

RUMBO A UN FORMAL WAIVER



- Actividad
- Precios e Ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos

- Balance Cambiario
- Sector Externo
- Anexo estadístico





Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | MAYO 2022

CONTENIDO DEL INFORME:

- Actividad - Pág. 10**
- Precios e Ingresos - Pág. 14**
- Finanzas Públicas - Pág. 16**
- Finanzas y Bancos - Pág. 18**
- Balance Cambiario - Pág. 20**
- Sector Externo - Pág. 22**
- Anexo Estadístico - Pág. 23**

CLAVES DEL INFORME

- **La economía entra en zona de mayor incertidumbre por el riesgo de incumplir las metas con el FMI.**
- **El centro del escenario internacional está en la seguridad alimentaria, energética y en la inflación de los países centrales. Fuerte impacto en las condiciones financieras globales y en las cadenas de producción global**
- **Se van a plasmar nuevas metas en el memorandum con el FMI pero no alcanza con solo actualizarlas por inflación ¿aparecerá el efecto guerra y precios? ¿será suficiente?**
- **La meta de reservas actual implica que habría que acumular 3.000 USD millones en sólo 30 días, muy poco probable**
- **El déficit fiscal y el financiamiento del BCRA suelen ser mayores hacia fin de año, esa estacionalidad no está contemplada en el acuerdo.**
- **Alimentos liderando la aceleración inflacionaria sin instrumentos de desacople. Ausencia de un programa que aborde la inercia inflacionaria**
- **Ancla de precios puntuales puede sólo retrasar algunos precios relativos**
- **Nivel de actividad a marzo 2022: 5,9% superior a marzo de 2019 pero 2% menor a marzo 2018. Producimos más que en 2019 pero con salarios un 5,1% inferiores, según el RIPTE.**

RUMBO A UN FORMAL WAIVER

Las metas del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que fueron definidas durante el mes de febrero y aprobadas por el Congreso durante marzo, van en camino a ser incumplidas en los próximos meses. La primera revisión será evaluada por el directorio del Fondo en la primera quincena de junio y, dado que las metas son trimestrales, alcanzará con lo hecho hasta marzo para pasar el test de variables macroeconómicas.

Sin embargo, la relación con el Fondo va a entrar en un terreno de incertidumbre cada vez mayor en las próximas revisiones en la medida que se dificulte el cumplimiento de las metas. En caso de hacerlo, el gobierno deberá presentar un *waiver* en el que se disculpa y justifica las razones por las que no logró el objetivo asumido. El *waiver* le llega al directorio del FMI que debe resolver si acepta o no ese pedido y, en función de eso, decide si realiza o no los desembolsos previstos.

Al finalizar junio, vamos a saber con claridad si se cumplieron o no dos de las tres metas macroeconómicas. **Para el 30 de junio, el Banco Central deberá haber acumulado reservas netas por USD 4.800 millones y no debería haber transferido más de \$438.500 millones al Tesoro en concepto de adelantos transitorios durante 2022.** Estos dos datos oficiales se van a conocer de forma inmediata al terminar el mes. Sin embargo, habrá que esperar un mes más, aproximadamente, para conocer el dato oficial de déficit fiscal primario, la tercera meta clave en el acuerdo, que no deberá superar los \$566.800 millones.

Las metas fiscales y financieras pueden redefinirse en un nuevo Memorándum de Políticas Económicas y Financieras (MPEF) durante junio. Las metas originales se fijaron en términos nominales - y no como un porcentaje del producto - con una inflación prevista en torno al 43% anual. Como estamos muy por encima de ese valor, seguramente las metas nominales serán revisadas en un nuevo MPEF de acuerdo a proyecciones de inflación algo más realistas. La incógnita pasa por saber si primará el realismo o el voluntarismo en las nuevas metas.

