ARGENTINA: Mejores Perspectivas de Corto Plazo
(noviembre de 2024)

Pablo J. Mira y Florencia M. Fares
Centro de investigaciones Macroeconómicas para el Desarrollo (CIMaD)

Hitos económicos más relevantes

Situación económica y sistema productivo	Inserción internacional
• A **octubre de 2024 la economía argentina se encuentra en los niveles de diciembre de 2023,** con caídas fuertes en la primera mitad y cierta recuperación desde julio. • El agro se expandió fuerte en 2024, pero **tanto la industria como la construcción sufrieron caídas importantes**, que recién ahora comienzan a recuperarse.	• A pesar de los **bajos precios internacionales y el atraso cambiario** las exportaciones mantienen un buen ritmo de crecimiento interanual. • Las **importaciones se recuperan** lentamente. • Una nueva regularización de activos permite el **ingreso de capitales para créditos** en el sector privado.
Política fiscal	**Política monetaria**
• En el acumulado de 2024 a septiembre se alcanzó un **excedente primario y financiero del +1,5% y +0,4%** del PIB respectivamente, con resultados positivos en todos los meses. • **La caída de los ingresos fue compensada con una baja de gastos muy superior**. Sumando enero a septiembre, el gasto primario se redujo -29% anual en pesos constantes.	• **El sendero descendente de la inflación se ha consolidado,** en gran medida ayudado por el control de capitales y el régimen cambiario. • La **estrategia del Banco Central ha rotado hacia la emisión "cero" de pesos,** pero esto **atenta contra la acumulación de reservas internacionales.**
Perspectivas económicas	
• La evolución de **la desinflación ha superado las expectativas de los pronosticadores** y del propio gobierno. • Sin embargo, **se espera una mayor recesión** que la proyectada a principios del año, en torno al -3.6% para 2024. • El **gobierno sostuvo su compromiso con la disciplina fiscal y la corrección de precios relativos,** pero **ha encontrado algunos inconvenientes con la meta de acumulación de reservas,** lo cual pone en duda la liberalización del mercado cambiario en el corto plazo.	

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y pueden no reflejar el criterio individual de las instituciones que integran el CESLA.

Diagnóstico Económico

Situación económica y sistema productivo

El triunfo en las elecciones presidenciales de Javier Milei fue la brusca reacción sociopolítica a las severas disrupciones macroeconómicas que mostraba la economía hasta fines del año pasado. **Una inflación creciente**, que se acercaba rápidamente al 300% anual y amenazaba con alimentar expectativas de hiperinflación, **más una economía real prácticamente estancada, fueron los detonantes del triunfo del candidato autodenominado libertario.**

Esto resume la situación general, pero los detalles que derivaron en esta situación también eran alarmantes. A fin de 2023 las cuentas fiscales estaban muy deterioradas, las reservas internacionales (brutas y netas) prácticamente acabadas, el tipo de cambio oficial atrasado en términos reales en un marco donde los paralelos no parecían tener techo, los precios de tarifas controlados en niveles bajísimos, había un incumplimiento de hecho del acuerdo con el FMI. Pero lo más preocupante es que ninguno de estos desequilibrios había permitido sostener los indicadores sociales. **Con la única excepción del desempleo, la pobreza y la indigencia y la informalidad laboral crecían decididamente**.

El nuevo Presidente entendió de inmediato que cualquier cambio, de cualquier magnitud, no encontraría mayor resistencia a nivel social y político. Así, la agenda de la política económica giró 180 grados de un día para el otro y propició **un gigantesco ajuste fiscal y monetario que tuvo un impacto negativo sobre la actividad económica**, pero que en la práctica parece simplemente haber extendido los malos datos que se observaban desde marzo de 2023. En efecto, la economía tocó un máximo en aquel mes y al momento de asumir Milei la actividad ya acumulaba en términos desestacionalizados una caída de -5%. El ajuste produjo bajas del PIB que acumularon un par de puntos negativos adicionales, pero **a octubre de 2024 la economía se encuentra básicamente en los niveles de diciembre del año pasado**. En suma, la contracción fiscal y monetaria provocó un daño relativamente menor a una economía ya dañada, y tras algunos meses negativos comenzó a recuperarse levemente.

