

CESO 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | OCTUBRE 2021

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 13

Precios e Ingresos - Pág. 17

Finanzas Públicas - Pág. 18

Finanzas y Bancos - Pág. 20

Balance Cambiario - Pág. 22

Sector Externo - Pág. 24

Anexo Estadístico - Pág. 26

¿PUEDE LA POLÍTICA ECONÓMICA DAR VUELTA EL RESULTADO ELECTORAL?

Depender sólo del impacto de medidas económicas para revertir un resultado electoral en apenas 60 días sería apostar a un cambio brusco del escenario que no parece concretarse. Por eso, el gobierno también tuvo que combinar las medidas económicas con una renovación de la gestión cambiando funcionarios claves de distintos ministerios. **Cuando se conozca el resultado de las elecciones generales, podremos saber si se intensifica la disputa interna por no haber tomado medidas todavía más audaces o bien, si se reivindica un sector que apuesta a mantener la performance electoral en un guarismo competitivo con la menor cantidad de recursos.** Al respecto, en este informe vamos a analizar la magnitud de las medidas económicas adoptadas recientemente para tener una dimensión concreta de lo que puso en juego económicamente el gobierno de cara a la elección de medio término.

En el terreno económico, una de las principales demandas sigue siendo el problema inflacionario. En ese frente, el gobierno logró ganar un poco de aire planteando una disputa política con los dueños de la producción y distribución de alimentos. Sacó a relucir una narrativa que es fácilmente interpretada por su base electoral y puso del lado de enfrente a un grupo reducido de empresarios con los que es muy difícil empatizar. Más aún, es el sector económico que fue más beligerante desde los inicios del mandato, con fuertes declaraciones públicas contra el programa Precios Máximos a pesar de implementarse en el marco de la pandemia, y siendo uno de los sectores que lideró los aumentos de precios en el último año.

Si los empresarios del sector alimenticio pretendían adelantarse y ganar terreno antes de un congelamiento, lo terminaron justificando y dieron pie a una medida retroactiva para frenar la corrida. **El IPS-CESO registró un aumento semanal de los precios que alcanzaron el 1,4% entre el 11/10 y el 18/10, en el medio del recambio de gestión. La semana siguiente, en la que se aplicó el congelamiento con precios retroactivos, la variación fue de -0,1%.** Los aumentos de principios de octubre no pueden explicarse por el lado económico si ninguno de los costos centrales (dólar, tarifas, salarios y tasa de interés) tuvo una variación significativa.

Sin embargo, **la política adoptada en materia de precios no es algo novedoso en los últimos 8 años y no fueron eficaces para cortar con la inercia inflacionaria.** Una experiencia más de las múltiples alternativas heterodoxas y ortodoxas que vienen fracasando en materia de estabilización de

