



Argentina
Junio-
Septiembre



Pablo J. Mira y Florencia M. Fares

Centro de investigaciones Macroeconómicas para el Desarrollo (CIMaD) - Escuela de Economía y Negocios (EEyN) - Universidad Nacional de San Martín (UNSAM)

Argentina navega en la inestabilidad política y económica

1. SITUACIÓN ACTUAL

Durante 2022 Argentina experimenta un proceso de recuperación de la actividad. El Producto Interno Bruto (PIB) se expandió 6,4% anual durante los primeros ocho meses del año. Si esta dinámica se sostuviera entre septiembre y diciembre la actividad crecería 5,6% en el año, superando cómodamente al arrastre estadístico de 3% que dejó el año 2021. Sin embargo, tanto el Proyecto de Presupuesto 2023 como las expectativas privadas proyectan un crecimiento de entre 3% y 4% para 2022, lo que supone una caída para el último cuatrimestre del año.

La economía comienza a ser golpeada por una fuerte aceleración del proceso inflacionario (ver Política Monetaria, Tipo de Cambio e Inflación). Hace ya tiempo que la tasa de inflación se analiza en términos mensuales, lo que da una idea de la relevancia del problema en términos de formación de expectativas. La subida mensual de precios se situaba hace un año en torno al 3%, pero comenzó a acelerarse desde fines del año pasado. A partir de marzo, como consecuencia

del conflicto en Ucrania, el dato trepó al 6,7%. Tras un trimestre de registros algo menores, los desarreglos políticos volvieron a impactar en las expectativas, y la inflación se asentó en niveles algo mayores al 7%. En términos interanuales, la inflación es ya del 83%, pero si anualizamos el 7% asumiendo su permanencia en el tiempo, la subida de precios alcanza un preocupante 125%.

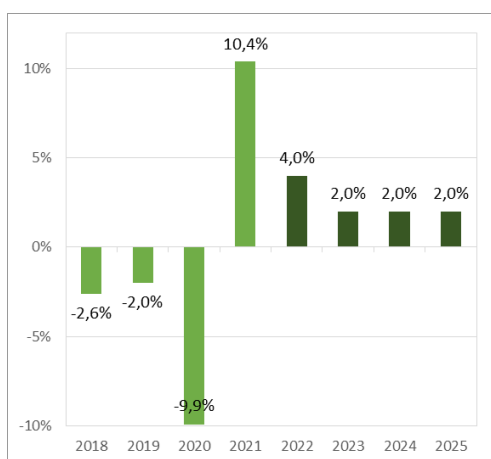
Ambos fenómenos, la expansión de la producción y la mayor inestabilidad, están asociadas a un factor estructural que hace tiempo golpea la economía: la insuficiencia de reservas internacionales en las arcas del Banco Central. El crecimiento ha provocado una merma de activos externos debido al avance de las importaciones y la sostenida compra de divisas para ahorro por parte de los privados. Este hecho indujo un marcado incremento del precio de los tipos de cambio alternativos al oficial, alimentando las expectativas de inflación, y la inflación misma.

Las fluctuaciones cambiarias se vieron exacerbadas además por la detonación del interminable conflicto político entre los dos sectores principales del Frente

de Todos, coalición en el gobierno. En efecto, a principios de julio el ministro de economía Martín Guzmán dio un paso al costado para que su reemplazante pueda trabajar "en un acuerdo político dentro de la coalición gobernante", y que "cuenta con el manejo centralizado de los instrumentos de política macroeconómica necesarios". Guzmán fue reemplazado por la economista Silvina Batakis, pero su gestión duró apenas tres semanas y fue sustituida por el número 3 de la coalición gobernante, Sergio Massa, quien hasta hoy continúa al frente del cargo.

Como se explicó, la economía se está enfrentando a una dura restricción externa, y el gobierno monitorea de cerca la disponibilidad y uso de las reservas. En las primeras tres cuartas partes del año la balanza comercial acumuló un saldo favorable de 2.600 millones de dólares, pero que significa casi 10.000 millones menos que durante el mismo período de 2021. Las importaciones crecieron a gran velocidad por la recuperación de la actividad, y en especial debido a las necesidades energéticas en un contexto de fuerte subida de precios internacionales, que se llevaron casi 6.000 millones de dólares adicionales este año (ver Sector Externo).

Gráfico 1: Producto Interno Bruto, variación anual



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Se presentó el Proyecto de Presupuesto 2023, que incorpora

previsiones macro más optimistas que el consenso de mercado (ver Perspectivas Económicas). El Mensaje asume un crecimiento promedio del PIB de 4,0% en 2022 y de 2,0% para 2023, éste último por arriba de las expectativas del mercado que lo sitúan en 1% (ver Gráfico 1). La previsión de inflación es de 95% para el cierre de 2022, similar al consenso de mercado, pero se prevé una reducción significativa para el 2023 cerrando el año con 60% de inflación, muy por debajo de las expectativas, que anticipan un 85,2%.

