

Como venimos anticipando desde los inicios del shock económico que implicó el coronavirus y las políticas de aislamiento, la macroeconomía argentina ha gestado en los últimos meses una serie de desequilibrios que constituyen verdaderos riesgos que amenazarán la recuperación económica durante los próximos meses.

Estos desequilibrios son de una naturaleza y magnitud que se explica por las características propias de la economía argentina, la situación específica que vivía la economía al momento de la llegada de la pandemia y la profundidad de la recesión generada por la extensión y la intensidad de las medidas de aislamiento.

Nos referimos específicamente al rápido crecimiento del déficit fiscal, el desborde monetario resultado del financiamiento de dicho déficit y el desequilibrio cambiario manifiesto en un endurecimiento permanente de los controles para el acceso al mercado y la brecha cambiaria existente entre la cotización oficial y las paralelas.

Estos tres desequilibrios no son independientes e interactúan entre sí. Desandar el camino de los últimos meses en cada uno de estos frentes debería ser el más importante y casi excluyente objetivo del equipo económico en los próximos meses. De lo contrario, la persistencia (o agravamiento) de estos desajustes, en cada uno de los frentes, puede resultar en una corrección cambiaria fuerte y repentina, con la consecuente aceleración inflacionaria y una nueva contracción económica.

En el plano fiscal es notable la rapidez con que se ha deteriorado la posición del presupuesto público. El hundimiento de los recursos tributarios (que crecen muy por debajo de la inflación desde el mes de abril) junto con el crecimiento de las erogaciones extraordinarias propios de la pandemia, llevaron a un crecimiento del déficit fiscal primario que se ubica en el primer semestre del año en el 3,3% del PBI, más del doble del déficit primario acumulado al mismo momento en el año 2015 o 2016. De esta manera se proyecta un desequilibrio fiscal total que superará cómodamente el 8% del PBI, configurando el desequilibrio fiscal más grande de las últimas décadas.

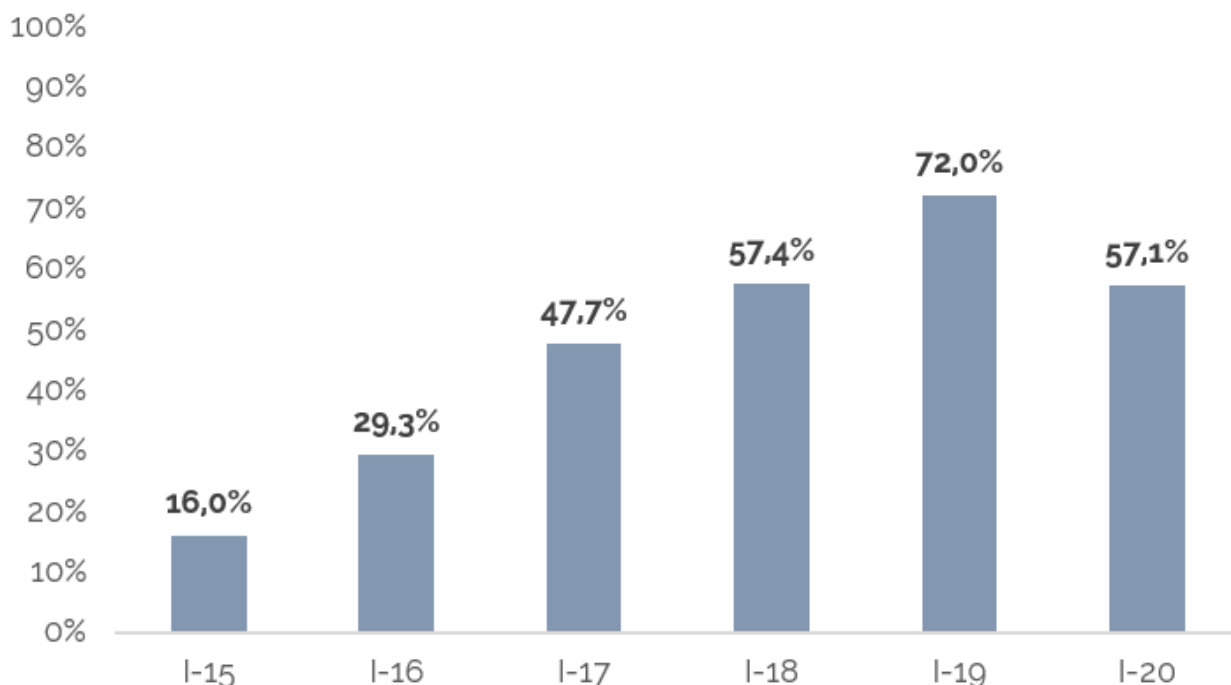
Si bien podría pensarse que este fuerte deterioro de la posición fiscal es un fenómeno transitorio, explicado exclusivamente por los malos resultados de los meses más golpeados por la pandemia y el aislamiento, hay que tener en cuenta varias cuestiones. En primer lugar, desde el punto de vista de la política económica de los próximos meses será un verdadero desafío lograr eliminar todos los gastos extraordinarios que aparecieron durante el período de cuarentena. Las resistencias desde los propios sectores de la sociedad beneficiados por estas erogaciones será un gran obstáculo que se sumará a la propia resistencia interna en la coalición de gobierno que ya expresa su desacuerdo en relación a este tema. Gran parte del gobierno continúa pensando una salida de esta recesión impulsada por el Estado vía estímulo de la demanda agregada con gasto público expansivo. Es decir que muchos de los gastos transitorios podrían llegar a durar más de lo aconsejable desde el punto de vista de la salud presupuestaria.