Sin embargo, **existe una disparidad importante respecto del impacto de esta política en términos sectoriales**. Usando como indicador el promedio de la actividad entre enero y agosto de 2024 en relación al mismo período de 2023, el agro creció un 42,2%, mientras que la industria manufacturera se contrajo en un -13,2%, la construcción en un -19,9% y el comercio un -11,1%.

Un hecho que impactó particularmente fue el **rápido deterioro de los indicadores sociales.** En el **segundo semestre de 2024 la tasa de pobreza aumentó hasta el 52,9% de las personas** (+12,8 puntos porcentuales en la comparación anual) mientras que la tasa de indigencia subió al 18,1% de las personas (+8,8). Con estos resultados, casi 16 millones de personas quedaron por debajo de la línea de pobreza y algo más de 5 millones por debajo de la línea de indigencia. **La distribución también empeoró.** En el segundo trimestre de 2024 (II.24) el Coeficiente de Gini se ubicó en 0,436, superior al 0,417 de hace un año, y la participación de los asalariados en el ingreso cayó en -1,6 puntos porcentuales (p.p.) respecto de un año atrás para ubicarse en el 43,4% del valor agregado.

Pese a estos indicadores negativos, **en los últimos meses la economía parece mostrar una lenta recuperación en términos desestacionalizados**. El PIB de agosto creció 0,2% mensual, acompañado por una recuperación de la industria (2,6%), la construcción (2,4%), y el empleo registrado (0,2%). Dentro de la industria, en el mes de septiembre las consultoras privadas coinciden en anticipar una suba de la producción industrial en la medición mensual sin estacionalidad de entre 1,5 y 2%, con especial

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y pueden no reflejar el criterio individual de las instituciones que integran el CESLA.

dinamismo en la producción aceitera. En cambio, aún se observan caídas en metalmecánica, metálicas básicas y minerales no metálicos, aunque a tasas menores que el mes previo.

Los datos anticipados de septiembre y octubre auguran **un crecimiento del PIB del III.24 sin estacionalidad del 2%** aproximadamente, consolidando **un rebote lento y dispar,** pero que ya lleva varios meses. Este recupero ha encontrado alguna demanda en la venta en supermercados y también en el consumo en centros comerciales.

El diagnóstico de esta recuperación incipiente es aún esquivo. La economía tocó un mínimo entre mayo y junio tras el fogonazo inflacionario que retrasó los ingresos reales, pero con una inflación algo más controlada en torno al 3% mensual, algunos salarios están recuperando parte de lo perdido, induciendo un aumento del consumo. También hay **un papel para el crédito y la reaparición de las "cuotas" para el pago de durables,** un componente típico de las estabilizaciones, pese a que parte de niveles muy bajos. La tranquilidad financiera en los mercados cambiarios paralelos (ver Sección Política Monetaria) también contribuyó a alivianar expectativas de las familias de *wait and see* y estimuló cierto aumento del gasto.

La recuperación sostenida del crecimiento, sin embargo, **parece depender en lo sucesivo de la disponibilidad de reservas internacionales, que aún no muestra una dinámica precisa**. En este frente, juegan a favor el buen desempeño productivo de energía en Vaca Muerta, el "cepo cambiario" que aún se sostiene, y el hasta ahora exitoso régimen de blanqueo para regularizar activos. Los interrogantes de cara al futuro son el potencial nuevo acuerdo con el FMI (con posible impacto del renovado rol de Trump en sus decisiones), el fuerte calendario de pagos de servicios de la deuda para los próximos años, y un tipo de cambio real que exhibe un atraso creciente.

De allí que el título de este informe **debe leerse con un énfasis en la expresión "corto plazo":** las mejores perspectivas derivadas de algunas buenas noticias producen entusiasmo en algunos analistas, pero aún no está despejada en absoluto la incertidumbre respecto de un futuro algo más lejano.

