



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1429 – 5 de Julio de 2022

Informe Especial

En Foco – Jorge Vasconcelos

Urgen medidas que permitan revertir el deterioro de las expectativas

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

En Foco :

3

Urgen medidas que permitan revertir el deterioro de las expectativas

- La macroeconomía de la Argentina no cambió de una semana para la otra, pero la renuncia del ex ministro Guzmán fue un catalizador que aceleró el deterioro de las expectativas
- Fenómeno que se expresó en una ampliación de la brecha cambiaria, caída de la paridad de los bonos del Tesoro, tanto los de deuda externa como interna, junto con una retracción adicional de la oferta de bienes y un incremento en el ritmo de las remarcaciones de precios, derivados de un salto de las expectativas de devaluación e inflación
- Aún antes de conocerse el recambio ministerial dicho conjunto de indicadores, anticipaban el deterioro, sobre todo después de verificarse que las metas comprometidas ante el FMI para el segundo trimestre se estaban cumpliendo con "fórceps"
- Sumado a las dificultades para renovar la deuda pública en pesos, profundizadas durante junio, y que obligaron a la participación del Banco Central en el mercado secundario de bonos
- Reencarrilar la macro, exige, además de un soporte político del oficialismo gobernante, urgentes medidas, básicamente por el lado del gasto público, que permitan frenar este deterioro de las expectativas, y su efecto sobre la tasa de inflación, la brecha cambiaria, las reservas y las variables reales.

En Foco

Urgen medidas que permitan revertir el deterioro de las expectativas

Jorge Vasconcelos

- La macroeconomía de la Argentina no cambió de una semana para la otra, pero la renuncia del ex ministro Guzmán fue un catalizador que aceleró el deterioro de las expectativas
- Fenómeno que se expresó en una ampliación de la brecha cambiaria, caída de la paridad de los bonos del Tesoro, tanto los de deuda externa como interna, junto con una retracción adicional de la oferta de bienes y un incremento en el ritmo de las remarcaciones de precios, derivados de un salto de las expectativas de devaluación e inflación
- Aún antes de conocerse el recambio ministerial dicho conjunto de indicadores, anticipaban el deterioro, sobre todo después de verificarse que las metas comprometidas ante el FMI para el segundo trimestre se estaban cumpliendo con "fórceps"
- Sumado a las dificultades para renovar la deuda pública en pesos, profundizadas durante junio, y que obligaron a la participación del Banco Central en el mercado secundario de bonos
- Reencarrilar la macro, exige, además de un soporte político del oficialismo gobernante, urgentes medidas, básicamente por el lado del gasto público, que permitan frenar este deterioro de las expectativas, y su efecto sobre la tasa de inflación, la brecha cambiaria, las reservas y las variables reales.

La macroeconomía de la Argentina no cambió de una semana para la otra, pero la renuncia del ex ministro Guzmán fue un catalizador que aceleró el deterioro de las expectativas, fenómeno que se expresó en una ampliación de la brecha cambiaria, caída de la paridad de los bonos del Tesoro, tanto los de deuda externa como interna, junto con una retracción adicional de la oferta de bienes y un incremento en el ritmo de las remarcaciones de precios, derivados de un salto de las expectativas de devaluación e inflación.

Aún antes de conocerse el recambio ministerial y la designación de Silvina Batakis, dicho conjunto de indicadores, anticipaban el deterioro, sobre todo después de verificarse que las metas comprometidas ante el FMI para el segundo trimestre se estaban cumpliendo con "fórceps", aun cuando se flexibilizaron para esa fecha, al costo de hacerlas más exigentes para el segundo semestre y, por ende, de mucho más difícil realización. Y con

las dificultades para renovar la deuda pública en pesos, profundizadas durante el mes de junio y que obligaron a la participación del Banco Central en el mercado secundario de bonos.

Las dificultades para encarrilar la macro, que ahora se hacen más evidentes, tienen que ver con el propio diseño del programa económico, con las dificultades de implementación y con la falta de soporte político por las divisiones del gobierno. Existen, por supuesto, interpretaciones que subrayan que alguno de esos factores tiene más peso que los otros pero, si se apunta a recuperar visión de futuro para la economía argentina, vale consignar que necesitan ser reconstituidos los tres pilares al mismo tiempo.

