

¿Avizorando la (des)estabilización en Argentina? (octubre de 2023)

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



Escuela de
Economía y Negocios
EEyN_UNSAM

Hitos económicos más relevantes

Situación económica y sistema productivo	Inserción internacional
<ul style="list-style-type: none"> El primer semestre exhibió una caída del PIB de -1,3%, y la economía recién alcanza el nivel de PIB de fines de 2017. La actividad parece sostenida por el turismo, sumado a una demanda transitoriamente fortalecida por la huida del peso. 	<ul style="list-style-type: none"> Las exportaciones se recuperan, pero no son suficientes para incrementar la disponibilidad de reservas internacionales. Controles a las importaciones detienen la sangría de divisas, pero perjudican a la actividad económica doméstica.
Política fiscal	Política monetaria
<ul style="list-style-type: none"> La situación fiscal sostenía hasta septiembre una dinámica congruente con la meta con el FMI de un déficit primario de -1.9% del PIB. Si bien la recaudación real cayó fuerte, los gastos en subsidios también cedieron. El Tesoro fue asistido por el BCRA en alrededor de un punto porcentual del PIB. 	<ul style="list-style-type: none"> La inflación sigue sin techo, en septiembre fue del 12,7% mensual. La tasa de interés corre detrás de la aceleración inflacionaria, mientras resurge la financiación monetaria al Tesoro. La sangría de reservas internacionales no da tregua.
Perspectivas económicas	
<ul style="list-style-type: none"> Según los pronosticadores profesionales, la inflación mensual ya se colocaría en las dos cifras hasta fin de año. Se produjeron correcciones a la baja en el crecimiento del PBI, al -2.7% en organismos oficiales, y -2.5% para el FMI. El Acuerdo con el FMI establece una mayor devaluación y más inflación, con redefinición de metas para las reservas, y el compromiso de sostener la meta del déficit fiscal en -1.9% del PIB. 	

Diagnóstico Económico

Situación económica y sistema productivo

En el informe anterior sugeríamos que la economía argentina se deslizaba sobre un “filo de navaja”, debido a la insuficiencia de reservas internacionales. **La situación actual ya no es la de un equilibrio precario, sino que ha mutado definitivamente hacia una marcada disfuncionalidad.** La acumulación de desequilibrios en materia de inestabilidad nominal, distorsión de precios relativos y dificultades productivas relacionadas con el comercio exterior se han vuelto difíciles de manejar. El síntoma más directo de este conjunto de dislocaciones es la **aceleración de la inflación a niveles aproximados de 12% mensual y 150% anual**, números congruentes con un régimen de alta inflación. La actividad, mientras tanto, fluctúa mostrando “reflejos”, debatiéndose entre las dificultades de provisión externa de insumos, y una demanda favorecida por la aceleración de la huida del peso en un contexto en el que es cada vez más difícil acceder a la compra de dólares para cubrirse ante una eventual devaluación.

Tras un buen 2022, ayudado por cierta inercia del rebote tras la pandemia del año anterior, **el primer semestre exhibió una caída dentro de lo previsto del PIB de -1,3%**, liderada por una de las sequías más duras de la historia, que afectó seriamente la disponibilidad de divisas para sostener el aparato productivo. En perspectiva, contando con un buen desempeño de la actividad en agosto, **la economía recién ahora ha alcanzado el nivel de PIB de fines de 2017**, casi seis años atrás, lo que significa una fuerte caída del ingreso medido en términos per cápita.

Desagregando la oferta, del lado de los bienes la comparación anual del acumulado de 2023 arroja una **caída de casi -30% del sector agropecuario**, parcialmente por el buen desempeño de la minería, **y una industria que se mantuvo estancada.** Los servicios han tenido una dinámica positiva algo superior al 1%, liderados por aquellos relacionados con el turismo, como **hoteles y restaurantes, que evolucionan a una tasa de casi 7% anual.** Confirma esta conjetura la duplicación de la cantidad de pernотaciones de los no residentes respecto de lo ocurrido en el acumulado del año pasado, un comportamiento perfectamente consistente con el aprovechamiento de un peso más que competitivo al valor del dólar paralelo (“blue”). Dentro de la industria, en los últimos meses parece observarse cierta recuperación transitoria del sector automotriz, y una dinámica decididamente positiva en la producción de petróleo, como consecuencia de la explotación del yacimiento de Vaca Muerta en el sur del país.

