflacionaria de los últimos meses disminuye el poder adquisitivo de la demanda; el torniquete a las importaciones de insumos y partes

afecta la producción y, en un combo más reciente, operan el ajuste fiscal y monetario. Por caso, el gasto primario del sector público nacional pasó de expandirse 11,2 % interanual en términos reales en el segundo trimestre a contraerse 4,1 % en el tercero. A su vez, el crédito al sector privado se contrajo un 5 % en términos reales en los últimos 30 días, pese a que los depósitos a plazo fijo subieron 5 puntos. La aspiradora de fondos del Tesoro explica la diferencia.

Las elecciones de Brasil y el futuro del Mercosur

Las ventas a Brasil representan el 14 % del total de las exportaciones de la Argentina, menos de la mitad de los mejores momentos del Mercosur. A su vez, los productos "made in Argentina" capturan apenas el 5 % de las importaciones totales de Brasil. En contraste con ese predominio de fuerzas centrífugas en el seno del Mercosur, el desenlace de las elecciones presidenciales en Brasil atrapa la atención de los medios periodísticos de la Argentina. La polarización Lula vs Bolsonaro y presuntas analogías con la "grieta" de nuestro país puede ser uno de los motivos. Por debajo de la espuma, de todos modos, el mandato presidencial que se inicie el 1ro de enero de 2023 en el vecino país es de extrema importancia para la Argentina, tanto por el "efecto demostración" que ejerzan sus lineamientos de política económica como por los eventuales cambios que puedan empujarse en relación al Mercosur.

Como laboratorio de políticas económicas para la región, lo que ocurra en Brasil con las definiciones de los candidatos y su aplicación práctica desde el arranque de 2023 tendrá sin dudas un fuerte "efecto demostración" sobre la Argentina, cuyo ciclo político tiene prácticamente un año de rezago respecto del vecino.

Luego del boom de precios de commodities de los primeros años de este siglo, el deterioro de los términos de intercambio fue enfrentado de manera errónea tanto por Brasil como por la Argentina y esto precipitó una década de estancamiento (estanflación en nuestro caso), que arrancó en 2011/12. En la Argentina se inauguró la era de los "cepos" al cambio y al comercio exterior, mientras que en Brasil se produjo un marcado sesgo intervencionista por parte del gobierno en los mercados energéticos, en la dinámica de la banca estatal y también sobre el Banco Central y las instituciones fiscales.

Los cimientos sobre los que se había lanzado el Plan Real en 1994 quedaron muy dañados por el giro intervencionista de Dilma (2011/16), pero el gobierno de transición de Michel Temer (2016/18) produjo una restauración llamativa, con reformas laborales, reglas fiscales, autonomía del Banco Central y repliegue de las "decisiones políticas" en los bancos y en las empresas estatales. Así, estas reformas permitieron que la tasa de inflación volviera a quedar bajo control, pero ahora con políticas más genuinas, sin necesidad de recurrir a estrambóticas tasas de interés, lo cual a su vez aportó nuevos motores al crecimiento por el lado del crédito al sector privado, particularmente el destinado a la vivienda.

Pese a sus propuestas de campaña, Bolsonaro no ejecutó bajo su mandato grandes reformas, aunque mantuvo sin grandes cambios las introducidas durante el interinato de Temer. Así, el gobierno pudo haber elevado el piso de los votos obtenidos en la primera vuelta gracias a una recuperación de la economía que está superando las expectativas, pero cuya performance puede ser explicada por medidas adoptadas en la anterior gestión.