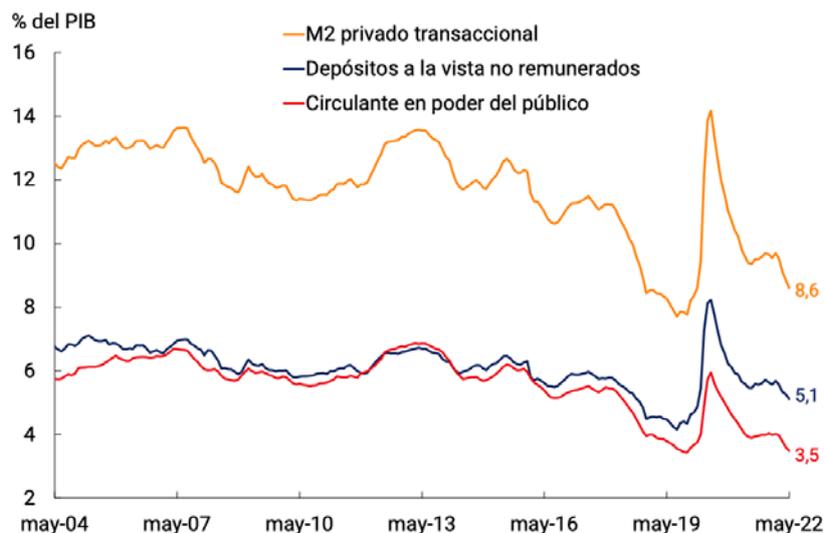
La experiencia de tantas crisis atravesadas por nuestro país enseña que, para revertir una situación dominada por la incertidumbre, lo que se necesita es frenar la huida del dinero, forjar un piso firme para las expectativas, de modo de evitar que la inflación se espiralice por la aceleración de la velocidad a la que circulan los pesos.

Los indicadores que miden la demanda de dinero muestran una peligrosa y persistente huida de los pesos. Una variable simple, como es el "Circulante en poder del público" ha descendido al equivalente a los 3,5 puntos del PIB en las últimas mediciones, un umbral que puede estar perforándose en estas semanas, cuando este indicador se ha ubicado en un andarivel en torno a 6,0 puntos del PIB en períodos de menor turbulencia.

El temor a cada vez mayor emisión de pesos, conjugada con cada vez menor respaldo de reservas externas en el Banco Central es el combo que da lugar a este tipo de comportamientos de la población.

El problema de la emisión de pesos

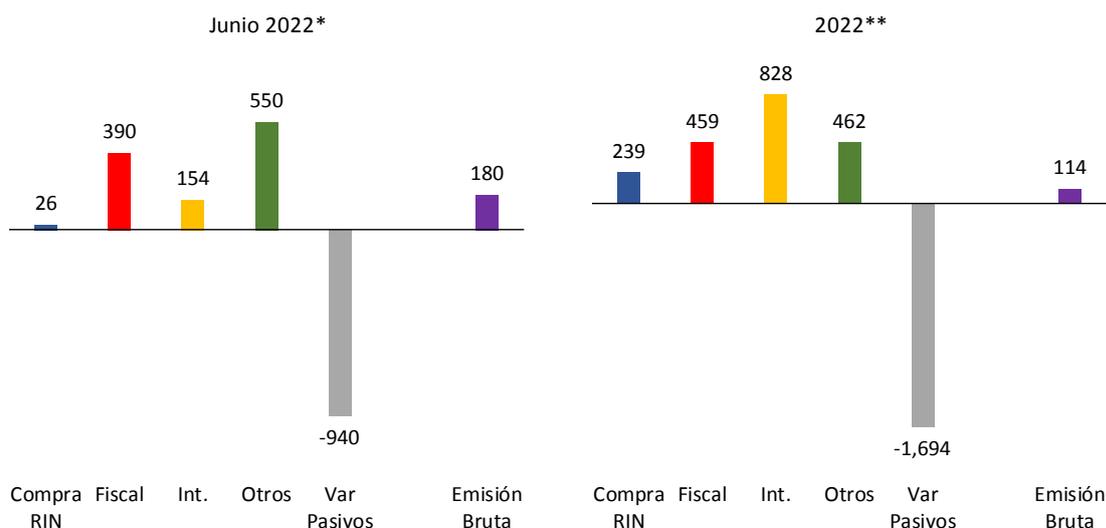
Lamentablemente, las expectativas de la población están fundadas en hechos, no se trata de meras visiones conspirativas. El déficit fiscal, incluido los intereses, más el déficit cuasifiscal (el costo financiero de los pasivos remunerados del BCRA) es una cifra del orden de los 8 puntos del PIB, que multiplica por más de una vez y media a la base monetaria, la variable sobre la que opera el llamado "impuesto inflacionario". Si no hay financiamiento genuino para el déficit, éste sólo puede ser cubierto con emisión monetaria, en un contexto en el que, a su vez, las expectativas llevarían a una aceleración de la huida del dinero.



