

INFOGRAFÍA

ACUERDO CON EL FMI

De cumplirse la letra del acuerdo, el recorte a los empleados estatales superará el 13% en un año.



Autoridades
UNIVERSIDAD NACIONAL
DE AVELLANEDA

RECTOR

Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA GENERAL

A cargo de la Coordinación del
Observatorio de Políticas Públicas

Dra. Patricia Domench

COORDINADOR

Módulo Política Económica

Mg. Santiago Fraschina

RESUMEN GENERAL

- Transcurridos poco más de dos años y medio desde el cambio de paradigma económico, Argentina se vuelve a embarcar en un préstamo de largo plazo con el Fondo Monetario Internacional.
- La necesidad de cerrar la brecha externa, derivada de un déficit fenomenal en el intercambio comercial, en turismo y el pago de intereses, fue determinante en la decisión de endeudamiento por la vía del organismo multilateral de crédito.
- Claro que este tipo de préstamos para países con problemas de insustentabilidad severos no está exento de condicionalidades. Estas restricciones impuestas se plasman tanto en lo relativo a las políticas públicas como en cuanto al diseño institucional.
- En ese marco, el acuerdo ya refrendado tiene como eje central la implementación de un programa de ajuste acelerado en las cuentas públicas, para todos los niveles de gobierno.
- El eje de objetivos macro se estructura a partir de una hipótesis de déficit fiscal de 2,7 puntos del PBI para el corriente año, y de 1,3 puntos para 2019. Esto implica, en dos años, un recorte en el gasto público de alrededor de \$500.000 millones.
- Semejante programa de ajuste afectará tanto a la órbita nacional como a las provincias. El Ejecutivo distribuirá el recorte de manera proporcional a la coparticipación. Se estima que las jurisdicciones locales asumirán un tercio del achique.
- En la presente infografía, analizamos los principales lineamientos del acuerdo con el FMI. A la luz del reporte oficial del Organismo, que presenta sus evaluaciones y proyecciones macroeconómicas, estudiamos las posibles consecuencias del crédito y su impacto sobre nuestras perspectivas económicas.}
- En breves cuentas, el objetivo del acuerdo es únicamente la eliminación del déficit para 2020. Un primer aspecto relevante es que esta medida no considera el pago de intereses de la deuda. En números, la cuenta de intereses trepará a 3 puntos del PBI cuando se llegue al equilibrio fiscal, esto es, más del doble de los intereses que se pagaban en 2015.
- En ausencia de inversiones genuinas que permitan cubrir el rojo de cuenta corriente (la IED caerá este año en 0,8% del PIB), la contracara de reducción del déficit fiscal es la toma de deuda. Así, según especifica el Fondo, el ratio de deuda externa a PBI cerrará 2019 casi 25 puntos por sobre los niveles del año 2015.
- A nivel macro, el acuerdo no descarta la posibilidad de un escenario recesivo en el corto plazo. En ese marco, el PBI caería en 2018 a nivel agregado mientras que, en términos per cápita, finalizaría 2019 un 2,5% abajo por debajo de los niveles de 2015.
- No está clara la potencia del acuerdo en términos del combate a la inflación. Ocurre que, de cumplirse la letra del acuerdo, 2019 cerrará con una inflación acumulada del 163% en cuatro años. Esto es, casi 90 puntos porcentuales por debajo de las iniciales.
- Otro punto esclarecedor del acuerdo se vincula con la inversión, que en relación al PBI cerrará 2019 en 0,7% del PIB debajo de 2015. Su contracara, el ahorro, presenta igual trayectoria: se reduce desde el máximo de 2015, donde se posicionaba en torno al 15% del PBI hasta el 12,8% del PBI para el año próximo.
- En materia de empleo, no se espera una baja de la tasa de desocupación, que según la letra del acuerdo subirá 0,1% respecto al año 2016. Por el lado salarial, en 2019 se producirá un virtual congelamiento de la paritaria del sector público, con un aumento del 8% hasta junio de 2019. Por lo tanto, de cumplirse los parámetros de inflación estipulados, la pérdida de poder adquisitivo de los estatales superará los 13 puntos en un año.

INTRODUCCIÓN.

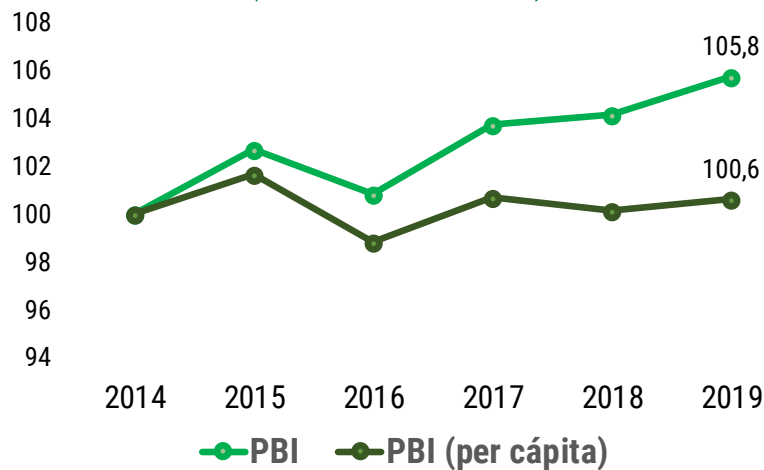
El núcleo principal del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional es el de suplir la falta de dólares, producto de un déficit de cuenta corriente superlativo, que el año pasado superó los U\$S 31.000 millones. Está claro que la escasez de divisas genuinas fue una constante desde 2016, pero se vio maquillada por un contexto internacional más permeable a fondear economías de frontera como la nuestra. Como suelen decir en los países de habla inglesa “no existen almuerzos gratis por siempre”, y el contexto financiero internacional ha mantenido importantes cambios en el último año. A tono con el aumento en la tasa de los principales centros económicos globales, se produjo una marcada retracción de los capitales financieros, en el fenómeno conocido como “vuelo a la calidad”. Por otro lado, nuestro país no ha modificado su exposición al precio de los *commodities* primarios que importa (hidrocarburos) y que exporta (mayormente granos). Contextos de trayectorias bajistas quitan grados de libertad a la política pública, en un marco de alta necesidad de dólares para sostener la velocidad de crecimiento del ciclo económico interno. Este fenómeno, contrario a lo que podría pensarse, no ha influido considerablemente en la dinámica de la crisis actual; por caso, el índice de términos de intercambio muestra una mejora en 2018. Por caso, el saldo negativo de la balanza comercial fue de U\$S 4.691 millones en los primeros cinco

meses del año mientras que, si se computaran las cantidades comerciadas a precios del año pasado, el rojo se posicionaría cerca de los U\$S 6.000 millones, esto es, 27,5% más deficitario. Con todo, la mayor causal del derrotero que decantó en la cobertura el FMI como única alternativa, tiene que ver con un diagnóstico erróneo de los problemas estructurales de la economía argentina y la forma de encararlos. Es en este sentido que el acuerdo sellado con el Fondo no podrá más que profundizar los desequilibrios externos. Ocurre que el objetivo macroeconómico que más se enfatiza en el programa diseñado para los próximos años no es más la dramática reducción de la inversión pública como mecanismo de reducir el déficit fiscal. Adjudicando a esta variable la suma de todos los males por considerar el factor unívoco del proceso inflacionario, el Poder Ejecutivo subestima la concurrencia de una multiplicidad de factores que históricamente han influido sobre los procesos de formación de precios internos. En este marco, el acuerdo propone sangre, sudor y lágrimas en materia socioeconómica para reducir el exceso de gastos sobre ingresos: menos transferencias corrientes a las provincias, mayor quita de subsidios a los servicios y recorte en obras públicas. En las próximas páginas, cuantificamos y analizamos los aspectos más relevantes del acuerdo con el Fondo, en función al reporte presentado por el Organismo.