En cuanto a los números fiscales (ver Sector Público y Política Fiscal), el Proyecto espera completar 2022 con un déficit primario de 2,5% del PIB, donde el factor principal de ajuste reside en la contracción del gasto primario en términos reales, un tema políticamente sensible. Para 2023 se proyecta un déficit primario de 2,0% del PIB que prevé financiarse a través del Banco Central por el equivalente a 0,6% del PIB, y el resto por la vía del mercado local y otros organismos internacionales fuera del FMI.

En suma, el panorama macro actual es mixto, pero podría empeorar en el corto plazo. Las perspectivas para 2023 no son demasiado auspiciosas, con una desaceleración del crecimiento y una aceleración inflacionaria que amenaza con convertirse en un régimen de alta inflación que remeda la inestabilidad de los 80s.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

La contracción del PIB durante la pandemia quedó atrás, y tras la fuerte recuperación de 2021, este año la economía muestra un empujón que podría derivar en un crecimiento para el total del año de entre 3% y 4%.

Sin embargo, la expansión reciente tiene rasgos particulares. Primero, el alto crecimiento de 2021 se concentró en los últimos meses, dejando para 2022 un arrastre estadístico cercano a los tres puntos porcentuales. Segundo, si bien hasta agosto inclusive el PIB subió 6,4% anual, todo indica que en el tercer cuatrimestre del año se

produciría una contracción en términos desestacionalizados, dejando el crecimiento total en aproximadamente la mitad de ese porcentaje. Y tercero, la consolidación del proceso inflacionario pone en duda la capacidad de la economía de sostener este ritmo.

En agosto el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) aumentó 0,4% mensual sin estacionalidad (s.e.), acelerando respecto al virtual estancamiento observado en julio pasado (+0,1%). Con esta evolución la economía quedó solo 0,7% por debajo del pico de actividad de noviembre de 2017, y 2,2% por encima del nivel pre-pandemia.

En términos interanuales, la actividad creció 6,4% en agosto, y tanto los bienes (+7,0%) como los servicios (+6,9%) avanzaron. El avance de los bienes estuvo explicado por la dinámica de la industria, en especial de la producción automotriz y la explotación de minas y canteras, gracias a las crecientes inversiones en Vaca Muerta. Por el lado de los servicios, el principal aporte a la mejora fue del comercio (creció +9,0% anual), mientras que los hoteles y restaurantes continuaron con una tasa de crecimiento por encima de 30%, aunque su incidencia en el nivel general es menor. Al mes de agosto los bienes superan en 8,6% el nivel pre-COVID en la serie s.e., mientras que los servicios se ubican 4,8% por encima de dicho nivel. Los bienes superan el máximo de noviembre de 2017 en 0,7%, en tanto los servicios aún están -2,2% por debajo.

En consistencia con un crecimiento menguante para la última parte del año, los indicadores de actividad de septiembre muestran desaceleraciones en términos interanuales y caídas sin estacionalidad respecto de agosto. La producción automotriz total aumentó 20% anual, pero cayó -3,4% en relación con el mes anterior. El Índice Construya y los Despachos de Cemento mostraron incrementos de 2,1% y 9,3% anual respectivamente, ritmos claramente más bajos que en los meses anteriores. El Índice de Ventas Minoristas que mide la

facturación en cantidades de los comercios minoristas y de las PyMEs cayó -3,5% anual. Finalmente, la recaudación total del Impuesto al Valor Agregado (IVA) aumentó 1% anual en términos reales.

La recuperación de la actividad impactó positivamente sobre las variables sociales. La tasa de empleo alcanzó un récord histórico de 44,6% de la población, registrando un crecimiento de 1,3 trimestral y de 3,1 puntos porcentuales (p.p.) anual. En este contexto, la tasa de desocupación se redujo al 6,9%, el nivel más bajo desde el inicio de la serie en 2016. En la comparación trimestral cayó -0,1 p.p. y en la interanual -2,7 p.p. Finalmente, en el primer semestre de 2022 la tasa de pobreza descendió hasta el 36,5% de las personas (-0,8 p.p. semestral y -4,1 p.p. anual) mientras que la tasa de indigencia se ubicó en el 8,8% de las personas (+0,6 p.p. semestral y -1,9 p.p. anual). Sin embargo, no es evidente que estas mejoras impliquen un cambio decidido de tendencia.

SECTOR EXTERNO

El primer semestre de 2022 cerró con un superávit comercial algo por encima de los 2 mil millones de dólares. La balanza de bienes totalizó casi 3 mil millones de dólares, compensados por la salida de divisas de la cuenta de servicios. Por su parte, la cuenta financiera indicó un incremento en los pasivos principalmente en las cuentas de Inversión directa, y de Otras inversiones. Esto fue propulsado por Otros sectores, que incluye el sector privado no financiero.

