

LA ECONOMÍA ARGENTINA:

EL LARGO CAMINO HASTA NOVIEMBRE

- 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 | AGOSTO 2023

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 13
Precios e Ingresos - Pág. 17
Finanzas Públicas - Pág. 19
Finanzas y Bancos - Pág. 21
Balance Cambiario - Pág. 23
Sector Externo - Pág. 25
Anexo Estadístico - Pág. 26

CLAVES DEL INFORME

- La devaluación del 22% efectuada el día después de las PASO volvió a disparar los precios de la economía de forma casi inmediata.
- El grado de *pass through* resulta muy elevado y la volatilidad de precios en el corto plazo (incluso de una semana a otra) se torna muy alta.
- El pasaje de una inflación de dos dígitos a una de tres, trastorna los problemas que trae aparejados, dando lugar a un creciente fenómeno inercial..
- A pesar de la creciente volatilidad de precios, los precios relativos se vuelven rígidos en el corto plazo y los intentos por modificarlos generan buscas aceleraciones inflacionarias.
- Es el caso de Argentina en el presente donde jubilaciones, asignaciones, salarios, alquileres, créditos, tarifas y la política cambiaria se encuentra en un proceso de creciente indexación
- El riesgo actual pasa porque esta dinámica no pueda controlarse y se escale hacia una hiperinflación. Aquí la moneda perdería su función de medio de cambio en manos del dólar.
- Luego del mal resultado en las PASO, Sergio Massa optó por concederle la devaluación al FMI para poder recibir el desembolso por U\$S 7.500 M.
- Una vez conseguido, el siguiente paso fue el anuncio de un paquete de medidas para recomponer ingresos y paliar los efectos regresivos de la devaluación.
- El principal objetivo del oficialismo es llegar al final de mandato sin una explosión cambiaria. El siguiente, ganar las elecciones. A simple vista, objetivos que parecen incompatibles.
- La posición del oficialismo posiblemente sea intentar hacer equilibrio entre estos dos objetivos. La pregunta que queda entonces es, ¿alcanzan los dólares hasta octubre?
- La necesidad de divisas para continuar con esta estrategia podría ser de aproximadamente U\$S 1.300 M hasta las elecciones generales.
- El BCRA contaría sólo con aproximadamente U\$S 1.600 M tanto para continuar con la intervención cambiaria como para sostener el nivel de importaciones.

EL LARGO CAMINO HASTA NOVIEMBRE

La devaluación del 22% efectuada el día después de las PASO volvió a disparar los precios de la economía de forma casi inmediata y contribuyó a que, una vez más, la dinámica de precios profundice el régimen de alta inflación que estamos atravesando. En un escenario como el actual con elevada inercia inflacionaria, el grado de pase a precios de la devaluación (*pass through*) resulta muy elevado y la ganancia de competitividad parece esfumarse en semanas.

El pasaje de una inflación de dos dígitos a una de tres, no sólo escala el problema en la magnitud nominal que crece la inflación, sino que modifica conductas extendiendo la indexación de los contratos dando lugar a un creciente fenómeno inercial. Es el caso de Argentina en el presente donde jubilaciones, asignaciones, salarios, alquileres, créditos, depósitos, tarifas y la política cambiaria se encuentra en un proceso de creciente indexación. A pesar de la creciente volatilidad de precios en el muy corto plazo, los precios relativos se vuelven rígidos en el corto plazo y los intentos por modificarlos generan buscas aceleraciones de la tasa de inflación.

El riesgo actual pasa porque esta dinámica no pueda controlarse, las presiones sobre el paralelo aumenten y que el mismo se transforme en referencia del dólar oficial y los precios dando paso a una hiperinflación. Para mantenerse competitivo hasta las elecciones de octubre, el oficialismo viene atravesando un camino en el que intenta hacer equilibrio entre la extrema fragilidad externa y el consiguiente riesgo de una escalada hiperinflacionaria, las condicionalidades exigidas por el FMI, y la necesidad de hacer políticas de ingresos que recompongan la delicada situación socioeconómica.

Luego del mal resultado obtenido en las PASO, Sergio Massa optó por concederle la devaluación al FMI para poder recibir el desembolso por U\$S 7.500 M. Una vez conseguido, el siguiente paso fue el anuncio de un paquete de medidas para recomponer ingresos y paliar los efectos regresivos de la devaluación, desconociendo las presiones del organismo financiero de un ajuste de los sueldos públicos.

