

IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 44 - Edición N° 1068 - 9 de Mayo de 2022

### La transición interminable

Jorge Vasconcelos

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

BROKERS / ACAP

#### Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



#### IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

#### IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

#### Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## La transición interminable<sup>1</sup>

En el primer trimestre de 2022 el gobierno cumplió las metas acordadas con el FMI; hasta febrero el nivel de actividad mantenía la trayectoria ascendente que había registrado en la última parte de 2021, y las exportaciones agroindustriales marcaron un récord de 11 mil millones de dólares en el acumulado hasta abril. Sin embargo, en la contracara de esa descripción, hay que consignar que sólo se pudieron cumplir esas metas con “contabilidad creativa”, y que los desequilibrios macro que se acentuaron en el segundo semestre de 2021 se reflejaron en la aceleración inflacionaria de marzo y abril, que empezó a frenar el nivel de actividad y, al mismo tiempo, imponen una presión ascendente de las importaciones de bienes y servicios, evaporando el saldo positivo de las cuentas externas, con la consiguiente complicación para el objetivo de acumular reservas.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 8 de Mayo de 2022

En el primer trimestre de 2022 el gobierno cumplió las metas acordadas con el FMI; hasta febrero el nivel de actividad mantenía la trayectoria ascendente que había registrado en la última parte de 2021, y las exportaciones agroindustriales marcaron un récord de 11 mil millones de dólares en el acumulado hasta abril. Sin embargo, en la contracara de esa descripción, hay que consignar que sólo se pudieron cumplir esas metas con “contabilidad creativa”, y que los desequilibrios macro que se acentuaron en el segundo semestre de 2021 se reflejaron en la aceleración inflacionaria de marzo y abril, que empezó a frenar el nivel de actividad y, al mismo tiempo, imponen una presión ascendente de las importaciones de bienes y servicios, evaporando el saldo positivo de las cuentas externas, con la consiguiente complicación para el objetivo de acumular reservas.

Cuando la dinámica es tan inestable, cualquier imprevisto puede hacer descarrilar la economía, y el listado de potenciales accidentes es frondoso. Además, ante dificultades crecientes, se espera que un gobierno se abroquele en defensa de la gestión, pero ese no es el caso hoy en la Argentina, con fuerzas centrífugas que operan en la dirección contraria.

Falta demasiado tiempo para diciembre de 2023, pero igual cabe conjeturar si una mejora de expectativas de cara a una eventual nueva gestión puede servir de baranda de contención, evitando que los derrapes terminen en la banquina. De hecho, esto sucedió entre mediados y fin de 2015, cuando la devaluación del peso encontró un piso bastante firme, pese a que el Banco Central llegó a esa instancia sin reservas. El problema es que no es tan fácil que ese escenario pueda repetirse, ya que las condiciones de la economía son bien diferentes.

