

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 118 Diciembre de 2023

Un mundo con tasas esperadas de inflación más bajas para los próximos meses permite anticipar caídas consecuentes de las tasas de interés. Se espera para 2024 que tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo recorten las tasas de interés de referencia, lo que para nuestro país podría redundar en un contexto financiero más favorable, en el cual los inversores podrían tomar mayores riesgos en mercados emergentes en búsqueda de una mayor rentabilidad. A su vez, dicha rebaja de la tasa de interés por parte de la Fed podría inducir un debilitamiento del dólar, situación que beneficiaría a la Argentina no solo porque abarataría su producción respecto del resto de los países sino también porque podría elevar el precio de los *commodities* en los mercados internacionales. Por otro lado, que Brasil, nuestro principal socio comercial y destino fundamental de nuestras exportaciones industriales, espere un crecimiento para 2024 del 2%, acompañado por una baja tasa de inflación, podría terminar de configurar un contexto internacional propicio para nuestro país. Desde luego, el menor crecimiento esperado para la economía mundial durante 2024 empañaría dicho escenario.

Debido probablemente a la política de estímulo fiscal del gobierno anterior, de cara a las pasadas elecciones y a la búsqueda de cobertura en bienes durables y no perecederos por parte de los agentes económicos para mitigar los efectos de las elevadas tasas de inflación de los últimos meses, el nivel de actividad económica registró una suba interanual del 0,6% en octubre. Aun así, se estima una caída del PBI real para todo el año 2023 en torno al 1,4% con relación a 2022. De cara a 2024, los pronósticos anticipan una nueva contracción del PBI de más del 2% (estas predicciones no incorporan en su análisis los efectos de las medidas económicas del gobierno actual).

Transcurrido un puñado de *días del cambio de gobierno*, puede ya esbozarse el sentido e intenciones de la nueva política económica. A mediano y largo plazo, y de forma congruente con lo planteado en la campaña electoral por el nuevo presidente, la Argentina se encamina a ser una economía con una menor presencia estatal y menos regulaciones, símbolo quizá del cambio en el clima de época. La firma de un decreto de necesidad y urgencia de copioso contenido y amplia incumbencia propone, entre varios cambios jurídicos, la derogación de la ley de alquileres y de la ley de prohibición de la privatización de empresas públicas, una reforma laboral como así también del Código Aduanero para facilitar el comercio internacional, cambios en el Código Civil y de Comercio, a la vez que desregulaciones en los mercados de medicina prepaga, farmacéutico y de internet satelital (entre otros). “Más mercado y menos estado” puede ser una síntesis de este ambicioso abanico de desregulaciones y menor injerencia estatal.

Por otro lado, en un análisis más de corto plazo, hubo varias novedades en los frentes fiscal, cambiario y monetario, que conformarían una primera etapa de un próximo plan de estabilización. En lo fiscal, la promesa de eliminar el déficit financiero de aproximadamente 5 puntos del PBI viene de la mano no solo de una reducción del gasto público, como era previsto, sino también quizá de manera más pragmática a través de una suba de impuestos. En efecto, la meta ansiada del equilibrio fiscal se lograría en un 60% vía contracción del gasto y en un 40% por incremento de impuestos.

En lo monetario, el Banco Central redujo la tasa de interés de política monetaria a un 100% nominal anual (era 133% n.a.) con la idea general de desindexar la economía y en particular de “licuar” sus pasivos monetarios. En lo cambiario, hubo un salto discreto en el tipo de cambio del 118%, que llevó la cotización a \$800 por US\$. El tipo de cambio real más alto le permitiría acumular reservas internacionales al Banco Central, recuperar así su capacidad de intervención en el mercado de divisas y reducir significativamente la brecha cambiaria.

I
**ACTIVIDAD
ECONÓMICA
LOCAL**

II
**POLÍTICA
FISCAL**

III
**POLÍTICA
MONETARIA**

IV
**POLÍTICA
CAMBIARIA**

V
**UNA REFLEXIÓN
PARA EL CIERRE**

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

El Cuadro 1 resume varios indicadores recientes de la actividad económica de octubre y

noviembre pasados. Debido al rezago temporal de la mayoría de las estadísticas públicas y el adelantamiento en la publicación de la presente *newsletter*, algunos de ellos no están enteramente actualizados.

