



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 40 - Edición N° 952 – 23 de Julio de 2018

Metas FMI: ya comenzó la carrera contra el reloj

Jorge Vasconcelos*
jvasconcelos@ieral.org

*En memoria de Carlos Sánchez, querido profesor y notable economista

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

Metas FMI: ya comenzó la carrera contra el reloj¹

Para la Argentina, es clave que no existan dudas respecto que el próximo 15 de setiembre habrá de acceder a un nuevo tramo del crédito del FMI, del orden de los 2,9 mil millones de dólares. La inflación, aunque en próximos meses perfore el techo de 32 % interanual, no sería un factor que trabe la operación, distinto al efecto de un desvío serio en lo fiscal o en el nivel de las reservas. Pequeñas diferencias, como parece haber en los activos externos del Banco Central, tampoco deberían impedirlo. A su vez, en el flanco fiscal, hay una visible decisión del gobierno nacional de sacrificar gasto público para cumplir con las metas, aunque el recorte recaiga sobre la inversión. De ese modo, intenta preservar el sendero de reducción de impuestos nacionales y provinciales acordado en el Pacto de 2017, buscando que el sector privado se encargue de relanzar la economía. Sin embargo, en el terreno fiscal, hay riesgo de una desaceleración en la marcha de la recaudación tributaria, por el deterioro del nivel de actividad y de la cadena de pagos. Hoy las políticas fiscal y monetaria juegan un rol procíclico, acentuando las tendencias recesivas, y para lograr un punto de inflexión el acuerdo entre Nación y provincias en función del Presupuesto 2019 sería clave, al igual que una transición más predecible del giro del Banco Central, desde el control de las tasas de interés al de los agregados monetarios.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5353931. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicado originalmente en el diario La Voz del Interior el 22 de Julio de 2018

Para la Argentina, es clave que no existan dudas respecto que el próximo 15 de setiembre habrá de acceder a un nuevo tramo del crédito del FMI, del orden de los 2,9 mil millones de dólares. La inflación, aunque en próximos meses perfore el techo de 32 % interanual, no sería un factor que trabe la operación, distinto al efecto de un desvío serio en lo fiscal o en el nivel de las reservas. Pequeñas diferencias, como parece haber en los activos externos del Banco Central, tampoco deberían impedirlo. A su vez, en el flanco fiscal, hay una visible decisión del gobierno nacional de sacrificar gasto público para cumplir con las metas, aunque el recorte recaiga sobre la inversión. De ese modo, intenta preservar el sendero de reducción de impuestos nacionales y provinciales acordado en el Pacto de 2017, buscando que el sector privado se encargue de relanzar la economía. Sin embargo, en el terreno fiscal, hay riesgo de una desaceleración en la marcha de la recaudación tributaria, por el deterioro del nivel de actividad y de la cadena de pagos. Hoy las políticas fiscal y monetaria juegan un rol procíclico, acentuando las tendencias recesivas, y para lograr un punto de inflexión el acuerdo entre Nación y provincias en función del Presupuesto 2019 sería clave, al igual que una transición más predecible del giro del Banco Central, desde el control de las tasas de interés al de los agregados monetarios.

Argentina: resultado fiscal del primer semestre

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO			
<i>En millones de \$</i>			
	I Sem - 2017	I Sem - 2018	Variación
INGRESOS TOTALES	945.828	1.195.000	26,3%
Ingresos tributarios	878.580	1.073.821	22,2%
Resto	67.248	121.179	80,2%
GASTOS PRIMARIOS	1.090.114	1.300.825	19,3%
Prestaciones sociales	603.123	779.200	29,2%
Otros gastos corrientes	382.204	437.695	14,5%
Gastos de capital	104.787	83.930	-19,9%
RESULTADO PRIMARIO	-144.286	-105.825	-26,7%
% del PBI	-1,4%	-0,8%	0,6%
Intereses	111.261	145.362	30,6%
% del PBI	1,1%	1,1%	0,0%
RESULTADO FINANCIERO	-255.547	-251.187	-1,7%
% del PBI	-2,4%	-1,9%	0,5%

