

"¿AJUSTE ESTABILIZADOR O ESTABILIZAR PARA CRECER?"



- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Balance cambiario
- Sector externo
- Finanzas y bancos
- Anexo estadístico





CESO | Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz
Informe económico mensual
www.ceso.com.ar

La economía argentina – Resumen de Coyuntura

Septiembre 2020

¿AJUSTE ESTABILIZADOR O ESTABILIZAR PARA CRECER?

Fracasada la estrategia del shock de confianza tras el acuerdo con los acreedores, los sectores ortodoxos insisten ahora en la necesidad de un ancla fiscal como herramienta de estabilización. En el marco de la desesperación oficial por la estampida del dólar, presionan para ir a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional condicionado a un programa de ajuste fiscal, como solución al problema cambiario. Sin embargo, la experiencia histórica de los programas de estabilización promovidos por el organismo muestra que sus efectos recesivos no logran estabilizar el mercado cambiario, generando un sacrificio inútil de nuestras posibilidades económicas.

Los programas estabilizadores ortodoxos fracasan por estar basados en el supuesto de que el problema externo se origina en un exceso de demanda interna promovido por el elevado déficit fiscal. Sin embargo, el bajo nivel de demanda y producción de la economía en la actual crisis muestra que el origen del problema externo no puede atribuirse a un exceso de gasto. La corrida cambiaria se origina en los errores de intervención oficial en el mercado de cambios, en un contexto de excesiva liquidez inducida por la pandemia. Si se opta por reducir la liquidez menguando aún más la demanda efectiva (conteniendo los ingresos nominales o reduciendo los reales vía devaluación), se corre el riesgo de sacrificar la reactivación sin garantías de estabilidad cambiaria.

Frente al históricamente infructuoso ajuste estabilizador ortodoxo, el gobierno de Alberto Fernandez debe aprender de la experiencia económica liderada por Néstor Kirchner años atrás. El líder peronista desencarnado diez años atrás, no postergó su programa económico

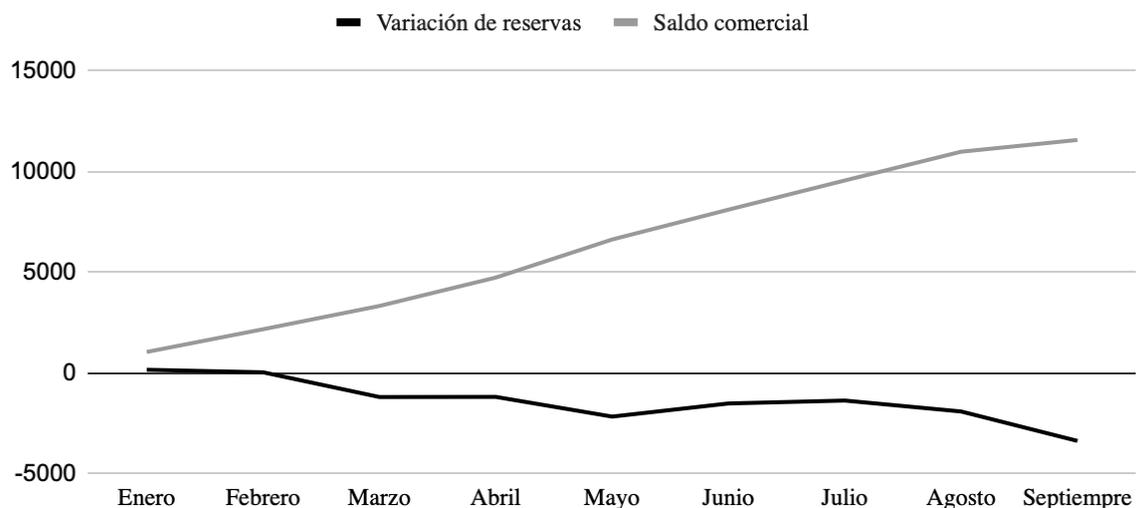
a lograr un acuerdo de la deuda que llegaría, por el contrario, como consecuencia de la robustez económica alcanzada en autarquía de los mercados financieros internacionales. Ello le permitió eludir el programa ortodoxo del FMI, logrando la estabilidad del mercado de cambios como condición para un impulso al crecimiento.

