



IERAL

Fundación
Mediterránea

BROKERS / ACPA

Revista Novedades Económicas

Año 45 - Edición Nº 1083 - 15 de Mayo de 2023

Pasar el invierno, un objetivo desafiante

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

La decepción con los resultados de la tercera versión del "dólar soja" es doble. Por contraste con las divisas acumuladas durante la versión I y II, que fue de casi 5,0 y 1,3 mil millones de dólares, vs los apenas 288 millones del presente, considerando igual cantidad de días hábiles; y también por el hecho que después de los magros resultados de este segundo trimestre habrá de sobrevenir un tercer trimestre que apunta a un déficit de cuenta corriente del balance de pagos similar al del primero, siendo que entre enero y marzo el Banco Central perdió 3,0 mil millones de dólares en las operaciones de compra venta de divisas con el sector privado. Vale decir, bajo "condiciones normales", no hay forma de revertir el rojo actual de 800 millones de dólares de las reservas netas del Central, marcando un verdadero cambio cualitativo en la marcha de la coyuntura. Dado que hay riesgo de default con el FMI, que es a su vez el primero que quiere evitarlo, cada semana se renuevan comunicados auspiciosos, basados en un intercambio de adelanto de fondos por nuevos compromisos de la Argentina. Este escenario no es improbable, y significaría un refuerzo temporal de las reservas; lo que inquieta es el desgaste de credibilidad que vienen sufriendo gobierno y FMI, y su capacidad para oxigenar 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

Pasar el invierno, un objetivo desafiante¹

La decepción con los resultados de la tercera versión del "dólar soja" es doble. Por contraste con las divisas acumuladas durante la versión I y II, que fue de casi 5,0 y 1,3 mil millones de dólares, vs los apenas 288 millones del presente, considerando igual cantidad de días hábiles; y también por el hecho que después de los magros resultados de este segundo trimestre habrá de sobrevenir un tercer trimestre que apunta a un déficit de cuenta corriente del balance de pagos similar al del primero, siendo que entre enero y marzo el Banco Central perdió 3,0 mil millones de dólares en las operaciones de compra venta de divisas con el sector privado. Vale decir, bajo "condiciones normales", no hay forma de revertir el rojo actual de 800 millones de dólares de las reservas netas del Central, marcando un verdadero cambio cualitativo en la marcha de la coyuntura. Dado que hay riesgo de default con el FMI, que es a su vez el primero que quiere evitarlo, cada semana se renuevan comunicados auspiciosos, basados en un intercambio de adelanto de fondos por nuevos compromisos de la Argentina. Este escenario no es improbable, y significaría un refuerzo temporal de las reservas; lo que inquieta es el desgaste de credibilidad que vienen sufriendo gobierno y FMI, y su capacidad para oxigenar las expectativas.

El 2023 es mucho más complejo en términos económicos, y bastante más incierto en el plano político, comparado con el también electoral 2015. Por el momento, el día después del 10 de diciembre aporta poco para orientar las decisiones.

Un país más pobre, con inédita dependencia de políticas
sociales
2023 vs 2015

	2015	2023
Variación PIB por Habitante en relación a 2011	-3,0%	-12,5%
Tasa de pobreza	29,0%	42,0%
Beneficiarios de "Potenciar Trabajo"	187.000	1.400.000

Fuente: IERAL en base a Mecon, INDEC y fuentes varias

Mientras mejor entendemos el 2023, más añoramos al 2015. En aquel año, el PIB por habitante registraba una caída de 3,0 % respecto del 2011 (el inicio de la estanflación), mientras que en 2023 esa merma es de 12,5%; la tasa de pobreza ahora supera el 40 %, versus 29 % de 2015; beneficiarios de "Potenciar Trabajo" hoy en 1,4 millón de personas, comparan con 187 mil en aquel año.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La voz del interior el 14 de Mayo de 2023.

La herencia embargada 2023 vs 2015

	2015	2023
Deuda en pesos (En % del PIB)	16,0%	29,0%
Pasivos Remunerados / Depósitos	43,2%	64,0%
Demanda de dinero (circulante/PIB)	6,5%	3,0%

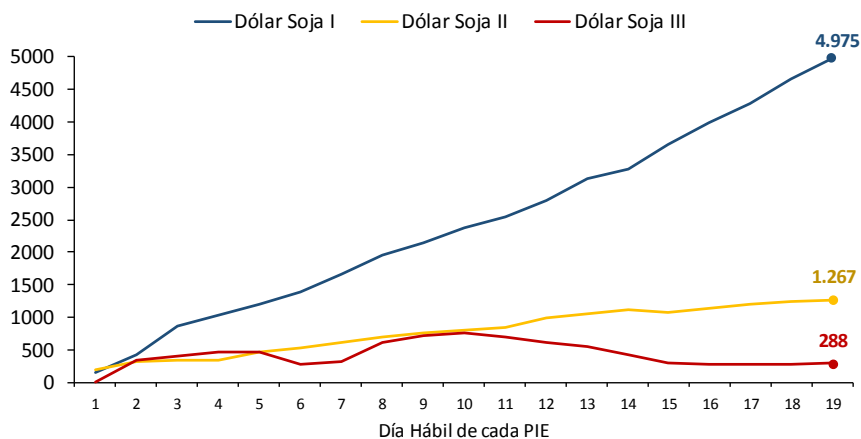
Fuente: IERAL en base a Mecon, BCRA e INDEC