En cuanto al consumo, todo apunta a que su sostenimiento está asociado con la caída sostenida de la demanda de pesos. En efecto, **la venta de electrodomésticos del acumulado anual hasta julio trepó casi un 30% en términos reales**, pese a que los precios de estos bienes parecen estar fijados bastante por encima del valor del dólar oficial.

En suma, **la actividad económica parece estar sostenida en un nivel que no se modificará si no se cumplen una serie de condiciones.** En primer lugar, una recuperación de reservas de la mano de una mejora en la cosecha y la explotación de gas y petróleo de Vaca Muerta. Segundo, un plan de estabilización que recupere alguna certidumbre de mediano plazo. Y tercero, un reordenamiento del resto de las variables macroeconómicas para que dicho plan tenga alguna chance de éxito.

Inserción internacional

Para el primer semestre de 2023, se mantiene un **saldo de cuenta corriente deficitario en 11,7 mil millones de dólares**. La **balanza comercial agrandó el resultado negativo en el segundo trimestre**, con un déficit acumulado de 2,3 mil millones de dólares. En relación con la cuenta financiera, **se observó un ingreso neto de capitales**, a pesar de la **sostenida reducción de reservas internacionales**. El gobierno ha disminuido sus pasivos externos, pero se han incrementado los créditos y adelantos comerciales, así como los instrumentos de deuda emitidos por el sector privado. En los primeros nueve meses del año, **el saldo de la balanza de bienes arrojó un saldo negativo de 6,9 mil millones**, explicado principalmente por caídas en los precios y crecimiento de las cantidades tanto en exportaciones como en importaciones con diferente intensidad.

El valor exportado totaliza 51.190 millones de dólares en los primeros nueve meses del 2023, un 23,9% por debajo de lo registrado en igual periodo del año anterior. A nivel desagregado, **las mayores pérdidas continúan en el sector de Productos Primarios (PP)**, con una caída del monto exportado del 38% anual (una leve reducción desde el informe anterior) y **les siguen las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)**, con un -26,7%. De enero a septiembre, **las cantidades exportadas crecen y los precios se comprimen para los PP**, mientras que el efecto precio versus cantidad se compensan en las MOA. En este mismo periodo, las **Manufacturas de Origen Industrial** también mostraron un **crecimiento en cantidades (56,4%)**, **parcialmente compensado por contracciones en los precios (-14%)**, mientras que las exportaciones de **Combustibles y Energías se retrotrajeron por ambos canales** (-1,2% en cantidades y -7% en precios).

En cuanto a las **importaciones**, los **primeros nueve meses del año totalizaron 58.156 millones de dólares**, un 10% inferior al registro en igual periodo del año pasado. El sector con **mayores caídas es Combustibles y lubricantes** (-40% interanual), que entre enero y septiembre 2023 ha mostrado grandes **contracciones de las cantidades importadas** (-32,7%). El resto de los sectores sufrieron contracciones de los valores importados con respecto a igual periodo de 2022, explicado principalmente por caídas en las cantidades. Con el objetivo de detener la demanda de dólares, se tomaron medidas para dificultar la compra de productos importados en algunos sectores.

Con respecto a los flujos de capitales en el segundo trimestre de 2023, la **caída de las reservas internacionales** (10 mil millones de dólares) **ha sido parcialmente compensada por la acumulación de activos en billetes y depósitos de Otros sectores** (3 mil millones de dólares), que incluye a Sociedades no financieras, Hogares, instituciones sin fines de lucro y otras sociedades financieras privadas no captadoras de depósitos. Por su parte, los **pasivos internacionales aumentaron** por medio de los **instrumentos de deuda en la Inversión Directa y los créditos y adelantos comerciales de Otros sectores**. En compensación, se **redujo el pasivo del Gobierno general** como parte de pago de las amortizaciones **con el Fondo Monetario Internacional** (4.6 mil millones de dólares).