El empleo, que en 2021 había recuperado todo lo perdido durante la pandemia de 2020, en 2022 apunta a una creación adicional de 6 millones de puestos. La tasa de desempleo, que en 2019 había sido de 12,0 %, en 2022 se aproxima a 9,4 %, denotando una mayor sensibilidad de la creación de puestos de trabajo a las variaciones del PIB. Aunque sigue siendo una economía predominantemente cerrada al comercio Exterior, Brasil está experimentando algunos cambios positivos también en este frente. En 2019, sus exportaciones se ubicaban en los 225 mil millones de dólares, equivalentes a 12,0 % del PIB medido a dólares corrientes. Para 2022, se estima que las ventas al exterior alcanzarán los 328 mil millones de dólares, pasando a significar el 17,4 % del PIB. En este sentido, el contraste con la Argentina es significativo, ya que si bien las exportaciones han aumentado entre 2019 y 2022, lo han hecho a un ritmo menor, por lo que el ratio exportaciones/PIB de nuestro país permanece estancado en el 14,2 %, o sea, 3,2 puntos porcentuales por debajo de Brasil.

Aquel rescate del plan Real que se efectuó durante la gestión Temer ha comenzado a mostrar resultados en variables claves como exportaciones y empleo, y la autonomía conferida al Banco Central seguramente está detrás de una desaceleración de la tasa de inflación que ocurre antes de lo esperado. Estas son algunas de las razones, junto con la composición del Congreso, por las que se percibe que tanto Lula como Bolsonaro cuentan con márgenes acotados para producir cambios significativos.

Durante la campaña electoral, los candidatos no han asumido grandes compromisos en materia de política económica, por lo que se ha potenciado el valor de los nombres que habrán de conducir la economía con uno u otro presidente. ¿Seguirá siendo Guedes el ministro si Bolsonaro triunfa en la segunda vuelta?. ¿Confiará Lula en Meirelles (que participó del gobierno de Temer) para ese cargo, o se arriesgará a figuras que no susciten tanta confianza?. Las expectativas dependen más de los nombres que de las eventuales medidas por anunciar.

Más allá de la macro, una cuestión de absoluta relevancia para la Argentina es el posicionamiento que el próximo gobierno habrá de tener frente al Mercosur.

Como es sabido, Brasil tiene en común con la Argentina un esquema de elevados aranceles de importación, comparado con países de la región como México, Colombia y Chile, que a su vez convive con regímenes especiales como los de Manaus (no muy diferente de Tierra del Fuego). Pese a que la opinión pública sostiene el sesgo proteccionista de la política de comercio exterior, resulta cada vez más evidente que la falta de apertura de la economía brasileña es parte del problema de lento crecimiento que la caracteriza. Esta es una agenda latente por años en el vecino país, pero la década de estancamiento que arrancó en

2011/12 ha actualizado el debate, que en el último período se ha potenciado por la pandemia y la guerra de Ucrania.

Los sucesivos shocks externos están dejando un corolario nítido, que es el de la reconfiguración de las cadenas globales de valor. La transición energética se ha acelerado, también la revolución digital con sus diversas consecuencias (trabajo a distancia, comercio electrónico, etc), sumado a que después de la invasión de Rusia a Ucrania, la etiqueta de “país confiable” es clave para formar parte de esas cadenas. En Brasil esto se ve como una oportunidad y, dependiendo de cómo terminen alineadas las fuerzas políticas con la segunda vuelta, podría pasar a formar parte de una agenda explícita de reformas, que hasta ahora han sido dejadas de lado.

La “tarjeta de presentación” de Lula apunta más bien al “statu quo” en esta agenda. Aunque está tendiendo lazos con economistas por fuera del PT, caso del equipo que diseñó el plan real en 1994, todavía no está claro si se trata de nuevas convicciones del ex presidente o de señales en clave electoral hacia una fracción de la clase media. El statu quo no es algo positivo, ya que el Mercosur necesita un profundo aggiornamento si es que la región aspira a aprovechar las oportunidades que han surgido luego de la pandemia y la trágica guerra de Ucrania.