Cuadro 1: Indicadores del Nivel de Actividad

Indicador	Último dato disponible	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mismo mes de 2022	Fuente
Actividad económica (PIB mensual)	oct-23	-0,1%	0,6%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	nov-23	12,8%	160,9%	INDEC
IVA Interno (*)	oct-23	s/d	0,3%	AFIP
Ventas en Supermercados	sep-23	-1,5%	3,8%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	sep-23	s/d	19,9%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	sep-23	4,2%	14,9%	INDEC
Confianza del Consumidor	nov-23	5,3%	37,1%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	nov-23	s/d	-2,9%	CAME
Patentamiento de motos	nov-23	s/d	20,7%	ACARA
Patentamiento de autos	nov-23	s/d	5,8%	ACARA
Producción nacional de autos	nov-23	s/d	6,0%	ADEFA
Índice construya	nov-23	-13,7%	-4,7%	Grupo Construya
Despachos de cemento	nov-23	s/d	-10,8%	AFCP
Producción de acero crudo	nov-23	s/d	-10,0%	CAC

Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAC, CAME, Grupo Construya, INDEC y Universidad Di Tella.

(*) El mes de octubre de 2023 tuvo un día hábil más (20 días) que el mismo mes de 2022 (19 días).

(**) La variación mensual del IPC no se encuentra desestacionalizada.

- Si bien para octubre el EMAE (Estimador Mensual de la Actividad Económica) mostró una suba interanual del 0,6%, cuando la comparación es respecto del mes anterior, hubo una caída de un 0,1% (calculado de forma desestacionalizada), reflejo de una actividad económica estancada.
- Los sectores que mostraron mayor dinamismo fueron “pesca” (suba del 19% interanual) y “explotación de minas y canteras” (aumento del 5,2% interanual).
- Un tercio de la suba del EMAE es explicado por el rubro “comercio mayorista y minorista”, atribuible en buena medida a los adelantos de consumo de buena parte de la población como mecanismo de defensa frente a la alta inflación.
- La industria tuvo en octubre un retroceso interanual de un 0,9%, con una caída en el uso de la capacidad instalada. Las mayores dificultades en el acceso a la importación de insumos, bienes intermedios y repuestos explican en buena medida dicho comportamiento.

- Este desempeño probablemente se acentuó en noviembre, tal como lo anticipan las caídas en torno al 10% tanto de la producción de acero crudo como de los despachos de cemento.
- En noviembre las importaciones fueron un 5% menores que en el mismo mes del año anterior y un 6% menores que en octubre. Tanto el estancamiento de la actividad económica como las mayores trabas y complicaciones en el acceso a divisas al valor oficial explican dicho resultado. En particular, las importaciones de bienes de capital se redujeron casi un 20% interanual.

¿Sabías que a lo largo de 2023 el nivel general de precios se triplicará?

Efectivamente, según el IPC de enero a noviembre de este año, la tasa de inflación acumulada trepó al 161%. Asignándole a diciembre una tasa de inflación del 25% (algo plausible), la tasa de inflación anual se ubicaría por encima del 200%.

II

POLÍTICA FISCAL

Según el diagnóstico del gobierno entrante, el problema fundamental de la economía argentina es el recurrente déficit fiscal del Estado a lo largo de su historia. Financiado con deuda externa en algunas ocasiones, financiado con emisión monetaria en otras, la eliminación de dicho déficit fiscal del Estado Nacional constituiría el principio de solución de los diversos desequilibrios de la macroeconomía argentina. El Cuadro 2 resume la información brindada por el Ministerio de Economía en cuanto a la composición del ajuste fiscal proyectado en torno al 5% del PBI para el próximo año.

Algunas observaciones al respecto:

- Al contrario de lo esperado por muchos, el ajuste fiscal no descansará únicamente en una reducción del gasto público sino también

vendrá de la mano de un aumento de impuestos. Aproximadamente el 60% del ajuste (3 puntos porcentuales del PBI) es explicado por un gasto público más bajo, mientras que el 40% restante (2 puntos porcentuales del PBI) por aumento de tributos.