El costo fiscal del paquete de medidas anunciado por Massa ronda el medio punto del PBI. Las medidas de ingresos abarcan a trabajadores registrados del sector privado, del sector público, de casas particulares, monotributistas, jubilados y pensionados, beneficiarios de la Tarjeta Alimentar y del programa Potenciar Trabajo.

El principal objetivo del oficialismo es llegar al final de mandato sin una explosión cambiaria. El siguiente objetivo, más difícil de lograr, es ganar las elecciones. Dado que la expansión de los ingresos y la actividad genera presiones sobre el mercado cambiario, ambos objetivos se encuentran bajo tensión.

Evitar una explosión cambiaria requiere continuar con el reciente rally de compras netas en el MULC del Banco Central, evitar que los precios se disparen para que la fijación del tipo de cambio mayorista en \$350 pueda sostenerse, y enfriar el ritmo de importaciones como exige el FMI. Por el contrario, tener más chances electorales requiere que el oficialismo continúe por el sendero que comenzó con este paquete de medidas, tratando de recomponer ingresos, y sostener el ritmo de importaciones para que la actividad económica no continúe deteriorándose.

La posición del oficialismo posiblemente sea intentar hacer equilibrio entre estos dos objetivos. La pregunta que queda entonces es, ¿alcanzan los dólares hasta octubre?

Teniendo en cuenta que entre abril y agosto se utilizaron aproximadamente U\$S 1.700 para intervenir en los mercados paralelos, la necesidad de divisas para continuar con esta estrategia podría ser de aproximadamente U\$S 1.300 M hasta las elecciones generales.

A su vez, en las últimas horas también se supo que el segundo tramo del *swap* con China por U\$S 5.000 M aún no ha sido habilitado. De ser así, el BCRA sólo contaría con aproximadamente U\$S 1.600 M tanto para continuar con la intervención cambiaria como para sostener el nivel de importaciones y no profundizar la caída de la actividad, número que no luce para nada alentador .

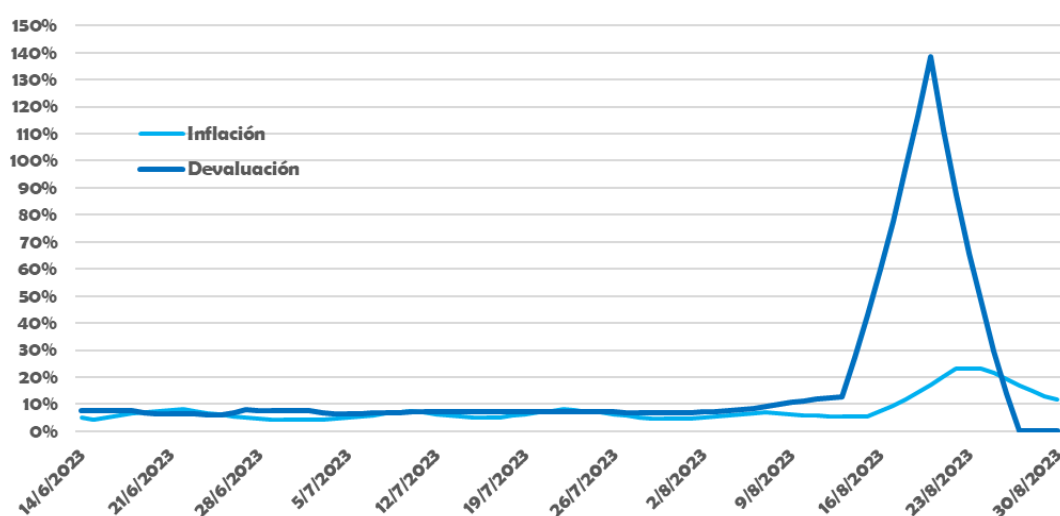
Finalmente, otra variable que puede influir en el nivel de reservas de cara a octubre es el efecto Milei. ¿El mercado tiene incorporado la sorpresiva victoria de Javier Milei en las PASO? ¿Cree verdaderamente que pueda llegar a ser presidente y llevar adelante su plan de dolarización? Si las encuestas lo mantienen arriba, y conforme pasen los días, podría existir el riesgo de una corrida sobre los depósitos, una creciente dolarización de activos -tendencia que ya se observa desde las PASO- y mayores presiones sobre los dólares paralelos.