Caminando en medio de una corrida cambiaria

La corrida cambiaria recibió el envión inicial de un esquema de incentivos financieros que **desalentaban la exportación, incitaban a adelantar importaciones y facilitaba el apalancamiento en pesos para cancelar obligaciones en moneda extranjera**. De esa manera, pese a las restricciones a la compra de dólares, el superávit comercial de 11.552 millones de dólares generado por la crisis productiva y un turismo saliente en mínimos históricos producto de la pandemia, las reservas cayeron en 3.400 millones en lo que va del año. A contra mano de la dinámica habitual de los ciclos de “freno y arranque”, no se acumularon reservas durante el “freno” poniendo en duda su disponibilidad para financiar el “arranque”.

Saldo Comercial y Acumulación de Reservas

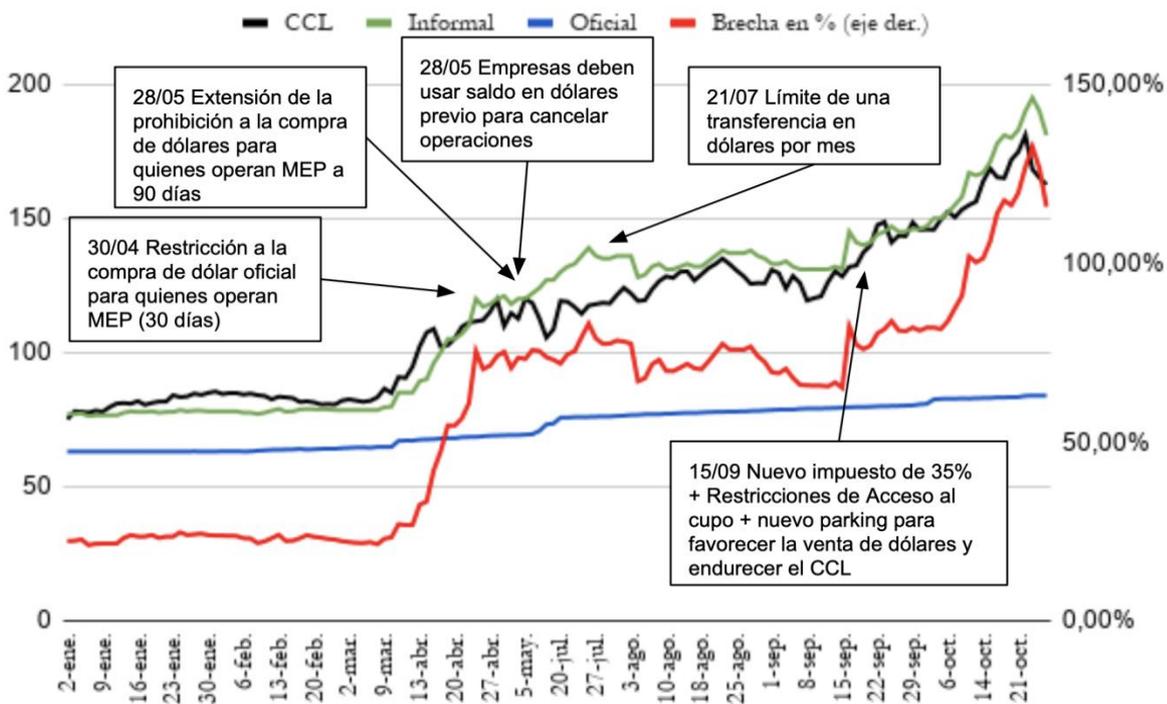
Acumulados anuales



Elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

El cuadro de situación en el mercado oficial administrado por el BCRA pedía imperiosamente una corrección de la política de la autoridad monetaria que parecía propiciar deliberadamente una corrida cambiaria. En el [informe del mes de agosto](#) definimos la política cambiaria como un “crawling peg + 10%” señalando lo excesivo de la devaluación oficial frente a las tasas de inflación y de financiamiento en pesos. Con este telón de fondo, desde el 30 de abril se fueron sucediendo distintas medidas en las que primó restringir más el acceso al dólar - en el mercado oficial y en el mercado financiero a través del MEP y CCL simultáneamente - dejando como única vía de escape el dólar blue sin tomar ningún tipo de medida para intervenir el mercado paralelo. Como advertíamos en nuestro informe de agosto y se confirmó posteriormente, *“el riesgo mayor de dicha política es que el dólar blue, donde el Estado no tiene herramientas claras de intervención, se transforme en un dólar de referencia. Ese ‘libre mercado ilegal de cambios’ puede ser una fuente de elevada incertidumbre que fruste los intentos de estabilizar la macroeconomía argentina”*.

Tipos de cambio y brecha



Elaboración propia en base a Ambito.com