PROYECCIONES GENERALES

La letra chica del acuerdo con el FMI deja una serie de proyecciones que dan cuenta que el porvenir de la economía argentina está muy lejos de ser auspicioso. Lo primero que puede decirse es que no prevé un gran crecimiento del producto, de hecho, tanto en un escenario optimista como en un escenario adverso (las dos posibilidades que plantea el Reporte del FMI) la actual gestión culminaría su mandato con un PBI per cápita menor al que tenía al hacerse cargo de la gestión.

PROYECCIÓN PBI – ESCENARIO OPTIMISTA (en millones de U\$S)

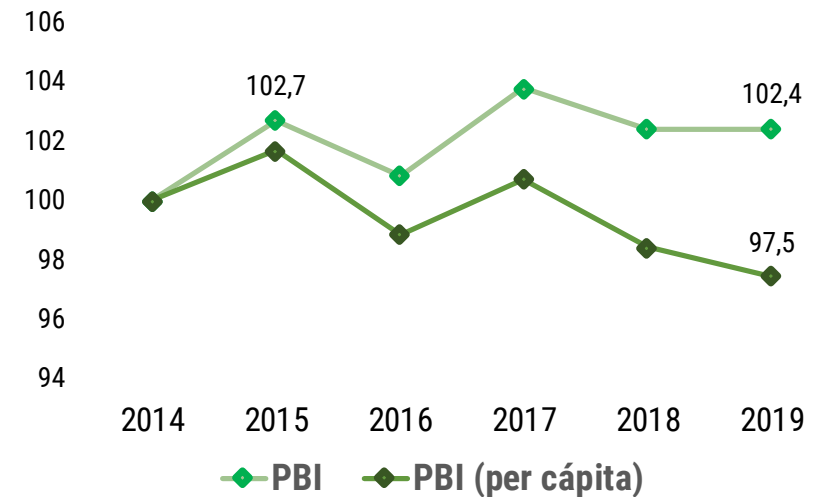


Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

En este caso, el crecimiento del periodo comprendido entre 2015 y 2019 arrojaría un PBI 3% mayor, que es equivalente a decir que, en promedio, cada argentino es un 1% más pobre, suponiendo un crecimiento poblacional del 1% anual.

En el escenario adverso, el PBI agregado no llega siquiera a superar el nivel de 2015 mientras que, en términos per cápita, se posicionaría 4,2% por debajo.

PROYECCIÓN PBI – ESCENARIO ADVERSO (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

No es menor señalar que la realización de uno u otro escenario está remotamente incidido por el accionar de la política pública y la evolución de las cuentas públicas. De hecho,

buena parte de nuestras perspectivas dependerán de los precios internacionales de los productos que comerciamos con el resto del mundo, el desempeño macroeconómico de nuestros principales socios comerciales y la dinámica que verifiquen los flujos de capitales globales.

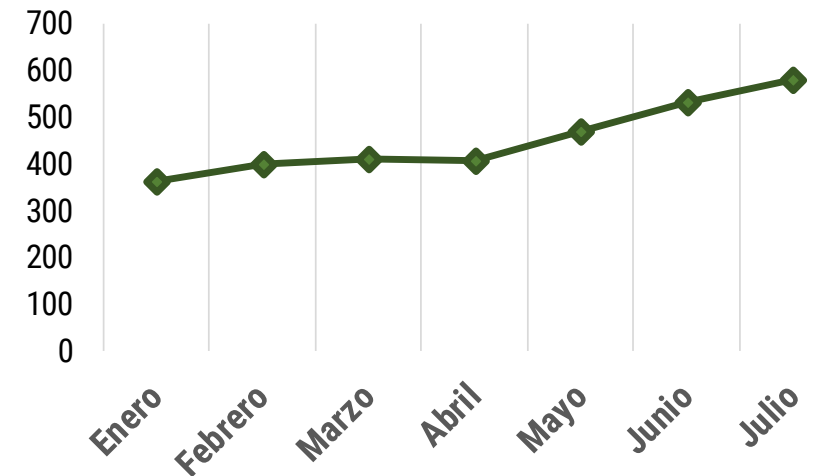
ENDEUDAMIENTO EXTERNO

El problema estructural de la Argentina es la falta de divisas. El déficit de cuenta corriente creció en grandes proporciones en los últimos años. Para los años venideros, no se prevén ni gran crecimiento (como ya se mostró) ni grandes flujos de Inversión Extranjera Directa (IED). Así, la variable de cierre del déficit externo será un mayor endeudamiento, dejando una proporción de deuda externa/PBI casi 25 puntos porcentuales mayor.

Este crecimiento de la deuda deja a nuestra economía en una posición de marcada vulnerabilidad externa. Los vencimientos anuales de bonos ya alcanzan volúmenes considerables y, en un contexto global de baja liquidez, las exigencias de tasa de interés por parte del mercado para propiciar la renovación, son cada vez mayores. Una evidencia de esto, es el pronunciado incremento en el riesgo país, que en lo que va del año trepó casi 60%. Su interpretación en tanto la “sobretasa” que pagan los países emergentes en función a su perfil de riesgo de default, marca a las claras que nuestros activos son cada vez menos confiables para los grandes

fondos inversión internacional y, por ende, nuestra deuda se encarece.

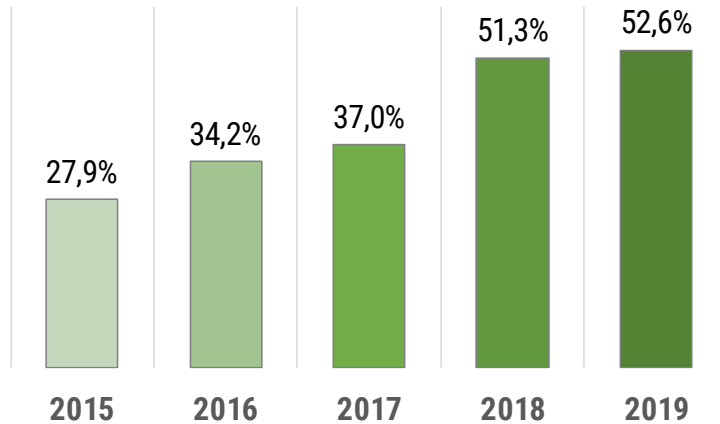
EMBI: RIESGO PAÍS DE EMERGENTES (en cantidad de puntos básicos)



Fuente: elaboración propia, en base a JP Morgan Chase.

En este contexto se debe alertar que toda trayectoria de deuda se proyecta en base a un escenario de estabilización tanto de las condiciones de financiamiento como del tamaño de la economía. En un contexto que ese presente aún más adverso para el próximo trienio, el alto volumen de deuda podría ser determinante de una baja en la calificación financiera de los activos argentinos y, por tanto, más rigidez en las posibilidades de volver manejable el stock.

