

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 116 Octubre de 2023

En su último informe sobre las perspectivas de la economía global, el FMI destaca que, luego de la pandemia de COVID-19 y de la invasión de Rusia a Ucrania, el crecimiento de la actividad económica continuó siendo lento y desigual, todavía por debajo de su trayectoria previa a la pandemia. La estimación sobre la evolución del PBI mundial para 2023 anuncia un tenue crecimiento del 3%, que es de tan solo el 1,5% para los países avanzados. Si bien ya se dejan ver los efectos de la mayor productividad del trabajo derivado de la paulatina aplicación de la inteligencia artificial en vastos sectores de la economía estadounidense, su crecimiento esperado para el año en curso está algo arriba del 2% anual, en contraste con la evolución de la zona del euro, que –atravesada por los efectos del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania– alcanzaría un magro aumento del 0,7% en su actividad. La profundización de la crisis del sector inmobiliario en China explicaría el incremento del 5% de su producto, que, si bien está muy por encima de las tasas de los países desarrollados, muestra una evidente desaceleración en relación con el comportamiento de las últimas décadas (en 2022 creció un 3%, mientras que en 2024 se estima que lo haga un 4%). El conflicto militar desatado en Franja de Gaza en el último mes y su eventual propagación geográfica y extensión en el tiempo siembra más dudas respecto del dinamismo de la economía global, todo lo cual lleva a que los pronósticos de crecimiento mundial a mediano plazo sean los más bajos en décadas.

En el plano local, la tasa de inflación mensual se estacionó en los últimos dos meses en la zona del 12%, cifra superior a la de los meses previos y explicable en el corto plazo por la corrección del valor del dólar oficial posterior a las elecciones PASO y la expectativa de una nueva corrección del tipo de cambio a posteriori de las elecciones de octubre, ahora postergada para luego del balotaje. En un contexto marcado por la aceleración de la inflación, volatilidad cambiaria, escasez de divisas e incertidumbre política, se espera una contracción de la economía para 2023 de un 2,8%, cifra similar a la esperada hace seis meses con una nominalidad más baja e influida por los efectos negativos de la sequía. Una explicación posible del desempeño del nivel de actividad económica en los últimos meses puede basarse en el estímulo de política fiscal de corto plazo (reducciones de impuestos como la devolución de IVA o la suba del piso del impuesto a las ganancias, sumas fijas para trabajadores formales) y en la cobertura de las familias frente a una inflación más elevada mediante anticipos de consumo de bienes durables (el índice de confianza del consumidor volvió a subir en octubre, impulsado por los electrodomésticos).

En el marco de un muy bajo *stock* de reservas internacionales (del orden de los 22 mil millones de dólares en términos brutos y negativas en 10 mil millones en términos netos) que le impide al Banco Central un elevado “poder de fuego” en el mercado cambiario, de la búsqueda de cobertura de los agentes económicos frente a una probable devaluación tras el ciclo eleccionario y de la aceleración de la tasa de inflación, la autoridad monetaria trató de mitigar la corrida contra el peso mediante sendas subas de la tasa de interés de política monetaria, llevando dicha tasa al 133% nominal anual, lo que se traduce en un rendimiento efectivo del 253% al cabo de un año, si se reinvierten los intereses. Aun así, el rendimiento real de un plazo fijo fue ligeramente negativo en el último mes, demostrando que la senda de crecimiento de precios, tasa de interés y tipo de cambio de las últimas semanas conduce más temprano que tarde a la implementación de un plan de estabilización.

I
**CONTEXTO
ECONÓMICO
GLOBAL**

II
**ACTIVIDAD
ECONÓMICA
LOCAL**

III
**MERCADO
CAMBIARIO**

IV
**UNA
REFLEXIÓN
PARA
EL CIERRE**

CONTEXTO ECONÓMICO GLOBAL

En el plano internacional, la FED guiada por su objetivo de bajar la inflación de EE.UU. a un 2% anual y luego de observar que su política monetaria no ha dado resultados tan rápidos como los esperados (en septiembre la tasa de inflación fue del 3,7% interanual), continuó firme en su postura de mantener la tasa de interés en niveles históricamente elevados, lo cual ha logrado elevando en 11 ocasiones

dicha tasa desde marzo de 2022. En efecto, en su última reunión la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener la tasa de referencia en el rango de 5,25%–5,50%, valor máximo en los últimos 22 años.