Inserción internacional

El saldo en la **cuenta corriente en el primer semestre del año acumula un superávit de 3.7 mil millones de dólares.** Como punto de comparación, el saldo deficitario era de 12.2 mil millones a igual periodo del 2023. El balance comercial restauró el superávit en casi 10 mil millones, donde la balanza de bienes más que compensó a la balanza de servicios. En relación con la cuenta financiera, e**l sector privado no financiero redujo su posición en anticipos comerciales e incrementó sus pasivos netos de inversión directa**. Por su parte, el Banco Central aumentó su posición en activos de reserva y el Gobierno redujo sus posición en Préstamos, lo cual está asociado a las amortizaciones respecto al acuerdo vigente con el FMI.

El **valor exportado totaliza 59.1 mil millones de dólares en los primeros nueve meses de 2024**, un 15% por encima de lo registrado en igual periodo del año anterior. A nivel desagregado, las mayores expansiones se registraron en el sector de Productos Primarios (PP), con una fuerte recuperación del monto exportado del 27% interanual y Combustibles y Energías (CyE), con un 26% interanual.

De mayo a septiembre, **las cantidades exportadas crecieron en promedio un 23% contra igual periodo de 2023, mientras que los precios continúan su retroceso**. El mayor dinamismo en volúmenes se observó en Productos Primarios y sus Manufacturas (que fueron afectados por la sequía del año pasado) y Combustibles y Energías. Los precios para estos sectores siguen mostrando

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y pueden no reflejar el criterio individual de las instituciones que integran el CESLA.

importantes reducciones (-11%, -12% y -1%, respectivamente) con respecto a igual periodo de 2023, pero son más que compensados por la recuperación interanual de las cantidades.

En cuanto a las **importaciones**, los **primeros nueve meses del año totalizaron 44 mil millones de dólares**, un 24% inferior al registro en igual periodo del año pasado. El sector de mayor caída continua siendo Combustibles y Lubricantes (-48% interanual), explicado en gran medida por la expansión de la producción a nivel doméstico. El resto de los sectores continuaron con contracciones interanuales de los valores importados, liderado principalmente por caídas en las cantidades (en Piezas y Partes de Bienes de capital, en un 30% promedio interanual y Bienes de Capital, en un 20% promedio interanual). Solo en julio y septiembre, con la lenta y dispar recuperación de la actividad económica (ver Situación económica y sistema productivo), se empieza a observar un crecimiento en la demanda de importaciones.

En el aspecto financiero, la **caída de las reservas internacionales se detuvo en 2024.** Sin embargo, luego del traspié con la reducción de la tasa de interés en mayo y con las nuevas medidas de emisión "cero" implementadas en julio (ver Política Monetaria), **el ritmo de acumulación de reservas se redujo.** Como contracara, el **sector privado empezó a emitir nuevos instrumentos de deuda** para captar parte del ingreso de capitales que se originaron por la implementación de un nuevo régimen de regularización de activos. En palabras de representantes del gobierno, **el "blanqueo" aportó alrededor de 20 mil millones de dólares.** No obstante, este ingreso de divisas no ayuda a recomponer las reservas internacionales netas del Banco Central, sino que son un activo del sector privado. Además, la bonanza económica que puede generar el tamaño de este flujo sólo tiene durabilidad en el corto plazo, ya que no es posible mantener un esquema permanente de formalización de capitales. Con el sostenimiento de las restricciones más duras al movimiento de capitales (el denominado "cepo" cambiario), la normalización de los flujos (y la reducción del costo del endeudamiento externo) son todavía una promesa por cumplir.