DEUDA EXTERNA TOTAL (como % del PBI)



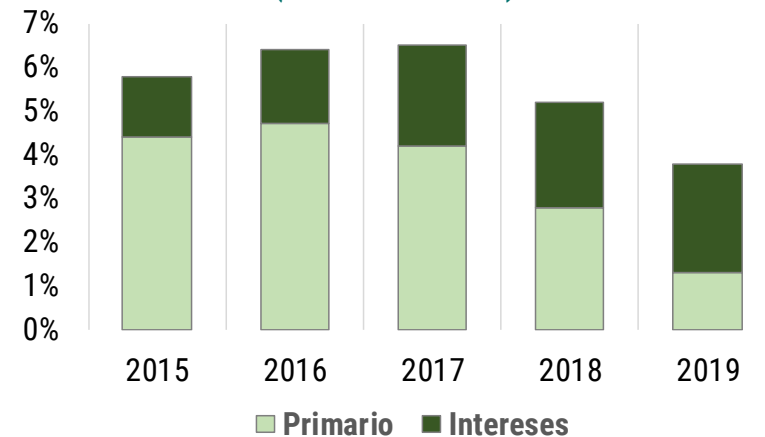
Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

DÉFICIT FISCAL

Uno de los principales estandartes de la administración económica actual es la convergencia fiscal. Una retórica proclive a asociar la problemática inflacionaria al déficit público formó parte del relato que permitió al Poder Ejecutivo afrontar recortes en gastos, como fue la reforma previsional a fines del año pasado. Sin embargo, aún no se observan resultados en la materia y el mismo documento del FMI lo muestra. Según sus proyecciones, se cerraría el año con un

déficit prácticamente igual al de 2015 (0, puntos porcentuales menor). También se evidencia una mutación en la composición del déficit, donde ganan peso los intereses de deuda, en detrimento del déficit de orden fiscal.

DÉFICIT PÚBLICO CONSOLIDADO (como % del PBI)



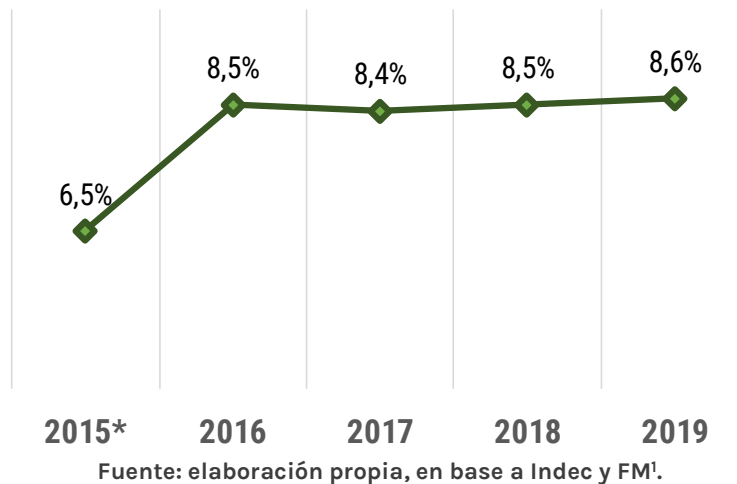
Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

Nuevamente, no puede dejar de señalarse que, ante un retroceso macroeconómico más severo, el esfuerzo fiscal deberá ser más agudo. Por caso, de no cumplirse el escenario base de crecimiento del PBI del 0,4% en este año, es posible que el déficit total se posicione aún por sobre los niveles de 2015, a pesar de todo el recorrido fiscal de recortes que se implementó durante el último trienio.

DESOCUPACIÓN

A tono con lo anterior, aún en su habitual mirada de optimismo descomedido sobre las perspectivas de la economía real, la desocupación para los próximos años no presenta una tendencia de reducción, sino más bien un incipiente aumento.

DESEMPLEO ACTUAL Y PROYECTADO (en % de desocupados sobre la población activa)



¹ No se publican datos para 2015 en el reporte. Se toma el promedio de los 3 primeros trimestres publicados por el INDEC, que no publicó el dato para el cuarto trimestre.

Las posibilidades de desvío se vinculan con la incertidumbre sobre las mayores fuentes de creación de empleo en nuestra economía:

- En el sector público que, como se analizará, está enmarcado en un profundo proceso de ajuste para los próximos años. Si bien buena parte se hará material en la licuación de salarios, también se proyectan despidos y restricción a nuevos ingresos, tanto en las órbitas nacional como provincial y municipal.
- En el sector de comercio, segmento que más cantidad de empleo privado genera en Argentina. Se espera una retracción marcada en el consumo agregado, lo cual posiblemente impacte sobre la generación de puestos de trabajo.
- En los estratos industriales, que ya destruyeron más de 60.000 puestos de trabajo en los dos últimos años y medio, pero la tendencia no parece atenuarse. En particular, se resienten más las actividades intensivas en mano de obra, como ser los sectores textil, calzado, metalúrgico, mueblero, de juguetes y del plástico.
- En el agro y el sector de servicios, mayormente financieros. Se espera que ambos compensen parcialmente la dinámica negativa de los demás segmentos, aunque posiblemente el saldo permanezca ampliamente desfavorable.

GASTO PÚBLICO

Uno de los aspectos que más encienden las luces de alarma, en el marco del acuerdo con el FMI, es el profundo ajuste fiscal que establece para los próximos años. No solo por las implicancias sociales que conlleva, sino además por las posibilidades que tiene de profundizar la recesión en una economía donde el consumo está cayendo. Si bien el organismo plantea ajustes en todos los sectores, el Poder Ejecutivo pone el foco selectivamente sólo en determinados universos. Dentro de los puntos que se encuentran en el tan mentado reporte 18/219, está la fijación de las retenciones a la soja en el 25,5%. Esto cortaría el proceso de bajas en la alícuota de un 0,5% mensual. Sin embargo, el ministro de Agroindustria ya expresó que no cumplirá este punto, dado que consideran al “campo como uno de los motores de la economía”. Al mismo tiempo se le solicitó al gobierno que se frene la ya pautada baja de aportes patronales a la seguridad social, que surgía en base al título sexto de la reforma tributaria votada en diciembre del año pasado. Sobre este punto aún no se conoce en profundidad la postura oficial.

El resto de los puntos en los ajustes parecen no ponerse tanto en duda como los anteriores. Son justamente aquellos que se vislumbran como perniciosos para los trabajadores y los sectores más vulnerables. El primero que figura en el reporte del FMI es el de seguir con la baja de subsidios a la energía y el transporte. Esto va en línea con lo anunciado por el gobierno en 2016 y que se viene cumpliendo. Por ende, se supone que este ítem se efectuará sin ningún tipo de inconveniente.

También se solicita un recorte por parte del Estado en bienes y servicios (entre los cuales pueden entenderse los contratos informales en el estado) en torno al 15% en términos reales este año y que continúe en el 2019. También se exige la expulsión del Estado de “empleados no prioritarios”, y el congelamiento en los ingresos para los dos años siguientes. Por otra parte, el reporte indica que no se aumentará más de un 8%, en promedio, los salarios de trabajadores estatales entre junio de 2018 y junio de 2019.