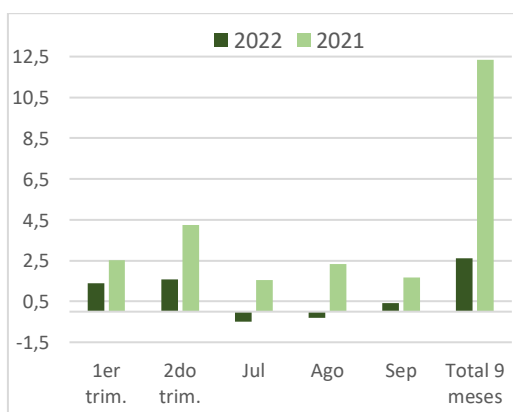
Las exportaciones hasta septiembre de 2022 ascendieron a 67.131 millones, un 15,2% mayor a lo registrado en igual periodo de 2021. A nivel desagregado, todos los sectores aumentaron sus exportaciones, pero lo hicieron en mayor medida las Manufacturas de Origen Industrial (19,8%), y los Combustible y Energías (71,3%). Como era de esperar, el incremento de los precios de los *commodities* favoreció no solo a los Productos Primarios sino también al

sector de Combustibles. Asimismo, también se registraron incrementos interanuales en las cantidades exportadas para las Manufacturas de Origen industrial y los Combustibles.

Por otro lado, las compras externas sumaron 64.520 millones de dólares hasta el noveno mes del año, un 40% superior al registro en igual periodo del año pasado. No llama la atención que los sectores ligados a la producción industrial doméstica sean las categorías que más crecieron en cantidades importadas en el periodo: Combustibles y Lubricantes (164%), Piezas y Accesorios (33%) y Bienes de capital (32%). El rubro de Combustibles y Lubricantes reflejó además un importante aumento de precios del 71%, asociado a la coyuntura internacional.

Como indica el Gráfico 2, el saldo comercial de bienes es mucho menor y por momentos deficitario durante los primeros 9 meses del año. Comparado con 2021, el superávit comercial de bienes es 80% menor. El aumento de los precios internacionales y un mayor dinamismo en sectores exportadores industriales y de combustibles no alcanzaron a compensar el ritmo de crecimiento de las importaciones por la mayor actividad económica doméstica, socavando el saldo positivo.

Gráfico 2: Balanza de bienes en miles de millones de dólares.

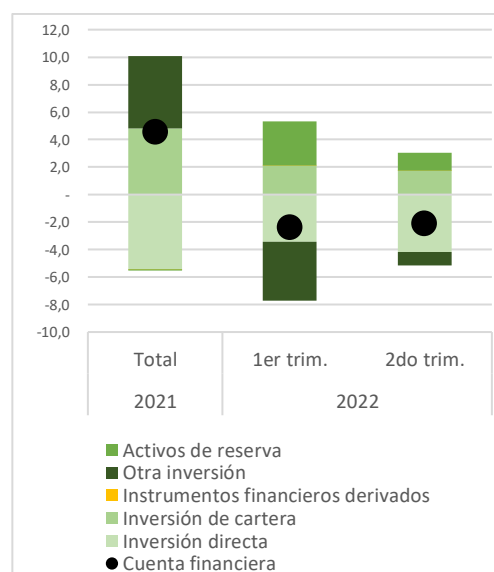


Fuente: ICA-INDEC

Por su parte, la Cuenta Financiera mostró una mayor acumulación de pasivos en las subcuentas Inversión directa y Otra inversión en 2022, como muestra el Gráfico 3. En el primer caso,

las inversiones se volcaron a las participaciones de capital y en fondos de inversión, mientras que en Otra inversión se materializaron como Créditos y Anticipos comerciales. La acumulación de estos pasivos proviene de Otros sectores, que incluye a Sociedades no financieras, Hogares, instituciones sin fines de lucro y otras sociedades financieras privadas no captadoras de depósitos.

Gráfico 3: Componentes de la cuenta financiera y saldo durante 2022, en miles de millones de dólares.



Fuente: Balance de pagos - INDEC

Por otro lado, las Inversiones de cartera reflejan la compra de activos provenientes del sector privado y la reducción de pasivos del Gobierno central. Los activos de reservas del primer trimestre respondieron al ingreso de Derechos Especiales de Giro del FMI.

Luego de la firma del acuerdo con el FMI, la economía argentina experimentó una fuerte corrida contra el peso a mitad de año. Con los cambios de ministro de economía y la inestabilidad política (Ver Situación Política), la inflación se aceleró, socavando lentamente la competitividad cambiaria (ver Política Monetaria, Inflación y Tipo de Cambio). A pesar de que el incremento de precios de las materias primas ayudó al crecimiento del valor

exportado, por otro lado, impactó fuertemente en el precio de los combustibles importados. El pronóstico de menor crecimiento mundial anunciado recientemente por el FMI y el incremento de la tasa de interés internacional suponen un mayor esfuerzo en términos de saldos comerciales positivos para un país que necesita acumular divisas de manera urgente para estabilizar la economía. Finalmente, reportes recientes indican pérdidas en la cosecha de trigo por la persistencia de una sequía, lo cual podría comprometer los saldos exportables del año entrante en un contexto de alta demanda doméstica.