- Por el lado de los impuestos, el mayor aporte (36% de la suba total de recaudación) tendrá su origen en una suba de la alícuota del impuesto PAIS, creado a principios del gobierno de Alberto Fernández. La alícuota general subió del 7,5% al 17,5%, y aplica sobre las importaciones y las compras al exterior con tarjeta. Si bien se espera una fuerte caída de las importaciones derivada de la recesión y el tipo de cambio nominal elevado, la recaudación aumentaría en un 0,8% del PBI.
- Más esperable resulta la marcha atrás de la reforma del impuesto a las ganancias de octubre pasado. Con un costo equivalente al 0,4% del PBI, el cambio en la ley había sido criticado no solo porque aumentaba el déficit en el medio de una campaña electoral sino también porque implicaba la casi desaparición de un impuesto catalogado como progresivo. Su restauración implica que cerca de un millón de trabajadores en relación de dependencia tributen dicho impuesto (con la reforma, el número había quedado por debajo de cien mil).
- Del paquete impositivo, la suba de impuestos más polémica fue la de la generalización de las retenciones (derechos de exportación). En el esquema inicial todas las exportaciones iban a tributar una alícuota unificada del 15%, a excepción de la soja y sus derivados que serán alcanzados por una tasa del 33%.
- Finalmente, ante la protesta de las economías regionales, que alegan tener buena parte de sus insumos importados para los cuales deben pagar un tipo de cambio efectivo cercano a \$940 por dólar (\$800 + 17% impuesto PAIS), pero a su vez pueden exportar a un tipo de cambio efectivo de solo \$700, el gobierno decidió dar marcha atrás para el caso de 20 de esas economías regionales, eliminando el impuesto a la exportación.

Cuadro 2: Composición de la eliminación del déficit fiscal para 2024

Ítem	2024 (como % del PBI)
Resultado Primario 2023	-3,0%
Reforma Ganancias	-0,4%
Retenciones DGA	-0,3%
Normalización cosecha	0,7%
Inercia Resultado Primario 2024	-3,0%
Intereses	2,2%
Inercia Resultado Financiero 2024	-5,2%
Ingresos	2,2%
Impuesto PAIS (17,5%, 12 meses)	0,8%
Retenciones adicionales (15%)	0,5%
Reversión Reforma Ganancias	0,4%
Bs. Personales + Moratoria + Blanqueo	0,5%
Gastos	2,9%
Jubilaciones y Pensiones	0,4%
Transferencias Corrientes a provincias	0,5%
Subsidios Económicos	0,7%
Gastos de Capital	0,7%
Programas Sociales con intermediarios	0,4%
Gastos de Funcionamiento	0,5%

Fuente: Ministerio de Economía.

- Por el lado del gasto, los dos principales ahorros (del 0,7% del PBI cada uno) surgen de la reducción de los subsidios a la energía y al transporte como de la obra pública. En el primer caso y siguiendo lo planteado por el Ministerio de Economía, el presupuesto para el año próximo sería en términos reales de un 70% del de 2023, lo cual implicaría que el aumento de tarifas del transporte en AMBA y de gas y energía eléctrica sería más bien gradual. En el caso de la obra pública, la reducción sería similar, se planea gastar el 60% de lo realizado en 2023.
- La poda del gasto más importante sería la de las transferencias corrientes a las provincias. Si bien su reducción explica medio punto porcentual, dado que en 2023 estos giros a las provincias representaban 0,66% del PBI, en términos relativos esto significa que el año próximo se enviará a las provincias el 24% de lo que se envió el presente año (siempre en términos reales). Considerando que el Congreso deberá homologar o rechazar muchas de las reformas planteadas por el Poder Ejecutivo, parece de difícil cumplimiento la baja planteada.
- Dado que –como vimos– ni la obra pública ni los subsidios a la energía y al transporte se eliminarán, resulta evidente que el apretón debe venir de otras partidas. En consecuencia, casi un punto porcentual adicional de disminución del gasto se planea obtener mediante una reducción del pago tanto de jubilaciones como de pensiones y del ahorro de los gastos de funcionamiento.
- En el primer caso, si se deroga la Ley de Movilidad Jubilatoria y los aumentos de los haberes se dan de forma unilateral desenganchándolos de la evolución de la tasa de inflación, esto propinará un nuevo golpe a la capacidad de consumo de jubilados y pensionados. En efecto, en 2020, el gasto en jubilaciones y pensiones representaba un 8,6% del PBI; en 2023, un 6,5% y el año

próximo la proyección es de un 6,1%. En 2017, justo antes de la anteúltima reforma previsional, dicho gasto representaba el 8,7%. En siete años, esta partida bajaría pues casi un 30%.