Lo que se tiene hasta el momento es que UPCN, el gremio con mayor representación en el sector a nivel nacional, pactó un aumento este año del 15%, es decir de menos de la mitad de la inflación esperada para 2018. No obstante, las cuotas de dichos aumentos se darán recién a partir de julio del corriente. Según el organismo multilateral, el esquema de austeridad general ya fue extendidamente aceptado; incluso por los sindicatos. En este marco, resulta poco probable la factibilidad de una renegociación que recupere el poder adquisitivo que se perderá en el bienio 2018-2019.

PODER ADQUISITIVO ESTATALES

Lo antedicho redundará, medido a término reales, en una pérdida de poder adquisitivo por parte de los trabajadores en torno al 18,8% entre enero de 2017 y junio de 2019. Este guarismo, parte de mantener un supuesto inflacionario del orden del 30,6%, en base a las expectativas del REM en junio,

tanto como un avance de precios en 2019 del 17%, en base a la meta impuesta por el FMI. Es decir, que dicha pérdida de poder adquisitivo se plantea en un escenario optimista en cuanto a la hipótesis de inflación. La caída del salario será consecuencia del aumento del 15% de enero de este año a junio del año que viene contra una inflación acumulada, en ese periodo del 42% promedio.

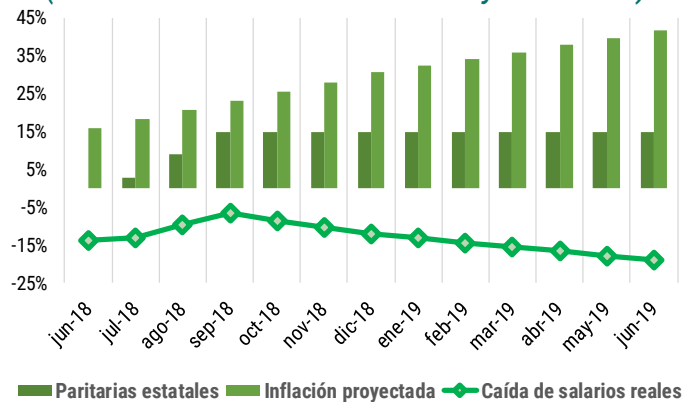
La consecuencia de este escenario en sus efectos de propagación, está indefectiblemente vinculado a una caída en el consumo. Es por esto que, en su diagnóstico, el FMI no lo contempla como uno de los motores de la economía para los años por venir, pese a que es el vector por excelencia de la demanda agregada, por explicar más de un 80% del crecimiento económico.

Contemplando los dos años anteriores el escenario es aún más acuciante. Entre diciembre de 2015 y junio de 2018 la diferencia entre la inflación y los salarios de los empleados estatales encuadrados en el convenio refrendado junto a UPCN es muy alta. Por caso, trabajadores que en diciembre de 2015 cobraban \$10.000 por mes, hoy cobran \$16.190. Este resultado se explica por el hecho de que en enero de 2016 la inflación fue del 3,6% mientras que los salarios aún no habían aumentado. Por ende, los trabajadores perdieron \$360 de poder de compra, de los \$10.000 que percibían en ese momento. A esto se le suman las pérdidas acumuladas mes a mes. En términos concretos se perdieron 4,9 salarios iniciales. Esta situación se desprende de que, en lo que va del año, todavía no se aplicaron aumentos por paritarias. La primera cuota recién se aplicará en el mes de julio. Al mismo tiempo, mientras la inflación del periodo fue de 102%, los salarios aumentaron tan solo 61,9%.

Con todo, las diferencias mensuales acumuladas de inflación contra salario implican que los trabajadores estatales hayan resignado casi \$48.800 cada uno desde diciembre de 2015 a causa de la inflación. Este análisis, desde ya, omite de contabilizar los bonos de monto fijo, los cuales no se incorporan a la base salarial por no formar parte del esquema remunerativo de convenio.

PARITARIAS Y SALARIO REAL DE ESTATALES

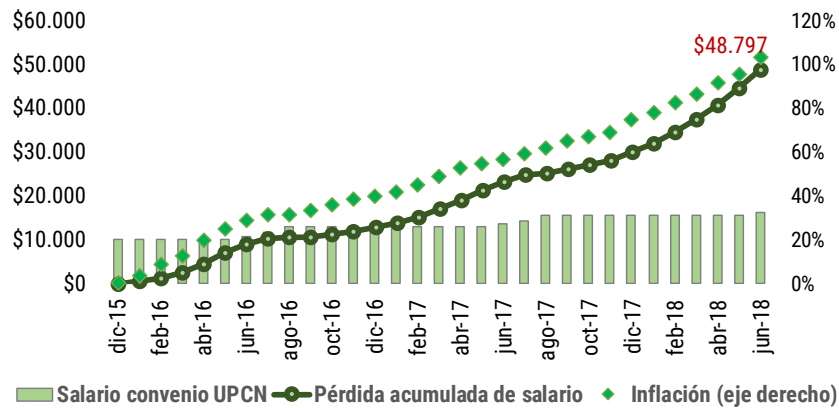
(en % de variación acumulada y brecha %)



Fuente: elaboración propia, en base a REM, MTEySS y FMI.

CAÍDA DE PODER ADQUISITIVO ESTATALES, CASO HIPOTÉTICO

(en % de variación acumulada y brecha salarial en \$)

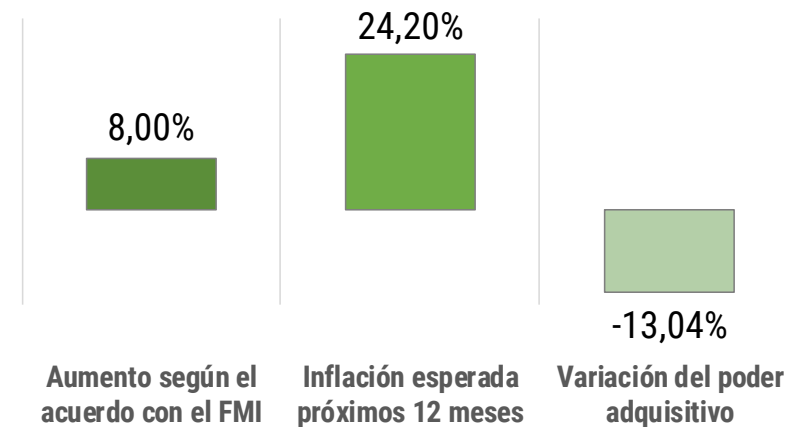


Fuente: elaboración propia, en base a IPC Congreso, IPC-Indec y FMI.

En la misma línea, haciendo foco en la letra estricta del acuerdo, que explicita un aumento del 8% de junio de 2018 al mismo mes de 2019, y en comparación con las expectativas recolectadas por el BCRA; se tiene que la pérdida de poder adquisitivo será cercana al 13%. El porcentaje se alcanza a partir de postular la medición de expectativas de mercado que publica el BCRA, que postulan un consolidado de inflación 12 meses del 24,2% para dicho período. Sin embargo, es dable remarcar que el acuerdo y la encuesta de expectativas se dio a conocer antes de que se haga pública la inflación de junio, que terminó siendo del 3,7%. Es decir, es probable que la pérdida sea aún más grande que la calculada “ex ante”.