SECTOR PÚBLICO Y POLÍTICA FISCAL

Dos desarrollos lideran la situación de la política fiscal presente y futura en nuestro país. Por un lado, tras la firma del nuevo Acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF) por un monto de casi 32 mil millones de DEGs, Argentina debe cumplir con las revisiones trimestrales del mismo. Por el otro, se presentó el Proyecto de Presupuesto 2023 que establece algunas directrices de la política fiscal para lo que queda del año y el año entrante.

Las cuentas del Sector Público Nacional mostraron en septiembre, por primera vez en el año, un resultado primario superavitario de 80.624 millones de pesos. Los intereses de la deuda pública, neto de pagos intra-sector público, sumaron 85.068 millones de pesos (-14,3% real anual), por lo que el resultado financiero base caja fue deficitario en 4.444 millones.

Los ingresos totales crecieron en septiembre 21,6% anual en términos reales, gracias a la dinámica de los recursos tributarios, en particular la recaudación de los Derechos de Exportación que crecieron +126,3% real anual debido al impacto del Programa de Incremento Exportador (denominado por los medios "dólar soja") que estableció un tipo de cambio diferencial para la liquidación de soja y derivados. También exhibieron subas en términos reales el Impuesto a las

Ganancias (+19,9% real anual), Débitos y créditos (+3,8%), e IVA (+0,1%). En tanto, los recursos provenientes de la Seguridad social crecieron 1,5% real anual. En cambio, sufrió una caída la recaudación real de Bienes Personales (-20,4% anual) y Derechos de importación (-4,5%). Además, se produjo una subida importante en las Rentas de la propiedad asociadas a la valorización nominal de las emisiones primarias en los nueve meses transcurridos.

Los gastos primarios, en cambio, descendieron -2,3% real anual en un contexto de retracción del gasto en el marco del Acuerdo con el FMI, aunque la baja se desaceleró respecto de agosto. Dentro del gasto corriente incidieron principalmente las bajadas en los Gastos de funcionamiento (-24,3% real anual), en las Transferencias a provincias (-17,5%), en los Subsidios a la energía (-17,9%), y en la Asignación Universal para Protección Social (-10,7%). En el área de la Seguridad social, hubo también una caída en las Jubilaciones y Pensiones de -5,6% real anual. Los conceptos que observaron aumentos fueron las Asignaciones Familiares (36,4% real anual), Pensiones No Contributivas (12,6%), Otros programas sociales (10,7%), y Salarios del sector público (0,2%). Se produjo además un incremento en el gasto de capital impulsado por la inversión realizada por empresas públicas y mixtas.

En el acumulado al tercer trimestre de 2022 los ingresos crecieron +6,5% anual en términos reales, mientras que los gastos totales aumentaron +5,6% por la misma medida. El déficit financiero fue de 1.751.128 millones de pesos (-2,1% del PIB estimado). Dado que el pago de intereses netos ascendió a 1,1% del PIB, el déficit primario alcanzó los 887.349 millones. Esto representa un -1,1% del PIB, levemente inferior al déficit de -1,2% del PIB en el acumulado a septiembre de 2021. Si se considera el límite anual para el cómputo de los ingresos provenientes de las rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones

primarias de títulos públicos (consistentes con una meta de déficit primario de 2,5% del PIB), el déficit primario acumuló 1.096.052 millones de pesos (-1,3% del PIB), cumpliendo la meta del tercer trimestre acumulado establecida en la segunda revisión del Programa de Facilidades Extendidas del FMI, establecida en 1.156.800 millones, o -1,4% del PIB.

Finalmente, y en consistencia con el anuncio oficial de no recibir asistencia por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA), durante el mes de septiembre el Tesoro no recibió Adelantos Transitorios (AT) de esta fuente. Por tanto, en el acumulado al tercer trimestre de 2022, los AT suman 620 mil millones de pesos, 0,8% del PIB, y explican el 30% del déficit financiero.

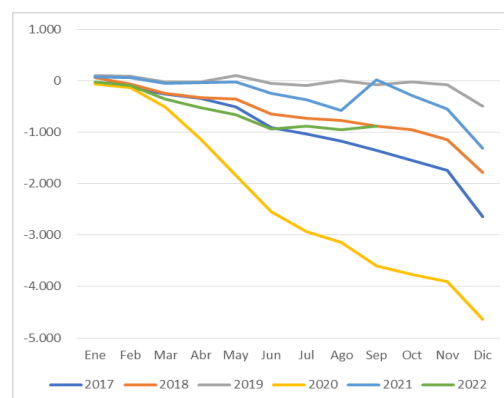
Un aspecto crucial en las definiciones de política fiscal es el seguimiento de las Metas incluidas en el acuerdo con el FMI. El Fondo recalculó la meta fiscal en función de la nueva proyección de inflación. Según la última revisión del FMI, para cumplir con la meta de déficit primario a diciembre de 2022, se reducirá el gasto en Jubilaciones y Pensiones y el Gasto de Capital con respecto a lo estimado al momento de la firma del acuerdo original en marzo de 2022.