En cambio, en caso que sea Bolsonaro el triunfador, es más probable que la agenda del Mercosur sufra remezones de inmediato. Ya ha habido declaraciones de funcionarios del gobierno actual en esa dirección, y una ratificación del mandato podría acelerar los tiempos. En ese caso, podría ganar fuerza la idea de dejar atrás el Mercosur para constituir una “Zona de libre comercio” en la región; o ser ésta simplemente una carta de negociación, apuntando Brasil a sumarse a las posturas de Uruguay y Paraguay, que intentan lograr una dispensa para firmar acuerdos bilaterales con países/regiones del resto del mundo.

En cualquier escenario, es posible que Brasil esté adelantando por doce meses una agenda y un debate que la Argentina debería plantearse sin ataduras ideológicas, calibrando cuidadosamente costos y beneficios de mantener el “statu quo” en el seno del Mercosur.

En Foco 1

La recaudación de impuestos anticipa un freno al nivel de actividad en el tercer trimestre

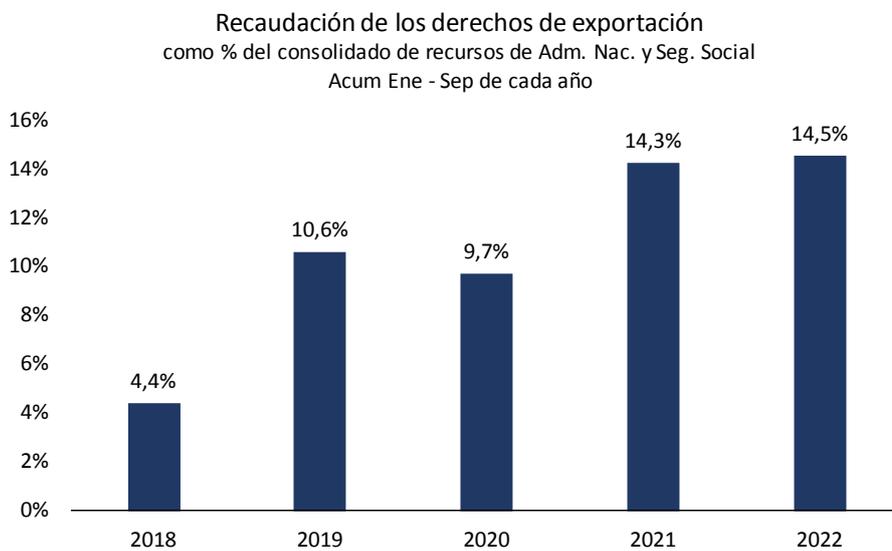
Maximiliano Gutiérrez

- El índice desestacionalizado elaborado por IERAL, en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno muestra una caída real del 3,2% en el tercer trimestre en relación al segundo. Así, los datos del tercer trimestre anticipan que la economía está “devolviendo” una fracción muy significativa de la recuperación experimentada en el primer semestre
- Al extrapolar el comportamiento de la recaudación asociada al mercado interno en función de la trayectoria de la actividad económica (no hay datos oficiales para agosto y septiembre), se tiene que el EMAE habría crecido un 4,8% en enero-setiembre respecto al promedio 2021. Como es sabido, este guarismo tiene que ver con el fuerte “arrastre estadístico” que dejó el 2021 para 2022. El proxy del PIB estimado para el tercer trimestre adelanta una contracción del 0,4% respecto del segundo (merma de 1,6 % en términos anualizados)
- Por la ausencia de un verdadero plan de estabilización, los intentos de corto plazo de expandir la economía con expansión fiscal y monetaria contienen las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios
- Durante los primeros 9 meses, los ingresos por retenciones representan el 14,5 % de los recursos consolidados de la Administración Nacional y la Seguridad Social, nivel levemente superior al de 2021. No obstante, esta equiparación se logró por la fuerte liquidación de setiembre
- En línea con el aumento de los recursos provenientes del comercio exterior, se determina que los recursos nacionales crecieron en setiembre a un ritmo muy superior que los recursos coparticipables con las provincias (26,6 % y 2% por encima de la inflación anual acumulada, respectivamente)

La recaudación tributaria exhibió un fuerte crecimiento en términos reales del orden del 18,4% en el mes de setiembre, 13 puntos porcentuales por encima del aumento real de la recaudación acumulada entre enero y agosto. De todos modos, si se excluyen los Derechos de Exportación del análisis, la recaudación real hubiera crecido ligeramente por encima de la inflación (2% i.a real).