PODER ADQUISITIVO ESTATALES, ESCENARIO PARA LOS PRÓXIMOS 12 MESES

(en % de variación acumulada y brecha %)



Fuente: elaboración propia, en base a REM-BCRA y FMI.

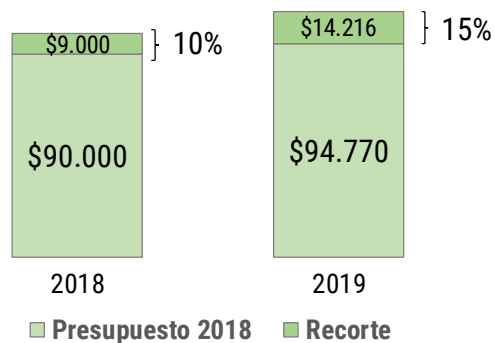
EMPRESAS PÚBLICAS

Por otro lado, se exige una reducción de las partidas direccionadas a las empresas públicas en un 15% el año 2019. Dado que más del 75% de los gastos de la mayoría de estas empresas son salarios, se esperan recortes en este rubro: sea por reducción de salario real o por despidos de trabajadores. Ha trascendido en ciertos medios la posibilidad de que las empresas más perjudicadas sean Aerolíneas Argentinas,

Ferrocarriles Argentinos y Correo Argentino. Sobre el conjunto de 33 empresas que administra el estado se les pedirá una mayor eficiencia a 13 para que logren ser autoabastecidas. El peligro aquí se encuentra en lo que el FMI llama “esfuerzos” para hacerse más eficientes. Esto puede ir en contra de las particularidades de cada empresa que pueden tener objetivos macroeconómicos e incluso sociales. Este año ya se llevó a cabo un ajuste de \$9.000 millones del total de \$90.000 millones presupuestados, un 10%. Esto significó un total de 215 despidos en Yacimientos Carboníferos de Río Turbio, 200 empleados en Lotería nacional, 354 despidos en Télam, 1500 despidos en Ferrobaires, 250 despidos en INTI y muchos otros más no tan visibilizados. Teniendo en cuenta que el recorte el año que viene será un 50% mayor, habrá muchos puestos de trabajo en peligro.

AJUSTE EN EMPRESAS ESTATALES

(en millones de \$)



Fuente: elaboración propia, en base a Presupuesto y Diario “La Nación”.

TRANSFERENCIAS A LAS PROVINCIAS

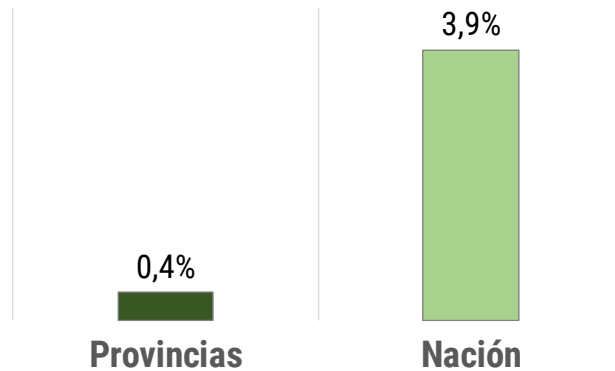
Otro factor que sufrirá un ajuste, según surge de la letra chica del acuerdo con el FMI, es el de las transferencias a las provincias por parte del gobierno nacional. Se exige que en 2019 se ajusten las transferencias a las provincias en un 1,2% del PBI. Las transferencias suelen ser utilizadas por gobierno nacional para negociar con los gobernadores. Es posible que las provincias con gobernaciones más opositoras tengan que sufrir las consecuencias de esos recortes.

En términos agregados, el déficit fiscal primario de las provincias el año pasado fue del 0,4%. Además, el ministro Dujovne dijo que se esperaba que este año el resultado de un superávit del 0,2%. En contraparte, el déficit primario por parte del estado nacional fue del 3,9% el año pasado. Es decir, que el que tiene problemas en las cuentas públicas es el estado nacional y no las provincias en general. Por otra parte, del total de la deuda emitida en los últimos dos años, el 82% corresponde a la jurisdicción nacional. De más está decir que la mayor parte de ese porcentaje se debe a la deuda tomada por la Provincia de Buenos Aires, que en los últimos años ha mostrado un deterioro muy marcado en sus cuentas públicas. Más aún, la devaluación de este año en torno al 50%, incrementa la carga de intereses de los bonos nominados en moneda extranjera que fueron emitidos por la administración bonaerense.

En conclusión, las provincias, a pesar de haber gastado en general de manera responsable, deberán hacerse cargo de buena parte del ajuste acordado entre la administración

nacional y el Fondo Monetario Internacional.

DÉFICIT CONSOLIDADO, AÑO 2017 (en % del PBI)



Fuente: elaboración propia, en base a Télam.

FGS Y VENTA DE TIERRAS

Finalmente, uno de los puntos más polémicos es el de la liquidación de activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad en conjunto con la venta de tierras en manos del Estado. En cuanto a lo primero, el FMI menciona que esto se encuentra en revisión para ver cuáles son los montos que deben ser liquidados. Por parte del gobierno, aseguran que ya tienen el respaldo legal para llevar este proceso adelante, ya

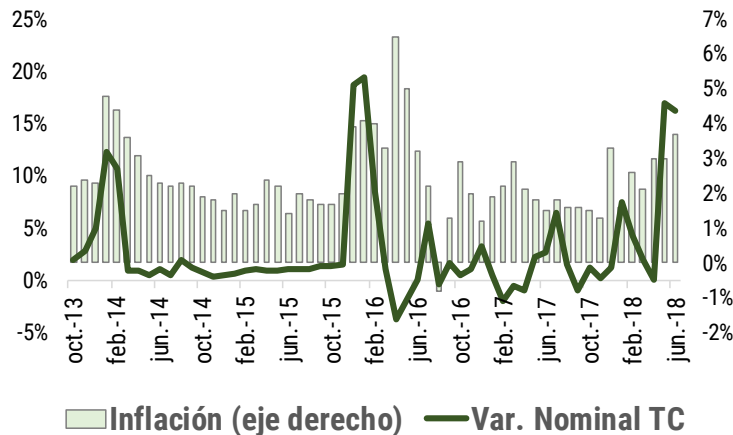
que desde la creación de este se prevé esta operatoria en caso de contingencias. Inclusive, a raíz de las modificaciones que se llevaron adelante con la Reparación Histórica, están avalados por la ley y no hace falta hacer cambios luego del acuerdo con el organismo. El problema financiero actual se debe a que en su momento se intentó financiar dicha reparación en base a un stock del blanqueo. Es decir, que se financia un flujo (pago extra de jubilaciones) con un stock dado en el momento del blanqueo, pero que no se sigue regenerando como los pagos por la reparación. Además, si se lleva adelante la reforma tributaria y bajan los aportes patronales, el sistema previsional se verá aún más desfinanciado. Este desfinanciamiento será el argumento para realizar esta liquidación que pone en jaque la sustentabilidad del fondo y por ende del sistema previsional en su conjunto. En cuanto al segundo punto, si bien no hay nada especificado, es preocupante el hecho de que un organismo internacional le plantee a un gobierno soberano que venda tierras que están en su poder para financiar gastos corrientes.