Por otro lado, es preciso notar que la cuestión fiscal era ya un tema de preocupación antes de la llegada de la pandemia al país. El factor más importante en relación a este tema es y seguirá siendo el de la nueva movilidad jubilatoria. Hasta el momento el gobierno no ha enviado una nueva propuesta de fórmula de actualización de las prestaciones sociales, pero el diseño de la misma será central en la evolución futura de las cuentas fiscales. De hecho, la suspensión que está vigente en la actualidad está siendo un gran contenedor del gasto ya que de haber seguido vigente la fórmula suspendida en diciembre, el gasto en prestaciones sociales estaría creciendo a una mayor velocidad.

Al mismo tiempo, otro gasto que vuelve a tomar relevancia es el de los subsidios económicos como consecuencia de una nueva etapa de atraso tarifario que ya se manifiesta. En este sentido, el gasto como proporción del PBI destinado a atender esta partida del presupuesto se encuentra en niveles similares a los del año 2016. Un análisis del costo de generación de la energía eléctrica que es efectivamente cubierto con lo que pagan los usuarios muestra que el nivel del primer semestre es similar al del primer semestre del 2018, habiéndose ya perdido todo el avance del año 2019.

Este último punto, además de ser un factor de relevancia en el plano fiscal, lo es en el plano de la evolución de los precios. La desaceleración de la tasa interanual de inflación que se observó en los últimos meses, más allá de los propios detalles técnicos de la medición de los precios en tiempo de cuarentena, se explica por el atraso de los precios regulados. En junio, mientras que la tasa interanual de inflación general fue de 42,8%, los precios regulados mostraron un avance acumulado en los últimos doce meses de tan solo 25,2%. Esto significa que gran parte de la desaceleración de la inflación es resultado del congelamiento de ciertos precios. Como se ha demostrado en reiteradas ocasiones, este recurso no resulta eficiente en el largo plazo y solo puede ser considerado como un aliciente de muy corto plazo.