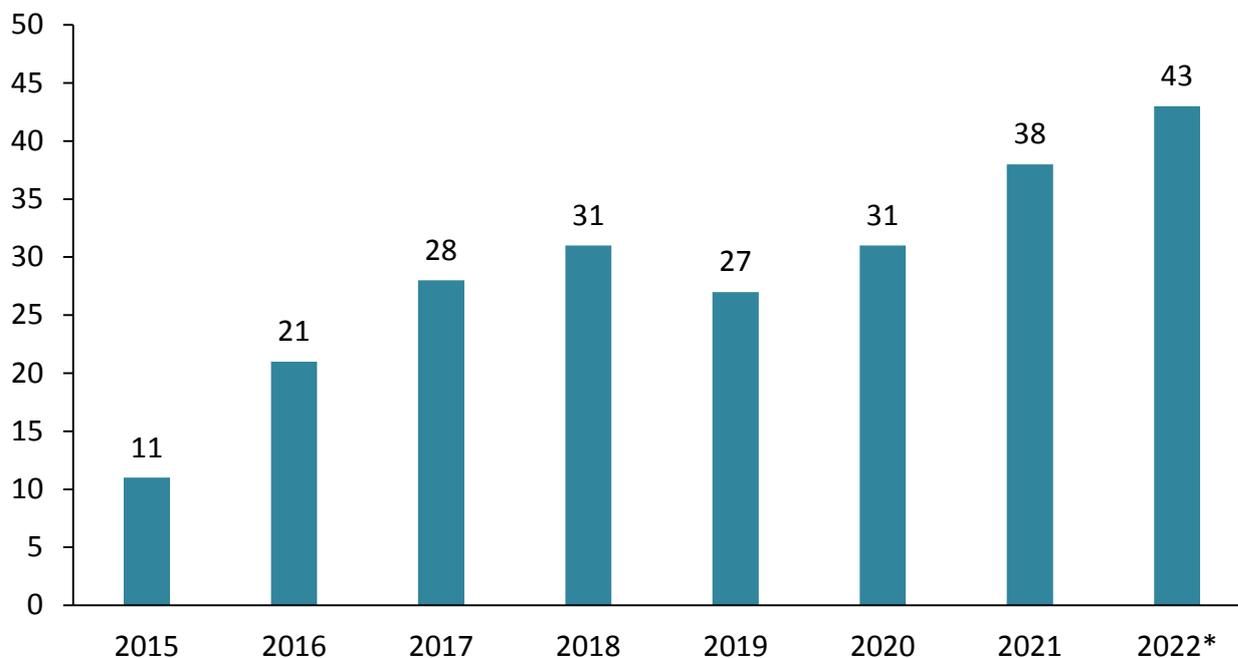


Fuente: IERAL con base en INDEC y Est. Ciudad de Buenos Aires.

Durante la transición de 2015, la inflación se ubicaba en un andarivel entre el 2,0 % y el 2,5 % mensual, y la deuda interna en pesos del Tesoro (la que necesita refinanciación permanente) era equivalente a 2 % del PIB. En cambio, la inflación en el presente tiende a triplicar aquél guarismo, mientras que se han cuadruplicado, en términos del PIB, los pasivos en pesos del Tesoro con el mercado, sin contar las operaciones intra sector público.

La comparación de inflación y Deuda Pública interna entre 2022 y 2015 debería disparar las alarmas en el seno del gobierno, fortaleciendo los argumentos a favor de recuperar la sustentabilidad de las políticas. Evitar una escalada inflacionaria, tras los desbordes de marzo y abril, tendría que ser prioridad del oficialismo, a contramano de lo que hoy se observa.

**Deuda en pesos del Tesoro con el sector privado**  
(En miles de millones de dólares al tipo de cambio oficial)



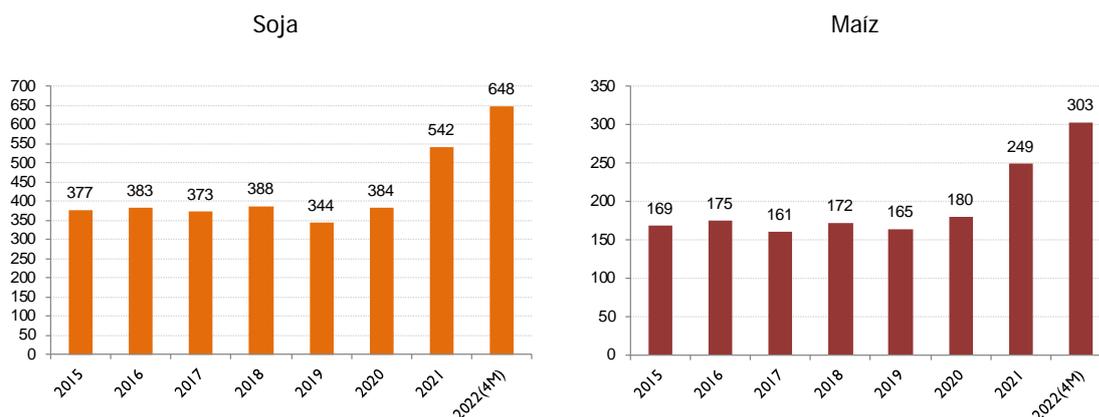
\*Estimado IERAL en base a fuentes del mercado y MECON.

Fuente: IERAL con base en MECON, BCRA, Est. CABA y otros.

