UN GIRO ORTODOXO ANTE LA ESCASEZ DE DÓLARES

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos
- Balance cambiario
- Sector externo
- Anexo estadístico

WWW.CESO.COM.AR
INFOCESO@GMAIL.COM

ceso
Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | AGOSTO 2022

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 12
Precios e Ingresos - Pág. 16
Finanzas Públicas - Pág. 17
Finanzas y Bancos - Pág. 19
Balance Cambiario - Pág. 21
Sector Externo - Pág. 23
Anexo Estadístico - Pág. 24

@cesoargentina

CLAVES DEL INFORME

- **La estructura económica se impone como una restricción que condiciona la política, obligando al peronismo a un ajuste de la economía para estabilizar el mercado de cambios ante el bajo nivel de reservas internacionales.**
- **El plan Massa parece optar por un ajuste vía ingresos, centrado en la reducción del gasto público y las restricciones a importar, mientras se ofrecen estímulos a sectores exportadores para que liquiden divisas y se "pasa la gorra" a nivel internacional en búsqueda de dólares financieros.**
- **Se evita un ajuste vía precios ya que una devaluación brusca, partiendo de los actuales niveles de inflación, se juzga riesgosa en términos de estabilidad económica y social.**
- **El "ancla fiscal y monetaria" puede tener algún efecto sobre el mercado de cambios (vía caída de la actividad e importaciones, junto a una menor liquidez que reduce las fuentes de presión sobre el dólar paralelo). Sin embargo, no tiene efectos concretos sobre una inflación de base inercial. Por el contrario, el salto en las tarifas de los servicios públicos para equilibrar las cuentas públicas, alimenta aún más las tasas de aumento de los precios que amenazan con alcanzar los tres dígitos.**
- **El plan Massa debe ser un puente hacia un programa de estabilización de precios heterodoxo que relance la gestión al dar respuesta a la principal demanda de la sociedad en materia económica: una estabilidad de precios que permita la recomposición de los ingresos.**
- **A nivel "macro" no hay nafta en el tanque para sostener el ritmo de crecimiento pero la "macro" es un agregado de distintos sectores que se diferencian por:**
    - **Su impacto en el empleo**
    - **Cómo se distribuye el valor que genera**
    - **La cantidad de dólares que demanda su funcionamiento (importaciones) y la cantidad de dólares que generan (exportaciones)**
    - **El impacto que tiene en las condiciones de vida y las demandas sociales que satisfacen**
- **La decisión de política económica pasa por elegir qué sectores mantienen su ritmo de crecimiento y cuáles se frenan. La demanda de dólares y la respuesta a demandas concretas deben organizar esa decisión**

Un giro ortodoxo ante la escasez de dólares

La estructura económica se impone como una restricción que condiciona la política, obligando al peronismo a un ajuste de la economía para estabilizar el mercado de cambios ante el bajo nivel de reservas internacionales. La intención de ampliar el mercado interno mediante un círculo virtuoso que se inicia en el consumo, impulsa la producción y permite mejorar los ingresos reales de amplios sectores de la población se ve relegada ante la necesidad de frenar la corrida financiera, cambiaria y, aunque sea tardíamente, acumular reservas.

En 2019, el gobierno liberal de Macri se vio obligado a reintroducir los controles cambiarios, que había eliminado al iniciar su gestión, ante el riesgo de desestabilizador que generaba la corrida cambiaria del fin de su mandato. Hoy vemos al peronismo virar hacia políticas económicas de corte ortodoxo en un intento de ganarse la "confianza de los mercados" y atenuar las presiones sobre el dólar de los últimos meses. En uno y otro caso es la economía la que impone restricciones a la política señalándole los límites de lo posible en términos de la ampliación de las bases materiales de una sociedad.

Ante las presiones cambiarias, el **plan Massa** parece optar por un **ajuste vía ingresos, centrado en la reducción del gasto público y las restricciones a importar, mientras se ofrecen estímulos a sectores exportadores para que liquiden divisas y se pasa la gorra a nivel internacional en búsqueda de dólares financieros**. Se evita un ajuste vía precios ya que una devaluación brusca, partiendo de los actuales niveles de inflación, se juzga riesgosa en términos de estabilidad económica y social.