Cambio en el régimen de inflación

La devaluación del 22% efectuada el día después de las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) volvió a disparar los precios de la economía de forma casi inmediata y contribuyó a que, una vez más, la dinámica de precios profundice el régimen de alta inflación que estamos

atravesando. En un escenario como el actual con elevada inercia inflacionaria, el grado de *pass through* resulta muy elevado y la volatilidad de precios en el corto plazo (incluso de una semana a otra) se torna muy alta.

Gráfico 1. Inflación y devaluación semanales mensualizadas

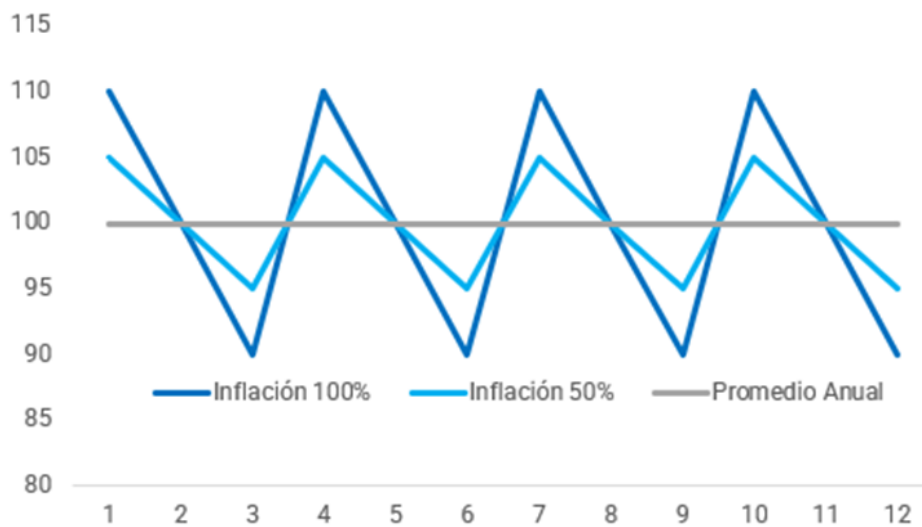


Fuente: IPS-CESO y BCRA.

El fenómeno inflacionario suele mutar sus características de acuerdo a su propia intensidad. Pasar de una inflación del 50% interanual a una del 100% no duplica la gravedad del problema, sino que lo modifica en forma cualitativa. Las inflaciones bajas, de un dígito, suelen responder a causas puntuales como saltos cambiarios o la suba de un precio clave como el petróleo o los alimentos. La moneda no se ve afectada en sus funciones y la solución suele pasar por cierto enfriamiento de la actividad que amortigüe su traspaso sectorial a precios hasta que la causa fundamental que provocó el alza de los precios pierda intensidad.

Si ello no logra controlarse y las tasas de inflación adquieren niveles de dos dígitos, la economía se sumerge en una situación de permanente puja distributiva con alta variabilidad de precios relativos. Las remarcaciones sectoriales son dispersas en el tiempo, por lo que en cada momento hay sectores que ven sus ingresos rezagados y pugnan por recomponerlos. Mismo hecho ocurre con los salarios. Las recomposiciones de ingresos se dan al alza provocando una inflación estructural permanente.

Gráfico 2. Salario real anual con aumentos trimestrales para diversos niveles de inflación.



Fuente: CESO. [“Paritarias en contextos de alta inflación”](#), informe mensual, febrero 2023.

La moneda comienza a perder su función de reserva de valor y, si no hay innovaciones financieras que la suplanten, es transferida al dólar, dando lugar a un círculo vicioso que genera más inflación. La solución a este tipo de inflaciones descansa en que se logre consolidar una distribución de los ingresos que ningún sector pueda desafiar.

Esquema 1. Círculo vicioso inflacionario.