- En el segundo caso, detrás de los gastos de funcionamiento están básicamente los salarios de los empleados públicos. Si esta partida se reduce en medio porcentual del PBI, resulta verosímil suponer que dicha caída se dará no tanto por una reducción de su plantilla (se estima que en primera instancia la no renovación de los contratos a quienes ingresaron hace menos de un año al Estado alcanzaría a 7 mil trabajadores) sino más bien por una “licuación” del salario real de los trabajadores estatales, cuyos aumentos de salarios nominales estarán bastante por debajo de la inflación.

POLÍTICA MONETARIA

Se descontaba que mientras el Estado Nacional no alcanzara el equilibrio presupuestario, el Banco Central no financiaría el déficit fiscal y entonces el Tesoro debería recurrir a la colocación de deuda en pesos en el mercado doméstico. Las incógnitas respecto de la nueva política monetaria giraban en torno a: 1) cuál sería la solución al problema del elevado *stock* de pasivos monetarios del Banco Central (Pases y Leliqs) y 2) cuál sería el nuevo nivel de tasa de interés de referencia.

- Respecto de las tasas de interés, la clara señal es que se intentará una “licuación”, ubicando todas las tasas de interés por debajo de la tasa de inflación. En efecto, el Banco Central bajó la tasa de interés de política monetaria a un 100% nominal anual (equivalente a un 171% efectivo anual).
- La baja es no solo significativa en términos absolutos (estaba en 133% nominal anual o sea 255% efectivo anual) sino también en términos reales. La nueva tasa es similar a la

de fines de mayo cuando la tasa de inflación estaba en torno al 8%.

- Si los precios entre mediados de diciembre (momento en el cual comenzó a regir la nueva tasa) y mediados de enero suben en promedio un 25% y dado que la tasa de interés mensual que paga el Banco Central por los Pases Pasivos es de un 8,5%, en ese mes el *stock* de pasivos del Banco Central habría disminuido algo más de un 13%.
- Si durante el siguiente mes la tasa de inflación baja al 18% y la tasa de interés de política monetaria se mantiene constante, el *stock* de pasivos remunerados sería en términos reales un 20% menor que el de hace dos meses. Es claro que la solución a “la bomba de las LELIQS” planea ser una gigantesca licuación.
- Aprovechando que los bancos comerciales decidieron días antes del cambio de gobierno posicionarse en Pases (instrumentos de un día) en desmedro de las LELIQS (instrumentos a 28 días) para estar más líquidos, el Banco Central resolvió no volver a licitar este último instrumento y acortar así los plazos de su deuda con los bancos comerciales. Es sensato suponer, entonces, que tenga planeado reducir aún más la tasa en el futuro.
- Simultáneamente el Banco Central redujo la tasa mínima de interés para los depósitos de plazos fijo a 30 días a un 110% nominal anual (187% efectivo anual, 9% efectivo mensual). Si suponemos una tasa de inflación mensual del 25%, el rendimiento real para un ahorrista sería negativo y de casi un 13% en un mes.
- Semejante “licuación” de los ahorros en pesos podría alentar una dolarización de portafolio. Por ahora, la mayor demanda estacional de pesos por el fin de año, el enorme salto en la cotización oficial del dólar y la estabilidad de los dólares financieros generaron una expectativa de que en las próximas semanas el magro rendimiento en pesos será, pese a todo, mayor que el de los tenedores de dólares.

- Por otro lado, los bancos comerciales se encuentran con que ahora deben pagar una tasa de interés más alta por sus deudas (los depósitos de plazo fijo) que la que perciben por sus acreencias (los Pases). Además, es esperable que los ahorristas que decidan quedarse en pesos migren del plazo fijo tradicional a los plazos fijos UVA (que ajustan por inflación), cuya tasa es incierta pero seguramente mucho más alta.
- ¿Qué harán los bancos con los pesos atrapados en pasivos del Banco Central? Con severas limitaciones a sus tenencias de dólares, los bancos se dirigirán a comprar títulos públicos que se supone licitará regularmente el Tesoro para financiar su déficit, mientras logra el equilibrio fiscal. En la primera de ellas la tasa a la cual obtuvo financiamiento se ubicó en el 8,66% mensual, apenas por debajo de la tasa que deben los bancos comerciales pagarles a sus depositantes.

IV

POLÍTICA CAMBIARIA

A principios de mes, la cotización oficial de \$350 por dólar probablemente no le servía ya a nadie. Por un lado, hacía varias semanas que los exportadores venían obteniendo un valor mayor debido a que podían vender una parte (el 50% luego del balotaje) de los dólares obtenidos por sus ventas al exterior en el mercado del contado con liquidación, obteniendo así una cotización bastante más alta, cercana a los \$650. Por el otro, hacía varias semanas que el Banco Central, para estabilizar el tipo de cambio durante la campaña electoral, dificultaba fuertemente el acceso a las divisas para el pago de importaciones.