Esto ha impactado en el rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años que ha estado coqueteando con una tasa del 5% anual, lo cual obviamente impacta en los mercados internacionales y en los países emergentes como la Argentina, ya que puede ser tentador para los inversores un rendimiento en dólares a una tasa tan alta, siendo que es considerado uno de los activos libres de riesgo.

Gráfico 1: Evolución del Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años



Fuente: elaboración propia en base a Datosmacro.com

Si bien se venía descontando una extensión de la guerra entre Rusia y Ucrania, el reciente ataque terrorista de Hamas y la respuesta militar de Israel en Franja de Gaza indican un rompimiento del *statu quo* político de la región de los últimos años y la amenaza velada de una extensión del conflicto en Medio Oriente. Si esto último ocurre, la ampliación de la guerra podría provocar una disminución de la producción mundial de petróleo y, por ende, un

aumento de su precio, lo cual eventualmente podría decantar también en una suba en el precio mundial de los alimentos. Si el potencial productivo de Vaca Muerta pudiera plasmarse a mediano plazo, no mediaran condiciones climáticas adversas y la política económica propiciase el crecimiento de las industrias petrolera y de la alimentación, dicho escenario internacional podría ser favorable para la Argentina.

Gráfico 2: Evolución del Precio del Petróleo (barril de la OPEP en dólares)



Fuente: Datosmacro.com

La activación a mediados de octubre del segundo tramo del swap de monedas con China por US\$5.000 millones, marcó un hito más en la creciente influencia de la potencia asiática en nuestro país. Es después de Brasil el segundo socio comercial internacional más importante, dado que es el destino del 8% de las exportaciones argentinas y el proveedor de un 20% de nuestras importaciones. Sin contar el último trimestre de 2023, el comercio bilateral con China de este año muestra un saldo deficitario del orden de los 7 mil millones de dólares. En agosto de este año Argentina fue invitada a incorporarse a la alianza de los BRICS, lo cual, de materializarse,

fortalecería el comercio internacional con los países miembros del bloque liderado por el gigante asiático.

¿Sabías que en 2022 la Argentina fue el principal destino de las inversiones provenientes de China?

Según el Estudio del Consejo Empresarial Brasil China (CEBC), en 2022, el monto destinado por China en inversiones en la Argentina fue de US\$1.340 millones frente a los US\$1.300 millones recibidos por Brasil, superándolo como principal destino de las inversiones chinas en América Latina.

II

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

El Cuadro 1 resume varios indicadores recientes de la actividad económica de agosto y septiembre de este año, aunque el rezago temporal

de la mayoría de las estadísticas públicas impide captar aún plenamente los efectos sobre la economía real de la corrida contra el peso y la enorme volatilidad del tipo de cambio nominal previa a las elecciones generales de octubre pasado, que llevó al dólar contado con liquidación (CCL) desde la zona de los \$800 hasta los \$880 durante el transcurso de ese mes, con un pico de \$1.110 en el último día hábil previo a las elecciones.

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)	ago-23	1,3%	0,3%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	sep-23	12,7%	138,3%	INDEC
IVA Interno (*)	sep-23	s/d	15,2%	AFIP
Ventas en Supermercados	ago-23	2,7%	5,2%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	ago-23	s/d	16,6%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	ago-23	5,2%	11,4%	INDEC
Confianza del Consumidor	sep-23	-1,5%	16,2%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	sep-23	s/d	-5,1%	CAME
Patentamiento de motos	sep-23	s/d	8,6%	ACARA
Patentamiento de autos	sep-23	s/d	-4,3%	ACARA
Producción nacional de autos	sep-23	s/d	8,7%	ADEFA
Índice construya	sep-23	-5,9%	-9,0%	Grupo Construya
Despachos de cemento	sep-23	s/d	-7,8%	AFCP
Producción de acero crudo	sep-23	s/d	4,3%	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 septiembre de 2023 tuvo un día hábil más (22 días) que el mismo mes de 2022 (21 días).

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

- En agosto, la actividad económica mostró una leve mejora del 0,3%, en comparación con el mismo mes del año pasado, quebrando una racha de cuatro meses consecutivos de caída de ese indicador.
- La tasa de inflación de septiembre trepó al 12,7%, mientras que la interanual alcanzó el 138,3% y la acumulada durante 2023, un 103%, los valores más altos de los últimos 30 años.
- La recaudación de IVA interno que explica el 34% de los ingresos tributarios del Estado Nacional, continuó mostrando en septiembre un crecimiento interanual, en este caso del 15,2%.
- Las ventas en supermercados, *shopping centers* y autoservicios mayoristas nuevamente mostraron una variación desestacionalizada positiva.