Dos fondos extranjeros vieron todos los condimentos sobre la mesa y comenzaron a armar la operatoria para concretar su ansiado retorno al dólar tras haber llegado a la economía argentina en tiempos de Macri, de la mano del entonces ministro de economía Luis Caputo. Sus bonos en pesos ya habían sido reperfilados compulsivamente por Lacunza en la agonía de la gestión macrista ante el temor que detonaran el mercado cambiario, y habían sido tensamente canjeados a los comienzos de la gestión Guzman en su intento por recomponer la “curva en pesos” evitando nuevos reperfilamientos. **Sin embargo, Templeton y PIMCO ya habían advertido en agosto, cuando el dólar CCL rondaba los \$135, que no se sumarían a las nuevas licitaciones en pesos y presionaban por otro tipo de recompensas.**

En septiembre, con una cantidad de títulos en su poder estimada en 2.100 millones de dólares, su sombra se reflejaba en la acelerada suba del dólar financiero ante una asombrosa pasividad de la política económica producto de internas entre economía y el central. Mientras Pesce se negaba a intervenir para bajar el paralelo por no querer financiar con su firma la salida de esos fondos, Economía se trancaba a medio camino entre un reperfilamiento forzoso que ponía en jaque su estrategia de recomponer un mercado interno de bonos y unas demoradas licitaciones que implicaban entregar parte de las reservas para financiar la huida de los fondos internacionales.

Cuando la crisis llegó a su pico y la brecha al 140%, la interna se dirimió a favor de Guzman y el sector público salió a la cancha con sus bonos bajando el CCL desde el récord de \$178 hasta los \$150, mientras intenta seducir a quienes tienen tenencia en pesos con colocaciones atadas al dólar oficial. Al respecto, la exitosa colocación de 1.600 millones de dólares en bonos dollar linked (un seguro de cambio a una tasa nula), puede ser una buena herramienta para posponer el problema si logra contenerse el tipo de cambio oficial. Si esto no se garantiza, el problema en 18 meses cuando venza el bono, puede ser aún mayor.

Las idas y venidas oficiales en la reciente corrida cambiaria amerita una reflexión sobre la posición que debe tomar el gobierno para defender a la población de estas especulaciones. **Si se decide recomponer el mercado de bonos en pesos aún cuando existen fondos internacionales con la decisión política de irse más allá de cualquier incentivo económico, debe estarse dispuesto a sacrificar reservas para evitar el estallido del mercado de**

cambio. De lo contrario, la estampida del dólar licúa tanto el intento de recomponer mercado de bonos en pesos, como el resto de las variables económicas.