Esto provocó que en algunos casos pasaran a utilizarse con mayor frecuencia los dólares financieros como referencia y que en muchos otros se acumulara una importante deuda

comercial con los proveedores extranjeros de mercadería que se compraba, pero no se pagaba. Esta deuda, según diversas estimaciones, estaría en torno a los 25 mil o 30 mil millones por encima del promedio de los últimos años.

¿Cómo se organizó el nuevo esquema cambiario?

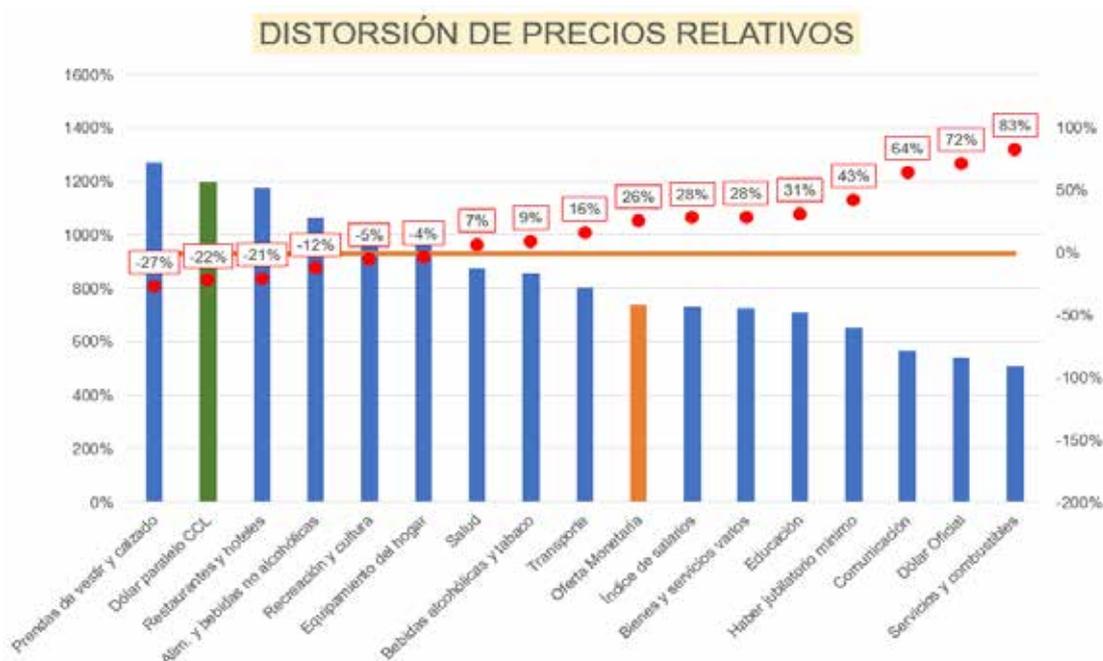
- El tipo de cambio nominal oficial para exportaciones e importaciones aumentó un 118%, a la vez que se anunció que su valor se iría actualizando, con aumentos diarios a razón de un 2% mensual, siguiendo la lógica de un esquema de “*crawling peg*”.
- Esta devaluación nominal del peso de cerca del 55% permitiría la obtención de un gran superávit comercial en los próximos meses que, a su vez, debería reflejarse en una recomposición de las reservas internacionales del Banco Central, actualmente negativas en más de 10 mil millones de dólares.
- El nuevo dólar comercial sería un 10% más alto que el promedio del período 2002–2007, años en los cuales las reservas del Banco Central crecieron notablemente de la mano de un tipo de cambio muy competitivo. A partir del nuevo esquema cambiario, el Banco Central ha adquirido casi 2 mil millones de dólares.
- Si se analiza a la luz de un tipo de cambio real multilateral, las ganancias de competitividad son importantes, pero algo más modestas. La nueva cotización estaría ubicada en valores similares a los de hace tres años y más de un 20% por debajo del de 2003–2007.
- Los exportadores pueden vender en el mercado del contado con liquidación hasta el 20% de los dólares obtenidos por sus ventas al exterior. Sin incluir las retenciones, el tipo de cambio efectivo para los exportadores ronda los \$830 (surge de: $\$802 \times 0,8 + \$950 \times 0,2 = \$832$). A ese valor, la brecha cambiaria se ubica alrededor del 15% (valor mínimo que no se alcanzaba desde los principios del gobierno anterior).
- Si a su vez se tiene en cuenta que la mayoría de las actividades deben tributar un 15% por derechos de exportación, el tipo de cambio

implícito se ubica cerca de \$707. Dado que el *crawling peg* es de solamente un 2% mensual y que la tasa de interés en pesos es de un 9% mensual, los exportadores tienen claros incentivos a vender sus dólares cuanto antes y no demorar la liquidación de divisas.

