



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 43 - Edición N° 1062 - 29 de Noviembre de 2021

Lo que amenaza el crecimiento es la inflación, no el FMI

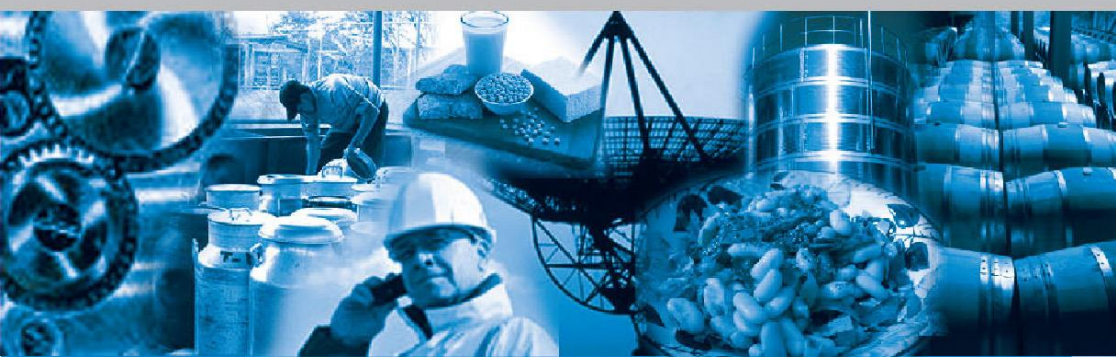
Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

BROKERS / ACPA

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

Lo que amenaza el crecimiento es la inflación, no el FMI¹

En los últimos días se conocieron datos positivos en materia de nivel de actividad y exportaciones, correspondientes a setiembre y octubre, al tiempo que desde el ministerio de economía se informaba que todo el gobierno está alineado con el objetivo de cerrar un acuerdo con el FMI. Pese a esto, el riesgo país escaló a picos inéditos y las acciones testeaban nuevos mínimos en dólares libres. El corolario parece evidente, en cuanto al déficit de credibilidad. Los “mercados” demandan hechos, no palabras.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 28 de Noviembre de 2021

En los últimos días se conocieron datos positivos en materia de nivel de actividad y exportaciones, correspondientes a setiembre y octubre, al tiempo que desde el ministerio de economía se informaba que todo el gobierno está alineado con el objetivo de cerrar un acuerdo con el FMI. Pese a esto, el riesgo país escaló a picos inéditos y las acciones testeaban nuevos mínimos en dólares libres. El corolario parece evidente, en cuanto al déficit de credibilidad. Los “mercados” demandan hechos, no palabras.

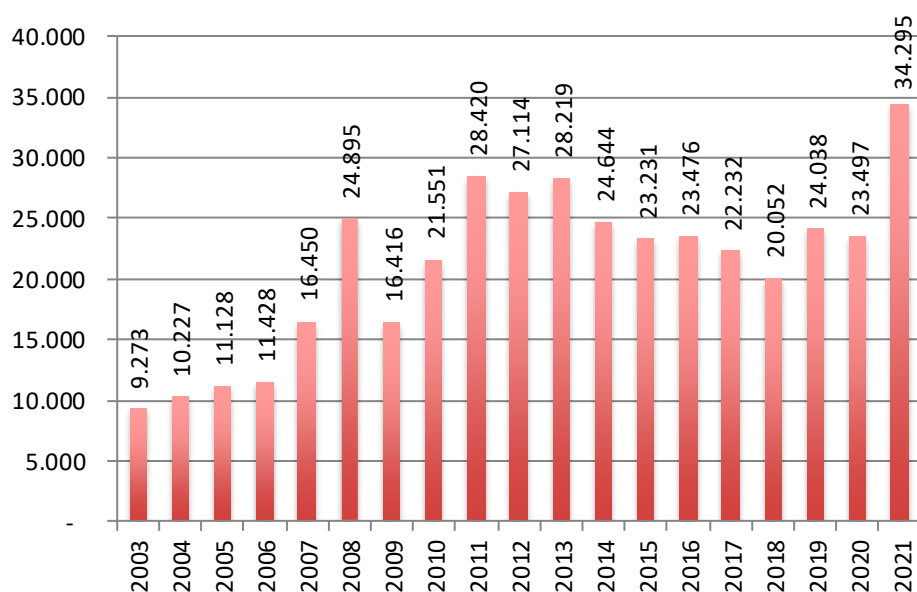
Se está configurando una extraña paradoja, porque hasta aquí las políticas expansivas en lo fiscal, que están llevando el déficit primario de 2021 a 3,9 % del PIB, si se excluyen ingresos por “única vez”, caso de los DEG y el impuesto a la riqueza, estaban siendo justificadas desde el gobierno por la necesidad de rescatar el nivel de actividad luego del bache de 2020 y del traspie del segundo trimestre de este año. Sin embargo, los últimos datos muestran que el nivel de actividad estaría volviendo al nivel de 2019 en pocos trimestres, pero el gasto público primario al que apunta el presupuesto 2022 es de 21,8 % del PIB, o sea 3,3 puntos del PIB por encima del registro de 2019 (18,5 %).