Finalmente, la regularización de capitales ha generado una gran expectativa sobre la consolidación y credibilidad del cambio de rumbo económico anunciado por el actual gobierno. La hipótesis es que estos capitales se dirigirán hacia el financiamiento de la reactivación del sector privado, que debería ser el impulsor de la recuperación económica a futuro. **Asimismo, la asunción de Trump en Estados Unidos también genera expectativas de un renovado acuerdo con el FMI y la colaboración más cercana entre ambas naciones en materia de inversiones.**

Política fiscal

Pese a las dudas iniciales y cierta creatividad contable, **tras casi un año de ajuste fiscal el superávit en las cuentas públicas parece haberse consolidado**. En el acumulado de nueve meses de 2024 se alcanzó un excedente primario y financiero del +1,5% y +0,4% del PIB respectivamente, con resultados positivos en todos los meses. Se trata de una proceso de una dimensión desconocida en el país, y etiquetada con entusiasmo por el propio presidente como **"el mayor ajuste de la historia de la humanidad"**. En cualquier caso, estamos ante la corrección fiscal más importante desde que hay datos fiscales confiables (1961), acumulando una diferencia de 5,6 p.p. del PIB en poco más de seis meses.

Si bien el gobierno debió enfrentar **una reducción de los ingresos totales en un contexto recesivo, redujo los gastos en una proporción bastante superior**. Sumando enero a septiembre, el gasto primario se redujo -29% anual en pesos constantes, principalmente por la caída del gasto en prestaciones sociales y en los gastos de capital. De esta forma, se acumula una reducción anual del gasto total de -2,6 p.p. en términos del PIB.

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y pueden no reflejar el criterio individual de las instituciones que integran el CESLA.

Por el lado de **los ingresos**, **se observan caídas en términos reales a un ritmo de aproximadamente 10% anual durante los últimos 4 meses, en línea con la erosión en la actividad.** También están teniendo una dinámica muy positiva los derechos de exportación (+50% anual en valores constantes), el componente clave para compensar la reducción en los gravámenes relacionados con la actividad económica (IVA, Ganancias y Seguridad Social). Los datos de la recaudación tributaria nacional de octubre indicarían una caída real algo menor, de alrededor de -2,5% anual, gracias a una mejora de los ingresos por Seguridad Social y del IVA. En el acumulado de diez meses, la recaudación cayó -6,9% anual real pese al fuerte incremento en los últimos dos meses del impuesto a los bienes personales, cuyo pago anticipado permite a los contribuyentes una marcada reducción de los tributos de los próximos años.

Del lado de las **erogaciones, el gasto primario real se viene reduciendo desde comienzos de año a tasas cercanas al -30% anual.** El **componente más importante, la Seguridad Social**, se reduce a un ritmo de entre un -10% y un -20% en los últimos 6 meses, siempre medido a pesos constantes. Los gastos en infraestructura, mientras tanto, merman casi en un -75%. La suba de tarifas, por otra parte, permitió la reducción de subsidios. En el área del transporte la baja es de -30% anual, mientras que en energía la caída fue fuerte en los primeros meses del año, pero en los últimos meses este ritmo menguó. También se mantiene la baja en las transferencias a provincias y, pese a la protesta social, a las universidades nacionales (ver Actualidad a Debate).

Finalmente, **se presentó el Proyecto de Presupuesto Nacional (PPN) para el próximo año, con la voz del propio Presidente, que insistió en la defensa del equilibrio fiscal**. Para ello, estableció el cumplimiento de un conjunto de reglas fiscales inalterables. Como esquema general, el resultado financiero (primario menos intereses) debe ser equilibrado. Esto implica lograr un superávit primario suficiente para el pago de los intereses de la deuda, proyectado en 1,3% del PIB para 2025. Si los ingresos terminan siendo menores a los estimados como consecuencia de una merma en la actividad económica, el Gobierno ajustará el componente discrecional del gasto en esa cantidad. Finalmente, si los ingresos son inferiores a lo proyectado, debe distinguirse si se trata de una situación transitoria o permanente. En el primer caso, (por ejemplo, por una mejora de los precios internacionales que aumenta los derechos de exportación), el superávit resultante será utilizado para cancelar deudas o reducir la cantidad de dinero en circulación. Una mejora permanente (por ejemplo, por un crecimiento sostenido de la economía) derivará en una reducción o eliminación de impuestos.