Desde el CESO creemos que **las metas van a seguir siendo de muy improbable cumplimiento si sólo se actualizan en términos nominales** (ver más adelante el detalle de la perspectiva fiscal y de financiamiento monetario). Si no se incorporan los efectos que tuvo el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania en los precios de la energía y los alimentos que obligó a incrementar el nivel de subsidios y transferencias por la delicada situación social, las metas planteadas originalmente van a seguir siendo un factor de incertidumbre adicional. En el momento que se hagan públicas, habrá que hacer un nuevo análisis sobre la posibilidad de ser cumplidas y también de los nuevos

condicionamientos que puedan aparecer como resultado de la renegociación. Dejando de lado las ingenuidades, **el objetivo del FMI es tener a la Argentina sentada en la mesa de una permanente renegociación para, justamente, ir sumándole condicionalidades cada vez más estrictas** y dejarnos con menos margen para administrar con autonomía nuestra política económica y exterior.

El esquema de refinanciación implica depender de los desembolsos del Fondo para cumplir los vencimientos que asumió Macri en 2018. Los desembolsos están sujetos a un programa de gobierno y, si ese programa no se concreta, quedamos a merced de la voluntad de los países que dominan el directorio FMI (Estados Unidos, en primer lugar, seguido por Japón, China y Alemania) como ya señalamos en un [informe](#) anterior. Esto configura un escenario de incertidumbre creciente en la economía argentina. **La alta incertidumbre de una permanente renegociación con el FMI en un contexto internacional complejo en materia económica, financiera y bélica y una macro local con una inflación apuntando al 70% anual y un nivel de reservas al borde de la línea de flotación.**

La seguridad alimentaria y energética está en el centro de la política económica global tras la suba de su precio por el conflicto bélico. **Diecinueve países ya aplicaron restricciones al comercio exterior sobre 31 productos**, según el International Food Policy Research Institute ([IFPRI](#)). Pero son pocos los países que tienen que enfrentar estos desafíos con una inercia inflacionaria tan elevada como la nuestra. Para colmo, la ventaja de ser un importante productor de alimentos en un contexto de repunte de su precio global, no derrama en las mayorías al ser concentrada por los grupos exportadores primarios. **La aceleración de la inflación en los últimos meses fue liderada por los alimentos al no haberse logrado desacoplar su precio interno del internacional.** Por su parte, el saldo externo de divisas tampoco parece traducirse en una acumulación de reservas, en parte por el retraso en la liquidación de la cosecha y, por otro lado, por el incremento de las importaciones (entre ellas, la de energía) y los pagos de deuda del sector privado y público.

El actual régimen inflacionario tiene componentes cada vez más difíciles de desarmar, a diferencia del período 2007-2015. No se trata sólo de “ordenar” el comportamiento de un puñado de oligopolios descomprimiendo la puja distributiva, aunque eso también debe formar parte de una estrategia antiinflacionaria integral. Como quedó claro luego de la gestión de Roberto Feletti en la Secretaría de Comercio, el resultado en los datos de inflación termina excediendo lo que puede administrarse desde ese lugar de forma aislada.

Bajar la inflación desde este nivel requiere una coordinación de múltiples medidas que tienen que aplicarse en forma sincronizada como pasos de un programa para estabilizar los precios. Un acuerdo o congelamiento simultáneo en todos los sectores clave de la economía puede ser una herramienta para generar una estabilidad provisoria, que debe enlazarse con mecanismos de propagación donde predomina la inercia para proyectarse hacia adelante. **Anclar precios puntuales sin un esquema integral sólo tiene el efecto de retrasar un precio relativo sin formar una referencia para la inflación.** El gobierno tiene que tomar las definiciones sobre los precios que regula de forma directa y poner sobre la mesa la evolución de los principales costos que administra: el tipo de cambio, los combustibles y las tarifas.