En el proceso de aprobación del acuerdo con el FMI, el gobierno se apoyó en la oposición para que las internas no lo paralicen. Pero este recurso de trasladar responsabilidades no sirve para modificar el día a día de la gestión, que es el aspecto clave en la formación de expectativas alrededor de la política fiscal, las opciones de financiamiento y la disposición y capacidad para cumplir los compromisos.

La performance de la oposición, tanto en el plano de las propuestas como del grado de adhesión que logre entre los votantes, puede influir sobre las expectativas que se vaya formando el sector privado, las empresas y las familias, a propósito del futuro del país. Pero, en el tiempo que resta hasta diciembre de 2023, las variables financieras y cambiarias dependen enteramente de lo que haga o deje de hacer el propio gobierno.

### Precios FOB Puertos Argentinos granos (USD / ton)



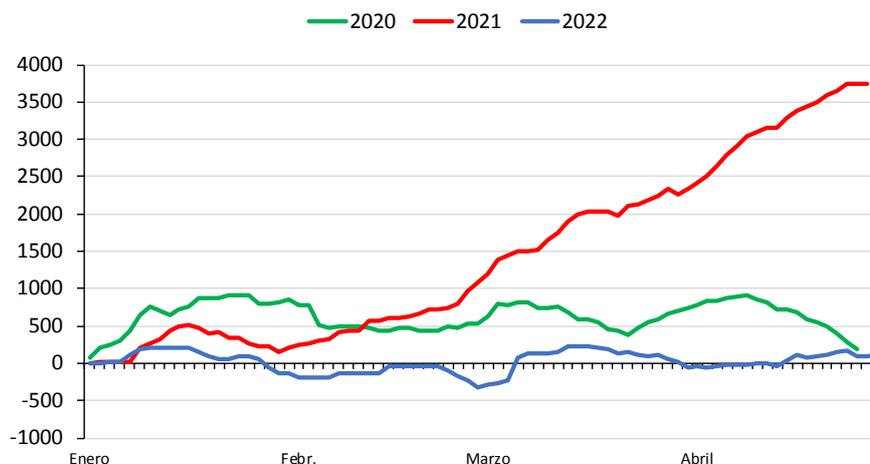
Fuente: Elaboración propia en base a MAGyP.

La importancia de la gestión queda subrayada por el hecho que, aun con inéditos precios internacionales de las commodities, persiste la escasez de dólares en la economía, en un año en el que se proyecta un récord de exportaciones de bienes, en torno a los 85 mil millones de dólares.

En el plano contable, que exista superávit del sector externo (en la cuenta corriente del Balance de Pagos) depende del saldo entre exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Pero, en términos económicos, ese superávit obedece a la relación entre ahorro e inversión.

La tasa de ahorro del sector privado es relativamente elevada, en torno al 21,2 % del PIB, pero si el sector público tiene este año un “desahorro” de 4 puntos del PIB, el ahorro total será sólo de 17,2 % del PIB, limitando el resultado externo y también la trayectoria de las reservas del BCRA, de la inversión y del PIB en la medida en que los capitales sigan sin entrar al país. Aunque por “contabilidad creativa” se disimule el déficit fiscal, si hay exceso de gasto (variación de 84,9 % interanual en marzo!!!) las consecuencias macroeconómicas no pueden evitarse, por la caída del ahorro interno y el atraso cambiario resultante.

Compras netas de dólares del BCRA\*  
Al sector privado



\* Compras diarias acumulativas hasta el 29 de abril de cada año. En millones de u\$s.  
Fuente: IERAL, con base en BCRA.

Los últimos datos muestran continuidad en la mejora de los términos de intercambio. De acuerdo a los cálculos de Juan Garzón, investigador de Ieral, la diferencia del valor de la cosecha de trigo, maíz y soja por efecto precios internacionales es de 20 mil millones de dólares entre 2020 y 2022, con 31 mil millones dos años atrás y 51,0 mil millones para el ciclo actual. En términos de exportaciones, la diferencia con 2020 es de unos 16,0 mil millones de dólares.