Teniendo en cuenta que el FMI no es partidario de los controles cambiarios ni de la multiplicación de tipos de cambio como los que hoy dominan la economía local, el establecimiento reciente de un tipo diferencial para turistas y para la soja, junto a las nuevas restricciones a los pagos de importaciones, implicaron el pedido de un *waiver* (perdón) para cumplir con los compromisos relacionados con este punto.

El Mensaje de Presupuesto 2023 confirma el compromiso del Gobierno Nacional en cumplir con las metas acordadas en el programa del FMI, que consisten en un déficit primario en base caja de 2,5% del PIB en 2022 y 1,9% del PIB en 2023. Sin embargo, las cifras presentadas en el Proyecto difieren levemente de las metas, dado

que el Proyecto prevé que el Sector Público Nacional (SPN) cierre el 2022 con un déficit primario de 2,8% del PIB y se reduzca a 2,0% del PIB en 2023. Parece plausible asumir que parte de la diferencia responden a una divergencia entre la planificación del gasto "caja" y devengado, que sin embargo podría redundar en un incremento de los atrasos o "deuda flotante". El déficit primario previsto de 2,5% del PIB debería asociarse a una fuerte contracción real del gasto primario, teniendo en cuenta que la dinámica de ingresos tributarios hasta septiembre viene mostrando una desaceleración de ingresos tributarios. La dinámica implícita en los números estimados de cierre para 2022 implican que el gasto termine el año cayendo en términos reales cerca de -20% respecto del cierre de 2021, mientras que los ingresos tributarios lo hagan en promedio 4% durante el trimestre final del año. Prácticamente la totalidad de las partidas tienen implícita una contracción real de relevancia, excepto el gasto salarial que se espera se recupere levemente.

Gráfico 4: Resultado Primario real por mes acumulado (miles de millones de pesos set-22)



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e INDEC.

El Gráfico 4 revela las dificultades que se enfrentan para controlar el déficit en los últimos meses del año. En efecto, el resultado negativo se acelera inexorablemente hacia diciembre.

El Presupuesto prevé para 2023 un déficit primario de 2,0% del PIB, conformado por una caída del gasto primario (-1% del PIB) que más que

compense la retracción de los ingresos (-0,5% del PIB). La reducción de gastos estaría centrada principalmente en el recorte de subsidios a la energía. No hay perspectivas sin embargo de ajuste en la inversión pública. El Proyecto prevé un aumento del gasto de capital equivalente a 0,1% del PIB, similar al incremento que se espera para el cierre del 2022.

Finalmente, el Presupuesto prevé que el Banco Central asista al Tesoro por el equivalente a 0,6% del PIB, en línea con el programa del FMI. Esto implica que el restante 1,4% del PIB deberá financiarse mediante mayor emisión de deuda colocada en los mercados locales y, en menor medida, financiamiento neto positivo de organismos internacionales fuera del FMI. La previsión de un aumento de las tasas internacionales para 2023 será un aspecto particularmente desafiante para las finanzas por venir.

POLÍTICA MONETARIA, INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO

Acumular reservas internacionales se ha transformado en el objetivo primordial de los hacedores de política económica. En efecto, Argentina se ha encontrado con grandes dificultades para retener el ingreso de divisas por el lado del comercio internacional durante la primera mitad del año. Gracias a acuerdos sectoriales y multilaterales, se han cumplido con las metas cuantitativas del acuerdo con el FMI a fin de septiembre, que refieren a la acumulación de reservas y la reducción del financiamiento del Tesoro al Gobierno.

Sin embargo, el comunicado de prensa publicado por el FMI señala la necesidad de unificar el mercado cambiario ya que parte de la estrategia para acumular reservas fue establecer un tipo de cambio diferencial para los productores de soja. Además de esta cotización temporal que se mantuvo

solo por septiembre, se crearon tres cotizaciones nuevas (que totalizan 10 con las ya existentes) con vistas a la salida de divisas por el mundial de fútbol, la compra de bienes de lujo y un concierto de *Coldplay*¹.

Se modificó la meta de reservas internacionales del acuerdo con el FMI, pasando de 5,8 a 5,0 miles de millones de dólares para 2022. Como se muestra en el Gráfico 5, la merma de las reservas internacionales no cesó entre junio y septiembre, pero en el noveno y décimo mes del año parece haber tenido lugar un cambio de tendencia.

La brecha cambiaria (diferencia entre el tipo de cambio informal y oficial) tocó un pico a finales de julio, y luego se estabilizó. La escalada de las cotizaciones alternativas del dólar (no solo la informal sino también las cotizaciones en los mercados financieros) respondió a la creciente incertidumbre sobre el rumbo del programa económico y a la inestabilidad política, que dio lugar a dos cambios de ministros de Economía en pocos días (ver Situación Política).

Gráfico 5: Stock reservas internacionales (millones de dólares) y tipo de cambio (oficial e informal)



Fuente: BCRA y Ámbito financiero

*Tipo de cambio utilizado en el gasto con tarjetas de débito y crédito, que incluye sobre el precio básico el impuesto País (30%), Bienes Personales (25%) y Ganancias (45%).