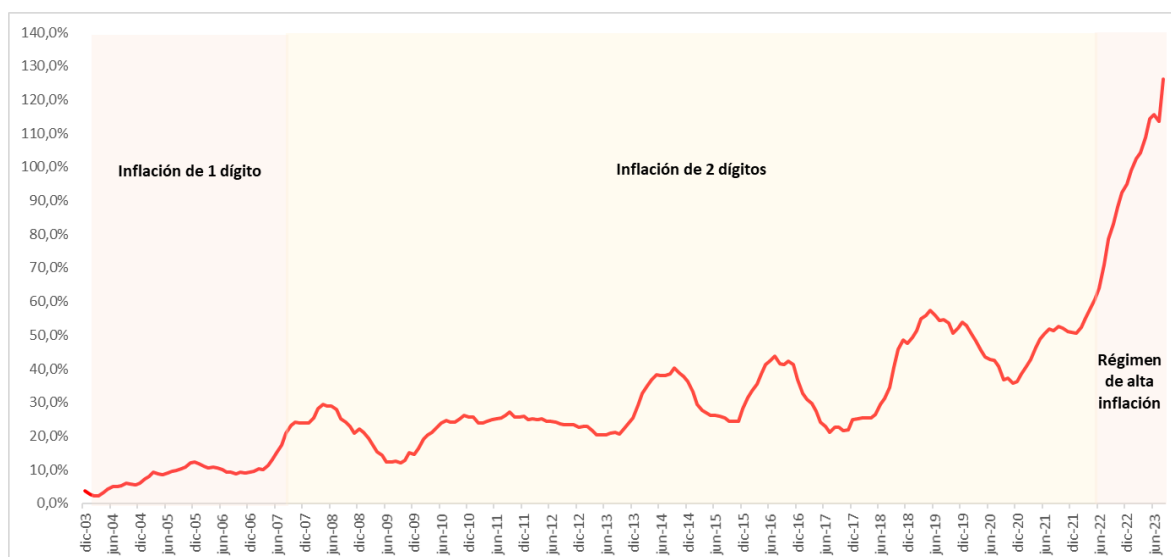


Fuente: CESO

Si la inflación estructural no logra ser dominada y escala hacia los tres dígitos, avanza en un proceso de inercia. Dada la dificultad de realizar operaciones a mediano plazo por la incertidumbre sobre las tasas futuras de inflación, los contratos tienden a incorporar cláusulas de indexación. Es el caso de Argentina en el presente donde jubilaciones, asignaciones, salarios, alquileres, créditos, depósitos, tarifas y la política cambiaria se encuentra en un proceso de creciente indexación. La inflación del pasado se traslada hacia el futuro por el efecto de la indexación. La moneda comienza a perder su función de unidad de cuenta y muchos precios se establecen en relación a índices de precios o el dólar. Los precios relativos comienzan a tornarse rígidos y los intentos por modificarlos generan bruscas aceleraciones de la tasa de inflación. La solución para este tipo de inflaciones descansa en planes que puedan terminar con la indexación legal o de facto que subyace a la formación de precios e ingresos.

El riesgo actual pasa porque esta dinámica no pueda controlarse y se escale hacia una hiperinflación. Aquí la moneda perdería su función de medio de cambio en manos del dólar. La memoria inercial de la inflación se resetea ya que los precios pasan a fijarse en dólares (u otra referencia de valor), y se traducen a la moneda legal diariamente (y hasta varias veces por día) actualizándose según el valor del tipo de cambio. Los precios relativos pueden sufrir fuertes variaciones a muy corto plazo, pero son relativamente estables dado que la mayor parte de los sectores ya fijó sus ingresos en una divisa. Acá subyace uno de los principales desafíos del gobierno actual, y del que tome el mando el 10 de diciembre.

Gráfico 3. Evolución de la tasa de inflación i.a.



Fuente: Dic-03 a Nov-16 IPC-CESO. Dic-16 a Jul-23 IPC INDEC. Ago-23 dato estimado

El delicado camino del oficialismo hasta las Elecciones Generales

Para mantenerse competitivo hasta las elecciones de octubre, el oficialismo viene atravesando un camino en el que intenta hacer equilibrio entre la extrema fragilidad externa, las condicionalidades exigidas por el FMI, y la necesidad de dar respuesta a la delicada situación socioeconómica.

Luego del mal resultado obtenido en las PASO, Sergio Massa tuvo que optar entre concederle la devaluación al FMI para poder recibir el desembolso por U\$S 7.500 M por la 5ta y 6ta revisión del acuerdo de Facilidades Extendidas -conociendo los efectos de esa devaluación sobre la inflación- o bien no hacerla, corriendo el riesgo de que el directorio ejecutivo del Fondo no aprueba las revisiones, y el desembolso no llegue. El riesgo de no aprobación por parte del directorio ejecutivo ante el incumplimiento de las exigencias y/o ante un mal resultado en las PASO que debilitara la posición negociadora del oficialismo fue anticipado por CESO en el [informe de coyuntura de Julio 2023](#) luego de publicado el acuerdo a nivel *staff*.