El Programa de Fomento Exportador (conocido en la jerga como “dólar soja”), que implementó el Gobierno nacional en el mes que acaba de finalizar, no solo permitió al BCRA incrementar sus reservas sino que tuvo su correlato en las cuentas fiscales, dado el aporte de 20 puntos porcentuales al total de la recaudación de los Derechos de Exportación, que registraron un incremento del 220% i.a. en términos reales, luego de mostrar 5 meses consecutivos de caídas, por las demoras en la comercialización de granos.

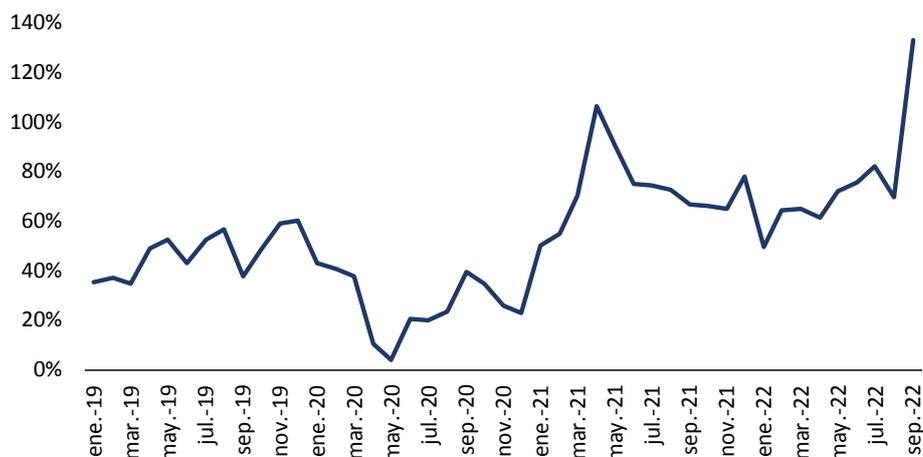
Durante los primeros 9 meses, los ingresos por retenciones representan el 14,5 % de los recursos consolidados de la Administración Nacional y la Seguridad Social, nivel levemente superior al de 2021. No obstante, esta equiparación se logró por la fuerte liquidación de setiembre, por lo que al finalizar el año muy probablemente el aporte de las retenciones al total de la recaudación sería inferior al de 2021.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Ingresos Públicos.

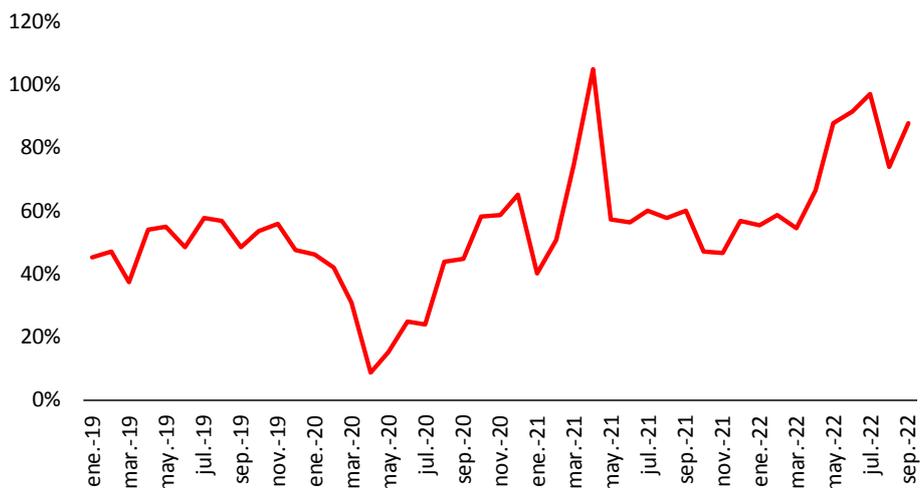
La captura por parte del estado nacional de este fenómeno se refleja al momento de medir la evolución de los ingresos a favor de la Nación vs las transferencias automáticas a las provincias (coparticipación). En setiembre, los recursos del consolidado de Administración Nacional y Seguridad Social se incrementaron, en términos nominales, un 133% interanual (26,6 % puntos por encima de la inflación), mientras que las transferencias automáticas a provincias subieron 87,7% interanual en igual período (2% por encima de la inflación).