El "ancla fiscal y monetaria" puede tener algún efecto sobre el mercado de cambios (vía caída de la actividad e importaciones, junto a una menor liquidez que reduce las fuentes de presión sobre el dólar paralelo). Sin embargo, no tiene efectos positivos sobre una inflación de base inercial. Por el contrario, el salto en las tarifas de los servicios públicos para equilibrar las cuentas públicas, alimenta aún más las tasas de aumento de los precios que amenazan con alcanzar los tres dígitos.

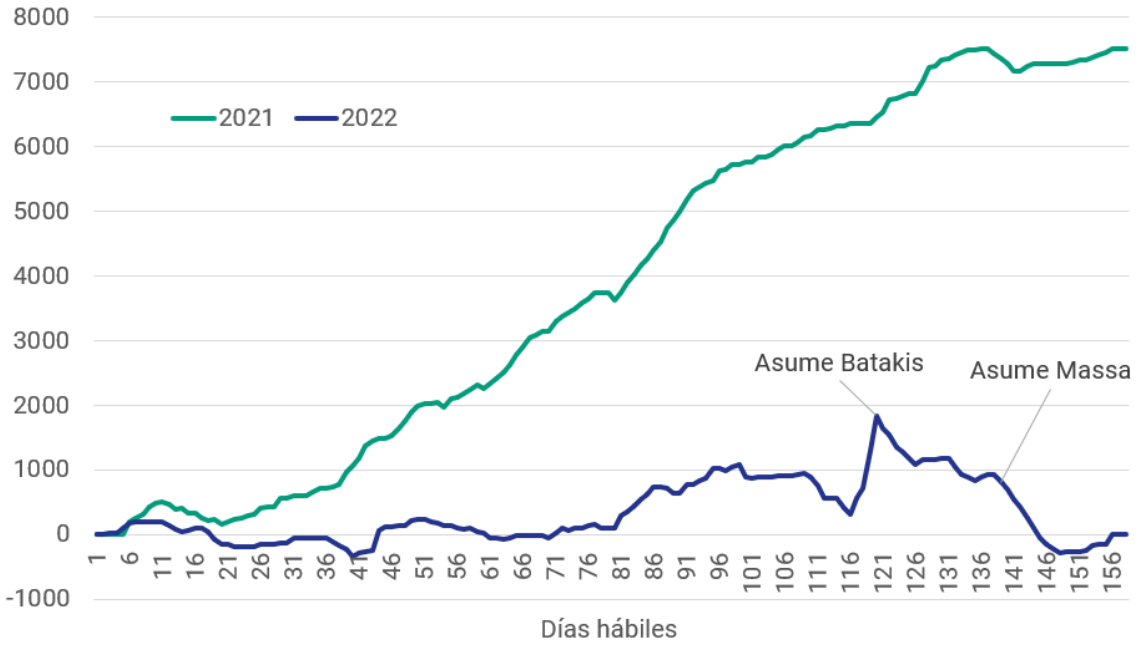
La elevada inflación es un talón de aquiles del actual programa económico ya que será una fuente de permanente inestabilidad cambiaria, acentuando la tendencia a la dolarización de los excedentes monetarios de la población y las presiones sectoriales ante el retraso cambiario del dólar oficial. En ese sentido, **el plan Massa debería ser un puente hacia un programa de estabilización de precios heterodoxo**, que permita consolidar la endeble paz cambiaria lograda en

estos meses y relanzar la gestión dando una respuesta a la principal demanda de la sociedad en materia económica: una estabilidad de precios que permita la recuperación de los ingresos.