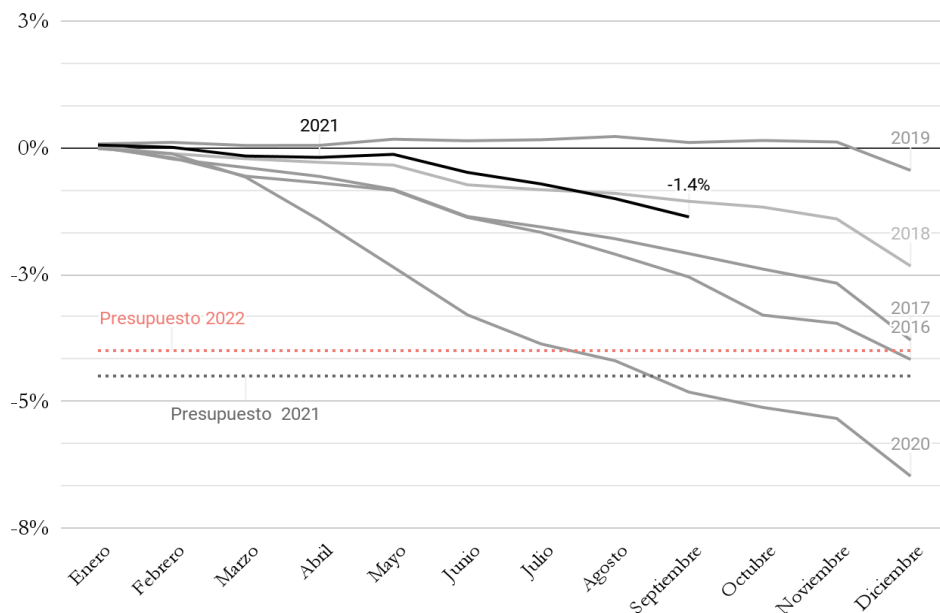
precios en la última década. En cierta forma, **la inflación en Argentina parece un mate al que nadie encuentra el agujero para embocar la bombilla**. Desde el CESO venimos insistiendo que la causa de ese fracaso es un mal diagnóstico, por no considerar los elementos inerciales que predominan en la inflación Argentina de los últimos años. Por ello proponemos un programa heterodoxo en el cual el congelamiento de precios (tipo de cambio y tarifas) sea parte de un esquema general para enfrentar la inflación. Una forma de provocar artificialmente una baja temporal de los aumentos de precios, que luego sea utilizada como base para cortar la inercia en las paritarias, alquileres, créditos. De esa forma, el congelamiento de precios es un paso en un programa que tiende a reducir los elementos inerciales de la inflación en el mediano plazo. Sin ello, quedará como una anécdota más de la larga saga de políticas que no logran más que un efecto temporal en materia inflacionaria, sin impactos relevantes en el mediano plazo.

Una respuesta económica al resultado electoral

Hace varios meses venimos analizando la política económica del gobierno a través de un cuadro que condensa mucha información y permite comparar las medidas actuales con las del gobierno de Juntos por el Cambio. El resultado fiscal primario - el que excluye los intereses de la deuda pública - como porcentaje del PBI nos indica hasta qué punto el gobierno decide inyectar recursos en una economía. Su impacto en el crecimiento y la distribución dependerá de qué tipo de gastos sean los que explican ese resultado fiscal. Por ejemplo, es muy distinto el impacto si se subsidian sectores de altos ingresos, si se pone en marcha un plan de inversión en obras públicas de pequeña escala ó si se incrementa la AUH.

Empezamos a analizar el déficit primario en mayo de este año porque los datos hasta ahí eran elocuentes. El resultado fiscal de los primeros cinco meses de este año era más cauteloso que el visto en cualquier año de la gestión de Macri, excepto por el 2019 (ver Gráfico 1). Una política de austeridad que respondía tanto a las negociaciones para llegar a un acuerdo con el FMI como a los resabios monetaristas de quienes llevan adelante la política económica, sostenidos aún después del estrepitoso fracaso del programa de emisión cero de Macri y el FMI en 2019. Tampoco parecía hacer mella en esas convicciones el hecho de que la inflación mensual de 2021 siguiera elevada pese, no sólo a la austeridad fiscal, sino también a que las tarifas y el dólar oficial se movían muy por debajo de los precios y la brecha cambiaria se había estabilizado.

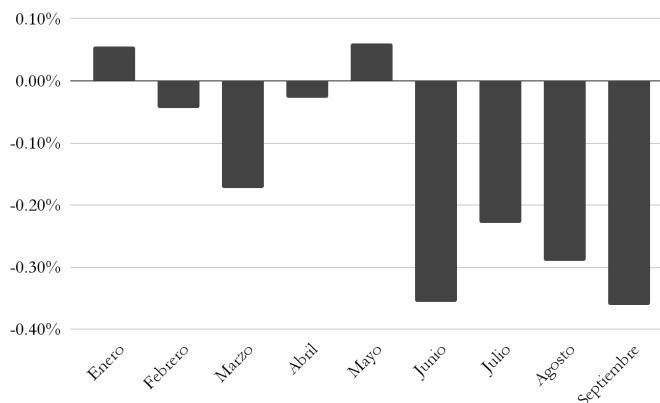
Gráfico 1. Resultado Fiscal Primario acumulado como % del PBI en cada año



Fuente: CESO en base a Ministerio de Economía e INDEC. No incluye ingreso de DEGs