¹ Si bien existe un tipo de cambio oficial comunicado por el Banco Central, el acceso a la compra de divisas esta sujeta a las características y propósitos de cada comprador. Por ejemplo, si el comprador es una persona con objetivos de ahorro, el precio en pesos que

pagará por cada dólar será el valor oficial más impuestos, lo que deja la cotización de la divisa a un nivel mayor que el anunciado por el Banco Central. Este racionamiento y discriminación de precios para la compra/venta de la divisa se ha multiplicado en los últimos meses.

Las restricciones a la compra de divisas siguen endureciéndose, la cotización paralela en los mercados financieros se estabilizó luego del éxito del lanzamiento del tipo de cambio diferenciado para los exportadores de granos y el resultado favorable de la revisión del FMI. No obstante, se esperan mayores complicaciones para lo que resta del 2022 debido a la posible salida de divisas por el turismo internacional (asociado al mundial de fútbol) y la culminación del programa de incentivos a la liquidación de divisas para productores agropecuarios. Asimismo, se incrementaron los impuestos a las compras de divisas con tarjeta de débito y crédito, y se impusieron más restricciones a la compra de divisas para ahorro para aquellos que serán beneficiados con un programa de subsidios a los servicios de luz, gas y agua.

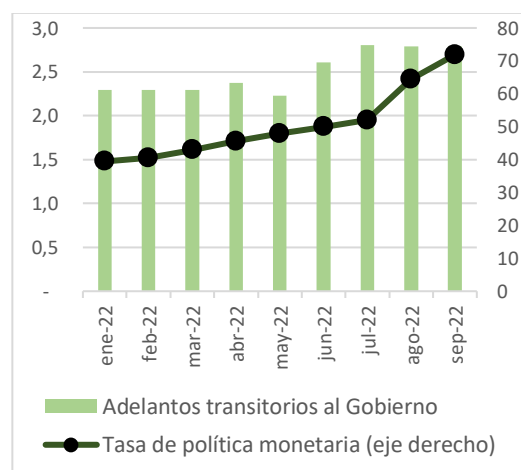
Otro de los aspectos donde puso foco la revisión del FMI es el financiamiento monetario al Tesoro Nacional, que resultó favorable en el segundo y tercer trimestre del año. Las metas implican una reducción gradual de la asistencia monetaria, que se alcanzó gracias a la búsqueda de mayor financiamiento en el mercado doméstico, y una mayor recaudación impositiva (Ver Sector Público y Política Fiscal).

Los adelantos transitorios aumentaron en 620 mil millones de pesos hasta la última semana de septiembre 2022. Luego del aumento en mayo-julio, se estabilizaron en torno a los 2,9 billones de pesos, como muestra el Gráfico 6. Según afirmó el ministro de Economía, no se recurrirá a este modo de financiamiento en lo que resta del año. La contracara de este fenómeno se encuentra en la creciente tasa de referencia de la política monetaria para morigerar las tasas de interés negativas producidas por la aceleración inflacionaria. Sin embargo, la carrera contra la inflación no parece exitosa: los pronósticos de la inflación anualizada continúan en alza (Ver Perspectivas Económicas).

Como se mencionó en el informe anterior, ha crecido considerablemente

la participación de la deuda en pesos indexada. Esto tiene lógica desde el punto de vista de los acreedores, ya que difícilmente existan agentes que estén dispuestos voluntariamente a prestar fondos a una tasa de interés nominal fija en un contexto de aceleración inflacionaria. A fines de junio esta preocupación creció y dio lugar a las turbulencias financieras de mitad de año, pero lo cierto es que gran parte de la deuda indexada vence en 2023. El gobierno logró refinanciar dicha deuda, pero a la luz de la contienda electoral del próximo año crecen las dudas sobre su sostenibilidad.

Gráfico 6: Adelantos transitorios al gobierno (saldos a fin de mes, miles de millones de pesos) y tasa de política monetaria (porcentaje)

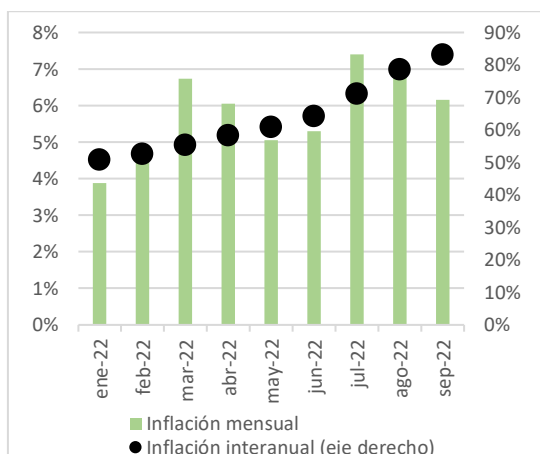


Fuente: BCRA.