Aun en ese contexto el BCRA tiene dificultades para acrecentar reservas. Las compras netas de divisas frente a operadores privados en lo que va del año acumulan sólo 113 millones de dólares, comparado con 3,7 mil millones de dólares para igual período de 2021.

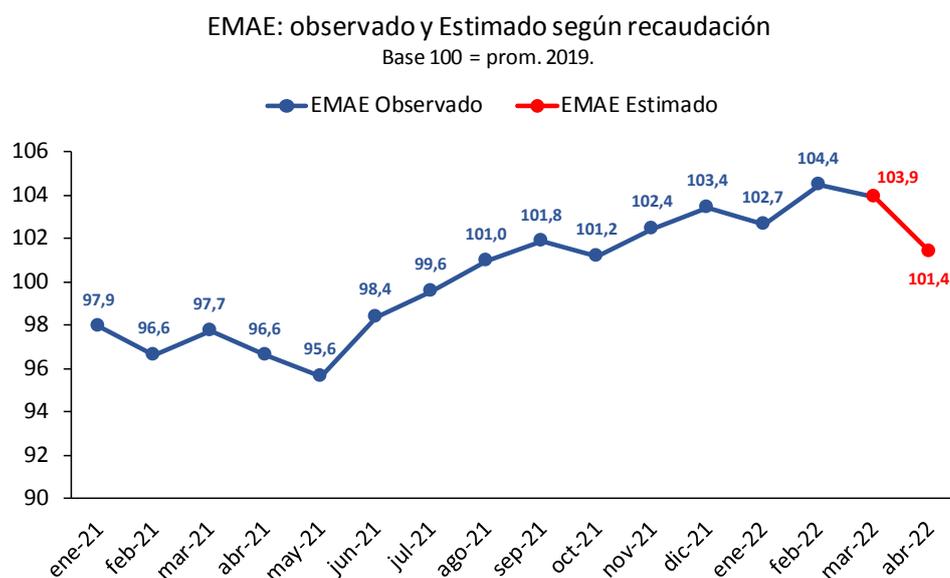
Cuenta corriente del Balance de Pagos  
(Base caja, BCRA, en millones de dls.)

|                         | Primer Trimestre de |             | Diferencia    |
|-------------------------|---------------------|-------------|---------------|
|                         | 2021                | 2022        |               |
| Balance de:             |                     |             |               |
| Bienes                  | 4.494               | 3.859       | -635          |
| Servicios               | -683                | -2.353      | -1.670        |
| Rentas                  | -1.278              | -1.940      | -662          |
| Otros                   | 27                  | -27         | -54           |
| <b>Cuenta corriente</b> | <b>2.560</b>        | <b>-461</b> | <b>-3.021</b> |

Fuente: IERAL con base en BCRA

Esto tiene que ver con un deterioro de 3,0 mil millones de dólares en el resultado de la cuenta corriente del Balance de Pagos, en la medición de caja del BCRA: de un superávit de 2,6 mil millones en el primer trimestre de 2021 se pasó a un rojo de 461 millones de dólares este año. De allí la intensificación del cepo a importaciones.

El racionamiento se concentra en el segmento automotriz, para el que las divisas disponibles podrían achicarse a un tercio de la cifra de épocas "normales". Pero aun así no alcanza, y las restricciones llegan a otros sectores, insumos y partes, con el riesgo de afectar también el abastecimiento energético.



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

Esta dinámica no es neutra para la variación del PIB, pese al arrastre estadístico positivo con el que arrancó el año y el impacto positivo de los términos de intercambio.

Para el primer trimestre, la estimación de IERAL es de un incremento del PIB de 1,3 % respecto del cuarto trimestre de 2021, en términos desestacionalizados. Pero, con la aceleración inflacionaria de los últimos dos meses y el impacto negativo sobre la demanda, el segundo trimestre apunta a una merma (cálculos muy preliminares) del PIB del orden del 2,0 % respecto del primero. Faltantes de insumos y energía podrían prolongar la secuencia negativa al tercer trimestre, sin contar el riesgo de una inflación que no vuelva al andarivel previo: si de mayo a diciembre la variación del IPC promediara el 5,0 % mensual, entonces la inflación acumulada del año se acercaría al 78 %.