A partir de junio, el Frente de Todxs parece haber cambiado su chip respecto al resultado fiscal. En ese momento, venía de una segunda ola de coronavirus en la cual distintas voces dentro del oficialismo presionaban por un nuevo IFE, que se aplicó exclusivamente al AMBA. Desde ahí, fue menos celoso del resultado fiscal. Sin embargo, hay que considerar algunos cambios por el lado de la recaudación entre la primera y la segunda mitad del año. Por ejemplo, **la primera parte del año tuvo concentrado el ingreso del Aporte Solidario y Extraordinario a las Grandes Fortunas, que equivale a un 0,5% del PBI y también es el período en el que se concentraron las liquidaciones de exportaciones.** Teniendo esto en cuenta, se puede ver como en mayo se quiebra la pendiente de lo que era casi una línea recta y se empieza a tener un déficit mayor mes a mes (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. Resultado fiscal primario mensual como % del PBI



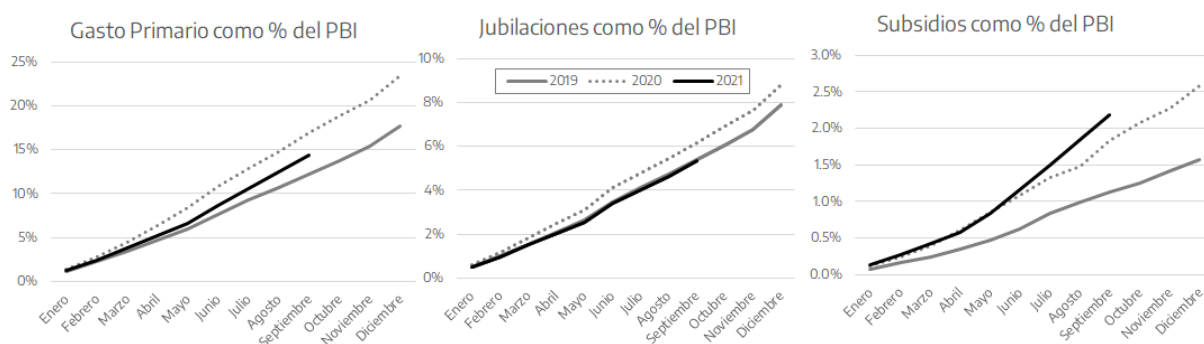
Fuente: CESO en base a Ministerio de Economía e INDEC

Volviendo al Gráfico 1, allí también se puede analizar el impacto fiscal de las medidas que aplicó JxC cuando le tocó perder las PASO en el 2019. En ese momento, Macri realizó una serie de anuncios que detallamos en el informe de agosto de 2019 (ver [aquí](#)). Sin embargo, en ese momento veíamos que las medidas anunciadas se caracterizaban por tener “en materia fiscal, un costo relativamente menor que difícilmente mueva el amperímetro (de ahí también su ineficacia macroeconómica)”. Es decir, **la respuesta de Macri luego de la derrota electoral no fue económica en términos concretos sino discursiva y política**. Como se observa en el Gráfico 1, el superávit de 2019 apenas se reduce levemente desde el mes de agosto sin que haya un cambio contundente en la política de ajuste fiscal.

Entonces, para terminar de ver la política fiscal durante este año en relación a 2019 y 2020 conviene detenerse en la composición del gasto y no solamente en el resultado fiscal. En este frente, el argumento planteado desde el Ministerio de Economía viene siendo que el gasto primario es superior al de 2019 pero inferior al 2020 que fue, como es notorio, un año excepcional. Esto es, justamente, lo que se observa en el primero de los gráficos y le da la razón desde el punto de vista técnico. **Al mes de septiembre, el gasto primario ejecutado equivale al 14,3% del PBI contra el 10,7% que se había ejecutado a esta misma altura del año en 2019**. Sin embargo, ese mayor gasto está explicado por algunos rubros puntuales. Por ejemplo, las jubilaciones que son un rubro relevante, están en un nivel de gasto muy similar al de 2019 (5,3% este año contra 5,4% en 2019). Esto es porque la fórmula jubilatoria vigente ha dado magros resultados por la elevada

inflación que hubo desde fin de año. En el último tramo del año, este componente del gasto debería empezar a tomar más dinamismo de la mano de mejores datos en la recaudación. **La variable que explica sobre todo el mayor gasto primario son los subsidios que ya alcanzan un 2,2% del PBI en lugar del 1,1% que llevaban para el mismo mes en 2019.** Estos datos nos hacen retornar al inicio del análisis. No todo incremento del gasto tiene el mismo impacto en la actividad económica y es probable que una parte importante de esos subsidios vayan a sectores que no lo necesitan. Y, considerando la experiencia de 2013 y 2015, tampoco es un gasto que garantice el apoyo electoral.