- La producción y el patentamiento de autos continúa evidenciando un crecimiento, ya que, si bien en septiembre se patentaron menos autos, en octubre la actividad se recuperó y en los primeros diez meses del año se patentaron casi 395 mil unidades, un 11,4% más que en el mismo período de 2022.
- La construcción muestra nuevamente una caída interanual del 9% en su actividad, consecuencia de la incertidumbre general, el proceso eleccionario en marcha y la volatilidad del tipo de cambio.
- La producción de acero muestra un crecimiento de 4,3%, luego de la caída interanual que reflejó el mes de agosto pasado.

¿Sabías que el poder adquisitivo del salario disminuyó un 8,2% en los primeros ocho meses de 2023?

Efectivamente el salario real tuvo una baja de algo más del 8% de Enero a agosto de este año ya que los salarios nominales subieron en promedio un 75,9% frente a una tasa de inflación para el mismo período del 91,57%.

MERCADO CAMBIARIO

Varios de los problemas económicos que acechan a la economía argentina (como la alta

inflación, la caída de la actividad económica o los problemas de balanza de pagos) se ven lógicamente reflejados en las tensiones recientes sobre el mercado cambiario.

En el mercado oficial de divisas, donde se determina el tipo de cambio nominal relevante para el comercio exterior, la política de *crawling peg* fue la elegida por el Banco Central para administrar la escasez de moneda extranjera, la cual consistió en previsible microdevaluaciones del peso de forma tal que acompañen a la tasa de inflación local. En el Gráfico 3 se puede observar un tipo de cambio real bilateral (pesos por dólar ajustado por inflación) y real multilateral (basado en una canasta de monedas ponderadas según su participación en el comercio exterior de la argentina), que evolucionan de forma pareja con pequeñas oscilaciones en los doce meses comprendidos entre la asunción como ministro de Sergio Massa en agosto del año pasado y las elecciones PASO de agosto de este año. De los datos se desprende que hubo una búsqueda intencionada de mantener relativamente constante el tipo de cambio real peso dólar en ese lapso, siendo su valor promedio bastante más bajo que el de los primeros años del gobierno actual, pero en niveles similares a los del comienzo del gobierno de Mauricio Macri.

Gráfico 3: Evolución del Tipo de Cambio Real (Bilateral y Multilateral)



Fuente: Banco Central (base diciembre 2015 = 100).

Luego de las elecciones PASO, se dejó de lado ese esquema cambiario y se procedió a realizar un salto discreto del tipo de cambio del 22% y fijar el tipo de cambio nominal hasta las elecciones de octubre (luego se prorrogó el esquema hasta el balotaje de noviembre). En un país acostumbrado a convivir con elevadas tasas de inflación, el pasaje a precios de una devaluación es siempre muy alto, lo cual se tradujo en sendas tasas de inflación en agosto y septiembre del 12% anual. A fines de octubre de 2023, el aumento de precios había dejado sin efecto reales la devaluación y el tipo de cambio real vigente era el más apreciado de todo el gobierno actual, retrocediendo a valores similares a las primeras semanas de la crisis cambiaria de 2018. No resulta sorprendente, pues, que desde hace pocos días y por un mes, se le permita liquidar a los exportadores sus divisas a un tipo de cambio implícito de aproximadamente \$500 (pueden vender hasta el 30% de sus dólares en el mercado de contado con liquidación).

En cuanto al segmento libre del mercado cambiario, puede verse en el Gráfico 4 la evolución del tipo de cambio nominal (ajustado por la

evolución de la inflación local y de EE.UU.) utilizando la cotización del contado con liquidación (CCL). Durante los cuatro años del gobierno de Alberto Fernández, esta cotización fue ampliando su brecha respecto de la oficial con algunos picos destacados como lo fueron septiembre/octubre de 2020, alcanzando una brecha con el dólar oficial de 124%, y en julio de 2022, superando el 150%. El primer caso (1) se debió al inicio de la salida de la Argentina de fondos comunes de inversión (Templeton y Pimco), que habían arribado al país durante la gestión anterior y que quedaron atrapados en el mercado doméstico con bonos en pesos cuando el cepo se reinstauró. En el segundo caso (2), el desencadenante fue la renuncia del ministro de Economía Martín Guzmán, seguida al poco tiempo por la de su sucesora Silvina Batakis, que pusieron al descubierto (más allá de los problemas económicos subyacentes) un evidente debilitamiento político de la coalición gobernante y una temida fragmentación de su poder, con la consiguiente incertidumbre por el resultado de su interna (con una elección presidencial no tan lejana en el horizonte).