En este sentido, los datos de emisión monetaria de junio han ratificado en forma contundente que el supuesto límite al Banco Central, para que en 2022 transfiera al Tesoro no más de un punto del PIB, es una regla que admite múltiples excepciones.

Faltando un día por computar, en junio la emisión por motivo fiscal se acercó a los 390 mil millones de pesos; la explicada por el pago de intereses de las Leliq a 154 mil millones; las intervenciones en el mercado de capitales comprando bonos del Tesoro sumarían 550 mil millones, y también hubo una mínima expansión por las compras netas de dólares, luego del endurecimiento del cepo. La cifra acumulada por esas cuatro vertientes puede estimarse en 1,1 millón de millones de pesos, equivalente a casi 30 % de la base monetaria.

Factores de explicación de la Base Monetaria
(en miles de millones de pesos)



* Al 29 de junio.

** Acumulado al 29 de junio.

Fuente: IERAL con base en BCRA.

Por el momento, el impacto sobre la inflación y la brecha cambiaria se está intentando amortiguar absorbiendo liquidez a través de las Leliq, cuyo stock habría aumentado en 940 mil millones de pesos en junio. De corto plazo, este mecanismo de esterilización tiene margen para ser usado, pero la pregunta es cuan sostenible resulta, ya que dispara el costo financiero de los pasivos remunerados del Central y comprime el saldo disponible para el crédito productivo. Sólo un dato al respecto: los préstamos al sector privado, que a fin de 2019 representaban el 55 % de los depósitos bancarios en pesos, se han achicado al 41 % de los depósitos en el presente.

El rol cada vez más activo del Central, emitiendo pesos para comprar bonos del Tesoro que han saturado la demanda del mercado no puede ser un mecanismo permanente.

Sin embargo, los vencimientos de deuda en pesos del Tesoro que cada vez cuesta más refinanciar acumulan, de aquí a fin de año, una cifra de 3,6 millón de millones de pesos. Esa espada de Damocles se hace muy pesada y filosa en setiembre, con títulos que vencen por casi 1,2 millón de millones de pesos.

Vencimientos de deuda en Pesos del Tesoro en el segundo semestre de 2022

miles de millones de pesos

Julio	Agosto	Septiembre	Promedio mensual Oct-Dic	Acumulado
513	516	1.186	460	3.592

La creciente dificultad para refinanciar estos vencimientos es lo que disparó la emisión de pesos por la ventanilla de las intervenciones del Central en el mercado secundario de bonos, por lo que resulta inevitable que la brecha cambiaria, los precios y las expectativas de inflación se hayan ajustado al alza en estos días. El dato del IPC de julio, cuando se conozca en agosto, muy probablemente reflejará parte de este deterioro.

A esta altura de la crisis, la cuestión se hizo mucho más urgente que las metas con el FMI. Lo que hay que dar vuelta es la percepción de los agentes económicos locales, examinadores más rigurosos y detallistas que el propio staff del Fondo. Y con tiempos mucho más cortos que los 90 días que faltan hasta fin de setiembre, cuando deba hacer el nuevo chequeo dentro del programa acordado.

Para intentar anclar las expectativas no hay opción. El tema es el gasto público.