Si bien la estrategia considera prioritario el equilibrio fiscal y propicia la reducción paulatina de la participación del Estado en la economía, **desde el punto de vista macroeconómico se trata de una regla procíclica**, pues contrae el gasto cuando la economía también lo hace, y lo opuesto durante los momentos altos de la actividad. Finalmente, las proyecciones macroeconómicas incluidas en el PPN prevén un crecimiento de 5% y una inflación de 18,3%, números bastante más optimistas de los que proyectan las consultoras (ver Perspectivas Económicas).

Política monetaria

Con el cambio de paradigma de la política monetaria y cambiaria del gobierno libertario, la inflación ha mostrado un claro y contundente sendero descendente desde el pico en diciembre de 2023. El último dato reportado por **el INDEC para octubre señala una inflación mensual de 2,7%, pero donde el rubro alimentos solo mostró un 1,2% en la variación promedio de precios.** Los ajustes en los precios relativos de sectores ligados a los servicios son los que colocan el promedio todavía por encima del 2% mensual.

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y pueden no reflejar el criterio individual de las instituciones que integran el CESLA.

La regla del *crawling-peg* actual del tipo de cambio, del 2% mensual, está mostrando grandes resultados en materia de anclaje de precios y de expectativas futuras. Aunque persisten en su mayoría los controles cambiarios en materia financiera, se avanzó en la reducción de los plazos de la disponibilidad de divisas para pagos de importaciones. Los agentes económicos acompañan, hasta ahora, el plan de gobierno de tal forma que, en promedio, **la brecha entre el tipo de cambio oficial y los financieros rondó el 14% en el último mes**, con un claro sendero descendente desde el 136% en noviembre de 2023.

En línea con la desinflación, **el Banco Central dejó inalterada la tasa de interés de politica monetaria desde mayo en un 40%.** En ese entonces, las cotizaciones de los dólares financieros aumentaron, lo cual provocó señales de alerta para las autoridades**. Recién a principios de noviembre, se decidió continuar con la reducción de la tasa de referencia,** que se ubicó en 35% nominal anual. La estrategia no solo se basa en mantener una tasa real relativamente baja, sino reducir el costo del crédito al sector privado para que éste sea el propulsor de la recuperación económica.

Otro factor relevante del esquema de la política monetaria es el compromiso asumido en materia de la restricción del financiamiento al tesoro y la emisión monetaria. De hecho, el gobierno ha decidido avanzar en un plan de emisión "cero" propiciando un esquema de esterilización de la acumulación de reservas un tanto particular. Actualmente, por cada divisa que ingresa a través del mercado oficial, la autoridad monetaria luego vende esa divisa en el mercado financiero a un tipo de cambio más alto. La diferencia en las cotizaciones garantiza que en el neto se cumpla la emisión "cero" de pesos, ya que los que son emitidos para la compra de divisas, por ejemplo por exportaciones, luego son reabsorbidos con la venta de divisas en el mercado financiero. **Esto atenta contra el objetivo de acumulación de reservas internacionales**, las cuales han mostrado una evolución más lenta desde mayo. Sin embargo, es una nueva fuente de oferta de dólares en los mercados financieros que ayuda a contener la brecha entre las distintas cotizaciones.

Por último, la nueva regularización de activos ha impulsado el reciente crecimiento de las reservas internacionales brutas. Con la contracción de la brecha entre las distintas cotizaciones del dólar las expectativas de cambio del régimen cambiario se renuevan. Sin embargo, el gobierno ha anunciado que, de consolidarse el descenso de la inflación, **el plan es continuar con una reducción de la tasa del *crawling-peg* actual al 1%** y luego, avanzar con la liberalización completa del mercado para asegurarse que no tenga efectos indeseados en la evolución de precios.