Costo de la energía eléctrica cubierto por tarifa

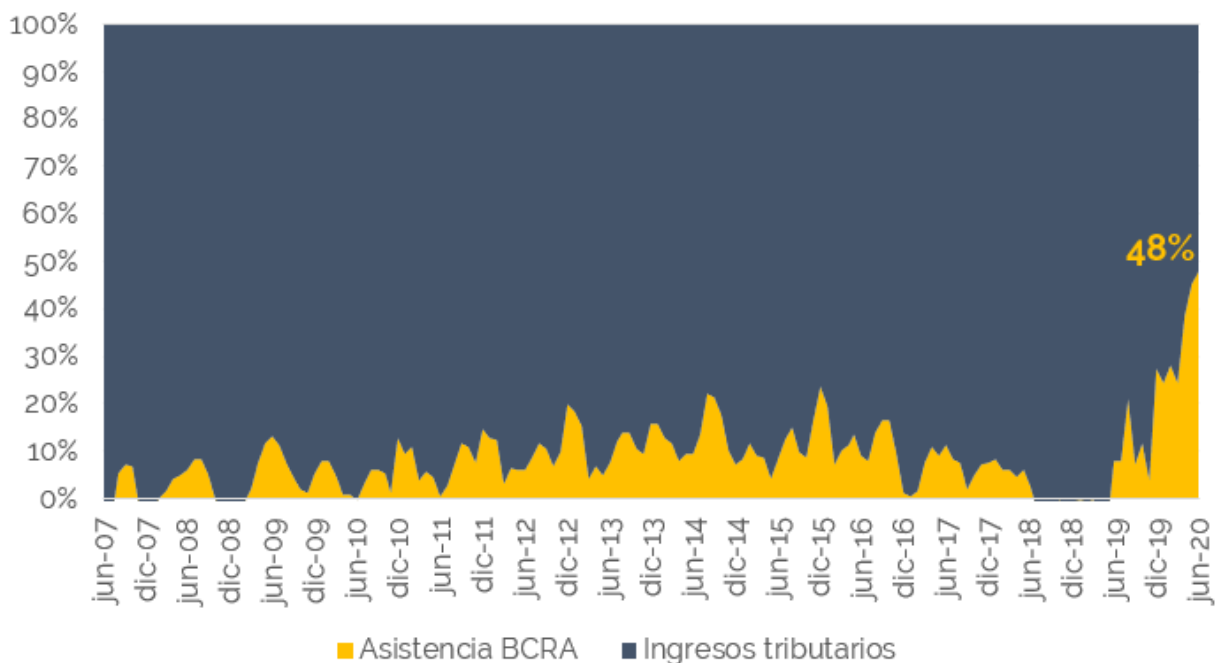


Fuente: Invecq en base a CMMESA

Sin embargo, más allá de los controles específicos sobre algunos precios que puedan hacerse en el corto plazo, los fundamentos monetarios que están detrás del proceso de evolución de los precios muestran un desequilibrio preocupante. Para tomar dimensión de la fuerte expansión monetaria de los últimos meses es útil observar que en los últimos tres meses el financiamiento del gasto público primario se ha hecho en un 52% con recursos tributarios y en un 48% con asistencia del BCRA al Tesoro.

Es innegable que el fuerte crecimiento de la oferta monetaria no tiene un correlato suficiente en la demanda de pesos y ese desequilibrio, por distintos canales, terminará impactando en el nivel de precios si no logra ser desactivado con el paso del tiempo.

Ingresos tributarios y asistencia del BCRA -acumulado 3 meses-



Fuente: Invecq en base a BCRA y Ministerio de Economía

Uno de los canales más típicos en la economía argentina es el cambiario. Con alta probabilidad, si el frente fiscal y monetario no logran ordenarse en los próximos meses, las presiones cambiarias continuarán incrementándose hasta provocar un salto de la cotización oficial como mecanismo corrector de una brecha cambiaria que puede ir en ascenso y reservas internacionales en caída.

La posición de reservas netas que muestra hoy el balance del BCRA es muy inferior a las que tenía por ejemplo a fines del año 2011 cuando se implementaron los primeros controles cambiarios. Al mismo tiempo, el saldo de la cuenta corriente, a pesar del fuerte ajuste de la actividad económica de los últimos dos años, no es superavitario, sino que intercala meses de equilibrio con algunos de ligero déficit. Es decir que ni el stock de dólares con los que cuenta el BCRA ni el flujo corriente de divisas lucen suficientes como para soportar un largo período de presiones cambiarias. Otro síntoma al respecto es la posición vendedora que está mostrando en las últimas semanas el Banco Central en el mercado de futuros, estrategia utilizada al máximo durante el año 2015 cuando las expectativas devaluatorias eran muy fuertes.

Como puede verse el escenario es realmente delicado y requiere de una postura de extrema cautela. El desafío principal del equipo económico debería ser el de marcar un rumbo claro que busque ordenar las expectativas al mismo tiempo que se implementa un programa de corrección de desequilibrios lo más preciso y transparente posible. Un programa focalizado en corregir todo lo que se desordenó en los últimos

meses para evitar un desenlace de desborde fiscal, monetario y cambiario que interrumpa la recuperación iniciada en mayo y en la que debería continuar la economía en los próximos meses en sintonía con lo que se observa en el resto de los países de la región y el mundo.