Rascando la olla para conseguir dólares

Al cierre del mes de junio debía cumplirse con la meta de reservas comprometida con el FMI y todavía faltaba un trecho largo. Se logró cumplir la meta con una estrategia hiperdefensiva, pisando pagos y acudiendo a liquidaciones extraordinarias del sector agropecuario. En los últimos dos días de junio, el BCRA compró 582 y 536 USD millones y zafó al límite de un *waiver*. Inmediatamente, tras la salida de Guzmán, el BCRA volvió a tener una posición vendedora en el mercado de cambios. Durante la gestión Batakis, tuvo un promedio de venta de dólares de 42 USD millones diarios, teniendo saldo negativo en 10 de 18 ruedas (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Saldo acumulado en el año de las intervenciones cambiarias del BCRA



Fuente: CESO en base a BCRA

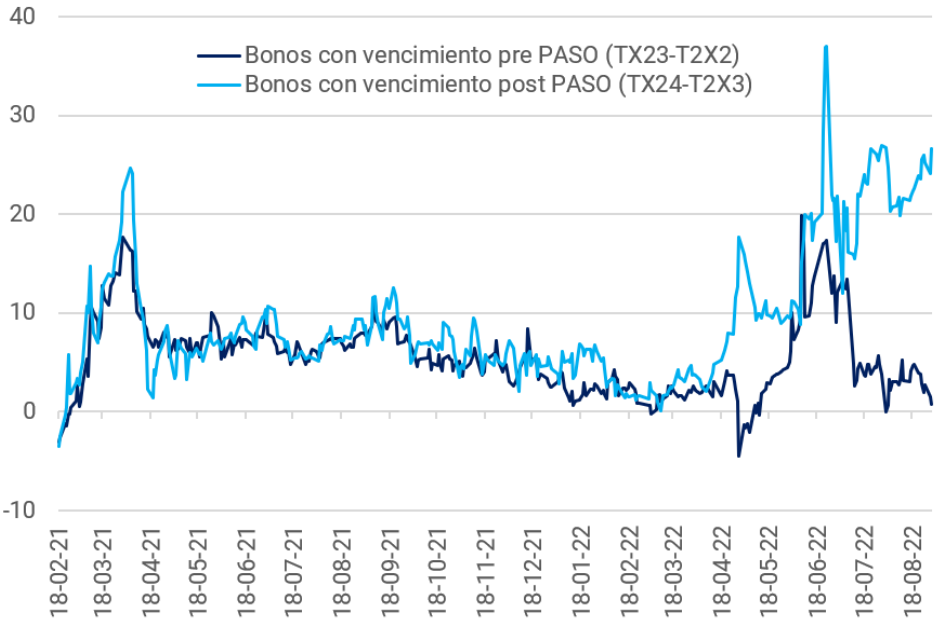
Desde el 28 de julio, día de la asunción de Massa, el BCRA continuó con una racha muy vendedora que recién se cortó el 10 de agosto. A partir de ahí, se vienen acumulando ruedas en las que el BCRA logró comprar reservas cotidianamente pero el promedio es de sólo 29 USD millones diarios. Como se ve en el gráfico, es muy poco lo que se logró recuperar desde el piso de reservas del día 10 a pesar de que ya hubo una baja de 600 USD millones en las importaciones de energía

comparado al mes anterior. Por eso, se sigue rascando el fondo de la olla para ver de dónde pueden aparecer algunos dólares extra.

El famoso "dólar soja" lo interpretamos más que nada como un **"silobolsa financiero"** ya que se le ofrecía al sector agropecuario la cobertura de una eventual devaluación pero con un instrumento financiero en lugar de tener acumulados los granos. Para eso, se les permitía dejar el 70% de la liquidación en un depósito a la vista atado al tipo de cambio oficial. Contra intuitivamente, para el otro 30% se les dio acceso a dólares al precio solidario, inferior al MEP que hoy tienen como referencia. Esta última parte es la más costosa de la medida y es la que los agroexportadores buscan incrementar. Pero tiene poco sentido que se resignen más dólares a cambio de exportaciones si el objetivo es, justamente, incrementar las reservas. Aún así, no fue suficiente y todavía el gobierno no encontró el instrumento que garantice la liquidación sin el impacto que tendría un tipo de cambio diferencial.