Cómo se sabe, optó por la primera opción. Conseguidos los U\$S 7.500 M, que sirvieron para hacer frente a los propios vencimientos con el FMI, a los préstamos con la CAF y Qatar, y en menor medida, a recomponer el nivel de reservas, el siguiente paso fue el anuncio de un paquete de medidas para recomponer ingresos y paliar los efectos regresivos de la devaluación. A diferencia de la devaluación, claro está, este paso va a contramano de las exigencias y las metas del FMI. Por tanto, la demora en el anuncio de estas medidas posiblemente obedezca al mismo motivo que la devaluación: asegurarse el desembolso de U\$S 7.500 M.

El costo fiscal de este paquete ronda el medio punto del PBI. Las medidas de ingresos abarcan a trabajadores registrados del sector privado, del sector público, de casas particulares, monotributistas, jubilados y pensionados, beneficiarios de la Tarjeta Alimentar y del programa Potenciar Trabajo. Además, el paquete de medidas contempla créditos a tasa subsidiada para jubilados y pensionados, trabajadores registrados y monotributistas; la implementación del Monotributo Productivo para incentivar la formalización de trabajadores independientes, crédito de U\$S 770 M para la prefinanciación de exportaciones, y eliminación completa de retenciones para economías regionales (vino, mosto, arroz, tabaco, forestal, cáscara de citrus), entre otras.

Tabla 1. Medidas de ingresos.

Sectores	Detalle de la medida	Beneficiarios (miles)	Total Recursos inyectados en la economía (millones)	Costo Fiscal aproximado hasta diciembre 2023 (millones)
Jubilados y Pensionados	Actualización del Refuerzo de Ingresos para Jubilaciones y Pensiones mínimas (pasa de \$27.000 a \$37.000)	5.500	\$ 165.000	\$ 165.000
	Incremento del tope de devolución de IVA (de \$4.056 a \$18.000)	7.800	\$ 400.000	\$ 400.000
Trabajadores/as de casas particulares	Refuerzo de \$25.000 en dos cuotas. El Estado reembolsa el 50%	424	\$ 10.600	\$ 4.200
Trabajadores/as registrados del Sector Privado	Suma fija de \$60.000 a pagar en dos cuotas para trabajadores registrados con salarios de hasta \$400.000 netos. El Estado asume el costo mediante pago a cuenta de contribuciones para Micro (100%) y Pequeñas Empresas (50%)	5.500	\$ 330.000	\$ 140.000
Trabajadores/as registrados del Sector Público Nacional	Suma fija de \$60.000 a pagar en dos cuotas para trabajadores registrados con salarios de hasta \$400.000 netos.	390	\$ 23.400	\$ 23.400
Monotributistas categorías A, B, C y D	Diferimiento del pago del componente impositivo por 6 meses	2.874	\$ 12.000	\$ 12.000
Beneficiarios de Tarjeta Alimentar	Refuerzo por única vez en dos cuotas mensuales en función de la cantidad de hijos. Luego, incremento del 30% del monto de la tarjeta	2.400	\$ 66.000	\$ 66.000
Planes Potenciar Trabajo	Refuerzo por única vez de \$20.000 en dos cuotas mensuales en septiembre y octubre	1.300	\$ 26.000	\$ 26.000
Total		26.188	1.033.000	836.600
Total (% del PIB)			0,62%	0,50%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON, SIPA, AFIP y ANSES

Tabla 2. Medidas de crédito.

Sectores	Detalle de la medida	Potenciales Beneficiarios (miles)
Jubilados y Pensionados	Préstamos de hasta \$400.000 en 24, 36 y 48 cuotas con tasa subsidiada del 29% anual	7.800
Trabajadores/as Registrados	Préstamos de hasta \$400.000 en 24, 36 y 48 cuotas con tasa equivalente al 50% de la tasa actual de financiamiento bancario + 3 meses de gracia	9.000
Monotributistas	Préstamos de hasta \$400.000 con tasa equivalente al 50% de la tasa actual de financiamiento bancario	1.900
Total		46.188

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON, SIPA, AFIP y ANSES

¿Qué sigue para el oficialismo? En el [informe de coyuntura de Julio 2023](#) anticipamos que el principal objetivo del oficialismo era llegar al final de mandato sin una explosión cambiaria. El siguiente objetivo, más difícil de lograr, es ganar las elecciones. Dado que la expansión de la actividad y los ingresos tiende a presionar sobre el mercado cambiario, ambos objetivos se encuentran en tensión.