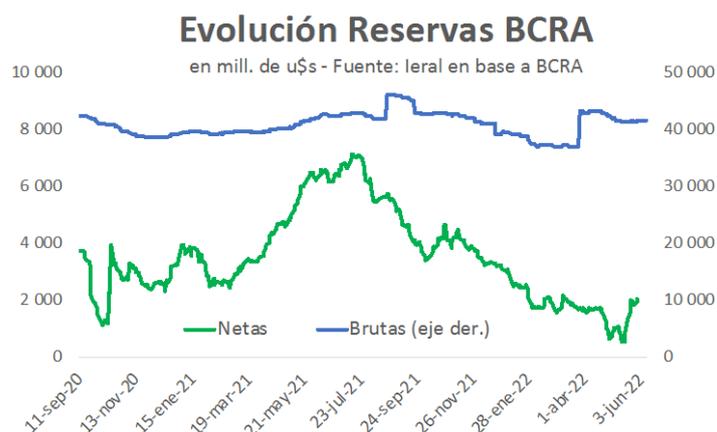
En mayo, las erogaciones primarias subieron a un ritmo de 88% interanual y es posible que, para cumplir con un déficit primario de 2,5 puntos del PIB en 2022, se necesite pasar a un andarivel del orden del 60% en la variación interanual del gasto primario a lo largo de todo este segundo semestre. Aquí aparece el problema de los subsidios a la energía, que debían achicarse a 2,2 puntos del PIB este año y ahora se estiman en 2,6 puntos. Una proyección que podría ser optimista si la "segmentación de tarifas" no es resuelta en

cuestión de días. El staff del Fondo lo dejó escrito en su último reporte: el gasto primario debería contraerse 7,8 % interanual en términos reales en este segundo semestre, cuando en el primero se había expandido al 12,8 % interanual. Es en este plano donde el “pilar político” tiene la palabra.

El problema de las reservas

Con prácticamente los mejores precios de exportación de la historia, las escasas reservas que se acumularon a lo largo del primer semestre no se correspondan a compras netas de divisas efectuadas en el mercado, sino a desembolsos realizados por el FMI en el marco del programa acordado.

Puede estimarse que las reservas netas cerraron el primer semestre en torno a los 4,5 mil millones de dólares, lo que implica un aumento del orden de los 3,1 mil millones respecto de fin de diciembre de 2021. Lo notable, es que la variación de los Derechos Especiales de Giro (desembolsos del FMI) en el período ha sido positiva en 3,7 mil millones de dólares, por lo que el resultado neto del “resto” ha sido negativo en unos 600 millones de dólares.



Ya se ha explicado en anteriores informes que el magro comportamiento del sector externo se explica principalmente por el exceso de gasto público que achica el ahorro nacional, más allá de problemas específicos, como el de la suba del precio internacional de los combustibles, en el contexto del sub aprovechamiento de Vaca Muerta.

Lo cierto es que, frente a ese dilema, de las dos opciones que tenía el gobierno, devaluar o acentuar los cepos, hasta ahora se ha inclinado por la segunda. El torniquete sobre las importaciones anunciado en el transcurso de la última semana de junio es la derivación de esa opción, con las consecuencias conocidas.

Puede estimarse una merma en el ritmo de **importaciones no energéticas** del orden de los 1,3 mil millones de dólares por mes, de aquí en adelante. Esa cifra equivale al 23,5 % de las importaciones no energéticas del período enero-mayo de este año lo que, a su vez, implica una caída en volumen cercana al 20 % (del 9,7 % en dólares) en relación al promedio mensual del segundo semestre de 2021. Las complicaciones para las cadenas productivas podrían profundizarse en caso que se confirme que también serán alcanzadas

por el torniquete las operaciones de "admisión temporaria" de insumos y partes, que se utilizan para la fabricación de productos que luego son exportados.

Margen disponible para importaciones no energéticas

(Promedio mensual en miles de millones de dólares)