INFLACIÓN

Por otro lado, el acuerdo con el FMI habla de nuevas metas de inflación. Si bien son más realistas que las anteriores (la banda superior de 32% está en los límites de las expectativas), no deja de ser probable su incumplimiento. Es importante

recordar que en caso de que el gobierno no logre cumplir con este punto, el FMI tiene la posibilidad de dar de baja el blindaje. Esto generaría una gran incertidumbre en el mercado que será difícil de controlar por parte de las autoridades.

INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO (en % de variación mensual)



Fuente: elaboración propia, en base a IPC-CABA y BCRA.

Ya en la carta de intención, el gobierno presentó nuevas metas de inflación a raíz del acuerdo con el fondo. Metas que hasta el momento no ha cumplido ninguna de las que ya propuestas. Los motivos de su ineficacia pueden ser varios, pero admiten desde el poder ejecutivo, han cometido varios errores en sus diagnósticos. Estos comenzaron antes de la asunción. El primero fue prever que la devaluación que iban a llevar adelante no iba a afectar el resto de los precios de la economía

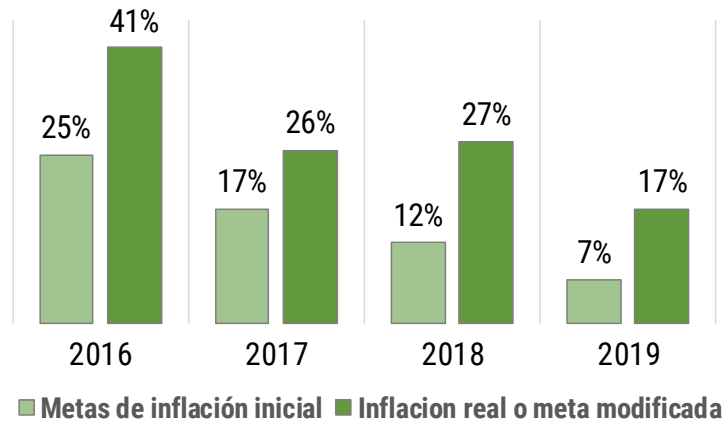
porque, supuestamente, ya estaban remarcados al dólar paralelo. Sin embargo, tal como se puede ver en el siguiente gráfico, la aceleración de precios fue fuertemente influenciada por este factor hasta cuatro meses después de la devaluación. Suponer que el efecto no iba a ser tan grande como lo previsto, tiene raíz en la teoría monetaria en la que suponen que la principal incidencia sobre la inflación es el señoreaje. Es decir, la emisión de moneda local para cubrir el déficit fiscal. A pesar de esto, los niveles de inflación aún no ceden y la situación actual parece incentivar aún más un espiral inflacionario. Si nos basamos en experiencias pasadas, se puede esperar que la devaluación que se viene realizando tenga su correlato en precios hasta fin de año. Esto se da porque, como se menciona anteriormente, una disparada devaluatoria en un mes suele tener incidencia en estos por 4 meses más. De ser así, alcanzaríamos niveles de inflación más altos que los planteados en el acuerdo (32 % anual como banda superior para diciembre 2018).

Sumado a esto, también se subestimó la influencia del reajuste de los precios relativos en la inflación general de los precios minoristas. Básicamente, se supuso que la eliminación de los subsidios a las tarifas, que iba a aumentar el precio de estas, no iba a tener un efecto en el resto de los precios de la economía. Lo que no consideraron fue el efecto de las tarifas en los costos de producción. Se pensó en un esquema de “equilibrio general” en el que la restricción presupuestaria iba a generar una caída del consumo sobre el resto de los bienes lo cual tirarían el resto de los precios a la baja. Tal falla de predicción fue otro de los factores que terminó con la confianza en el Banco Central.

Ahora bien, si se supone que en el año corriente se cumple la nueva meta de inflación pautaada con el FMI (27%), esta será de un 125% más alta de la planteada hace menos de un año. Pevio al 28 de diciembre del año pasado, la banda superior de la meta de inflación para el 2018 era de 12% y para el 2019 un 6,5%. Sin embargo, ahora se espera una inflación del 17%, número equivalente a la banda superior de la meta para el año 2017. Para el año siguiente, de cumplirse la meta, se cumpliría una meta de inflación un 162% más alta que la planteada inicialmente. Tras conocerse el acuerdo el gobierno plantea una meta de inflación para el 2021 del 9%, número que supo ser meta del año 2019, como si hubiera ocurrido un retraso de dos años en las metas iniciales.

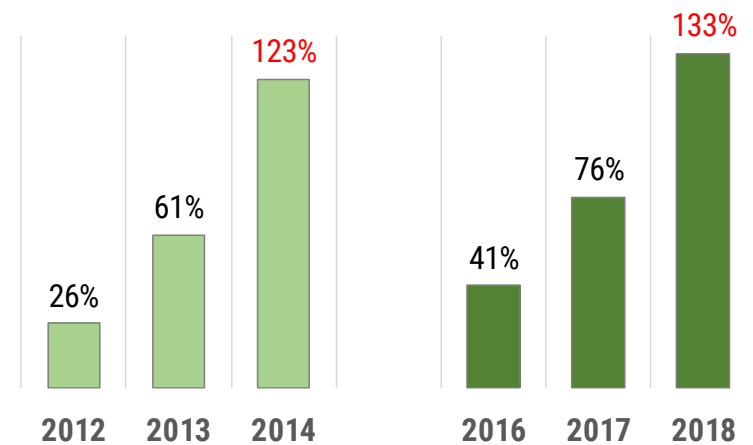
Se podría argumentar que mientras la inflación descienda esto no sería problema. Pero acá hay dos conflictos. El primero es que, ahora si el gobierno no cumple con las metas y, por ejemplo, este año supera el 32% de inflación, el FMI podría optar por no brindar el resto del préstamo. Por otro lado, tampoco se puede asumir que la inflación está cediendo. Muy por el contrario, la decisión de liberar el tipo de cambio hizo que el BCRA saque de mercado los U\$D5.000 millones en un claro acto fundamentalista. Lo cual hizo que la expectativa inflacionaria se dispare por encima de la aceleración de precios que hubo en 2017.

METAS DE INFLACIÓN Y SESGO (en % de variación anuales)



Fuente: elaboración propia, en base a IPC-CABA y FMI.

INFLACIÓN ACUMULADA A LAS TRES CUARTAS PARTES DE MANDATO (en % de variación acumulada)

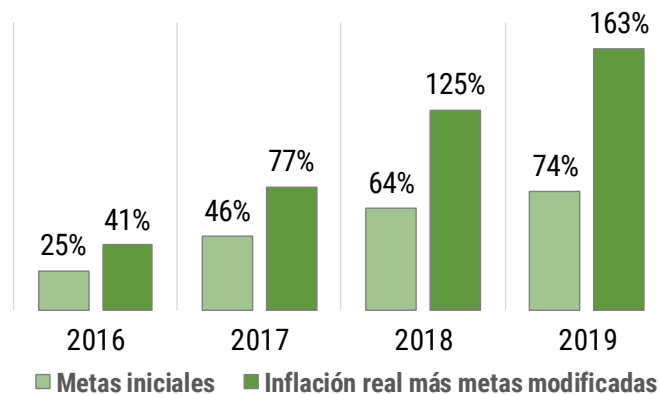


Fuente: elaboración propia, en base a IPC-Congreso y FMI.