Ingresos tributarios del consolidado de Administración Nacional y Sistema de Seguridad Social
Variación interanual en términos nominales.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

Ingresos tributarios coparticipados a provincias
Variación interanual en términos nominales.

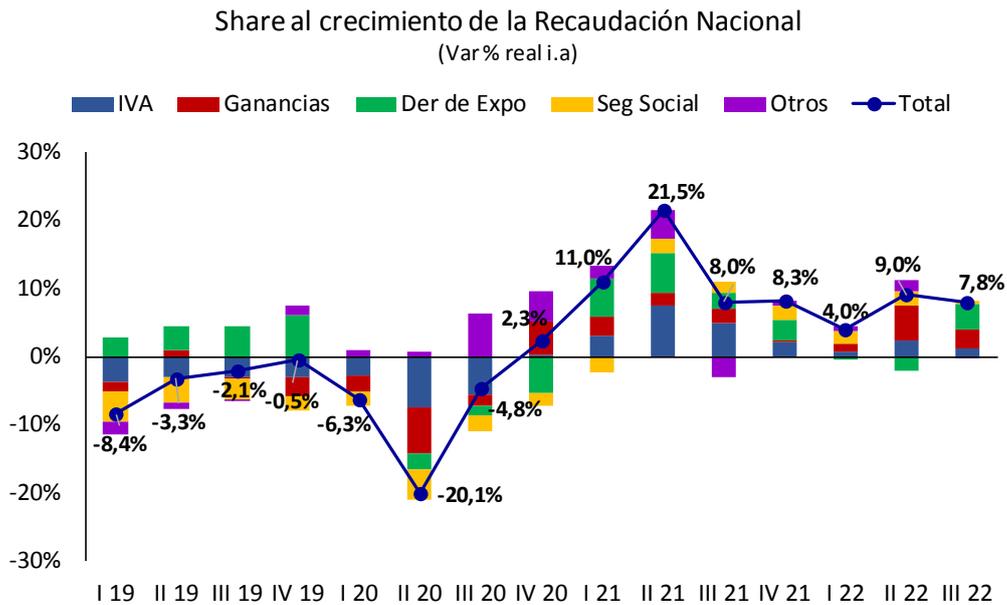


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

En lo que respecta al resto de los tributos, su comportamiento fue heterogéneo. El impuesto a las ganancias tuvo un crecimiento real interanual del 14%, dinámica que se debió tanto al anticipo extraordinario de ganancias para sociedades como al incremento en la retención en las compras de dólar ahorro y los pagos en moneda extranjera, que pasó del 35% al 45% hacia mediados de julio del presente año. Por su parte, otro tributo que experimentó un fuerte dinamismo en términos reales de casi el 150% i.a. fue el Impuesto P.A.I.S, 24 puntos porcentuales por encima de la variación real acumulada entre enero y agosto, lo que reflejaría adelanto de gastos por parte de los agentes económicos, tratando de anticiparse a un eventual “dólar financiero” para esas operaciones.