Y, sobre la fragilidad macro, la deuda en pesos del Tesoro era del 16 % del PIB en 2015, y ahora del 29 %; los pasivos remunerados del Central representaban el 43,2 % de los depósitos bancarios y en 2023 el 64,0 %; además, ahora los pesos circulan mucho más rápido (menos circulante en términos del PIB).

Volviendo a las carencias económicas del presente:

La tercera versión del "dólar soja" compara en forma muy desfavorable con las anteriores. Con igual cantidad de días hábiles, ahora se contabilizan operaciones bajo el tipo de cambio especial por 2,1 mil millones de dólares contra 2,9 y 7,6 mil millones registrados en diciembre y en setiembre pasados. Empeora estos guarismos el hecho que ahora el Central sólo retiene menos del 10 % de lo que se opera en este segmento, versus 58 % y 66% en diciembre y setiembre.

Compras netas de dólares por parte del BCRA desde el comienzo de cada etapa del Dólar Soja*
Al sector privado en Millones de USD



Fuente: IERAL con base en BCRA y MAE

Para rematar lo crítico de la situación, hay que tener en cuenta que el flujo previsto de pagos y cobros con el FMI, otros multilaterales, Club de París y tenedores de bonos de deuda externa del Tesoro suma para el segundo semestre del año un saldo negativo de 4,6 mil millones de dólares.

Por el momento, las autorizaciones para importar reconocen un alivio por el swap de China, que estaría desembolsándose a un ritmo de 1,0 mil millones de dólares/mes. Pero la deuda por importaciones impagas ya acumula un rojo de 13 mil millones de

dólares desde principios de 2022 y más temprano que tarde habrá que comenzar a devolverla.

Costo Financiero de Pasivos Remunerados del BCRA
Acumulado primeros 4 meses de cada año en millones de pesos

	Intereses	Base Monetaria a fin de diciembre	Intereses como % de la BM de dic del año anterior
2019		1.895.381	
2020	199.786	2.470.260	10,5%
2021	355.861	3.654.036	14,4%
2022	505.794	5.203.752	13,8%
2023	2.794.803		53,7%

Fuente: IERAL en base a BCRA

En el segmento de los pesos, la emisión "autónoma" para pagar los intereses de los Pasivos Remunerados del BCRA alcanza en lo que va del año a 2,8 millones de millones de pesos, equivalente a casi 54 % de la base monetaria de principios de año, cuando para igual período de 2022 ese guarismo era inferior al 14 %. Se asume que este vector de emisión monetaria se esteriliza colocando Leliq por una cifra igual al costo financiero de la deuda del BCRA (7 puntos del PIB/año). Sin embargo, la validez de este supuesto depende de la renovación sin contratiempos de los depósitos a plazo fijo.

Un andarivel más volátil deviene del rol de "prestamista de última instancia" que ha asumido el Banco Central para garantizar la refinanciación de los vencimientos de deuda del Tesoro, que no es gratis en términos de presiones inflacionarias. El arranque de 2023 muestra que la emisión directa (Adelantos Transitorios) más las intervenciones en el mercado secundario de deuda se acercan a 1,0 millón de millones de pesos, el 18,6 % de la Base Monetaria de principios de año. Obsérvese que para igual período de 2022 esas operaciones fueron equivalentes al 3,3 % de la Base Monetaria. En mayo esta tendencia se acentúa, por una transferencia directa por 140 mil millones de pesos a favor del Tesoro.

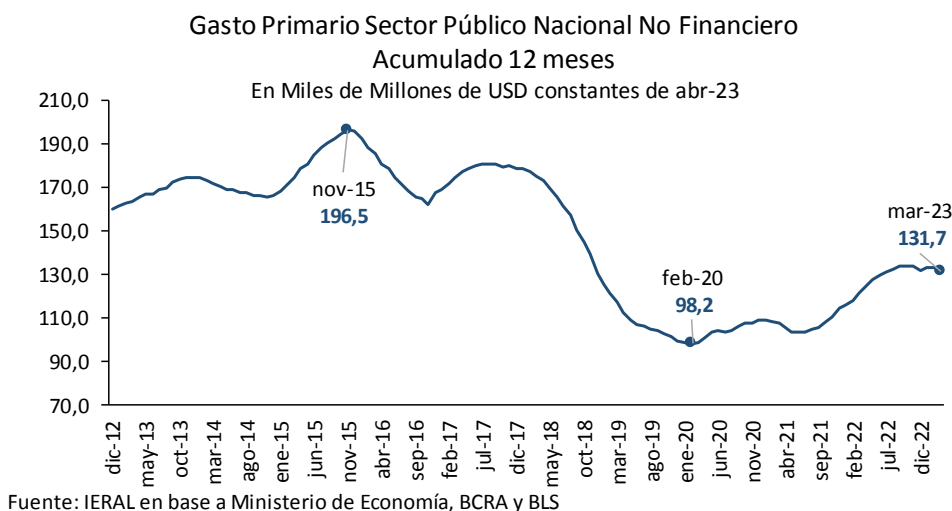
Fuentes de Emisión para Financiar al Tesoro Nacional
Acumulado primeros 4 meses de cada año en millones de pesos