En el caso que la inflación 2018 llegara efectivamente al 32% se acumularía una inflación del 133% desde el recambio de ciclo constitucional. En contraposición, los primeros tres años de la pasada administración acumularon un 123%, 10 puntos menos. Dicho ejemplo, no es más que el reflejo del actual problema el modelo macroeconómico vigente, y que en las perspectivas futuras no parece encontrarse un alivio.

En la misma línea, si se analiza la inflación acumulada en base al exigente supuesto de que tanto este año como el siguiente se lograr cerrar en la banda inferior de las metas; el nivel de inflación acumulado alcanzará un 163%. Esto significa por sobre el objetivo que se había planteado en 2015, cuando se suponía que la inflación acumulada de sus cuatro años de gobierno iba a gravitar en torno del 74%.

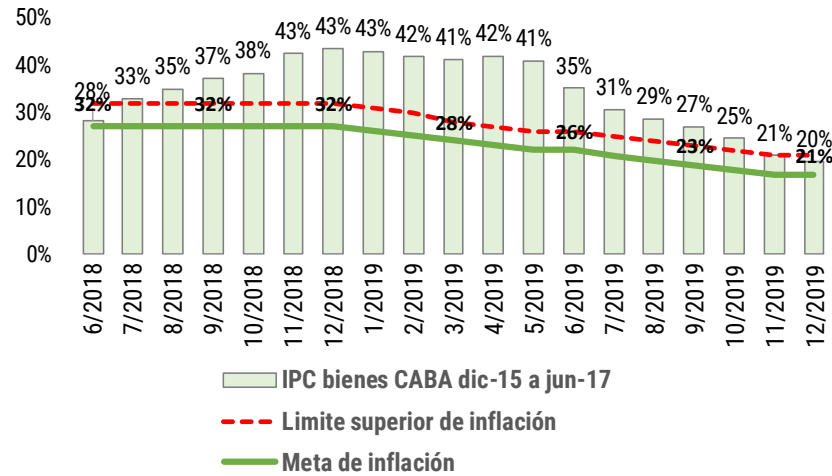
METAS DE INFLACIÓN ACUMULADAS Y SESGO (en % de variación acumulada)



Fuente: elaboración propia, en base a IPC-Congreso y FMI.

Como se ha dicho, las nuevas metas de inflación, aunque sean más flexibles, serán difíciles de cumplir. Si observamos el comportamiento de los precios en la última devaluación llevada a cabo en diciembre de 2015, veremos como el efecto sobre la inflación de los bienes fue muy superior a lo que actualmente se pone como banda superior de la meta. La inflación analizada fue la estimada sobre los bienes por el IPC CABA. Se decide no tomar el índice general de precios, que incluye los servicios, para ver tan solo el efecto indirecto que hay sobre el resto de la economía a raíz de la devaluación (entre otros factores), sin considerar el efecto directo que tiene el aumento de tarifas (en ese caso sería aún mayor). Tal como se observa en el siguiente gráfico, tan solo cuatro meses estarían por debajo de las metas si se repite la misma situación. Las metas para este año son del 27% aunque se les permite alcanzar un 32%. En caso de que esto no suceda, y se supere ese límite la situación sería crítica. Dado que en ese caso el organismo podría optar por retirar el resto del crédito no desembolsado.

NUEVA META E INFLACIÓN DE BIENES (en % de variación anual)



Fuente: elaboración propia, en base a IPC-CABA y FMI.

Cabe recordar que los niveles de devaluación actuales son parecidos a los de fines de 2015 y principios de 2016, con dos salvedades. En ese momento esperaba un impacto menor sobre el resto de los precios dado que se enunciaba que varios de los mismos ya estaban marcados al dólar paralelo. Lo cual, si bien fue un grave error de predicción, es cierto que ciertos sectores como el inmobiliario utilizaban ese valor, o uno intermedio, para realizar las transacciones de inmuebles. Tomando esto, el efecto sobre los precios generales en este caso debería ser superior. Sin embargo, aunque no se hayan incluido en este caso la inflación en los servicios, sabemos

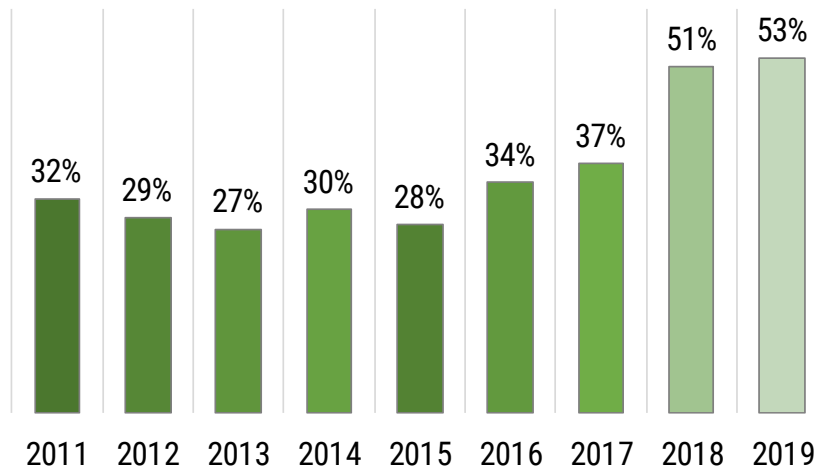
que el reajuste de los precios relativos con el aumento de las tarifas impactó en los costos de producción e influyó al alza el precio del resto de los bienes. Partiendo de la base que este año ese reajuste será menor al del 2016, tendremos un mayor respiro por esa parte.

DEUDA EXTERNA

Además de las exigencias del organismo, el documento deja proyecciones que resultan de interés para el análisis de nuestro porvenir económico. Una de ellas es sobre los niveles de deuda externa. Tal como se puede observar en el siguiente gráfico, en 2019, según el reporte del FMI, la deuda externa nacional será un 90% mayor a la que había en 2015. Esta situación se alcanza al pasar de una deuda externa sobre PBI del 28% en 2015 a una del 53% en 2019. Es decir, que no solo se interrumpe un proceso de desendeudamiento, dado que en 2011 era del 32%, sino que además se incrementa fuertemente en términos de PBI. Cabe remarcar que estos porcentajes de deuda se dan con cierto crecimiento del PBI para 2018 y 2019, que el FMI estima en 0,4% y 1,5% respectivamente. En caso de que estos niveles de crecimiento no se puedan alcanzar, el incremento de la deuda en términos del PBI puede ser mayor. Esto, no solo por la cuestión contable, sino también por la posible caída en la recaudación que haría incrementar el déficit y así también las necesidades de financiamiento.

