



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 45 - Edición N° 1085 - 26 de Julio de 2023

¿Podrán las PASO proveer el ancla que demanda la economía?

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Aun cuando las medidas anunciadas durante el fin de semana permitan que se destraben los desembolsos pendientes del FMI, resultan muy limitadas para revertir las dos tendencias más preocupantes que dominan el presente: la emisión de pesos por parte del Banco Central (antes de su esterilización a través de las Leliq), que desde mediados del año pasado corre a un ritmo de 11,2 % acumulativo mensual, con la presión inflacionaria consiguiente, y el drenaje de las reservas externas, que en su medición neta caen a un ritmo de 2,3 mil millones de dólares por mes, hasta un rojo actual de 7,0 mil millones, partiendo de 8,7 mil millones en diciembre pasado.

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

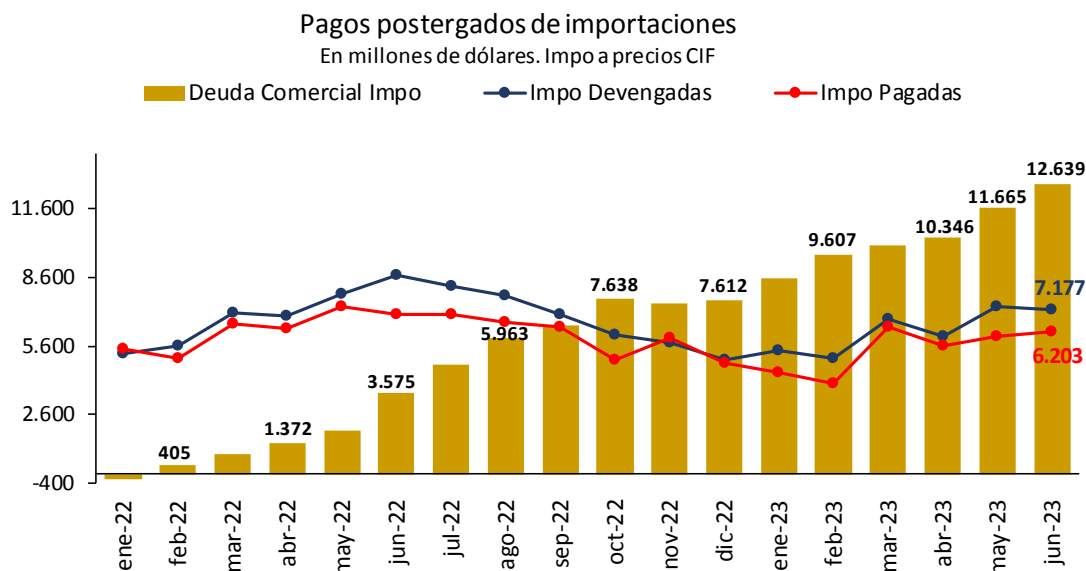
Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

¿Podrán las PASO proveer el ancla que demanda la economía?¹

Aun cuando las medidas anunciadas durante el fin de semana permitan que se destraben los desembolsos pendientes del FMI, resultan muy limitadas para revertir las dos tendencias más preocupantes que dominan el presente: la emisión de pesos por parte del Banco Central (antes de su esterilización a través de las Leliq), que desde mediados del año pasado corre a un ritmo de 11,2 % acumulativo mensual, con la presión inflacionaria consiguiente, y el drenaje de las reservas externas, que en su medición neta caen a un ritmo de 2,3 mil millones de dólares por mes, hasta un rojo actual de 7,0 mil millones, partiendo de 8,7 mil millones en diciembre pasado.

Habrà recaudación adicional por la generalización del impuesto país a las importaciones, y posiblemente se pueda poner un piso al deterioro de la balanza comercial, pero la cuenta corriente del balance de pagos difícilmente cierre el año con un déficit inferior a los 16,0 mil millones de dólares, con una merma en la competitividad cambiaria de las exportaciones (al margen de la sequía) cercana al 25 % respecto a los registros de 2019, previos a las PASO de aquel año. La referencia no es arbitraria, porque en 2019 la cuenta corriente del balance de pagos fue relativamente equilibrada.

Así, en este plano, el 2023 sólo puede cerrar con un fuerte aumento del endeudamiento externo, del orden de los 15 mil millones de dólares, sumando los compromisos con China (yuanes) y con los proveedores de importaciones compradas "a crédito", un ítem que ya generó un pasivo a pagar del orden de los 12,6 mil millones de dólares desde principios de 2022.



* Importaciones pagadas en jun-23 proyectado

Fuente: IERAL con base en BCRA, INDEC y estimaciones propias

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el Diario La Nación el 26 de julio de 2023

En el segmento de los pesos, aun asumiendo que el gobierno pueda recortar el déficit primario hasta un nivel del orden de los 2,5 puntos del PIB/año, las necesidades de financiamiento del Tesoro del segundo semestre resultan una variable a monitorear día a día. Considerando el rojo fiscal esperable de aquí a fin de año (incluyendo intereses de la deuda pública) y los vencimientos de Bonos del Tesoro en manos del sector privado, se necesitaría conseguir financiamiento del orden de 1,5 billones de pesos **por mes** para que el gobierno pueda evitar seguir recurriendo al BCRA. Esa cifra mensual equivale al 25 % de la Base Monetaria, ratio que alerta sobre el impacto monetario que tendría algún inconveniente a la hora de las licitaciones de deuda pública.

