



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | SEPTIEMBRE 2022

CONTENIDO DEL INFORME:

Empleo - Pág. 10

PBI - Pág.11

Actividad - Pág. 12

Precios e Ingresos - Pág. 16

Finanzas Públicas - Pág. 17

Finanzas y Bancos - Pág. 19

Balance Cambiario - Pág. 21

Sector Externo - Pág. 23

Los resultados del Plan Massa

En los dos meses que lleva operativo el “**Plan Massa**” en el Ministerio de Economía se **logró salir de un escenario de alta incertidumbre con el riesgo de una devaluación brusca inminente a un escenario de una precaria estabilidad.**

De entrada, se avanzó en una renegociación de deuda que despejó los vencimientos en pesos durante 90 días, sacando el fantasma del rollover en el cortísimo plazo. El “Plan Massa” también configuró otros elementos como una suba en las tasas de interés para contener una mayor dolarización de los excedentes en un escenario de aceleración inflacionaria. Por el lado fiscal, la proyectada reducción de los subsidios a las tarifas se combinó con una contracción del gasto público destinado a empresas públicas y gastos de capital, manteniendo las transferencias a jubilaciones y programas sociales sin una mejora significativa. En el mundo financiero también “pasó la gorra” por distintos organismos con un resultado relativo: le sacó un compromiso de desembolsos al BID en boca de un Claver-Carone en retirada, una propuesta de *repo* con bancos privados que no prosperó y una relación amigable con el staff del FMI para sostener el acuerdo.

Pero **la medida estrella para la nueva gestión económica fue el “dólar soja”, que permitió revertir la tendencia de pérdida de reservas constante** en la que venía el BCRA desde junio y se había intensificado en julio. Con ello, se logró activar la liquidación de una buena parte de las exportaciones de soja demoradas, que rondaban los USD 3.700 M a fines de agosto. Sin embargo, **el dólar soja no podía ser una medida sobre la cual descansa toda la estabilidad económica porque tal como se diseñó era imposible sostenerse en el tiempo.** A su vez, tener de forma permanente un tipo de cambio diferencial que de beneficios al sector más competitivo - un esquema cambiario “anti Diamand” - generaría más perjuicio que los beneficios que se cosecharon en el corto plazo.

Por último, pero no menos importante, están los efectos colaterales y los costos de estas medidas. La sábana corta tiene el tamaño de una servilleta para la magnitud de los frentes que tiene abiertos la economía argentina y toda medida que trae alivio en un frente trae costos en otro. El efecto más inmediato del dólar soja se vio en los dólares paralelos. Evidentemente, era un canal por el cual se iba a canalizar parte de los pesos que el BCRA le entregaba a los exportadores a cambio de los dólares.

Por el lado de la economía real, si bien no se advierte un freno brusco de la actividad hasta el momento, tal como quedó planteado en el Presupuesto 2023, se espera una caída del 0,9% en los dos trimestres que quedan por delante y un muy magro 2% de crecimiento para el año que viene. Incluso, por la escasez de dólares, hasta un crecimiento de 2% está entre signos de interrogación para el año que viene.

Más preocupante es la evolución de los precios, donde se corre el riesgo de la consolidación de un nivel de inflación inercial de tres dígitos. La “alta inflación” reduce bruscamente la temporalidad económica ya que es imposible proyectar decisiones económicas a mediano plazo y reduce la efectividad de los instrumentos de negociación salarial para lograr la recuperación de los ingresos.

Ante semejante escenario, queda abierto un interrogante: ¿Cómo lograr que esta precaria estabilidad financiera y cambiaria lograda por el “plan Massa” perdure en el tiempo? Desde el CESO venimos insistiendo en la ineffectividad de los instrumentos fiscales y monetarios como único abordaje del complejo fenómeno inflacionario, que tiene un elevado componente inercial. En las puertas de un régimen de alta inflación, el riesgo de que se consolide la inercia en estos niveles es grande. Por lo tanto, entendemos que esta precaria estabilidad debe ser la antesala para la aplicación de un programa de estabilización de precios ambicioso. Esta es la principal alternativa para conseguir una mejora de los ingresos en términos reales ya que el actual escenario de alta inflación, impide consolidar cualquier mejora de los ingresos de las mayorías que tienen, en el mejor de los casos, un resultado efímero.