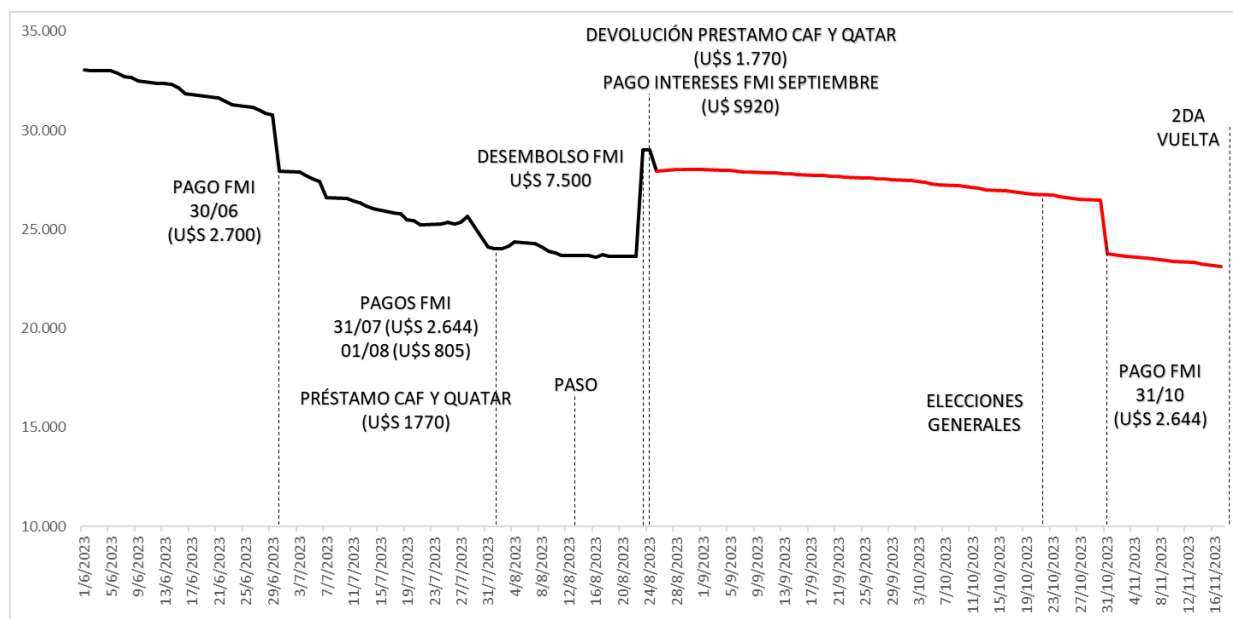
Evitar una explosión cambiaria requiere continuar con el reciente rally de compras netas en el MULC del Banco Central, evitar que los precios se disparen para que la fijación del tipo de cambio mayorista en \$350 pueda sostenerse, y enfriar el ritmo de importaciones como exige el FMI. A su vez, continuar interviniendo en los mercados de dólares paralelos para que la brecha cambiaria no se dispare, corriendo el riesgo de quedarse sin reservas antes de octubre. Por el contrario, tener más chances electorales requiere que el oficialismo continúe por el sendero que comenzó con este paquete de medidas, tratando de recomponer ingresos, y sostener el ritmo de importaciones para que la actividad económica -ya resentida por la sequía- no continúe deteriorándose. La posición del oficialismo posiblemente sea intentar hacer equilibrio entre estos dos objetivos. La pregunta que queda entonces es, ¿alcanzan los dólares hasta octubre?

¿Alcanzan los dólares hasta Octubre? Versión 2.

En el informe de coyuntura del mes pasado estimamos el nivel de reservas de cara a las elecciones de octubre y a una eventual segunda vuelta. Si bien el desembolso de U\$S 7.500 M trajo cierto alivio, el nivel de reservas sigue siendo crítico. De los U\$S 7.500 M sólo aproximadamente U\$S 4.000 M sirvieron para engrosar las reservas. La diferencia fue utilizada para cancelar los préstamos con la CAF y Qatar de U\$S 1.000 M y U\$S 770 M respectivamente, y para pagar intereses al FMI correspondientes al mes de septiembre.