La recuperación del PIB supera las previsiones de arranque de año, bajo tres principales influencias positivas:

- la normalización de los sectores de servicios, que habían sido más afectados por las demoras en el proceso de vacunación del primer semestre
- el dinamismo del sector construcciones, en parte explicado por el vuelco de ahorros dolarizados, incentivados por la brecha cambiaria
- el efecto multiplicador de la mejora de los precios de las commodities, que este año en diez meses generó un plus de 10,8 mil millones de dólares en el valor de las exportaciones agroindustriales. Lo certifican los datos de incremento de ventas de maquinaria agrícola, de camionetas y demás sectores relacionados

Argentina: exportaciones agroindustriales

Acumulado 10 meses. En millones de dólares



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

La paradoja de un nivel de actividad que tiende a volver al 2019, pero un gasto público que apunta a quedar más de 3 puntos del PIB por encima de aquel año, será materia de controversia entre el gobierno y el staff del FMI. Hay antecedentes cercanos: en octubre el directorio del Fondo aprobó reanudar los desembolsos al Ecuador, dentro de un programa que prevé un ajuste fiscal de 2,8 puntos del PIB de un año para el otro, pasando de un déficit primario de 1,4 % del PIB en 2021 a un superávit de 1,4 puntos del PIB para 2022. La meta para el próximo año se lograría con un gasto primario inferior en 1,3 puntos del PIB al de 2019. Y las estimaciones de consenso apuntan a un crecimiento del PIB ecuatoriano levemente superior en 2022 a la variación de 2021.

Ecuador: Trayectoria fiscal bajo programa con FMI

(en % del PIB)

	2019	2020	2021	2022
Gasto Primario	33,7%	35,0%	32,9%	32,4%
Ingresos fiscales	33,7%	30,3%	31,5%	33,8%
Resultado primario	0,0%	-4,7%	-1,4%	1,4%

Fuente: IERAL en base a "IMF Country Report N° 21/228"

Mientras tanto, en nuestro país, con un gasto público que en octubre subió 30 % interanual en términos reales (netado de erogaciones COVID), todavía no se percibe un "empalme natural" con un programa acordado con el FMI.

Es cierto que la emisión monetaria, medida en términos del PIB, está bajando un escalón: del equivalente a 10,0 % del PIB en 2020 a 7,3 % este año, guarismo que incluye 4,2 % del PIB de emisión de origen fiscal y 3,1 % por los intereses de los pasivos remunerados del Banco Central. Aun así, la inflación (dic/dic) se está acelerando, de 36,1 % el año pasado a un estimado de 52,0 % este año, reflejando cada vez menos apetito por los pesos (cae la demanda de dinero). Considerando la "inflación reprimida" que se acumula por atraso de tarifas y tipo de cambio, sólo en un escenario de marcada reducción del déficit fiscal la inflación podría dejar de escalar.

Inflación y emisión de origen fiscal y cuasifiscal

(en % del PIB)

	2020	2021*
1) Emisión de origen fiscal	7,4%	4,2%
2) Emisión de origen cuasifiscal (intereses, Leliq y Pases)	2,6%	3,1%
1) + 2)	10,0%	7,3%
Inflación, dic/dic	36,1%	52,0%

*Datos 2021, estimación IERAL

Y debe tenerse en cuenta que una aceleración abrupta de la tasa de inflación es la "Espada de Damocles" que se cierne sobre la recuperación del nivel de actividad, dado el efecto contractivo que tendría sobre la demanda agregada. A su vez, esa amenaza se incuba en la trayectoria ascendente de la deuda pública.

Utilizar la emisión a favor del Tesoro no evita el endeudamiento, sólo que los pasivos se expanden en cabeza del Banco Central ya que debe esterilizarse una parte de esa expansión monetaria, y la caída de reservas inducida por esa política potencia el problema, que aparece con nitidez cuando la deuda pública se calcula neta de la variación de los activos externos y se incluyen los Pasivos Remunerados del Central.

En la Argentina, calculada de ese modo, la deuda pública neta de reservas pasó de 15,6 % del PIB en 2011 a 53,3 % en el estimado de 2021, un ratio que se multiplicó por 3,4. Desde 2019 (año prepandemia), y con la metodología apuntada, el ratio deuda pública/PIB se incrementó en 8,7 puntos en nuestro país, pasando de 44,6 % al 53,3 %. En Brasil, que no recurre a la emisión monetaria para financiar al Tesoro y, a pesar del gigantesco déficit de 2020, de todos modos la deuda pública (con la metodología reseñada) aumentó la mitad de lo que lo hizo en la Argentina en términos de cada PIB: la "divida líquida" (neta de reservas) se incrementó en 4,1 puntos entre 2019 y 2021, pasando de 54,7 % a 58,8 % del PIB.