Gráfico 3. Evolución del Gasto 2019-2021



Fuente: CESO en base a Ministerio de Economía e INDEC

De modo similar a lo que sucedió en 2019, el gobierno respondió al resultado de las PASO con una agenda económica que es más declarativa que real. Los anuncios hechos en los últimos 45 días no tienen un impacto muy significativo en las cuentas públicas y, por ende, tampoco lo tendrán en la actividad económica. En esto, se asemeja a la estrategia económica que desplegó el macrismo entre las PASO y las Generales. Nada garantiza que vayan a obtener una respuesta comparable ya que las demandas de la base electoral a cada frente político son considerablemente distintas. Algunos de esos anuncios no llegan directamente al bolsillo sino que se trata de una mayor cobertura en servicios sociales o beneficios fiscales como, por ejemplo, los programas Registradas y de Monotributo Social. **La plata que va a poner el gobierno en la calle son \$100.000 millones, sólo el 0,23% del PBI. No es un monto que pueda mover la aguja en términos macroeconómicos.**

Tabla 1. Medidas anunciadas post PASO con impacto en el bolsillo

Programa	Millones de \$	% del PBI
Potenciar Trabajo	5.700	0,01%
Actualización MNI	20.000	0,05%
Bono Asignaciones Familiares	43.300	0,10%
Bono AUH	31.000	0,07%
TOTAL	100.000	0,23%

Fuente: CESO en base a anuncios

Hay que encontrarle el agujero al mate

Los últimos 10 años se ensayaron políticas antiinflacionarias más heterodoxas y más ortodoxas. Todas ellas, evidentemente, no dieron resultado. Las más ortodoxas, en particular, descuidaron de tal manera los problemas estructurales del sector externo que terminaron disparando la inflación y elevando así su velocidad crucero. Lo que promediaba un 25% en 2011-2015 pasó a correr al 40-45% desde 2019. **La inflación en Argentina parece un mate al que nadie encuentra el agujero para embocar la bombilla.**

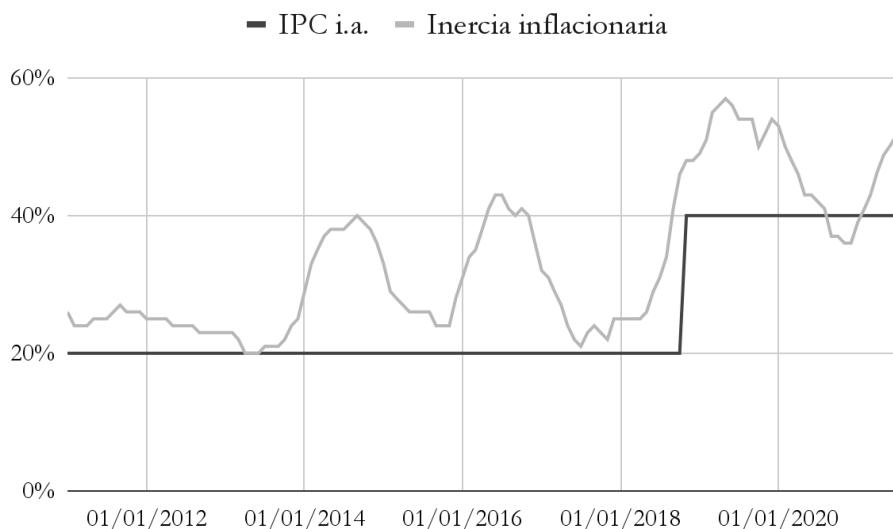
Un congelamiento, como el que aplicó la Secretaría de Comercio a través de la [Resolución 1050/21](#), ya se ha practicado en otras instancias pero nunca formó parte de otro conjunto de medidas que abarque en simultáneo a otros elementos estructurales que conforman los aumentos de precios. Todavía queda pendiente un programa heterodoxo en el cual el congelamiento de precios sea parte de un esquema general en el que se ataca también las otras variables macro y microeconómicas que tienen implícita una determinada tasa de inflación como las paritarias, la tasa de interés y los alquileres comerciales.