Los impuestos asociados a la Seguridad Social comenzaron a presentar un sendero de desaceleración desde el pasado mes de julio y pasaron a caer 1,2% interanual en términos reales en setiembre.

En la misma línea se ubica el IVA, cuya recaudación en términos reales viene desacelerando desde el segundo trimestre hasta presentar un crecimiento interanual en línea con la inflación en septiembre. Esta dinámica se puede apreciar en el siguiente gráfico donde su "aporte" al crecimiento interanual se ha reducido considerablemente en el tercer trimestre, si se lo compara respecto al segundo.



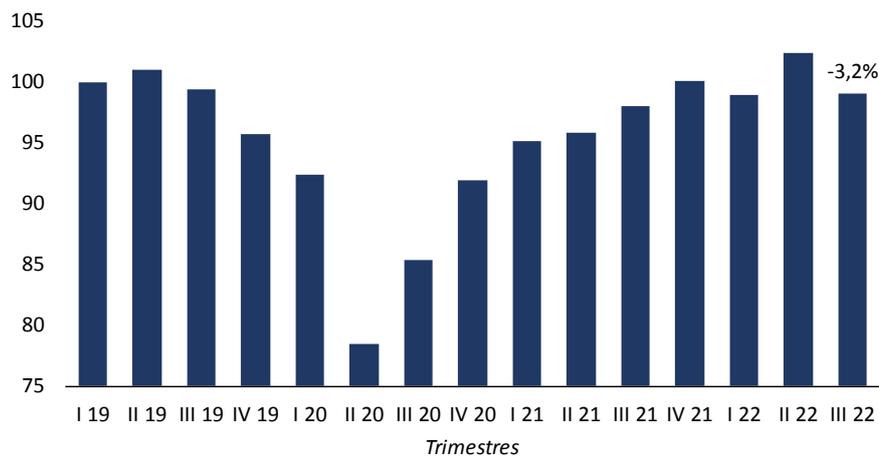
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

También se encuentran en terreno negativo respecto a la inflación la recaudación asociada a impuestos internos (-7,4% i.a.) y a los combustibles (-41% i.a.).

La recaudación impositiva anticipa un freno al nivel de actividad

La aceleración inflacionaria del período reciente, que ha pasado a un nuevo andarivel del 7% mensual en el último trimestre, disminuye el poder adquisitivo de la demanda. En forma convergente, el endurecimiento del cepo afecta el normal flujo de importaciones de insumos y partes, con su consecuente impacto en la producción, fenómenos que frenan el nivel de actividad. Esta dinámica es capturada por el índice desestacionalizado elaborado por IERAL en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno, que refleja una caída real del 3,2% en el tercer trimestre en relación al segundo. Así, los datos del tercer trimestre anticipan que la economía está "devolviendo" una fracción muy significativa de la recuperación experimentada en el primer semestre.

Recaudación impositiva asociada al mercado interno*
 Términos reales. Serie desestacionalizada Base Ene-Mar 2019 = 100.