El efecto “dólar soja” en las reservas

El BCRA había tenido que vender USD 1.284 M en el mes de julio y USD 522 M en el mes de agosto. Sin reservas acumuladas para afrontar esas corridas, la tensión cambiaria se incrementó y surgieron los sectores que habitualmente exigen un “sinceramiento” del tipo de cambio, como si su precio contuviese alguna verdad que es necesario develar y no como si fuese un precio clave para la asignación de ganadores y perdedores en un sistema económico.

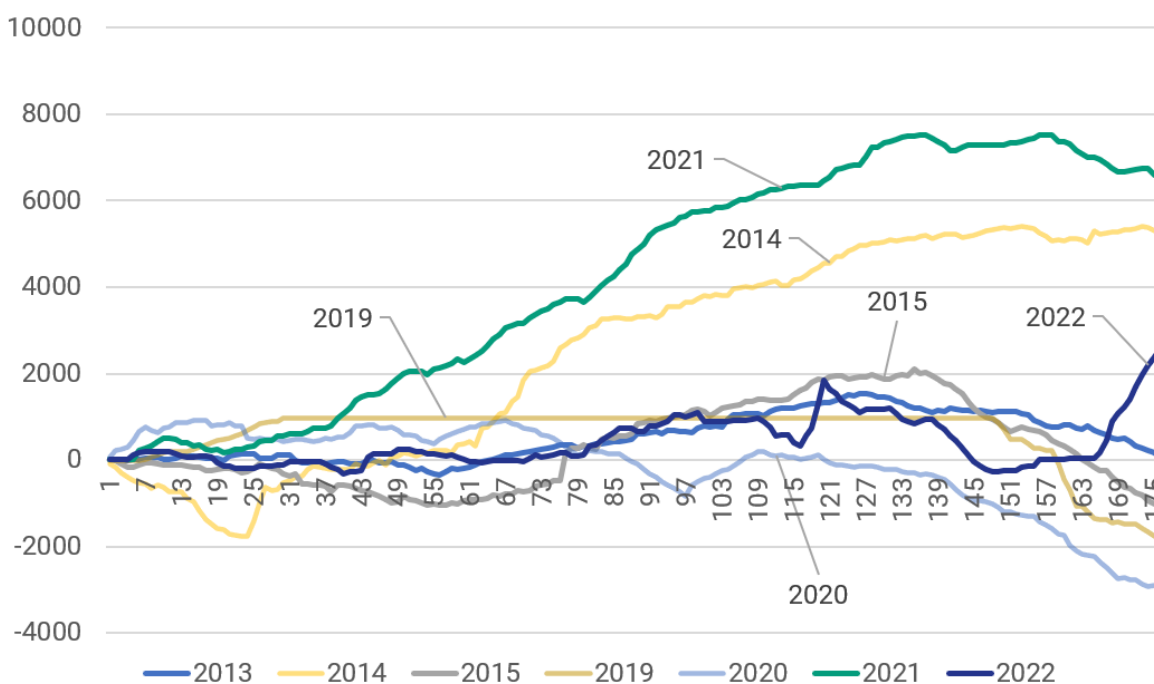
En septiembre, **el gobierno logró revertir la tendencia a la baja en las reservas**. Gracias a las ventas de soja, que superaron los USD 6.000 M, acumuló un saldo comprador superior a los USD 2.500 M en el mes solamente hasta el 20/09 (últimos datos disponibles). Esto modificó notablemente la estacionalidad de esta altura del año en la que el BCRA suele tener una posición vendedora en el mercado de cambios (ver Gráfico 1).