Estabilizar para crecer

Los programas de estabilización ensayados históricamente de la mano del FMI fueron un fracaso rotundo y redujeron todavía más el horizonte de previsibilidad de la economía argentina. **La combinación de devaluación y ajuste, mantra del Fondo y del establishment local, no puede conducir un escenario diferente en las actuales condiciones económicas.** No hace falta posponer la atención de demandas sociales concretas a cambio de una señal amistosa con el establishment financiero en nombre de una inefectiva “ancla fiscal”. El ajuste del gasto público en las actuales condiciones económicas retrasaría la salida de la crisis y su impacto en el mercado de cambio es mínimo. La fracasada experiencia de política de restricción fiscal y monetaria del último acuerdo de Macri con el FMI, debería ser suficiente para evitar recaer en un programa sostenido bajo las mismas premisas. La actual crisis de la economía argentina evidencia que el problema externo no es consecuencia de un exceso de gasto interno sobre nuestras posibilidades productivas, precepto en que se fundamenta la idea de “ancla fiscal” como ordenador del mercado cambiario.

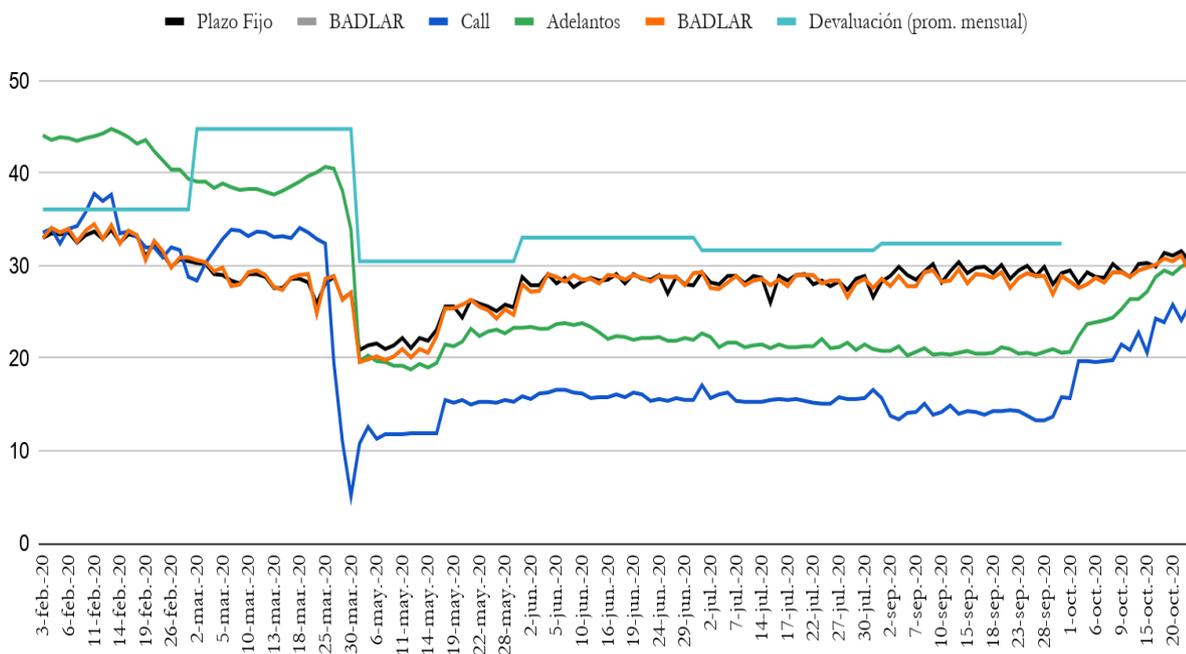
Frente al embate ortodoxo de ajustar para estabilizar, el proyecto nacional y popular debe aprender de su experiencia histórica. Así como la estabilización del mercado de cambios en 2002 (en condiciones de default), fue el puntapié para el proceso de crecimiento posterior, la principal tarea de la política económica ahora pasa por la necesidad de estabilizar el mercado de cambios como condición para la reactivación.