- Para los importadores, la cotización de referencia es actualmente \$942 por dólar (surge de \$802 más un 17,5% de impuesto PAIS). Dado que los dólares financieros se estabilizaron en la zona de los \$950, el beneficio para ellos de esperar que el Banco Central les venda dólares al valor oficial es cada vez menor.
- Si al cabo del primer mes la tasa de inflación es de un 25%, el dólar de \$800 se transformará en un dólar de \$653 (surge de \$816/1,25). Esa cotización volvería a ser para un exportador similar a la posterior al balotaje. Si en los siguientes 30 días la tasa de inflación baja al 20% mensual, a valores de hoy, el dólar se ubicaría en \$555. Si se persiste 30 días más con el *crawling peg* del 2% mensual y la tasa de inflación baja hasta al 15% mensual, a fines del verano el dólar valdría (a pesos de hoy) \$492.

- Esa cotización podría ser percibida como baja y no le permitiría al Banco Central acumular agresivamente reservas internacionales, con lo cual –de cumplirse– alentaría la expectativa de una nueva devaluación del peso que, en tanto no se realice, alentaría una ampliación de la brecha cambiaria, con una suba de los dólares financieros fogoneada, a su vez, por tasas de interés en pesos con un rendimiento real fuertemente negativo.
- Es difícil que las próximas tasas de inflación muestren valores más bajos que los conjeturados en el ejemplo anterior, con lo cual o bien el *crawling peg* crece a una tasa mayor al 2% mensual, o bien el Banco Central deberá lidiar a mediano plazo con una mayor brecha cambiaria y una acumulación de reservas internacionales más lenta.
- Estas dos circunstancias volverían más arduo el levantamiento del cepo y la unificación del mercado cambiario a corto plazo, aun pese a que la colocación del bono BOPREAL (tendiente a financiar el *stock* de deuda comercial de los importadores) sea un éxito, lo cual todavía no está claro.

Gráfico 1: Evolución nominal de precios y salarios desde diciembre de 2019 (crecimiento medio del nivel general de precios por IPC = 931%)



Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC, ANSES y BCRA.

UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

El “sinceramiento” o ajuste de precios relativos (dólar oficial, combustibles y próximamente tarifas de servicios públicos) y la licuación tanto del gasto público como de los pasivos monetarios del Banco Central, de la mano de un fogonazo inflacionario (cruciales para que la política fiscal y monetaria sean contractivas), lejos de constituir un plan antiinflacionario, parecen configurar el prólogo de un próximo plan de estabilización.

Su éxito no solo dependerá de la anclas monetaria y fiscal que operarán a mediano plazo, sino también de alguna variable que ancle a corto plazo las expectativas (como quizá el dólar oficial o la brecha cambiaria). Más aún, el éxito del plan dependerá también de su viabilidad política y social, ya que el fogonazo inflacionario llevará al salario real a una abrupta caída que sucederá, a su vez, a varios años de persistente reducción del poder adquisitivo de los asalariados.

¡FELICES FIESTAS!

Quienes desde el INSECAP elaboramos mensualmente el *newsletter* les deseamos a nuestros lectores un excelente fin de año y un muy feliz 2024.

Brindamos para que también durante el próximo año nos sigamos encontrando en este espacio de análisis de la coyuntura macroeconómica argentina.

¡Feliz 2024!

Editor Responsable
Lic. Fernando Amador Agra

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Lic. Mariano de Miguel

Director Académico
Lic. Diego Coatz

Redactor
Lic. Rodolfo López Warr

Asistentes
Lic. Noelia Lohay
Lic. Darío Tejero

Facultad de Ciencias Económicas
Decano: Dr. Eduardo T. Ghersi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina
Tel.: 4815-3290 int. 1831. Mail: economicas@uces.edu.ar
<http://www.uces.edu.ar/>

Es una publicación periódica de INSECAP