La incógnita que queda hacia adelante es **¿qué pasará con las liquidaciones de octubre a abril del año próximo?** Si el sector agroexportador utiliza los pesos como una forma de volver a posponer exportaciones, las presiones en el mercado cambiario pueden retornar. Como se observa en la Tabla 1, el gobierno destinó cerca del 37% de las liquidaciones por el “dólar soja” a cubrir la demanda de dólares en

el mercado oficial, para cubrir las importaciones, compras de dólar ahorro, consumos con tarjeta y pagos de deuda.

Para evitar el retorno de la tensión cambiaria, el gobierno va a necesitar reforzar los controles sobre la demanda de divisas. Por el lado de las importaciones, la menor actividad contribuirá levemente por la vía de las cantidades, así como la menor demanda de importaciones de combustible para generación de energía por una cuestión estacional. Aún así, todavía queda pendiente una definición más acorde a las circunstancias del esquema de Licencias Automáticas y Licencias No Automáticas para las importaciones. Son medidas centrales de la administración del comercio que estuvieron muy relegadas en la gestión hasta esta instancia.

Gráfico 1. Saldo acumulado por el BCRA en el mercado de cambios en cada rueda del año



Fuente: CESO en base a BCRA

Tabla 1. Resultado del “dólar soja” en el mercado de cambios

Fecha	Liquidado	Compras Netas	% de Compra
06-Sep	320	140	44%
07-Sep	465	282	61%
08-Sep	623	432	69%
09-Sep	260	179	69%
12-Sep	292	170	58%
13-Sep	293	180	61%
14-Sep	482	270	56%
15-Sep	452	300	66%
16-Sep	368	199	54%
19-Sep	313	211	67%
20-Sep	335	180	54%
21-Sep	352	243	69%
22-Sep	455	340	75%
25-Sep	331	185	56%
26-Sep	450	344	76%
Total	5791	3655	63%

El eterno dilema del turismo

El turismo también viene haciendo mella en las reservas, con un déficit que **se triplicó en los primeros 7 meses de 2022** respecto al mismo período del año pasado y llegó a USD 3.115 M. Si bien el déficit se debe en gran parte al nulo ingreso de divisas por este concepto y no tanto por un nivel de turismo emisoro récord, todas las señales que apuntaron a generar algún incentivo adicional para atraer la oferta de divisas del turismo terminan quedándose cortas frente al incentivo de precio y simplicidad que ofrece el mercado paralelo. Por el lado de la demanda, también vía precio **es muy difícil establecer un esquema que esté permanentemente arbitrado con los tipos de cambio paralelos** si se fija todo en base al tipo de cambio oficial, como sucede actualmente.