Un programa de estabilización que con un diagnóstico acertado de las causas de la inflación actual (donde hoy predomina la inercia), proponga una batería de políticas coherentes con el diagnóstico y que forman parte de una sucesión de medidas para desarticular la permanente presión sobre los precios. Desde el CESO ya hemos presentado una [propuesta](#) al respecto. Lamentablemente, el actual programa oficial de metas fiscales y monetarias junto a ciertas intervenciones puntuales de precios, va destinado al fracaso. El mismo yerra en el diagnóstico, al sostener que la inflación es principalmente un problema de finanzas públicas. Por otro lado, piensa enfrentar componentes inerciales asentados en contratos de alquileres, créditos, negociaciones salariales y de precios con simples apelaciones a expectativas que deben coordinarse por una confianza ciega al cumplimiento de las metas basadas en diagnósticos fiscalistas de la inflación.

El inevitable fracaso del programa oficial de precios se da en un contexto de una inflación que escala peligrosamente al 65-70% anual. Esa cifra pone la economía sobre una zona de riesgo de desestabilización, si la previsible escasez de divisas del próximo año llega a traducirse en una devaluación brusca de nuestra moneda. La necesidad de reformar la actual política en materia de inflación se vuelve, por lo tanto, de extrema necesidad para la supervivencia política del oficialismo y, para evitar que crezca el apoyo social a propuestas liberales extremas ante un escenario de espiralización de las subas de precios.

El seguimiento de las metas una por una

Las reservas

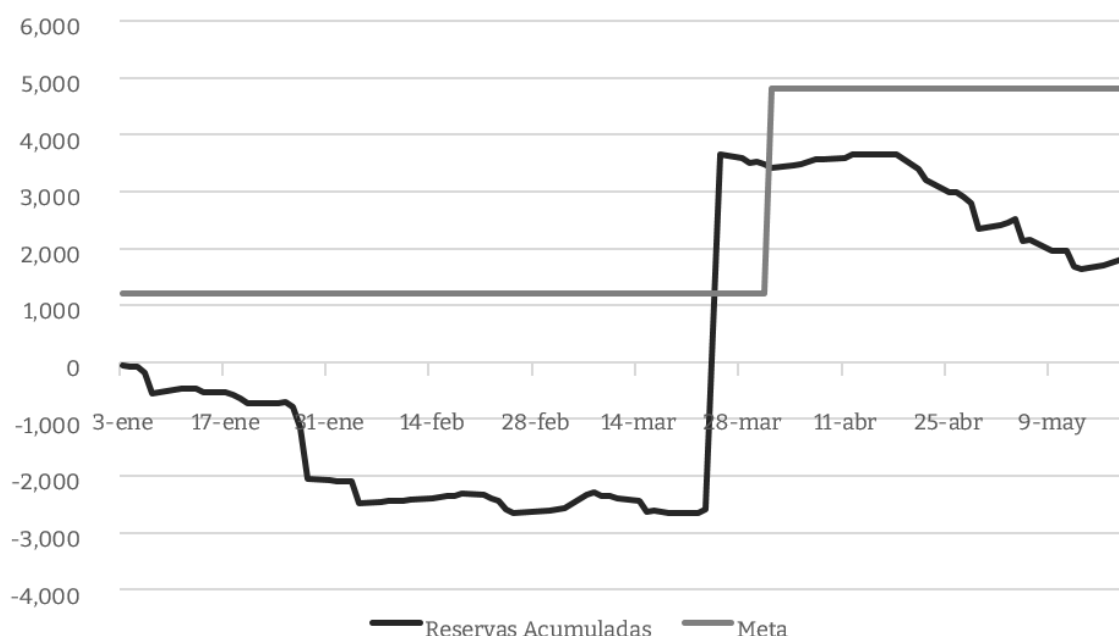
En el informe anterior analizamos la dificultad que estaba teniendo el BCRA para acumular compras consecutivas de reservas en el mercado de cambios. La acumulación de reservas no es

sólo una obligación que surge del acuerdo sino una condición para enfrentar la volatilidad que tuvo el tipo de cambio los últimos años y encarar un año de crecimiento en el próximo año electoral sin tener la sogá al cuello.