Finalmente, **las últimas novedades en materia climática indican que la producción de trigo y maíz podrían verse perjudicadas por la insuficiencia hídrica** en la región. Frente a este escenario, algunos productores agropecuarios podrían barajar **rotar la siembra de maíz y pasarse a soja**. Las proyecciones con un escenario normal de clima indicarían que **Argentina podría más que duplicar la cosecha de soja en la próxima campaña**, y propulsar el comercio internacional y la entrada de divisas para el próximo año. A futuro, también deben ponderarse el **ahorro de divisas proveniente de la producción de hidrocarburos** en el sur del país para la satisfacción de la demanda doméstica tanto de consumo como productiva, así como la posibilidad de empezar a exportar estos productos.

Política fiscal

La situación fiscal sostenía hasta septiembre **una dinámica potencialmente congruente con la meta con el FMI, que establece un déficit primario de -1,9% del PIB**. Sin embargo, tras la derrota en las elecciones primarias de agosto y la devaluación del 22% del tipo de cambio oficial, el gobierno anunció un paquete de medidas fiscales que podrían dificultar el sendero hacia el cumplimiento del objetivo.

Las medidas iniciales post devaluación incluyeron el otorgamiento de bonos extraordinarios o sumas fijas para distintos grupos de la población, y también algunas rebajas tributarias temporales. Poco después, se decidió una marcada reducción del impuesto a las Ganancias para personas junto con la expansión del programa de devolución del IVA para consumos con tarjeta de débito para la población con ingresos inferiores a 700 mil pesos mensuales. **En conjunto, se estima que estas medidas tendrán un impacto fiscal anual de al menos 1,3 puntos porcentuales del PBI**, pero que afectaría la caja del Tesoro del ejercicio 2023 en una cuarta parte de ese total. Pese a esto, las autoridades han manifestado su compromiso de cumplir con la meta fiscal para el cierre del año, posiblemente recurriendo a un incremento en el atraso en los pagos (mayor “deuda exigible”).

En números, en el acumulado al tercer trimestre de 2023 el déficit primario se estima en -1,5% del PIB, algo más deteriorado que el observado en el mismo período del año anterior. Los ingresos totales disminuyeron en -8,6% anual en términos reales, **afectados sobre todo por la menor recaudación de Derechos de exportación** (-63,6% real), perjudicados por la sequía. También se redujeron en términos anuales Ganancias (-10,8% real), bajas parcialmente compensadas por un aumento en la recaudación de IVA (+12,1%) y los Aportes y contribuciones a la seguridad social (+1,1%). Mientras tanto, y siempre para el acumulado de nueve meses, **el gasto primario decreció -5,0% real anual**, con una baja de los gastos corrientes de -6,3% real. Sin embargo, el gasto de capital (inversión pública) se mantuvo activo con un crecimiento real de 10,8% y registró el nivel más alto del último lustro. En cuanto al financiamiento, **en el acumulado a septiembre la asistencia del BCRA al Tesoro en términos de Adelantos Transitorios y transferencia de Rentas sumó casi 1,7 billones de pesos, prácticamente un punto del PIB**.

Finalmente, las autoridades presentaron ante el Congreso el Proyecto de Presupuesto de la Administración Nacional para el ejercicio 2024. Los supuestos macroeconómicos utilizados son más optimistas que los que surgen del consenso de los analistas de mercado, lo que en términos fiscales implica una potencial sobreestimación de la recaudación, y por lo tanto una subestimación del déficit. **El Proyecto prevé cerrar el año 2023 con un déficit primario equivalente a 2,4% del PBI (en términos devengados) y planea reducirlo a cerca de 1,5 p.p. del PBI en 2024**, alcanzando la meta acordada con el FMI. Para lograr este resultado se espera en primer término que los ingresos tributarios aporten 0,7% del PBI, producto principalmente de los derechos de exportación derivados de la recuperación de las exportaciones agropecuarias luego de la sequía de 2023. En segundo lugar, las transferencias corrientes se reducirían en 0,9% del PBI, resultado de la ausencia del paquete de refuerzo extraordinario de ingresos a las familias otorgados durante el 2023, y la reducción de subsidios a la energía y el transporte. Sin embargo, persisten dos interrogantes. Por un lado, las medidas recientes no parecen haber sido incorporadas en la versión actual del Presupuesto. Por el otro, se estableció un compromiso con el candidato de la oposición para reconsiderar el presupuesto en caso de un cambio en el Gobierno.