En paralelo, comenzó el proceso de "pasar la gorra" por posibles acuerdos financieros. La posibilidad de los *repos* (créditos de corto plazo contra garantías en bonos) se fue desvaneciendo. El BID hizo declaraciones mostrando un apoyo más contundente que el de las gestiones de los otros ministros. Nuevamente se anunció el desembolso de 400 USDM "en los próximos días", pero "los próximos días" se vienen haciendo largos como una cancha de supercampeones.

Gráfico 2. Tasa de rendimiento de los bonos CER según fecha de vencimiento



Fuente: CESO en base a alphacast

El mayor alivio lo trajo el canje de deuda realizado el día 9 de agosto. Con esa medida se logró despejar los vencimientos de deuda en pesos de los próximos 90 días. Gracias a eso, el fantasma del rollover quedó apaciguado en el corto plazo. Esa tranquilidad va a durar unos 30/45 días más, como mucho, hasta que se acerque la fecha de los nuevos vencimientos. En el mercado financiero ya se ve un spread importante entre los bonos que vencen pre PASO 2023 y los que vencen post PASO 2023 (ver Gráfico 2). Esto significa que "el mercado" todavía le pone unas fichas grandes a un eventual reperfilamiento a partir de esa fecha.

Un puente hacia un programa heterodoxo de estabilidad de precios

Los escenarios de precaria estabilidad macroeconómica que no son aprovechados para aplicar un programa concreto que reduzca el componente inercial de la inflación, son de corta duración ya que incuban nuevas presiones cambiarias al retrasarse las cotizaciones de la divisas frente al avance de los precios. De esa manera, las tensiones cambiarias reaparecen al poco tiempo pero montadas sobre una tasa de inflación cada vez más elevada, dado que su piso inercial se eleva en cada salto cambiario.

Actualmente, cada vez más actores van coincidiendo en la necesidad de un plan de estabilización. Entre los modelos de "pacto social" de la década del 70 y los programas actuales, como Precios Cuidados, existe un punto intermedio que, entendemos, es a lo que debería apuntar el gobierno actualmente. Sin demasiado margen de maniobra, la ventana para aprovechar está en los próximos 60 a 180 días.

El **Plan Massa** debería alcanzar para **corregir algunos precios relativos (tarifas y transporte) y conseguir un colchón mínimo de reservas de 2.000 USDM** antes de lanzarse a la estabilización de precios. Todavía falta una medida salarial significativa que no necesariamente tiene que alcanzar a todos los sectores, pudiendo ser perfectamente un aumento de suma fija. Este aumento inicial es el que debería ser preservado por la política de estabilidad de precios y mantenerse hasta el final de la misma.

Un **programa heterodoxo** debe contemplar una **recomposición salarial en simultáneo al lanzamiento de un congelamiento inicial de todos los precios de la economía por tres meses**, incluyendo los centrales como tarifas, tipo de cambio y combustibles. El apoyo político a la gestión Massa debería traducirse en acuerdos de precios no sólo con sectores de consumo masivo, sino también replicarse en insumos difundidos de la industria, minerales para la construcción. Incluso,

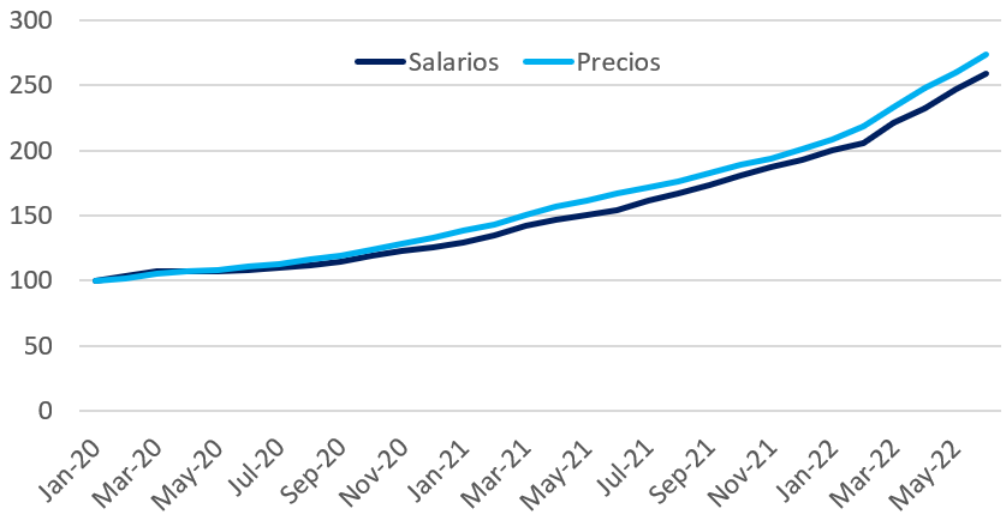
para determinados sectores (electrodomésticos, importados, prendas de vestir) es tal el colchón de precios, que podría negociarse una baja de precios como la que se hizo en octubre de 2021.