La primera meta fijada en el acuerdo con el Fondo era acumular reservas por 1.200 USD M al 31 de marzo, lo que se logró gracias al propio acuerdo con el organismo. Para el 30 de junio, la meta original indica una acumulación de reservas netas por 4.800 USD M, algo que luce muy difícil de concretar en los próximos 30 días que faltan (ver Gráfico 1).

La mayores importaciones como consecuencia de la reactivación económica, los mayores costos logísticos de las importaciones, la reanudación del turismo emisor, la estabilización de la formación de activos externos (dolarización) en torno a los 200 USD M mensuales a pesar de los controles y la cancelación de préstamos por parte del sector privado que continúa a un ritmo de 500 USD M por mes, hacen que sea muy magro el aporte que pueden hacer los mayores precios internacionales de las materias primas. Para poder cerrar un balance cambiario neutro este año, las exportaciones tienen que alcanzar los 90.000 USD M, un récord absoluto que sólo se puede dar de la mano de altos precios internacionales y un nivel de actividad sostenido en Brasil, que demanda nuestras manufacturas industriales.

Gráfico 1. Reservas acumuladas y metas con el FMI



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

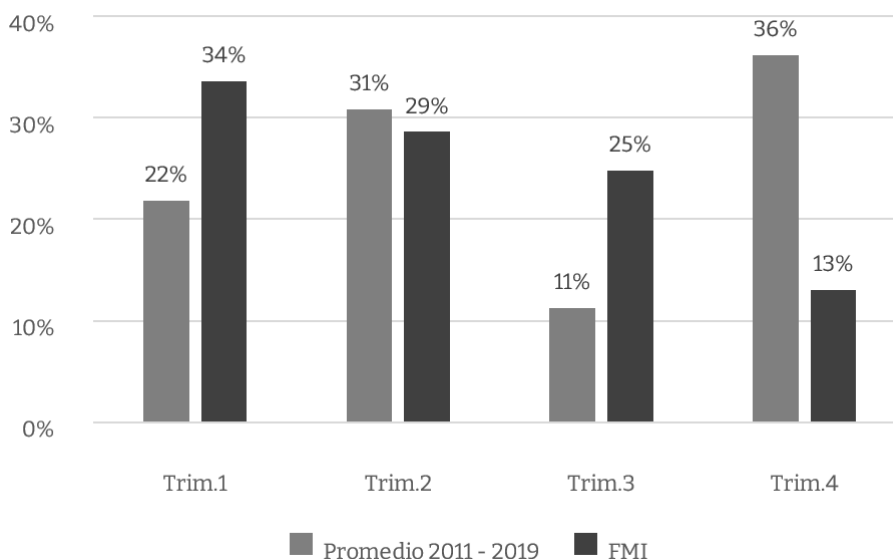
La fuerte sequía en diciembre y enero demoraron la entrada de dólares de la cosecha gruesa que suele darse a partir de marzo y, sobre todo, en abril con la cosecha de la soja de primera. Pero a esta altura la cosecha de soja ya alcanza un 80%, la de maíz un 30% y aún así la acumulación de reservas está muy lejos de la prevista.

El financiamiento

Un eje central de los pedidos del FMI es la reducción de la asistencia financiera del BCRA al Tesoro que no debería superar el 1% del PBI durante todo 2022. Por la elevada inflación, es lógico suponer que el límite total previsto en \$705.200 millones será incrementado. Pero no es el único problema que tiene esta meta monetaria.

Las metas originales que limitan el financiamiento del BCRA al Tesoro tienen un problema de concepción inicial si analizamos cómo quedó planteada su distribución a lo largo del año. En el Gráfico 2, se observa cómo fue la distribución del financiamiento monetario anual en cada cuatrimestre. Si tomamos el promedio entre 2011-2019, el cuarto trimestre concentra en promedio un 36% de todas las transferencias del BCRA al Tesoro hechas durante el año calendario. Sin embargo, en el acuerdo con el Fondo, se contempló que el financiamiento monetario esté concentrado al principio del año y vaya disminuyendo, como indican las columnas de color gris oscuro. De hecho, para el último cuatrimestre se reserva sólo un 13% del total de las transferencias que puede hacer el BCRA al Tesoro.