En el caso de los créditos y los alquileres es ilustrativo para entender por qué no se puede bajar la inflación solamente a través de acuerdos sectoriales. En ambos casos, la inflación del pasado está incorporada en el supuesto de aumento de precios a futuro. Por ejemplo, para poder pagar un crédito que tomó para financiar el pago de sueldos o insumos, una empresa tiene que aumentar los precios en promedio un 50% para estar a tono con la tasa de interés que debe pagar. Si una

peluquería alquila un local, aún sin insumos importados, debe incrementar el precio de los cortes un 50% en el próximo año para poder hacer frente al principal costo que es el alquiler. De esta manera, la inflación pasada se proyecta hacia adelante en las tasas de interés y los aumentos de las cuotas de alquiler, sin que existan shocks devaluatorios o pujas distributivas de relevancia.

Desde nuestra visión, esta es la principal razón que está por detrás de la inflación reciente. La puja distributiva para ser un factor inflacionario debería presionar hacia arriba los costos y hace 3 años que eso no sucede, con salarios que pierden sistemáticamente frente a los precios. Los dólares paralelos, como se vio en los últimos meses que la brecha estuvo controlada, tienen una incidencia marginal en los precios de la economía. Tampoco el ancla cambiaria y de tarifas parece tener un impacto relevante para reducir la inflación en los últimos meses. Por eso, una alternativa que ataque la inflación debe contemplar los componente inerciales para no desperdiciar el esfuerzo que realice en materia cambiaria, tarifaria o de controles de precios. En [esta propuesta](#) detallamos la secuencia de política que se puede seguir para reducir la inflación inercial.

Gráfico 4. La inercia inflacionaria 2011-2021



Fuente: CESO en base a INDEC, IPS-CESO y Provincias

Una medida como el congelamiento de 1432 productos se justifica por la brusca remarcación de los precios que hubo en la primera mitad de octubre. El IPS-CESO registró un aumento semanal de

los precios que alcanzaron el 1,4% entre el 11/10 y el 18/10, en el medio del recambio de gestión. La semana siguiente, en la que se aplicó el congelamiento con precios retroactivos, la variación fue de -0,1%. Para frenar estas maniobras sí tiene sentido un congelamiento aislado. **El objetivo de frenar la apretada de precios pareciera estar lográndose en los primeros días posteriores a la aplicación.**