Deuda pública, neta de reservas (en % del PIB)

	2011	2019	2021
Brasil*	37,0%	54,7%	58,8%
Argentina**	15,6%	44,6%	53,3%

* Concepto "Divida Liquida"

** Incluye Pasivos Remunerados del BCRA, excluye deuda intrasector público. Las reservas externas se consideran en términos netos

Fuente: IERAL en base a GRA y datos de mercado

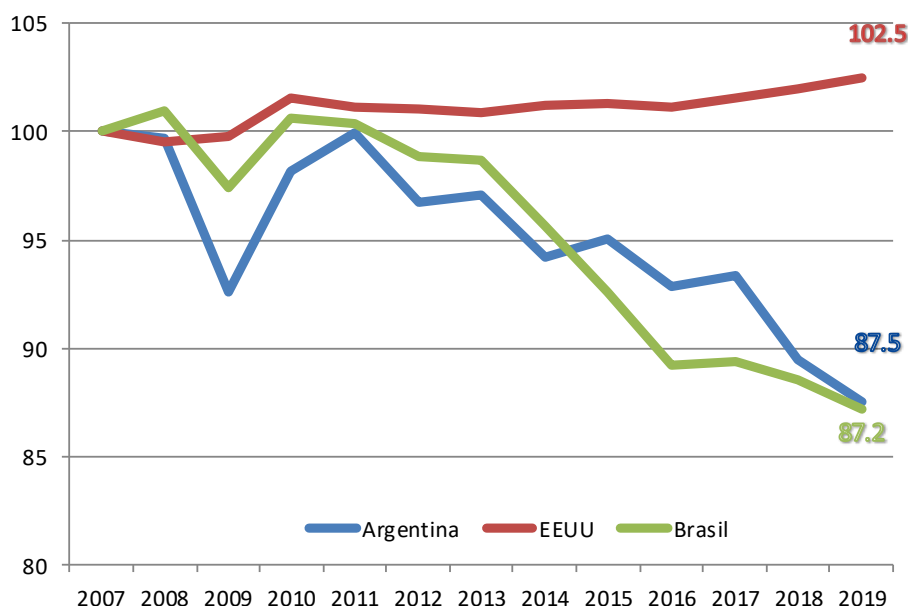
También en el vecino país la escalada de la deuda pública es la principal amenaza a la reactivación, aunque con sus peculiares mecanismos de transmisión.

En Brasil, el aumento de la deuda pública se traduce en suba persistente de la tasa de interés, lo cual genera un círculo vicioso de mayor endeudamiento en términos del PIB (por los costos financieros), que a su vez es considerado el prelude de subas de impuestos en el futuro. La suba de tasas y la expectativa de mayor presión tributaria termina frenando las inversiones.

En la Argentina, este fenómeno ocurre a mayor velocidad, y puede ser más explosivo en la medida en que se involucran pasivos remunerados del Banco Central. Cierto es que, para posponer estos riesgos, se sostienen tasas de interés reales negativas, pero esto no puede lograrse sin el uso y abuso de los cepos, entre cuyos efectos colaterales se tiene la brecha cambiaria y el persistente drenaje de las reservas externas. El freno al nivel de actividad aparece, en este caso, cuando la inflación empieza a acelerarse y restar poder adquisitivo a la demanda, dinámica inevitable si no se recorta el déficit fiscal.

Productividad Total de los Factores. Argentina, EEUU y Brasil

Base 2007 = 100



Fuente: IERAL en base a The Conference Board Total Economy Database

¿Puede “el crecimiento” revertir los ratios de deuda sin necesidad de recurrir al ajuste fiscal? El problema en este caso es cómo demostrar que la Argentina podría salir de la estanflación sin modificar las políticas que nos metieron en ese pantano. Este es también un problema común con Brasil: obsérvese cómo el Índice que mide la Productividad Total de Factores cayó 13 % desde 2007 en los socios del Mercosur, abriendo una brecha de 15 puntos con la trayectoria de los Estados Unidos.

Y los cuadros de la deuda pública ilustran sobre el problema central, que tiene que ver con la forma en la que están organizadas nuestras economías, ya que la década de la estanflación comenzó cuando los ratios de deuda pública eran bajos (Brasil) o muy bajos (Argentina) en términos del PIB. Para el período que se inicia en 2011, no hay forma de demostrar que fue el exceso de deuda pública el que socavó la capacidad de crecer de nuestras economías.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° en trámite. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org