Gráfico 2. Porcentaje de las transferencias anuales del BCRA al Tesoro en cada trimestre



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Las razones para la estacionalidad del financiamiento monetario están tanto por la estacionalidad de la recaudación - los derechos de exportación se perciben sobre todo en la primera mitad del año - como por la dinámica estatal de ejecución de los gastos y la inflación, que son mayores hacia el final del año. Esto es un problema relevante ya que la visión plasmada en el acuerdo con el FMI supone una veloz transformación de las condiciones financieras domésticas. Para poder cumplirse este escenario, los excedentes del sector privado deberían ir en una porción cada vez mayor a financiar el déficit público hacia fin de año para reemplazar el financiamiento del BCRA.

El problema de concepción de fondo radica en que es justamente la emisión monetaria del BCRA la que genera los saldos en el sector privado que permiten las colocaciones de deuda del sector público. Si se pretende reducir la emisión del BCRA, al Tesoro también se le va a dificultar rollear la deuda y conseguir financiamiento extra. A este problema estructural del acuerdo, se le suma la coyuntura de elevada incertidumbre que obliga a emitir deuda con vencimientos muy cortos. A medida que pasan los meses, el Gobierno se va a encontrar con la dificultad de estirar los vencimientos privados más allá de 2023 ante la posibilidad de ser *reperfilados* nuevamente por una futura gestión. Como contracara, se podrá empezar a ver una reducción en los plazos de duración de la deuda doméstica que tampoco es un signo de mayor estabilidad, junto a previsibles presiones sobre el dólar paralelo.

En resumen, es de esperar que el financiamiento monetario hacia fin de año sea mucho más significativo que el requerido a principios de año. Por lo tanto, será necesario revisar no solo los montos totales del financiamiento monetario - que probablemente termine siendo mayor al 1% del PBI - sino que también deberá modificarse su distribución temporal.

El resultado fiscal

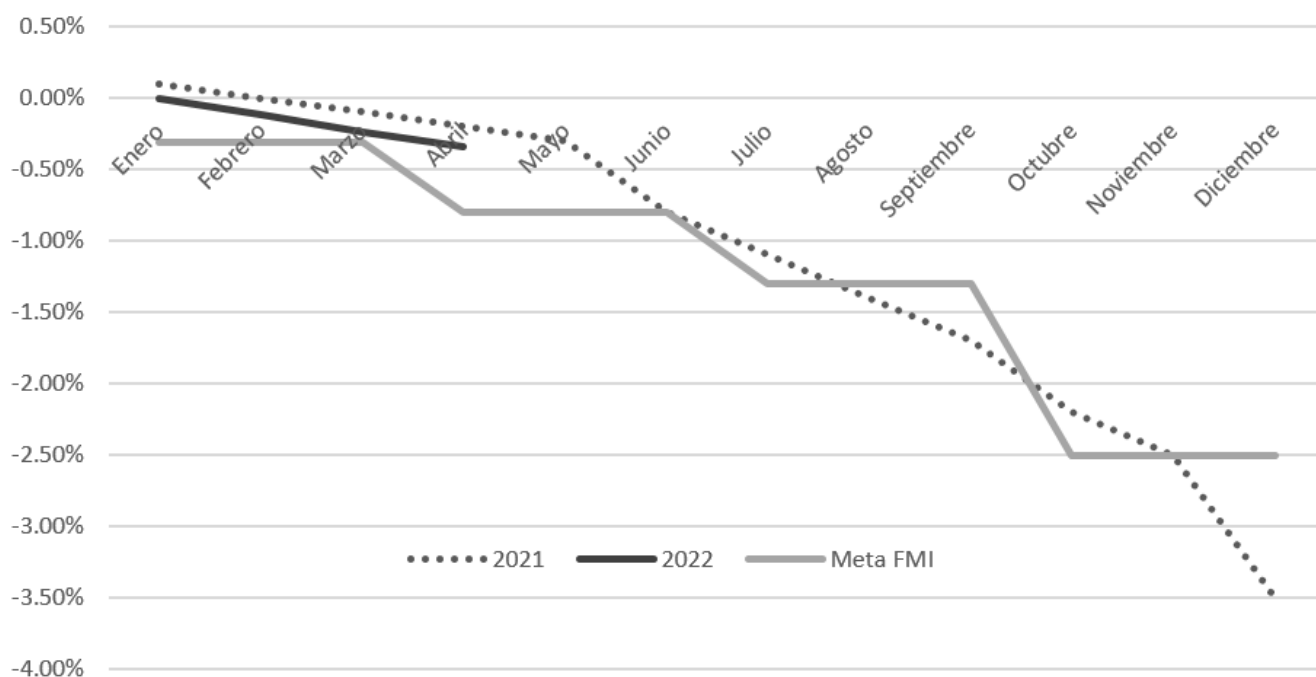
La perspectiva respecto del resultado fiscal también luce difícil de poder cumplirse. Recordemos que el año pasado cerró con un déficit del 3,5% del PBI si no contemplamos los ingresos por DEGs del FMI ni el Aporte Extraordinario a las Grandes Fortunas. Por el lado de los ingresos, la mayor actividad en relación del año pasado permitiría poder concretar una mayor recaudación y con eso reducir el déficit en 0,5% del PBI.