Vectores de emisión del BCRA
por cada \$100 de Emisión Bruta

Acumulado 12 Meses ⁽¹⁾

Emisión Fiscal (Transf Directas al Tesoro)	\$ 18
Intereses Pasivos Remunerados	\$ 74
Compra de Reservas	-\$ 8
Otros Factores ⁽²⁾	\$ 16
Expansión Bruta Agregada	\$ 100

⁽¹⁾ Acum hasta el 18-07-23

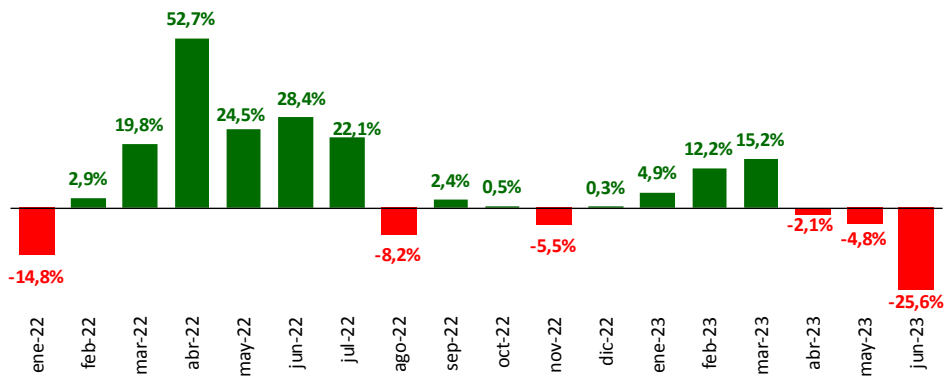
⁽²⁾ Incluye compra de bonos del Tesoro en el merc. Secundario

Fuente: IERAL en base a BCRA

Lo ocurrido en los últimos doce meses es ilustrativo: las transferencias del BCRA a favor del Tesoro y las destinadas a comprar bonos de deuda en el mercado de capitales (asistencia indirecta) explicaron 34 pesos de cada 100 de emisión bruta (antes de esterilización). Es decir, la emisión por motivo fiscal ahora se acerca a la mitad de la generada por los intereses de las Leliq, cuando era sólo una fracción poco tiempo atrás.

Las presiones inflacionarias derivadas de la emisión monetaria terminan afectando el poder adquisitivo de los trabajadores. Al respecto, en junio y julio las ventas de bienes de consumo masivo habrían caído entre 1,5 % y 2,0 % interanual, con bruscas oscilaciones semana a semana, ya que también se activó la demanda por inventarios.

Valor de las Exportaciones a Brasil
Var % i.a



Fuente: IERAL en base a INDEC

Las presiones inflacionarias también deterioran la competitividad, al igual que las dificultades para importar insumos y partes por el cepo, lo que afecta al sector externo en la misma dirección que la sequía. Por caso, las exportaciones a Brasil (principalmente industriales) entraron hace tres meses en terreno negativo, con una caída de 25,6 % interanual en junio.

Por lo reseñado, aun con acuerdo y desembolsos del FMI, no será sencillo mantener las expectativas bajo control en esta transición. Sin reservas y con dificultades para frenar el ritmo de la expansión monetaria, la pregunta es si el resultado de las PASO será capaz de proveer un ancla política para la economía. Esto, a su vez, depende de dos cuestiones: a) la nitidez del liderazgo político que eventualmente surja del conteo de los votos y; b) la consistencia de las señales económicas. Hay cuadrantes en los que estos factores podrían conjugarse pero, obviamente, no son todos.

Mientras tanto, sería muy positivo que la dirigencia política preste más atención a lo que ocurre alrededor. Por ejemplo, el caso de Brasil, que le ha sacado a la Argentina 13,1 puntos porcentuales de diferencia en el crecimiento acumulado del PIB desde 2017 (10,2 % vs - 2,9%), brecha que también se registra en el aumento del empleo privado formal, de 7,5 % en Brasil y de 1,0 % en la Argentina.



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Trabajo de Brasil, Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de Argentina, WEO-FMI y JPMorgan

Sabemos que el vecino del Mercosur es un país repleto de distorsiones. Aun así, lograron remover parte del lastre con una serie de medidas que datan de 2016 y 2017: se adoptó una regla para contener el gasto público; se ratificó la preferencia por la estabilidad, por lo que la inflación y las tasas de interés bajaron simultáneamente y por último, pero no menos importante, una reforma laboral dictada por el sentido común facilitó en forma significativa la creación de empleo privado formal y, al mismo tiempo, contribuyó a la recuperación del crecimiento.