Gráfico 4: Serie del Tipo de Cambio Nominal Contado con Liquidación (CCL) –ajustado por inflación, a precios de octubre 2023–



Fuente: elaboración propia. Datos www.ambito.com

El tercer (3) y cuarto (4) pico de la serie corresponden a las últimas semanas, en las que encontramos una brecha con el dólar oficial que logró superar el 200%, la más alta en los últimos tres años. Se inicia en agosto comenzando como una tradicional estrategia de cobertura frente al acto electoral y se dispara luego del conocimiento de su sorpresivo resultado. La corrección del tipo de cambio oficial al día siguiente de la elección explica la primera suba, impulsada también por una serie de medidas de política fiscal expansiva con un costo estimado en 0,8% del PBI, sin que fuera debidamente explicada su financiación. En las semanas siguientes y en base a lo que predicaban las encuestas sobre el resultado de las elecciones generales de octubre, el aumento de la probabilidad de que se avance en el futuro inmediato en un plan de dolarización con un Banco Central sin reservas contribuyó al salto devaluatorio.

Luego de las elecciones, dos fuerzas parecen operar hacia la baja pronunciada del tipo del tipo de cambio CCL. En primer lugar, el esquema ya mencionado que les permite a los exportadores volcar parte de sus divisas en el mercado CCL, al incrementar su oferta, impulsó hacia abajo su cotización.

En segundo lugar, el nuevo resultado electoral redujo la probabilidad de que la economía avance rápidamente hacia una dolarización. Dos explicaciones plausibles pueden ser que, por un lado, en comparación con los días previos a las elecciones generales disminuyeron parcialmente las probabilidades de victoria del candidato que la propone. Por otro lado, en el nuevo esquema de alianzas poselectorales las fuerzas políticas que colaborarían para que triunfase en el balotaje se muestran reacias a implementar dicho plan. El cambio en las expectativas, que asignan una más baja probabilidad de ocurrencia de la dolarización, provocó una caída en la demanda de dólares y con ella de su precio.

El análisis anterior de la evolución reciente del mercado cambiario en perspectiva histórica nos deja algunas interpretaciones posibles.

En cuanto al tipo de cambio oficial que rige el comercio exterior, no parece probable la continuación del esquema actual. En términos reales hay que retrotraerse hasta 2018 para encontrar niveles similares, momento en el cual existía una apreciación del peso. En el primer semestre de este año, el resultado del balance de pagos mostró un déficit de cuenta corriente (una necesidad de financiamiento de la economía argentina en su conjunto) del orden de los 12.000 millones de dólares.

Con exiguas reservas internacionales y elevados pasivos monetarios, el Banco Central no parece contar con demasiado espacio para mantener un tipo de cambio atrasado en el mercado oficial (por no mencionar que las importaciones están comprimidas, que incluso creció la deuda flotante de los importadores y que la brecha cambiaría se amplió).

En cuanto al tipo de cambio libre, ilustrado mediante la evolución del CCL, el nivel actual (\$855 al cierre de esta edición) no parece "atrasado", si se tiene en cuenta que está en el mismo nivel que en el invierno del año pasado, cuando dos ministros de Economía renunciaron en menos de un mes y no parecía claro el rumbo político y/o económico del gobierno. Claro está, con una tasa de inflación de dos dígitos, para que continúe en el mismo nivel dicho tipo de cambio debería acompañar la evolución de precios.

UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

La evolución del mercado cambiario en particular y de la economía en general estará signada por el resultado del próximo balotaje. La enorme incertidumbre política que estuvo presente a lo largo del presente año decantó luego de un extenso proceso electoral en un final abierto e incierto, que a la espera de su desenlace mantiene suspendidas buena parte de las decisiones de los agentes económicos y de la propia política económica de mediano y largo plazo.

Justo cuando la democracia cumple cuatro décadas desde su restauración, y sea cual fuere el resultado electoral, se vislumbra un cambio en la composición de las coaliciones (tanto de actores como de ideas) que protagonizarán el escenario político de los próximos años. Será, pues, responsabilidad del que le toque gobernar, no solo formular rápidamente un plan económico sustentable en el largo plazo sino también (incluso antes) consolidar una masa crítica de apoyos que le permita implementarlo.



Editor Reponsable
Lic. Fernando Amador Agra

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Lic. Mariano de Miguel

Director Académico
Lic. Diego Coatz

Colaborador
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