Por el lado del gasto, el acuerdo preveía dos cosas: reducción de 0,5% del PBI en los gastos asociados a la pandemia por COVID y un rebalanceo al interior del gasto, disminuyendo el gasto corriente 0,8% del PBI e incrementando en el mismo monto el gasto de capital. La mayor parte de

ese menor gasto de capital se esperaba a partir de una reducción en los subsidios a la energía por 0,6% del PBI. Con los valores vigentes de la energía, es muy difícil poder concretar este objetivo, aún habiendo mejorado la hidráulicidad en la generación hidroeléctrica de la cuenca del Paraná. Estimamos que los subsidios pueden pasar del 2,3% del PBI de 2021 al 3% este año si las temperaturas del invierno se encuentran dentro de la media histórica y se implementa la segmentación de subsidios en la segunda mitad del año.

Lo que también debe tenerse en cuenta para el caso del déficit fiscal es la estacionalidad, que es similar a la del financiamiento monetario. Si se observa el año 2021, el déficit fiscal también se hace mayor hacia final del año (ver Gráfico 3). Por efecto de los precios internacionales en la energía que deben afrontar CAMMESA e IEASA, así como la necesidad de destinar mayores recursos a garantizar el acceso a los alimentos y subir el nivel de ingresos de amplios sectores de la población por el la aceleración de la inflación, es probable que el déficit sea mayor al previsto inicialmente.

Gráfico 3. Déficit fiscal como % del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Otros compromisos adicionales

A estas grandes metas macroeconómicas, se suman los compromisos de otras acciones concretas que fueron definidas como acciones prioritarias o parámetros de referencia estructural en el acuerdo. Antes del 30 de junio, el gobierno debe:

- Modificar el presupuesto vigente¹
- Simplificar (sic) el régimen de encaje legal definido por el BCRA
- Preparar una propuesta de hoja de ruta por parte de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía, en comunicación con el personal técnico del FMI, para mejorar la presentación de informes financieros y de presupuesto de otras entidades del sector público nacional diferentes a la Administración Pública
- Modificar la metodología de selección de proyectos de inversión definida en la Resolución SEPIP y PPP N° 1/2021
- Definir nuevos precios de referencia segmentados por capacidad de pago para la energía eléctrica y gas natural por red
- Enviar un proyecto de ley para adecuar la normativa sobre lavado de activos de acuerdo a los requisitos del GAFI y el régimen ALD/LFT antes de mayo