Política monetaria

Tras una devaluación del 22% del tipo de cambio oficial el día después de las elecciones primarias en agosto, la **inflación superó las dos cifras en agosto (12,4%) y septiembre (12,7)**. Acompañando la devaluación y previniendo su impacto inflacionario, el Banco Central ha aumentado **la tasa de interés de la política monetaria en 36 p.p.** Debido a la incesante pérdida de reservas internacionales, **se endurecieron las restricciones a la compra de divisas. Las reservas internacionales netas** (es decir, las que resultan al restar de la libre disponibilidad del banco central con las que componen su pasivo) se encuentran en terreno negativo. Esto implica un nulo margen de maniobra para la autoridad monetaria en el mercado cambiario. El **financiamiento monetario desde el Banco Central hacia el Tesoro continuó** y se espera que esto se repita en los próximos meses, producto de las medidas de transferencias de ingresos tomadas por el actual gobierno (ver Política Fiscal) y la **escasa voluntad del mercado local para comprar deuda pública.**

Luego del máximo de abril, la inflación registró un sendero descendente y estable en alrededor del 6%-7% mensual, pero que llegó a su fin con un **fuerte rebrote en agosto y septiembre**. Comparada con septiembre de 2022, la inflación a nivel general alcanzó el 138,3%, mientras que la núcleo¹ fue de 142,2%. En lo que va del 2023, los rubros que lideran estas subas son Alimentos y Bebidas (117,5%), Restaurantes y Hoteles (115,4%), y Recreación y Cultura (114%). En respuesta, la tasa de referencia de la política monetaria pasó del 97% en agosto a 133% en octubre, lo que suma para los ahorristas una tasa efectiva anual del 254,8%. Mientras tanto desde el Ministerio de Economía se informó que tras la devaluación de la moneda (22%), que ubicó **el tipo de cambio oficial en \$350 pesos por dólar**, la cotización se mantendrá fija hasta noviembre cuando se lleve a cabo el *ballotage* electoral.

Sin embargo, **esta devaluación no disminuyó la amplia brecha con la cotización financiera e informal del dólar**. Por el contrario, todas aumentaron en una cuantía más o menos similar, de manera tal que la **brecha quedó prácticamente inalterada**. Tampoco resultó en una ganancia de competitividad externa, por el alto grado del traslado a los precios domésticos que tuvo la devaluación de manera inmediata, y a la luz de las expectativas inflacionarias para los meses siguientes (ver Perspectivas).

La sangría de reservas internacionales continua. Se **implementaron nuevas restricciones a la compra de dólares oficiales y se incrementaron los impuestos aplicados para su adquisición**, en un intento por contener la dolarización de las carteras de los agentes. Para incentivar la oferta de divisas, se lanzó **una nueva edición del Programa de Incentivo Exportador** para la soja y con la inclusión de los sectores vinculados a la producción de hidrocarburos, para lograr obtener ingresos del comercio exterior a una cotización del dólar más atractiva que la oficial.

Por otro lado, el **Banco Central retomó el financiamiento monetario al Tesoro** vía adelantos transitorios, sumando 4 mil millones de pesos. Sin embargo, esta estrategia de financiamiento presenta algunos límites con respecto a las metas con el FMI, por lo que parte del **financiamiento se canalizó a través de la compra de títulos públicos** en el mercado secundario.

En este contexto de alta inflación, las autoridades han decidido informar semanalmente la evolución de los precios internos. En principio esto permite ver que luego de la aceleración de agosto, el ritmo de crecimiento de los precios está volviendo a niveles similares al periodo pre-electoral. Sin embargo, **proveer información sobre la inflación con una mayor frecuencia a la mensual puede propiciar un mayor comportamiento indexatorio**, como una reacción defensiva que los agentes adoptan ante la pérdida del poder adquisitivo y así transformarse en un arma de doble filo.