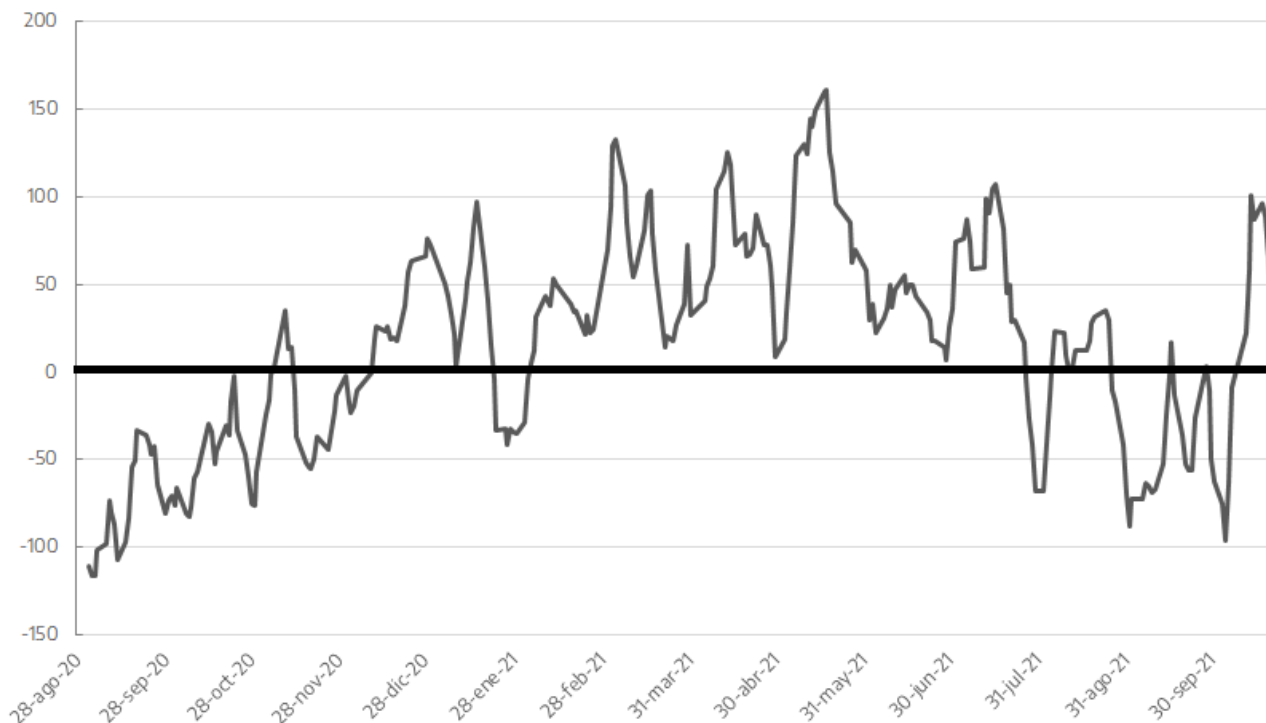
Sin embargo, todavía quedan algunos aspectos de sintonía fina de la medida para mejorar su aplicación. Por ejemplo, que el punto de intervención sea únicamente el precio de venta final en el último eslabón de la cadena hace que el peso de la normativa recaiga sobre muchos pequeños autoservicios y almacenes que no son los grandes pulpos que mueven el mercado. Si el precio que consiguen en el mayorista es superior al que deben tener publicado el producto, los pequeños comercios tienen dos alternativas: no tener disponibles esos productos para no arriesgarse o directamente incumplir la medida. Por eso, es esperable que en el transcurso de los días se incorpore algún mecanismo que asegure el precio de esos productos en los puntos intermedios de la cadena.

Brecha sin tregua

A falta de frentes económicos para atacar en simultáneo, la brecha cambiaria vuelve a tomar protagonismo. En el Banco Central respiraron con algo más de alivio la última semana. Su tarea sigue siendo la de administrar la escasez, después de la fuga de divisas que dejó las reservas en niveles críticos. Desde fines de julio, había costado mantener la posición compradora que venía teniendo desde principio de año y, en los últimos días, pudo recuperarla al menos parcialmente. Para tener una posición fuerte, requiere que las compras se mantengan por muchos días y cualquier racha consecutiva de ventas enciende las alarmas de los operadores, ya que sigue con un nivel de reservas al borde de la línea de flotación.

Este cambio en la posición compradora se produjo luego de una nueva serie de regulaciones que restringieron el acceso a dólares para pagos de importaciones anticipadas y la operatoria en el mercado de dólar MEP, facilitando la intervención del BCRA en la administración de la brecha cambiaria pero derivando parte de la demanda al dólar informal donde no tiene capacidad de intervención.

Gráfico 5. Compra de divisas del BCRA (promedio últimas 5 ruedas). En USD mill.