En lo que va de 2022 la inflación mostró una marcada aceleración en sintonía con lo que sucede en muchos países. Sin embargo, el nivel de inflación ya era alto previo a la pandemia y la guerra, con lo cual la aceleración evidenciada desde marzo colocó a la inflación mensual por encima del 5% desde entonces, como se muestra en el Gráfico 7. El nuevo pico inflacionario se registró en julio (7,4%) como consecuencia de la incertidumbre política y económica, que desencadenaron comportamientos precautorios de remarcación de precios ante una devaluación esperada que sin embargo no ocurrió gracias a la creación de nuevas cotizaciones alternativas y mayores controles

cambiarlos. Más allá de las dinámicas estacionales, algunos rubros lideran las subas del índice, como Prendas de Vestir y Alimentos, mientras que otros aumentos se harán efectivos en los próximos meses debido a la reducción de los subsidios de las tarifas públicas de energía. A septiembre, la inflación anual totaliza 83%.

Gráfico 7: Inflación mensual y anual



Fuente: INDEC

La aceleración de precios de mitad de año no solo modificó negativamente las proyecciones para 2022 (Ver Perspectivas Económicas) sino también para 2023. Esto ha sido reconocido no solo por el propio gobierno, que lo puso de manifiesto en el presupuesto para 2023 aprobado recientemente en el Congreso, sino también por el propio FMI. A futuro, la corrección fiscal podría no ser suficiente para desacelerar la inflación si los términos del intercambio empeoran en 2023. A la luz de la experiencia en otras economías de alta inflación, cuanto más alto es el nivel inflacionario mayor es la probabilidad de aceleración, lo que trajo consigo el debate sobre si la mejor aproximación para estabilizar la economía debe ser el gradualismo o una política de *shock*.

2. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

En el último Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) del Banco Central se corrigieron a la subida las proyecciones de crecimiento del PIB desestacionalizado, y promedian 4% para 2022. Estas

proyecciones se encuentran en sintonía por las anunciadas por el FMI. Sin embargo, también se espera que la economía se contraiga -0,5% y -1,4% en III.22 y IV.22, respectivamente. Para el I.23 se espera una recuperación moderada de +0,3%. Por otro lado, las proyecciones del PBI para 2023 y 2024 sufrieron correcciones negativas considerables.

Por otro lado, al ritmo de una mayor inflación, el valor esperado del tipo de cambio a fin de año aumentó hasta 176 pesos por dólar. Esto totalizaría una devaluación nominal del 62%, lo que significa una apreciación real debido a la alta inflación. La inflación promedio anual esperada para 2022 ya alcanzó los tres dígitos, ubicándose en 100%. El alza de los pronósticos se manifestó mes tras mes, tras el dato de marzo 2022 (ver Política Monetaria, Inflación y Tipo de Cambio).

Ante la aceleración inflacionaria reciente el Banco Central se ha mantenido activo con la tasa de política, y el mercado espera que lo siga haciendo, permitiendo que el año cierre con una tasa del 72,67%.

Tabla 1: Expectativas 2022 (promedio)

	may-22	sep-22
PIB (2022)	3,3%	4,2%
Inflación (1) (Dic-2022)	72,6%	100,1%
Dólar (2) (Dic-2022)	158	176
Tasa de Interés (3) (2022)	48,09%	72,67%

(1) Inflación, var. % anual

(2) Pesos por dólar oficial. Fin período.

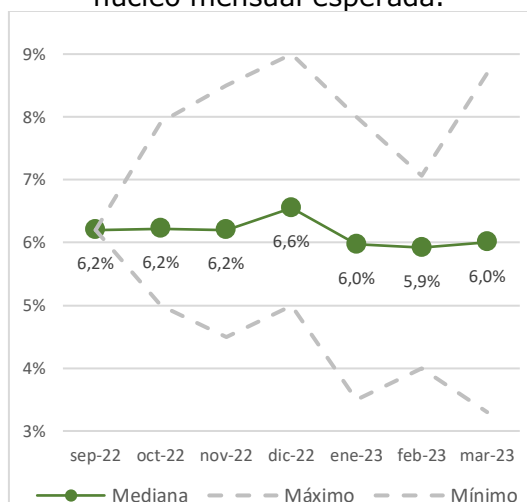
(3) De referencia (BADLAR).

Fuente: REM - BCRA.

Por su parte, la inflación núcleo fue en septiembre algo menor a la esperada por el REM (6,2% vs. 6,7%). Sin embargo, el mercado no considera que la desaceleración vaya a suceder tan rápidamente como se esperaba a principios de año. Algunos indicadores adelantados de alta frecuencia dan para octubre un número cercano al de septiembre, lo cual trae alivio luego de

la turbulencia de mitad de año. En lo que resta de 2022, la inflación mensual se estabilizaría en torno al 6%, y difícilmente pueda romper la barrera del 5% mensual (ver Gráfico 8).

Gráfico 8: Evolución de la inflación núcleo mensual esperada.



Fuente: REM-BCRA.

Las revisiones del FMI en la Argentina fueron favorables e incluyeron algunos ajustes en las metas, como el de las Reservas Internacionales. Sin embargo, las dudas persisten para un 2023 que es año electoral, y que podría traer una mayor distensión del gasto fiscal y del financiamiento monetario.