Por lo que se advierte, el gobierno tampoco está avanzando de acuerdo a lo requerido por el FMI en las otras cosas (no tan) pequeñas. Constituyen las pequeñas grandes transformaciones de Fondo que sólo se aplican por exigencia de los países centrales ya que no formaban parte de la agenda de gobierno en lo más mínimo. Si tampoco se cumplen estos objetivos estructurales señalados en el acuerdo, el margen para una mirada benévola por parte del directorio se reduce y van a empezar a ser cada vez más estrictas las exigencias y más duras las declaraciones del organismo para con el gobierno.

¹ Tras el rechazo del Presupuesto 2022, se prorrogó el Presupuesto 2021. La modificación para adecuar los valores a los correspondientes para este año debería haberse hecho antes del 15 de abril y todavía está pendiente.

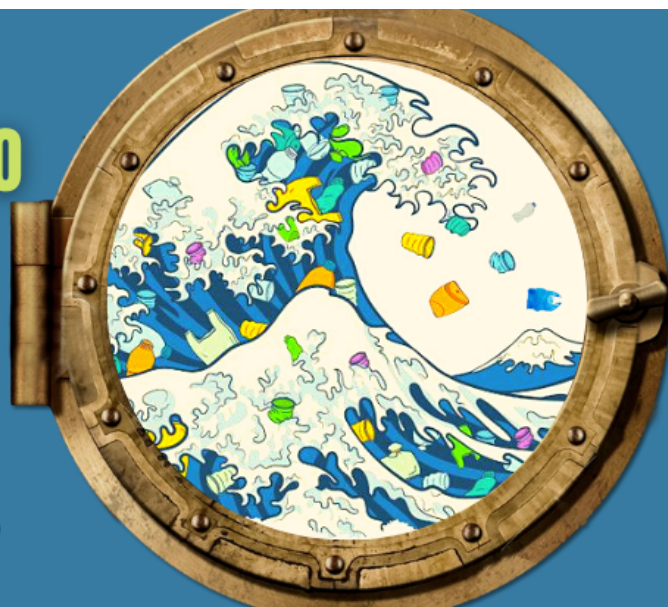
SUSCRIPCIONES

RECIBÍ TODOS NUESTROS INFORMES COMPLETOS

ACTUALIZACIÓN MENSUAL DE LAS PRINCIPALES VARIABLES SOCIOECONÓMICAS - INFORMES ESPECIALES EXCLUSIVOS PARA SUSCRIPTORES Y SUSCRIPTORAS

INFORME ESPECIAL - JULIO 2021

IMPUESTOS AL PLÁSTICO PARA EL FINANCIAMIENTO AMBIENTAL



WWW.CESO.COM.AR
INFOCESO@GMAIL.COM

Monitor de Precios IPS-CESO

ceso
Centro de Estudios Económicos y Sociales
Buenos Aires



ESCRIBINOS A:
INFOCESO@GMAIL.COM

ECONOMÍA SOCIAL Y POPULAR REGULACIÓN PARA EL SECTOR

En este informe:
ENTIDADES DE CABA:
PARIDAD DE GÉNERO
EN LOS CONSEJOS
DE ADMINISTRACIÓN
Y FISCALIZACIÓN

IGJ | RESOLUCIÓN GENERAL 34/20

ceso
incuba

INFLACIÓN SUPERMERCADOS

COMARCA VIEDMA CARMEN
DE PATAGONES

INFORME MENSUAL
SEPTIEMBRE 2021

WWW.CESO.COM.AR
INFOCESO@GMAIL.COM

CEAP CURZA-UNCO SITRAJUR CTEP ADURN CMA Suteba SOYEM

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

MAYO 2022

ceso. 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA

Lorena Putero

DIRECTOR

Andrés Asiain

ECONOMISTA JEFE

Nicolás Pertierra

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.