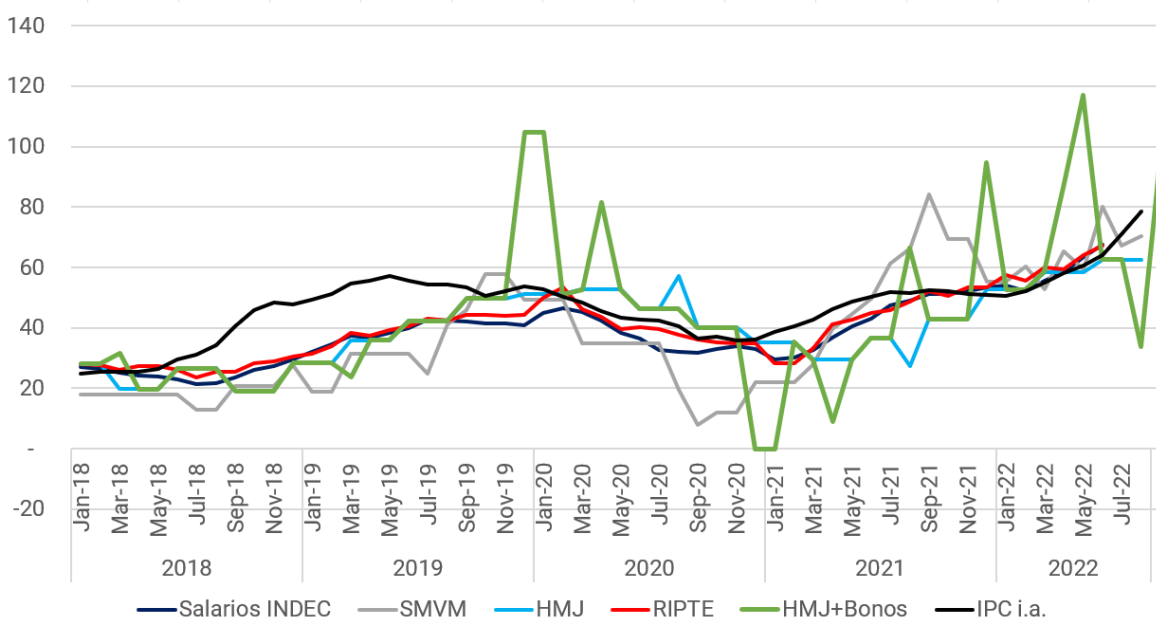
Las medidas “vía precio” para el dólar turista - impuesto PAIS, adelanto de ganancias, etc. - ya están agotadas. Sólo **queda como recurso un desdoblamiento cambiario** en el cual se tenga que pagar de acuerdo a una cotización de mercado. Como una medida defensiva adicional para limitar la demanda por turismo, **se puede aplicar un tope mensual a los consumos con tarjeta en moneda extranjera**. No sólo se atacaría el turismo de esa manera sino gran parte de las compras que se realizan en el exterior. De esa manera, los consumos adicionales deberían cancelarse con dólares propios o bien comprados en el mercado paralelo. Desde ya, la sábana corta implica que esto suma presión en el dólar paralelo que

hoy aparece como una vía de escape menos dañina de las presiones en el tipo de cambio oficial para evitar una devaluación.

La dinámica inflacionaria y los ingresos

La aceleración inflacionaria que sufrimos desde principios de año tiene una particularidad respecto a los procesos de 2018-2019 y 2021. En estos dos casos previos, la aceleración inflacionaria se dio con una pérdida significativa de los ingresos reales ya que los ingresos nominales tardaron en reaccionar. En cambio, en lo que se ve de 2022 los ingresos siguen una evolución muy similar a la de la inflación (ver Gráfico 2). A excepción del Haber Mínimo Jubilatorio + Bonos, que tiene un comportamiento muy brusco dependiendo de los beneficios extra, el resto se encuentra en niveles muy cercanos a la inflación interanual en promedio. La razón para que esto se dé de esta manera es un cambio en la dinámica de las negociaciones del sector privado y del ritmo de actualización de los ingresos no formales adaptada a una nuevo régimen de “alta inflación”. Esto puede ser una parte de la explicación para entender por qué esta inflación tan alta todavía no tuvo un impacto tan negativo en el consumo.

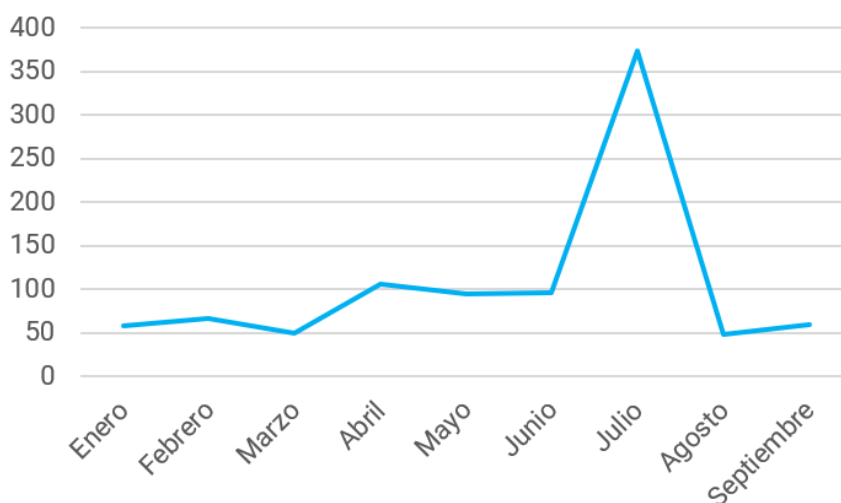
Gráfico 2. Ingresos e inflación (% var i.a.)