Finalmente, el INDEC encuestó a las firmas del sector manufacturero para identificar las expectativas sobre la evolución de la actividad. En septiembre de 2022 el 48% de las firmas contestó que esperan que se mantenga la demanda interna en el periodo septiembre-noviembre 2022 respecto a igual periodo del año anterior, mientras que el 21% piensa que disminuirá. Sin embargo, el 66% no espera incrementar la capacidad instalada y el 57% considera que sus exportaciones se mantendrán igual. Además, el 44% de las firmas encuestadas contestó que aumentarán su demanda de crédito durante los últimos meses del año. Por otro lado, el 78% contestó que no esperan contratar nuevos empleados, mientras que el 71% no creen que

incrementarán la cantidad de horas trabajadas. Comparado con el informe anterior, estas expectativas marcan la desaceleración de la recuperación en el mercado de trabajo y el nivel de actividad luego de la pandemia, que también se reflejan en el incremento de la tasa de desempleo esperada que se releva en el REM.

A nivel global, el último reporte del FMI señala las restricciones de política monetaria que muchos países desarrollados y en desarrollo llevaron a cabo en 2022 con el objetivo de moderar la demanda agregada y la inflación. Como resultado de esta política, los indicadores de crecimiento y expectativas a futuro muestran un preocupante escenario de desaceleración y contracción, en algunos casos. El incremento de la tasa de interés internacional no solo fortalece al dólar estadounidense (y debilita al resto de las monedas) sino también vuelve más costoso el *rollover*² de las deudas, que resulta ser un aspecto sensible para Argentina. Como se mencionó (ver Sector Externo), el contexto de subida de precios internacionales podría haber sido favorable para Argentina por ser un exportador de productos primarios, pero en la práctica los términos del intercambio mostraron un fuerte deterioro hacia julio, y una parcial recuperación en agosto y septiembre.

3. SITUACIÓN POLÍTICA

La inestabilidad política sigue siendo un ingrediente central en la dinámica de las variables macroeconómicas.

El hecho de mayor relevancia fue la renuncia a mitad de año del ministro de Economía Martín Guzmán. La salida estuvo asociada a una situación de confrontación creciente con el sector que responde a la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner, cuya posición es a favor de una intervención más decidida de la política en la economía para solucionar las dificultades que enfrenta el país.

² Emitir deuda nueva para pagar compromisos contraídos en el pasado.

Según la visión de este sector, la política pública debe sostener el consumo interno para acelerar el crecimiento, atendiendo las potenciales consecuencias sobre la inflación mediante una acción más decidida sobre el control de precios, en especial sobre los grupos de poder concentrado. Bajo este marco conceptual resultó particularmente difícil para el ex ministro llevar a cabo su plan de segmentación de tarifas de energía, destinado a reducir subsidios y cumplir con el acuerdo con el FMI, y esto acabó con la renuncia.

La salida de Guzmán, sin embargo, estuvo lejos de provocar la reorientación de la agenda económica. Su reemplazante fue la economista Silvina Batakis, quien había ocupado el cargo de ministra de Economía de la Provincia de Buenos Aires entre 2011 y 2015 durante la gobernación de Daniel Scioli. Sus anuncios privilegiaron la corrección fiscal ("No vamos a gastar más de lo que tenemos") y la subida de tasas de interés.

La marcada inestabilidad cambiaria que siguió a la renuncia de Guzmán se volvió una dificultad insalvable para Batakis, y tras una crisis política el Gobierno decidió realizar un nuevo reemplazo y nombrar a Sergio Massa, presidente de la Cámara de Diputados de la Nación y número 3 en el orden de relevancia de la coalición gobernante.

Massa corroboró y fortaleció la dirección de los anuncios de Batakis (y, de paso, los de Martín Guzmán). Anticipó la prioridad de cumplir con el Fondo, de limitar el financiamiento monetario del Tesoro, de avanzar con el ajuste y la segmentación de las tarifas energéticas y, sobre todo, de recomponer las reservas, que habían tocado un límite mínimo.

La potencial reacción del ala kirchnerista se vio interrumpida por dos hechos conmocionantes. Uno de ellos fue la acusación del fiscal Diego Luciani a Cristina Fernández de Kirchner de ser jefa de una asociación ilícita y de administración fraudulenta asociada a la obra pública. El fiscal solicitó una pena de prisión efectiva de 12 años de prisión, lo que generó una reacción de grupos de militantes que tomaron la calle cerca de la residencia de la vicepresidenta.

Fue en el contexto de estas manifestaciones que se produjo el segundo hecho, mucho más grave: el intento de magnicidio perpetrado contra la vicepresidenta cerca de su domicilio, en el barrio porteño de Recoleta. En un video se ve el momento en que el agresor, identificado como Fernando Sabag Montiel, de 35 años, intenta gatillar el arma a apenas centímetros de la cabeza de la ex presidenta. Por pura casualidad el arma falló y el atentado no se concretó. Tras ello, la condena del suceso fue mundial, y en Argentina se declaró feriado nacional para el día siguiente. El agresor fue detenido y procesado junto con algunos conocidos que militaban con él en un partido con ideas de extrema derecha.

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.