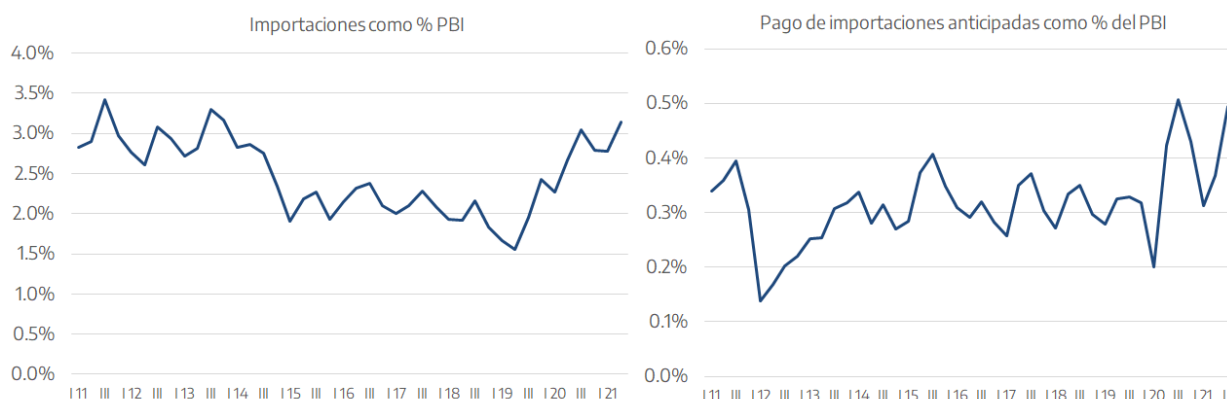
Fuente: CESO en basea BCRA

En relación a las importaciones, la regulación se aplicó una vez que el riesgo ya se había concretado. El pago de importaciones anticipadas tuvo un registro históricamente alto los últimos meses: el mes de agosto fue el de mayor salida de divisas por importaciones anticipadas desde julio de 2015, de acuerdo al último Balance Cambiario disponible. Nuevamente, parece haber llegado demasiado tarde la regulación. El rol de la autoridad regulatoria es justamente anticiparse a estas maniobras y para eso cuenta con información al día. Esta reacción tardía se asemeja a la adoptada en septiembre de 2020 cuando restringió la compra de divisas para beneficiarios de distintos tipos de asistencia estatal después de que 4.000.000 de personas habían comprado dólares durante agosto.

Por un lado, las importaciones en relación al PBI es una materia de administración que excede al BCRA y se ve cómo vienen creciendo desde principios de 2020. Es decir, que para producir lo mismo cada vez necesitamos más importaciones, hecho que sólo puede atribuirse parcialmente a las consecuencias de haber perdido capacidad productiva en el sector industrial durante el gobierno de Juntos por el Cambio. Lo que sí corresponde al BCRA es la autorización de pagos de

importaciones por anticipado. De esta manera, se paga hoy una maquinaria o un insumo que no tiene fecha cierta de ingreso y que puede demorar 2 o 3 años. Con esta maniobra, los dólares salen hoy de las reservas a un precio que se considera “barato” para un gasto que va a hacerse más adelante. Esa dinámica genera una pérdida de reservas significativa. El costo de afectar los pagos de importaciones obviamente no es neutro en términos de actividad y es uno de los motivos para pensar que el 4% de crecimiento para 2022 que proyecta el presupuesto es muy optimista.