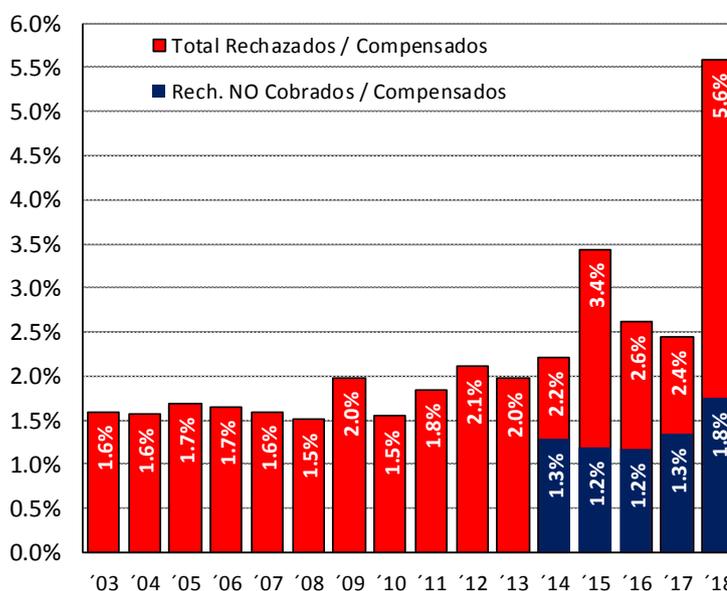
7 p.p.

PBI 2018 \$ 13.240.000 millones

Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas

El programa con el FMI comenzó en junio, con datos que ya están bajo la lupa de los técnicos del organismo. La inflación de 29,5 % de los últimos doce meses no mueve el amperímetro y si, de cara a la revisión de setiembre, se perforara el 32 %, habría que explicar las razones del desvío, no más que eso. Para el caso de las reservas netas, de la parte del crédito del FMI que recibió, el Banco Central debería haber preservado 5,5 mil millones de dólares. Algunos cálculos marcan un faltante de 600 millones, que obligaría a una dispensa desde Washington, pero el programa no corre riesgo con ese gap. También el objetivo de abatir Lebacs y restituir liquidez a los activos del Banco Central avanza de acuerdo a lo previsto, de cara a setiembre.

Ratio Cheques Rechazados / Cheques Compensados
acumulado ene-jun de cada año - montos en \$



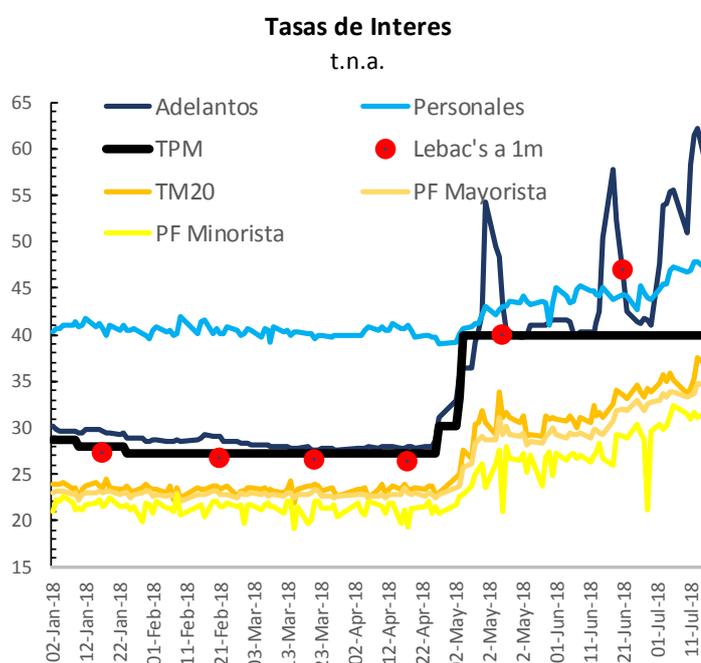
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Respecto de la cuestión fiscal, el gobierno nacional informó que las metas del primer semestre fueron sobrecumplidas en 0,2 puntos del PIB. Sin embargo, de aquí en adelante es clave que la recaudación no se resienta demasiado por efecto de la recesión y la complicación de la cadena de pagos, dado que en ese caso la variable de ajuste sería la obra pública, que ya se viene achicando, con una caída nominal de 19 % en el primer semestre.

Por su parte, las partidas sociales (incluidas jubilaciones) están aumentando a un ritmo nominal del 28,3 %, acentuando el contraste con la devaluación de 2002, cuando todo el gasto público sufrió la licuación. Ahora, con una gama amplia de items indexados, se

impone el instrumento quirúrgico. Es más complejo el ajuste, pero hay mucho más contención social.