De acuerdo al último reporte del FMI, Argentina habría utilizado cerca de U\$S 1.700 M entre abril y agosto para intervenir en la brecha cambiaria, o el equivalente a un promedio diario de aproximadamente U\$S 25 M. No obstante, las intervenciones no fueron homogéneas a lo largo de todo el período, sino que crecieron conforme se acercaban las PASO. Teniendo en cuenta lo anterior, la necesidad de divisas para seguir interviniendo en los mercados paralelos podría ser de aproximadamente U\$S 1.300 M hasta las elecciones generales, lo que dejaría el nivel de reservas en aproximadamente U\$S 26.700 M.

Gráfico 4. Evolución de RR.II.



Fuente: CESO en base a BCRA, FMI. Línea roja estimada.

A su vez, en las últimas horas también se supo que el segundo tramo del swap con China por U\$S 5.000 M aún no ha sido habilitado. De ser así, el BCRA sólo contaría con aproximadamente U\$S 1.600 M tanto para continuar con la intervención cambiaria como para sostener el nivel de importaciones y no profundizar la caída de la actividad, número que no luce para nada alentador.

Tabla 3. Reservas Internacionales al 30/08. Cifras aproximadas.

Reservas Brutas	USD 28.000
<i>Encajes</i>	<i>USD 9.600</i>
<i>Parte del Swap no habilitado</i>	<i>USD 13.000</i>
<i>Oro</i>	<i>USD 3.800</i>
Reservas líquidas disponibles para intervenir en los mercados paralelos y sostener importaciones	USD 1.600

Fuente: CESO en base a BCRA.

Hace algunos días, Sergio Massa junto a su par brasileño Fernando Haddad anunciaron un mecanismo que permitirá financiar exportaciones desde Brasil hacia la Argentina por US\$ 600 M, con aportes y garantías del Banco Nacional de Desarrollo de Brasil (BNDES) y la Corporación Andina de Fomento (CAF); lo que evitará tener que hacer uso de dólares de las reservas en el corto plazo. A su vez, quedó descartada -al menos por el momento- la posibilidad de comerciar con yuanes, sin la necesidad de pasar por el dólar.

Si bien este acuerdo resulta una alternativa para sostener el ritmo de importaciones, también da certezas acerca de que el segundo tramo del swap chino aún no está habilitado, y que podría no habilitarse en el corto plazo. Caso contrario, Argentina contaría con U\$S 5.000 M adicionales, cifra que podría ser más que suficiente para llegar a octubre con relativa estabilidad cambiaria, sin la necesidad de enfriar el ritmo de importaciones.

La otra alternativa que tiene el gobierno para hacerse de dólares líquidos radica en realizar operaciones de *repos* con las tenencias de oro. Si bien esta operación posee un costo, el BCRA cuenta con aproximadamente U\$S 3.800 M en oro. No obstante, cabe la posibilidad de que su utilización pueda encender las alarmas en el mercado y contribuir a una corrida cambiaria.

Finalmente, otra variable que puede influir en el nivel de reservas de cara a octubre es el efecto Milei. ¿El mercado tiene incorporado la sorpresiva victoria de Javier Milei en las PASO? ¿Cree verdaderamente que pueda llegar a ser presidente y llevar adelante su plan de dolarización? Si las encuestas lo mantienen arriba, y conforme pasen los días, podría existir el riesgo de una corrida sobre los depósitos -dado el riesgo de un nuevo plan BONEX como parte del proyecto de dolarización-, una creciente dolarización de activos -tendencia que ya se observa desde las PASO- y mayores presiones sobre los dólares paralelos.

De más está decir lo que pueda ocurrir el día después de las elecciones de octubre. El gobierno deberá enfrentar a fines de ese mes un pago con el FMI de aproximadamente U\$S 2.600 M. En noviembre se espera que el Fondo resuelva la aprobación o no de la 7ma revisión del acuerdo; aprobación que, si tenemos en cuenta el último reporte del directorio ejecutivo del organismo, tiene altas chances de no concretarse. Una vez más, el resultado de las elecciones podrá ser el elemento que determine esta encrucijada.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

AGOSTO 2023

ceso 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA
Lorena Putero

DIRECTOR
Andrés Asiain

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, Federico Zirulnik, 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.