	Gobierno		Otros	Base Monetaria	Emisión para Financiar al Tesoro
	Adelantos Transitorios	Transferencia de utilidades	Operaciones compra-venta de Títulos Públicos en el Merc Secundario	A fin de diciembre	Como % de la BM de Dic año anterior
2019				1.895.381	
2020	312.000	310.000	-1.991	2.470.260	32,7%
2021	190.000	0	-82.197	3.654.036	4,4%
2022	202.000	0	-80.214	5.203.752	3,3%
2023	230.000	0	736.667		18,6%

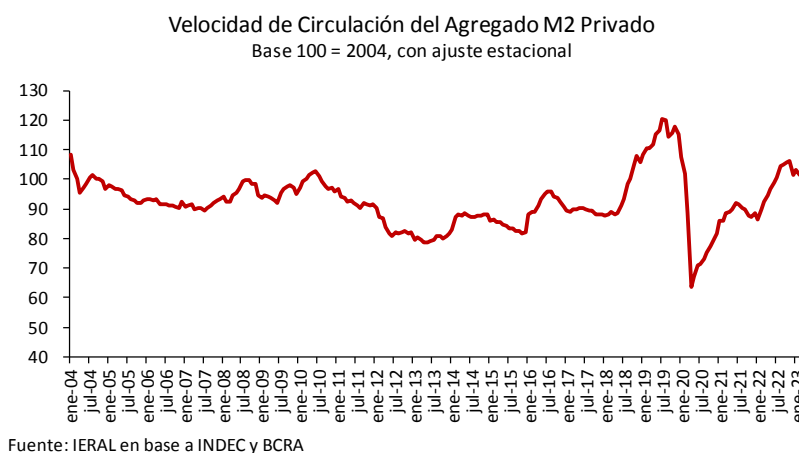
Fuente: IERAL en base a BCRA

Y la “Espada de Damocles” de la deuda en pesos sigue muy presente: entre mayo y julio el Tesoro necesita refinanciar 4 millones de millones de pesos por vencimientos de bonos en manos del sector privado. Difícil prever que tal “rollover” resulte apacible

Las tribulaciones por la emisión de pesos y el deterioro del sector externo tienen un denominador común: el gasto público, que se infló en 2020 por la pandemia y está lejos de volver al punto de partida, aun cuando el nivel de actividad ya recuperó lo perdido. Medido en dólares constantes de abril de 2023, el gasto del sector público nacional alcanzaba 98,2 mil millones/año a febrero de 2020, para trepar a 131,7 mil millones en el presente (acumulado de doce meses). No hay que sorprenderse ante las dificultades para financiar ese plus de 33,5 mil millones de dólares/año y las presiones inflacionarias consiguientes.



En 2020, en medio de la pandemia, el Banco Central asistió al Tesoro por una cifra equivalente a 7,4 % del PIB, presumiendo que no habría “efecto inflacionario”. En 2022, la expansión monetaria por mecanismos directos e indirectos de financiamiento del Tesoro fue de 4 % del PIB y, para 2023, dependiendo del “rollover” de los vencimientos de deuda, ese guarismo puede estar más cerca de 5 % del PIB. El impacto inflacionario se acentúa, porque la demanda de dinero está cayendo. Así, mientras este artículo se escribe, con los índices de abril y mayo estaríamos perforando el umbral de 110 % de inflación interanual.



El staff del FMI tendrá que argumentar “razones humanitarias” (Lula dixit) para recomendar el adelanto de desembolsos a la Argentina, de modo de reforzar temporalmente las reservas en 10,8 mil millones de dólares desde junio. Pero no podrá hacerlo justificando lo hecho hasta aquí. Esto es doblemente válido en caso que se negocien transferencias de “dinero fresco”.

Algo ha avanzado el gobierno en materia de actualización de tarifas de gas y electricidad, recuperando tiempo perdido: a comienzos de 2023 todavía se subsidiaba el 60 % de las tarifas de los clientes de altos ingresos, y el 80 % para los hogares de menores ingresos. Pero, sin dudas, falta recorte de partidas presupuestarias.

Del lado cambiario, parece difícil que pueda mantenerse el esquema actual. Es posible que el staff promueva un tipo de cambio más realista para el grueso de operaciones de comercio exterior, dejando como excepción un listado de productos de exportación e importación de alto impacto en la canasta básica. La vía del “dólar soja” luce agotada.