El programa de estabilización sin ajuste fiscal debe descansar sobre cómo se articulen cuatro variables: tasa de interés en pesos, nivel de reservas, tipo de cambio oficial y brecha cambiaria. Las tasas de interés en pesos deben estar levemente por encima de la inflación y la devaluación para que el acceso a pesos baratos no alimente la brecha. Una tasa del 80% hunde la economía, encarece los costos e inviabiliza la producción, pero tasas muy bajas abaratan el costo de apostar por la devaluación. El gráfico *Tasas del mercado financiero vs tasa de devaluación* muestra cómo fue un gran negocio durante un buen

tiempo apalancarse en pesos para cancelar obligaciones en dólares y a partir del 1 de octubre se advierte un cambio y una incipiente suba de tasas aunque la tasa de devaluación se mantiene firme. Una política de tasas relativamente elevadas con créditos a tasas subsidiadas para fines específicos, puede ser una combinación a explorar en el marco de la emergencia cambiaria.

Tasas del mercado financiero en pesos vs tasa de devaluación

En TNA



Elaboración propia en base a BCRA.

Por otra parte, **la recomposición de reservas tiene que ser significativa**, evaluando ampliaciones del swap con China y otros organismos multilaterales sin perder de vista que los acuerdos de financiamiento no pueden traducirse en condicionalidades a la política económica.

La brecha cambiaria debe ser un objetivo explícito de política económica y ubicarse en torno a un 30% para no generar expectativas devaluatorias fuertes en el corto plazo y evitar el costo en reservas que implica una brecha elevada. Para ello deben establecerse pautas claras de la trayectoria futura tanto del dólar oficial como el financiero. **Un “crawling peg” doble, donde se preanuncie la evolución hacia arriba del dólar “comercial” y hacia abajo del “financiero” en los próximos 6 meses, hasta lograr un**

objetivo de brecha a partir del cual ambas cotizaciones comiencen a marchar juntas, puede ser una política que termine con la actual incertidumbre en el mercado. Para ello, el central debe estar dispuesto a jugar fuerte y con una certera puntería. La alternativa de intervenir en el paralelo sin una clara definición clara sobre la dirección, puede derivar en un despilfarro de recursos sin lograr la estabilización cambiaria.

Recomposición salarial para reactivar el consumo

La recuperación económica hasta el momento se explica principalmente por la recomposición de stocks. A medida que se retomaron las actividades en el contexto de la pandemia, las fábricas y negocios levantaron sus persianas y repusieron lo que habían estado vendiendo durante los meses anteriores en los que la producción estuvo parada. Por eso, al ir cumpliéndose este objetivo, la recuperación de la actividad perdió fuerza. El primer mes en el que la actividad rebotó respecto del mes anterior fue mayo (+9%). A partir de ahí, el ritmo de crecimiento respecto del mes anterior se desaceleró notablemente. En julio, la actividad creció 1,7% respecto del mes anterior y en agosto fue de sólo 1,1%. Son pocos los sectores que muestran un comportamiento positivo o relativamente neutro al compararlos con 2019: Intermediación Financiera (+4,1%), Electricidad, gas y agua (-0,4%), Agricultura, ganadería y servicultura (-2,2%), Comercio mayorista y minorista (-3,5%).

Ahora bien. ¿Hasta cuándo podría sostenerse una recuperación de la producción si no hay una recomposición de los ingresos de enormes sectores de la población?. Las fábricas pueden volver a abrir, pero si no hay demanda del otro lado del mostrador que absorba esa producción, el circuito económico queda interrumpido. Nunca debe perderse de vista que en una economía, el gasto de alguien es el ingreso de otra persona. En el caso argentino, el consumo representa el 70% del producto y para reactivarlo se precisa recomponer los ingresos de quienes los destinan mayormente al consumo: las trabajadoras y trabajadores de ingresos medios y bajos.