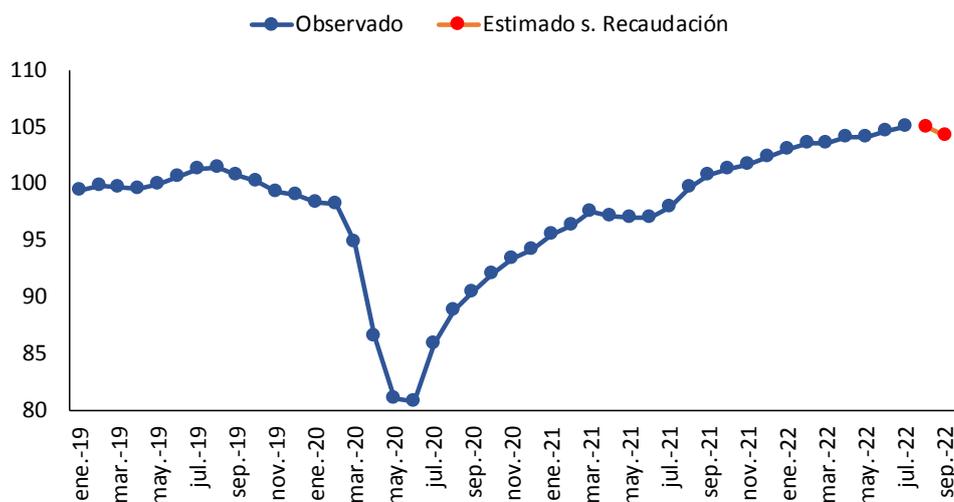


*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos, Aportes personales y Contribuciones patronales. Promedios cuatrimestrales.
 Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

Pese a la marcada desaceleración del tercer trimestre, los primeros 9 meses del 2022 registran todavía un incremento de 2,9 % respecto al promedio 2021 en el Índice IERAL.

Al extrapolar el comportamiento de la recaudación asociada al mercado interno en función de la trayectoria de la actividad económica (no hay datos oficiales para agosto y septiembre), se tiene que el EMAE habría crecido un 4,8% en enero-setiembre respecto al promedio 2021. Como es sabido, este guarismo tiene que ver con el fuerte "arrastre estadístico" que dejó el 2021 para 2022. El proxy del PIB estimado para el tercer trimestre adelanta una contracción del 0,4% respecto del segundo (merma de 1,6 % en términos anualizados).

EMAE: Observado y estimado por recaudación
 (prom. móvil 3 meses)



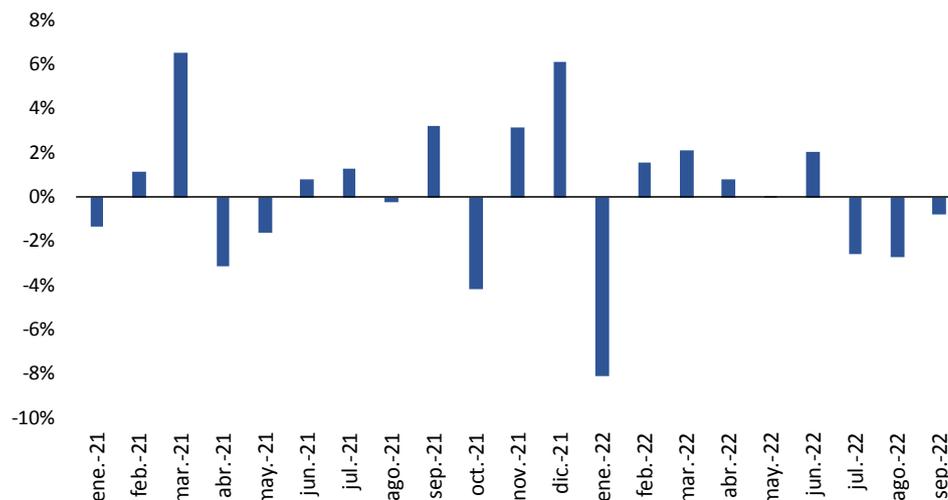
Fuente: IERAL con base en INDEC y Subsecretaría de Ingresos Públicos.

Por la ausencia de un verdadero plan de estabilización, los intentos de corto plazo de expandir la economía con expansión fiscal y monetaria contienen las semillas de su propio

ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios.

Lo cierto es que el ciclo de “stop and go” que antes podía medirse en años pares e impares (éstos últimos, vinculados a las elecciones correspondientes) parece ahora ceder paso a una dinámica todavía más inestable, en la que el “stop and go” se cuenta por trimestres.

Desde principios de 2021 se acentuó la volatilidad en la trayectoria de la recaudación*



* Variación mensual de la recaudación impositiva asociada al mercado interno (IVA, aranceles a las importaciones, Combustibles, Créditos y débitos bancarios, Aportes personales y Contribuciones patronales). Serie en términos reales, desestacionalizada.