¹ La inflación núcleo tiene en cuenta a los productos que presentan una alta estacionalidad ya que su precio muestra una volatilidad mayor por cuestiones externas al manejo de la política monetaria. También se excluyen los precios de algunos servicios públicos como, por ejemplo, agua y electricidad, que están sujetos a regulación o tienen un alto componente impositivo.

Perspectivas económicas

En el último Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) del Banco Central se mantuvieron casi inalteradas las proyecciones de crecimiento del PIB desestacionalizado, y promedian -2,8% para 2023 (Tabla 1). **Estas proyecciones se muestran más pesimistas** que las anunciadas por el FMI del 2,5%. En efecto, el mercado espera contracciones del orden del -0,4% y -2% en el tercer y cuarto trimestre de 2023, mientras que para el primero de 2024 también se espera una caída del -0.9%.

En sintonía con la inestabilidad cambiaria, **tipo de cambio esperado a fin de año aumentó de 401 a 560**. En particular, el gran salto devaluatorio se esperaría en noviembre 2023, con una variación del 32%.

La inflación esperada para 2023 sigue en aumento, pasando de 128% a 179% entre abril y septiembre. Los pronosticadores advierten que **la inflación mensual se mantendría en los dos dígitos y creciendo en 2023**, pero **comenzaría su descenso en los primeros meses de 2024**.

Tabla 1: Expectativas 2023 (promedio)

	abr-23	sep-23
Crecimiento PIB	-3%	-2.7%
Inflación (1) (Dic-2023)	128%	179%
Dólar (2) (Dic-2023)	401	560
(1) Inflación, var. % anual		
(2) Pesos por dólar oficial. Fin período.		
Fuente: REM - BCRA.		

En cuanto a **la inflación núcleo o subyacente, también se espera que se mantenga en los dos dígitos con una tendencia similar a la general**. Como el gobierno ya ha anunciado la fijación del tipo de cambio hasta octubre, se espera que el Banco Central vuelva a reacomodar la tasa de política monetaria luego del *ballotage* electoral.

La meta con el FMI para el aumento de reservas internacionales netas en 2023 se fijó inicialmente en 4,8 mil millones de dólares, pero con la revisión del acuerdo aprobada en agosto, este número disminuyó a **1 mil millones**. Nuevamente, el organismo **se mantiene firme en que el gobierno tiene que mantener sus esfuerzos en materia fiscal** para alcanzar el objetivo del déficit del 1,9% del PBI para este año. Con las nuevas medidas implementadas por el gobierno como resultado de las elecciones (ver Política fiscal), **se acota el margen de tiempo para cumplir con esta meta**, ya que, el periodo electoral se extenderá hasta mitad de noviembre por el *ballotage*. Así, el espacio temporal para ajustar las cuentas fiscales recaería sobre las últimas semanas del año durante el periodo de transición gubernamental.

Finalmente, **el panorama económico de cara a un cambio en el signo político del gobierno genera enorme incertidumbre**. Como es costumbre desde hace un tiempo, durante **la contienda electoral se observa una mayor demanda de divisas** para sortear las posibles devaluaciones de la moneda local. En efecto, esta expectativa ha sido convalidada luego de las elecciones primarias de agosto. Además, uno de los candidatos que irá al *ballotage* tiene como principal propuesta económica una dolarización, lo cual no hace más que intensificar este proceso. Por otro lado, **mantener un tipo de cambio fijo en un contexto de creciente inflación alienta el comportamiento especulativo en los mercados financieros**, generando una mayor volatilidad en la cotización del dólar. Habrá que esperar para ver si el actual ministro de Economía, quien es también el actual candidato a presidente por el oficialismo, toma **medidas fiscales expansivas** como lo hizo en agosto y septiembre. **Esto sería incompatible con la dinámica de fijación del tipo de cambio adoptada**, por lo que puede perjudicar aún más el desequilibrio macroeconómico actual.