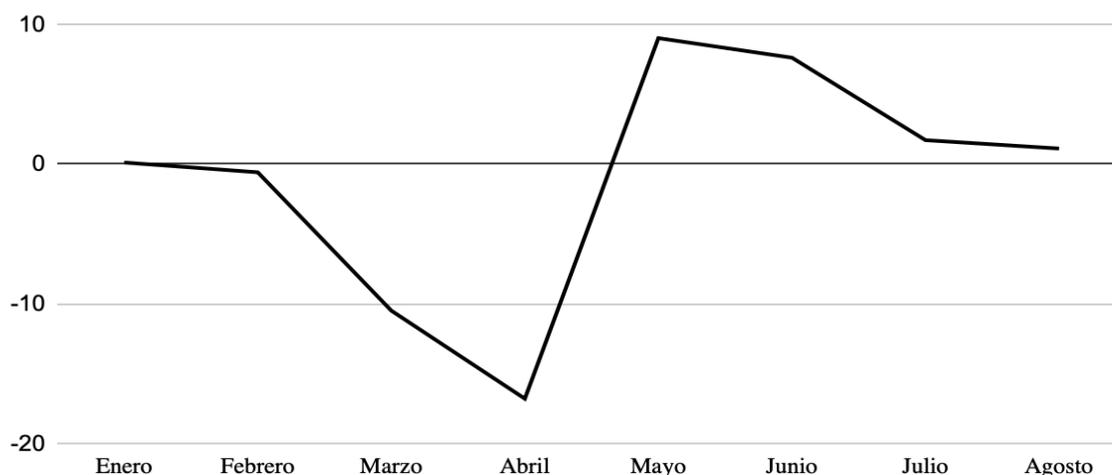
Los sectores económicos mencionados previamente que salieron relativamente indemnes de la pandemia y el sector público deberán dar el primer paso en alcanzar acuerdos

paritarios que permitan una recuperación de los ingresos salariales ya que de otra forma será muy difícil que haya ingresos con los cuales consumir y generar demanda para las fábricas.

El último informe de salarios del INDEC que reporta los datos al mes de Julio muestra una caída en términos reales del 6,9% en el poder adquisitivo y de 9,5% en particular en el sector público. Si tenemos en cuenta los salarios tuvieron un incremento interanual por encima de la inflación por última vez en Febrero de 2018, la recomposición salarial es primordial para mejorar la actividad y el nivel de vida de la población y es una agenda para este presente, no para el año que viene.

Estimador Mensual de Actividad (EMAE)

Variación desestacionalizada respecto del mes anterior (en %)



Elaboración propia en base a INDEC.

SUSCRIPCIONES

RECIBÍ TODOS NUESTROS INFORMES COMPLETOS

ACTUALIZACIÓN MENSUAL DE LAS PRINCIPALES VARIABLES SOCIOECONÓMICAS - INFORMES ESPECIALES EXCLUSIVOS PARA SUSCRIPTORES Y SUSCRIPTORAS

DÓLAR E INFLACIÓN EN LA CORONACRISIS
¿SE PUEDE CONTINUAR EMITIENDO?



[www.ceso.com.ar / infoceso@gmail.com](#)

INFORME MENSUAL - JUNIO 2020

PRECIOS DE ALQUILERES EN CABA



[www.ceso.com.ar / infoceso@gmail.com](#)



ESCRIBINOS A:
INFOCESO@GMAIL.COM

INFORME BIMESTRAL - FEBRERO 2020

FINANCIAMIENTO DE LOS HOGARES
EVOLUCIÓN DE INDICADORES



[www.ceso.com.ar / infoceso@gmail.com](#)

ECONOMÍA SOCIAL Y POPULAR
REGULACIÓN PARA EL SECTOR

EN ESTE INFORME:
AFIP: PRESENTACIÓN LIBRO IVA DIGITAL
RESOLUCIÓN 4597/2019

 **ceso**
incuba

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. X | OCTUBRE 2020

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR
Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR
Miguel Cichowski

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Nicolas Pertierra
Agustín Romero
Cecilia Wilhelm

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Augusto Prato, Agustín Romero, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Leguizamon, Facundo Pesce, Federico Castelli, Gaspar Herrero, Laura Sformo, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Hechenleitner, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Castagnino, Virginia Brunengo, Yamila Steg.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

 www.ceso.com.ar

 [/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)

 [@cesoargentina](https://twitter.com/cesoargentina)