El sobrecumplimiento del primer semestre le permite al Tesoro arrancar la segunda parte del año con un crédito de 25,3 mil millones de pesos, por lo que podría absorber una desaceleración de 1,5 puntos porcentuales en la marcha de la recaudación. Pero, un freno más brusco, obligaría a recortes mayores a los ya previstos para la obra pública. Sin olvidar que la actualización de tarifas de gas y electricidad de octubre quizá demande subsidios no contemplados.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Para armar este rompecabezas, falta ver el resultado de la negociación federal acerca de la distribución del ajuste. La movida del gobierno nacional, de asumir 2/3 de la tarea, tiene el claro objetivo de evitar que las provincias den marcha atrás con la baja de impuestos acordada en 2017, que para 2019 significaría una merma en la presión tributaria de 0,7 puntos del PIB (Ingresos Brutos y Sellos), de acuerdo a lo estimado por el titular de Ieral, Marcelo Capello.

En esta negociación, las aguas deberían dividirse en forma nítida entre los partidarios del "cuanto peor mejor" y los sostenes de la gobernabilidad. Pero, si éstos triunfan, un resultado rápido ahorraría costos al ajuste.

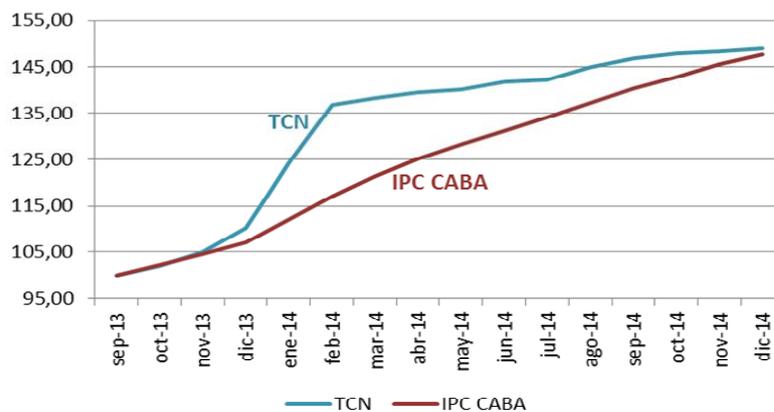
Mientras tanto, la necesidad de parar la corrida cambiaria ha acelerado el giro del Banco Central hacia un control más riguroso de los agregados monetarios, que ahora se expanden a un ritmo inferior al 25 % interanual, con un set de tasas de interés ahora mucho más volátil. Aquí también conviene una transición rápida, ya que la cadena de pagos se está deteriorando, con un ratio de cheques rechazados y no cobrados que trepó a 1,8 %, desde 1,3% en 2017. Por detrás, un nuevo piso (55 % anual) en la tasa de los adelantos en cuenta corriente, factor que también afectará la recaudación impositiva, aunque habría que computar los planes de pago, no sólo la caja.

Completar el giro monetario y despejar incógnitas sobre el Presupuesto 2019 es clave para pasar a un escenario que resulte atractivo para la entrada de inversiones.

El riesgo país sigue elevado, y está pesando en los mercados la renovación sólo parcial en los vencimientos de Letes. Las emisiones de deuda que son exitosas tienen volumen acotado, ya que se basan en otorgar seguro de cambio (bono dual) o en la demanda cautiva de los bancos (formando encajes).

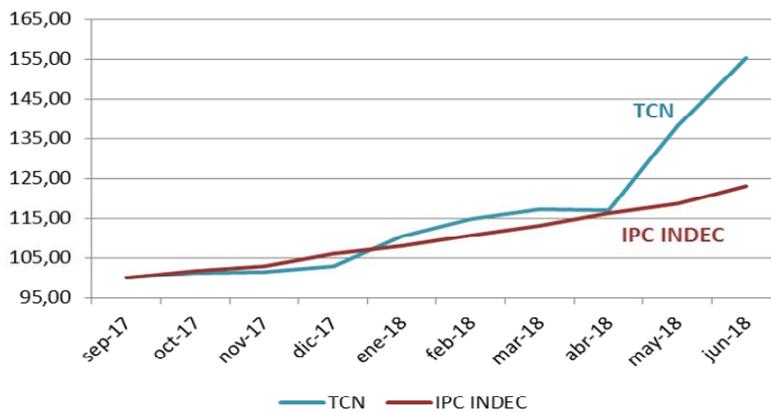
Señales más positivas surgen de la evolución de los depósitos en dólares del sistema, que subieron 1,8 mil millones en los últimos 45 días y de un freno en la demanda de billetes para atesoramiento por parte del público. ¿Será que el tipo de cambio está entrando en una zona de equilibrio?. Según el Índice Big Mac, ese valor, bajo las actuales condiciones, es de 30 pesos por dólar...

Precios y tipo de cambio: en 2014, la inflación anuló el efecto de la devaluación en diez meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IPC CABA y BCRA

Para 2018, se espera que a fin de año subsista un tipo de cambio real más elevado



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IPC CABA y BCRA