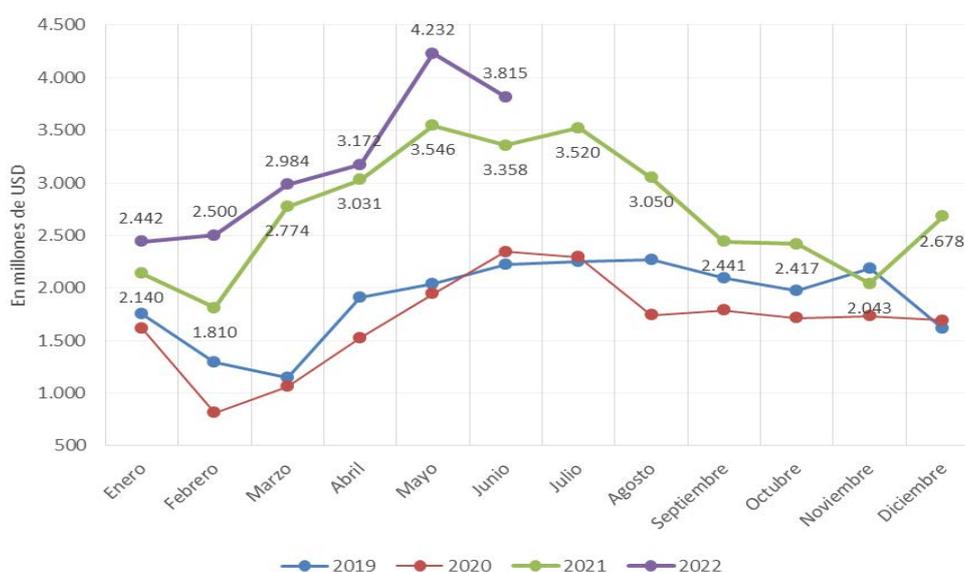
	Enero-Mayo	Jun-Diciembre	Var %
2021	4,24	4,76	12,3%
2022	5,62	*4,3	'-23,48%
Var %	32,5%	' -9,66%	

(*)Estimaciones IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En la medida en que las empresas no puedan acceder (o teman hacerlo) al crédito de comercio exterior, el faltante de productos importados será de un alcance suficiente como para alterar el funcionamiento de ciertas cadenas productivas, contraer la oferta agregada de la economía (con impacto negativo sobre la actividad) y encarecer una gama significativa de productos, que están pasando a referenciarse en las cotizaciones libres del dólar. Así, una inflación lanzada por los desequilibrios fiscales y monetarios, está encontrando nuevos mecanismos de retroalimentación, por lo que el tamaño de la brecha cambiaria no puede ser ignorado.

El tema es que los problemas no se habrán de agotar aquí. Al haberse deteriorado en forma tan brusca las expectativas, hay que monitorear de ahora en adelante lo que ocurra con las liquidaciones de granos de los productores, con un stock sin vender (los silobolsas) que los especialistas cifran en casi 30 millones de toneladas.

Liquidación mensual de exportaciones CIARACEC, 2019-2022



De acuerdo a la estacionalidad, el ingreso de divisas del complejo agroindustrial que “debería” esperarse para el corriente mes de julio es del orden de los 3,5 mil millones de dólares, luego de los 3,8 mil millones de junio. Sin embargo, esto depende de la decisión de los productores de vender sus granos, y es difícil esperar un comportamiento “normal”, como si nada hubiese pasado.

De por sí, el torniquete a las importaciones dispuesto en la última semana de junio era ya una clara señal de “escasez de divisas”. Se sabe que los cepos, que apuntan a **desalentar la demanda** de dólares, en general terminan **restringiendo la oferta** de divisas, por el impacto que producen sobre las expectativas. Este era el caso, pero ahora potenciado por la fractura expuesta en el seno del gobierno, con la crisis del fin de semana pasado que derivó en la sustitución de Martín Guzmán por Silvina Batakis. En caso que la retracción de la oferta de granos por parte de los productores se confirme, esto puede generar, en el corto plazo, un círculo vicioso de menos dólares de la agroindustria, caída de reservas, cepo más acentuado sobre las importaciones y deterioro mayor de las expectativas. Cómo lograr que el flujo de agrodólares no se frene es uno de los primeros desafíos a los que deberá enfrentarse la nueva conducción económica.

Cotización del dólar a precios de Julio 2022

	Junio 2002	oct-20	Dic 2021	Jul-22*
Libre	270	357	329	280
Oficial	264	174	149	131
Brecha cambiaria	2%	105%	121%	114%

* tipo de cambio libre a las 12 hs del día de hoy.

Mientras tanto, la brecha cambiaria apunta a ubicarse en un nivel semejante al de fin de 2021, cuando la diferencia entre la cotización libre del dólar y la oficial se situó en el 121 %. En ese momento, reinaba la incertidumbre acerca de la predisposición y convicción del gobierno para evitar caer en default con el FMI, para lo que necesitaba suscribir un programa con el organismo. El tiempo no pasa en vano, y los desafíos y urgencias de julio de 2022 lucen todavía más determinantes para el futuro del país que los de diciembre de 2021.