Fuente: CESO

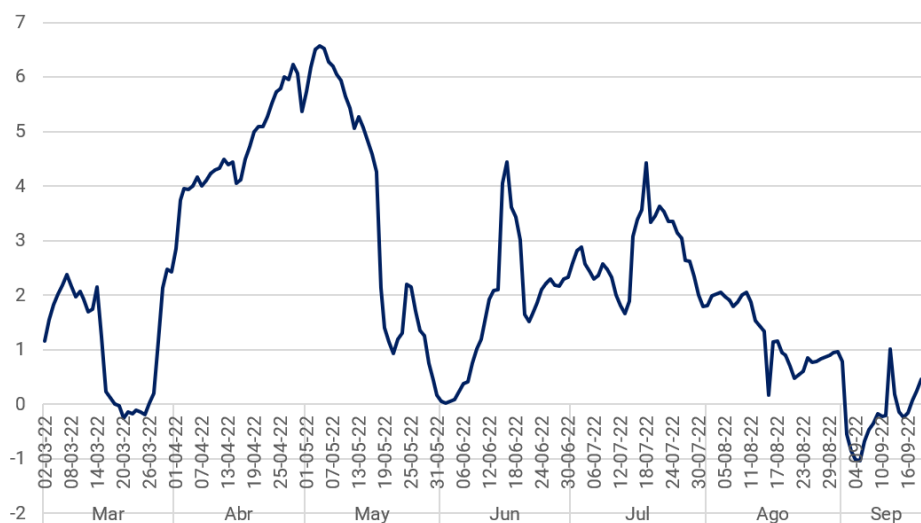
Incluso, en plena corrida cambiaria, el consumo de electrodomésticos a través de Ahora 12 se disparó como un síntoma de la búsqueda de algún tipo de cobertura aunque sea en bienes de consumo durables (ver Gráfico 3). Este fenómeno indica tanto la existencia de un sector con capacidad de consumo contenida como la adaptación a los saltos inflacionarios. En relación a la actividad real de la economía, el Índice de Producción Industrial adelantado en base a los consumos eléctricos de CAMMESA indica ya una desaceleración a partir de julio respecto de los meses previos, en los que venía a un ritmo del 2 al 4% i.a.

Gráfico 3. Consumos en Ahora 12 (% var i.a.)



Fuente: CESO en base a Secretaría de Comercio

Gráfico 3. Índice de producción adelantado en base a CAMMESA (% var i.a.)



Fuente: CESO en base a CEP-XXI

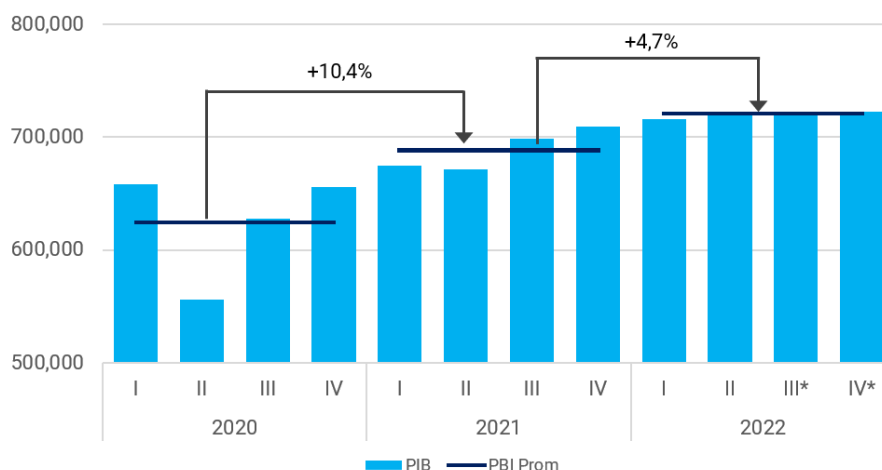
El nivel de actividad en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2023