Perspectivas económicas

Según el último Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) del Banco Central, disponible a octubre, **para el año 2024 se espera una caída del producto más profunda que la proyectada en nuestro informe de abril**, en torno al -3,6% (Tabla 1), y 0.6 pp. más grave que la esperada en enero por los mismos analistas. Estas proyecciones son ligeramente más pesimistas que las anunciadas por el FMI, que se ubicaron en -3.5% en su informe de octubre. Luego del piso de mayo y junio, se espera que la economía doméstica se mantenga estable en lo que queda del año y con un mayor dinamismo en 2025. Sin embargo, se empieza a vislumbrar una diferencia entre lo esperado por los agentes domésticos (3.4%) y el FMI (5%) en materia de crecimiento en el próximo año.

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y pueden no reflejar el criterio individual de las instituciones que integran el CESLA.

La mayoria de los analistas descartan cambios sustanciales en el régimen cambiario, al menos hasta las elecciones legislativas de 2025. Se proyecta, en promedio, **que el tipo de cambio cierre a 1021 pesos por dólar al finalizar el 2024**. En línea con las menores expectativas de inflación, se espera que **a fines de 2025** el tipo de cambio alcance un valor de $1295, es decir, **un incremento del 27%.**

Por otro lado, la inflación esperada para 2024 empezó a retrotraerse, pasando **de 165% a 120%** entre abril-2024 y octubre-2024. A lo largo de los primeros diez meses del año, la desinflación se ha ubicado cerca del mínimo del rango pronosticado, sobre todo en la primera mitad del año. En el último informe proyectan que **tanto la inflación general como la núcleo se estacionarían en alrededor del 3% mensual**, 2 pp. por debajo de lo mencionado en nuestro reporte de abril. Para 2025 se espera, en promedio, una inflación del 30%, una cifra que no se registraba desde principios de 2018 (con excepción del periodo de la pandemia). En cambio, en la última actualización de las proyecciones del FMI, se estima una inflación anual de 140% para 2024 y de 45% para fin de 2025. Es decir, aunque no es el mismo nivel, todos coinciden en una considerable y sostenible desinflación.

Tabla 1: Expectativas 2024 (promedio)

	abr-24	nov-24
Crecimiento PIB	-3,5%	-3.6%
Inflación (1) (Dic-2024)	165%	124%
Dólar (2) (Dic-2024)	1300	1021
(1) Inflación, var. % anual		
(2) Pesos por dólar oficial. Fin período.		
Fuente: REM - BCRA.		

Para que este escenario se verifique, es necesario que el gobierno avance en las medidas de reforma estructural y reordenamiento de la política económica. Gran parte del trabajo se ha realizado en 2024, como remarcó el FMI en su última revisión de mayo, donde se destacó el **compromiso para lograr superávit fiscal**, **la desaparición del financiamiento monetario al tesoro, y el impulso para corregir precios relativos.** El acuerdo vigente con el organismo todavía tiene pendiente dos revisiones a completarse este año, pero también hay rumores sobre concretar un nuevo acuerdo de cara a los vencimientos de deuda que empiezan a acumularse a partir de 2026.

La contracara de la desinflación se refleja en el nivel de actividad. Como se espera que tenga lugar una recuperación de la actividad económica (no solo por el efecto rebote, sino como resultado de la propia desinflación) también se proyecta una mayor demanda de divisas en lo que queda del 2024. En compensación, la segunda mitad del año es estacionalmente complicada para el ingreso de dólares por el lado de las exportaciones de *commodities*, pero la campaña de trigo tiene muy buenas estimaciones según la Bolsa de Comercio de Rosario. Asimismo, el sector de minería y combustibles también es un aliado para combatir un semestre estacionalmente escaso de divisas.

Si el clima continúa acompañando, se proyecta una muy buena cosecha de soja para el inicios de 2025, aunque también se advierte que los precios podrían sufrir alguna reversión como consecuencias de las políticas que se implementarían con el nuevo gobierno estadounidense. Por otro lado, la dinámica inflacionaria y cambiaria parece indicar que el sendero descendente del tipo de cambio real continuará generando pérdidas de competitividad, lo cual genera disgusto en los sectores tradicionalmente exportadores. **La generación genuina de divisas es un punto fundamental para lograr la consistencia macroeconómica que busca el actual gobierno argentino.**

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y pueden no reflejar el criterio individual de las instituciones que integran el CESLA.