Gráfico 6. Pagos de importaciones como % del PBI por trimestre 2011-2021



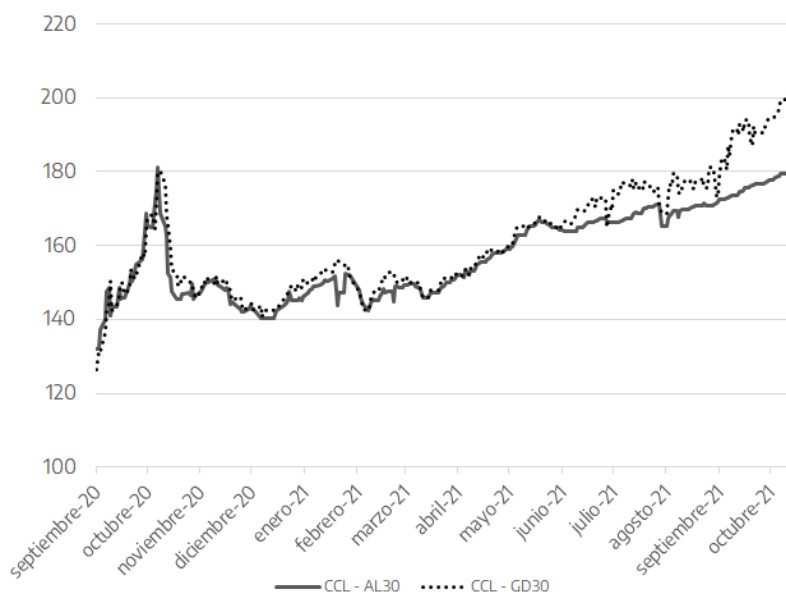
Fuente: CESO en base a BCRA

Con la brecha cambiaria, la estrategia sigue siendo restringir la operatoria en el MEP y combinarla con algunas intervenciones por parte del BCRA y otros organismos públicos. El riesgo es, como hemos mencionado en la anterior corrida cambiaria de hace un año, que este mercado formal deje de ser una referencia para el dólar paralelo y que esa referencia sea la del dólar blue en el cual el gobierno no tiene capacidad de intervención directa. Para la estabilidad económica, conviene que la política económica pueda intervenir sobre el dólar paralelo que surge de los controles y no que sea una cotización dejada a la buena del dios mercado, sus ángeles especuladores y diablos especuladores. Un efecto colateral de estas medidas es la aparición de múltiples cotizaciones, incluso de los dólares financieros.

Como el tipo de cambio CCL surge de la compra de un activo en pesos y la venta del mismo activo en dólares, el tipo de cambio que resulte de esa operación puede variar con el activo que se haga. Lo más común fue hacerlo a través del bono AL30, pero desde junio el BCRA comenzó a restringir su operatoria. Hoy en día, no se pueden operar más de 50.000 bonos del AL30 por semana (equivale a unos 18.000 USD aproximadamente). En cambio, con otros bonos o acciones no rige esa restricción. Además, quien opere el dólar CCL por medio del AL30 no puede hacerlo con otros

activos. Esto permite que el dólar en el que interviene el BCRA a través del AL30 esté más controlado pero el efecto colateral son nuevas brechas, ya que el dólar CCL tocó los \$210 a fines de octubre (ver Gráfico 7).

Gráfico 7. Dólar CCL resultante de operar con AL30 o con GD30



Fuente: CESO en base a BYMA

Desde distintas visiones heterodoxas, existe cierto consenso en que la apuesta del gobierno debe ser por cerrar la brecha bajando el paralelo antes que con un salto brusco del dólar oficial. Desde ya que no son cuantiosos los recursos con los que cuenta para eso pero podría existir una pauta de intervención más explícita, tal como existe con el dólar oficial, y que los cañones apunten firmemente en una dirección determinada. De cierta manera, cuando no abundan las balas conviene disparar con criterio y puntería.

El último año, el rendimiento del dólar como activo financiero viene siendo muy inferior al de cualquier otra alternativa. El dólar informal aumentó sólo 21% en el último año, contra una inflación arriba del 50%. Para haber mantenido su valor desde octubre del año pasado, por la inflación que hubo en el medio, debería valer cerca de \$255, un valor que hoy parece de emergencia. Pero si partimos desde abril de este año, cuando tuvo el menor valor, su variación alcanza el 40% contra una inflación del 25%. El escenario indica que la brecha persiste en niveles

altos y habilita a que las maniobras en importaciones y exportaciones se hagan más tentadoras, complicando más las posibilidades del Central de recuperar reservas por esa vía.

En este frente todavía falta una pauta de intervención que oriente las expectativas, de la misma manera que hay objetivos explícitos en materia cambiaria con el dólar oficial. La existencia de controles cambiarios obliga a mirar simultáneamente más de un mercado. Primero se había optado por una estrategia de libre flotación en el MEP y CCL. Luego de la disparada de la brecha, hace un año, aparecieron las intervenciones. Sin embargo, todavía hace falta que esas intervenciones sean más efectivas y se produzcan con metas claras hacia adelante respecto de los valores de la brecha cambiaria que se busca alcanzar.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

OCTUBRE 2021

ceso 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA

Lorena Putero

DIRECTOR

Andrés Asiain

ECONOMISTA JEFE

Nicolás Pertierra

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Agustín Romero 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.