En la actividad económica existe lo que se denomina “efecto arrastre”. Esto sucede cuando tenemos un crecimiento económico en términos estadísticos pero que en realidad se debe a que estamos comparando el promedio de un año contra el promedio del año anterior.

En el caso del 2021, ese efecto arrastre era significativo, porque el PBI del IV Trim 2020 fue bastante superior al promedio, como consecuencia de la pandemia. Por lo tanto, si en todo 2021 no crecíamos y nos manteníamos en ese nivel, así y todo se iba registrar un crecimiento económico importante en términos estadísticos al comparar el promedio de 2021 contra el promedio de 2020 (ver Gráfico 5).

En este caso, el efecto arrastre hay que analizarlo para el año 2022. En caso de mantenerse sin modificaciones el nivel de actividad en lo que queda del año respecto a lo registrado en el segundo trimestre (último dato oficial), se cerraría con un crecimiento de 4,7% en 2022. Por lo tanto, **al indicar un crecimiento de 4% para el 2022, el gobierno ya está previendo que va a haber una retracción en la actividad a lo largo del segundo semestre**. Eso dejará a la actividad con un efecto arrastre muy bajo para el año que viene. **El crecimiento de 4% previsto para 2022 implicaría una reducción de 0,9% del PBI en los dos trimestres restantes de este año.**

Gráfico 5. Crecimiento anual y efecto arrastre. PBI trimestral desestacionalizado



Fuente: CESO en base a INDEC. * Nivel de actividad sin crecimiento respecto del trimestre anterior

La política fiscal que viene aplicando el gobierno contribuirá sin dudas a este freno en el crecimiento y no funcionará como un elemento contracíclico. Hasta junio de este año, el gasto venía creciendo a un

ritmo superior al 70% anual, 10 puntos por encima de la inflación. En julio la variación ya fue de 57% i.a. y en agosto solamente 41% i.a. Las partidas más perjudicadas fueron las asociadas a gastos de capital, como el PROCREAR, que incluso tuvo recortes en sus partidas. Los programas sociales continuaron creciendo por arriba de la inflación, aunque a un ritmo menor (ver en detalle en el informe [PRESUPUESTO DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA NACIONAL 2023](#)).

La indexación que tiene una buena parte del gasto público hace pensar que esta política conservadora desde lo fiscal sólo puede hacerse en base a tres frentes: reducción de subsidios más agresiva, fuerte recorte en la obra pública o reducción en las transferencias a programas sociales. El gobierno está adoptando una combinación de las dos primeras, con una reducción de subsidios mucho más fuerte que la planteada por Guzmán ya que se incluyó al sector comercial, que no formaba parte de la quita de subsidios y representa cerca de un tercio de los subsidios, y debido a que el sector de altos ingresos terminaría siendo cerca del 40% en lugar del 10% planteado originalmente si no se toma ninguna medida que exceptúe a las personas que tienen bajos ingresos pero no solicitaron el subsidio por el formulario. Este cuadro, aplicado en tiempos cada vez más próximos a las elecciones presidenciales de 2023, corre el riesgo de generar un gran costo político sin cosechar los beneficios por el lado económico.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

SEPTIEMBRE 2022

CESO 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA

Lorena Putero

DIRECTOR

Andrés Asiain

ECONOMISTA JEFE

Nicolás Pertierra

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, 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, 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.