DEUDA EXTERNA TOTAL

(como % del PBI)

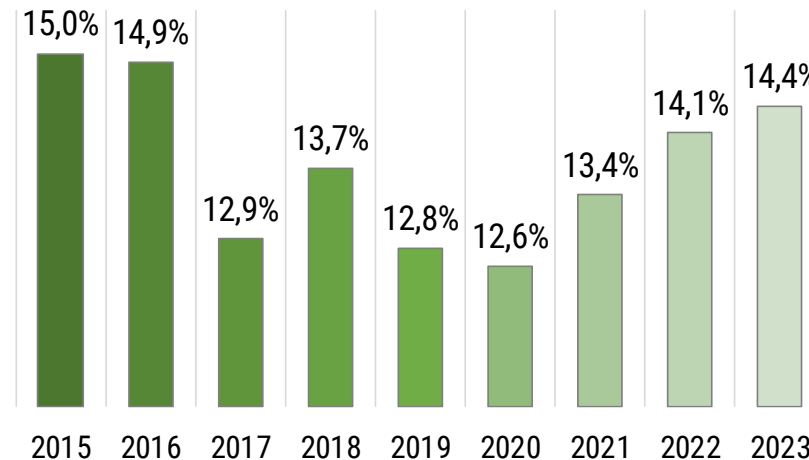


Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

Otro dato que surge del reporte del FMI es que habrá una caída en los agregados del ahorro en el sector privado. Inclusive, se supone que los niveles de ahorro sobre PBI en el sector privado no volverán a alcanzar los del 2015, si siquiera en el 2023. El punto mínimo de este valor se encontraría en el 2020, que será de un 12,6% del PBI, para luego volver a incrementarse lentamente.

AHORRO PRIVADO

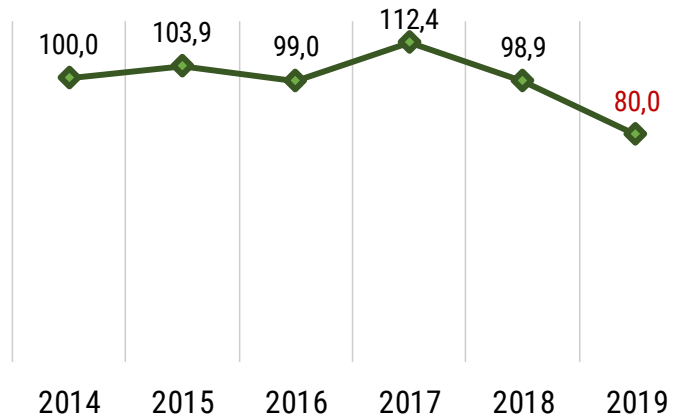
(como % del PBI)



Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

La inversión pública será uno de los factores que más implicancia tendrá en la recesión. Según el FMI para 2019 la inversión por parte del Estado (todo aquello que no es gasto corriente) caerá un 12% este año respecto a 2017 y un 19,1% en 2019 respecto al 2018. A niveles acumulados, la merma en estos dos años será del 29% en las inversiones de obra pública. Recién en 2023, dentro de cinco años, se estarían alcanzando nuevamente los valores de 2015.

INVERSIÓN PÚBLICA (índice, base 2014=100)

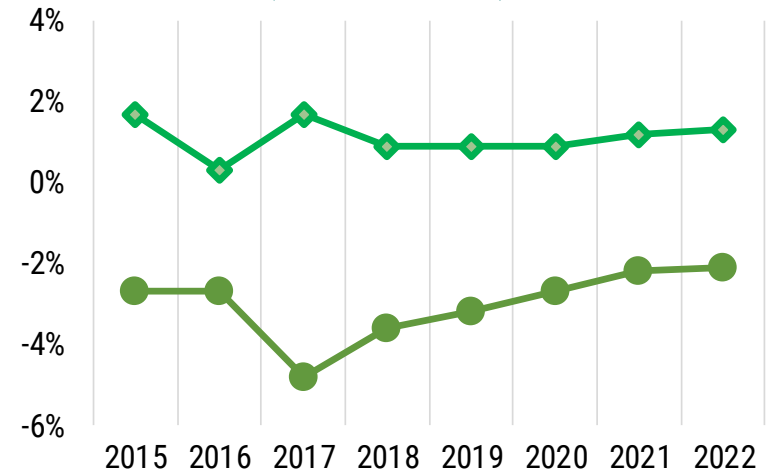


Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

Por su parte, también se demuestra en el escrito que el déficit de cuenta corriente persistirá en el tiempo, aunque existe el optimismo en suponer que disminuirá. Sin embargo, tal como se observa en el gráfico, en conjunto con el rebote en el déficit para el año 2018, también caerán las inversiones del exterior. Teniendo en cuenta que las inversiones públicas también caerán, el escenario es complejo para la economía en su conjunto. El FMI presupone que este año el déficit este año será del 3,6% del PBI. Este factor se tendrá que ver en los próximos trimestres dado que en el primero el resultado fue incluso peor que el del primer trimestre de 2017. En cuanto a la inversión extranjera directa, el organismo internacional infiere que este año será de casi menos de la mitad que el año

pasado. Pasando de una inversión del 1,7% al 0,9%. Este valor se mantendría por dos años más, recién volviendo a incrementarse en el 2021.

CUENTAS EXTERNAS (como % del PBI)



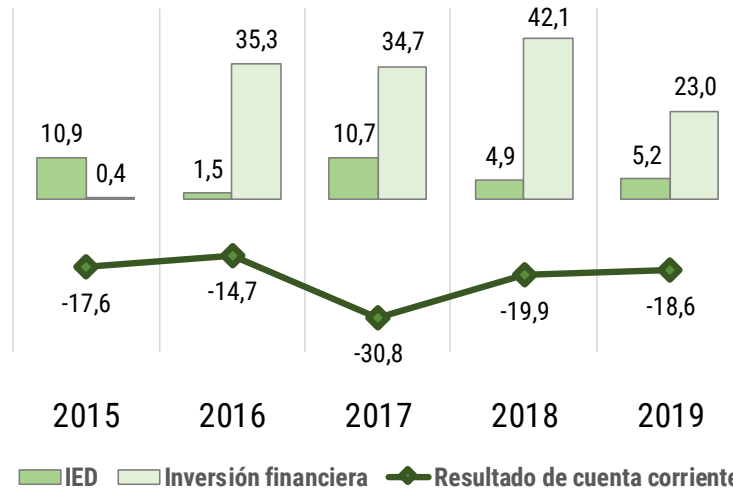
● Cuenta corriente ◆ Inversión extranjera directa

Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.

En el siguiente gráfico se puede observar no solo como el actual gobierno incrementó fuertemente el déficit externo, sino que también lo financia con el sector financiero. Mientras el déficit del 2015 fue financiado con inversión externa real, actualmente se lo hace con capitales financieros, altamente riesgosos para la estabilidad económica del país. En el año

corriente estos capitales superarán, según el escrito, la cifra de \$42.000 millones de dólares. Mientras tanto, la inversión extranjera directa solo será de \$4.900 millones. Prácticamente un décimo en comparación con los capitales especulativos. El dilema que esto presenta es que la volatilidad ahora será mucho mayor que antes. Dado que si los dólares que ingresan son por esta vía la posibilidad de una nueva corrida bancaria ahora será mayor. Es decir que luego del préstamo, la situación de volatilidad, si bien puede disminuir al corto plazo, se espera en el futuro mayor incertidumbre por la esencia del financiamiento.

DÉFICIT EXTERNO Y SU FINANCIACIÓN (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a FMI: Country Report N° 18/219.