Una vez lanzada la estabilidad de precios debe procurarse que los cambios de precios relativos sean ínfimos, de manera que se preserve la estabilidad. Una opción es sostener el salario real mediante su indexación post-congelamiento de precios por nueve meses (completando el año). De esa manera, el salario real mantiene el incremento de suma fija logrado al lanzarse el congelamiento y, por otro lado, los aumentos posteriores incorporan la baja de la tasa de inflación lograda durante el congelamiento. La política cambiaria, de tarifas, tasas de interés y alquileres también debe seguir la dinámica de precios lograda durante el congelamiento, cortando la inercia inflacionaria previa.

La elevada inflación actual tiene un componente cada vez más regresivo. No sólo dificulta garantizar el objetivo de que "los salarios le ganen a la inflación" sino que el deterioro de los ingresos a lo largo de todo un mes ha significado una fuerte pérdida de poder adquisitivo para los amplios sectores de la población que tienen un ingreso fijo, principalmente asalariadxs.

Al ver los números agregados, daría la sensación de que los salarios tienen cierta capacidad de seguir el ritmo de la inflación (ver Gráfico 3).

Gráfico 3. Precios y Salarios. Base: Enero 2020 = 100

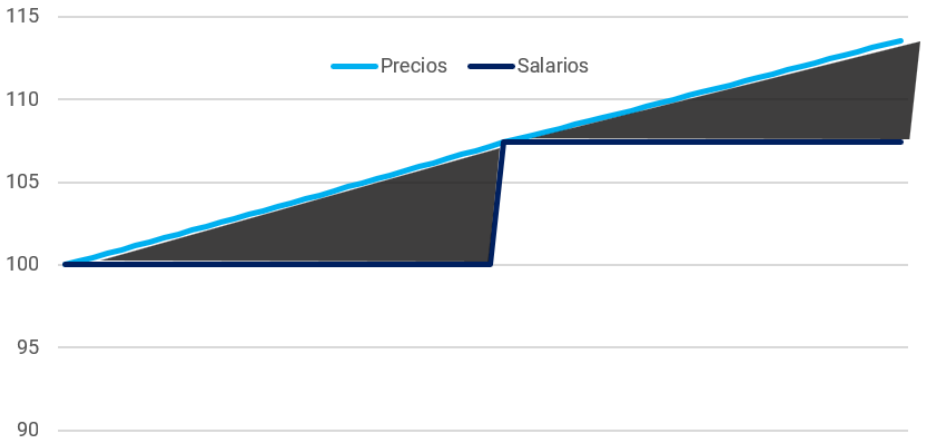


Fuente: CESO en base a INDEC

Sin embargo, con los niveles tan altos de inflación que tenemos de un mes a otro, comienza a percibirse de forma cada vez más problemática la pérdida de ingresos reales dentro de un corto

período de tiempo. A modo de ejemplo, en el Gráfico 4 representamos un escenario en el que los precios en promedio suben levemente pero de forma cotidiana a un ritmo del 7% mensual. Los salarios logran cerrar esa brecha, pero en el transcurso se va acumulando un deterioro del poder adquisitivo que llega hasta el 6,6% en términos reales en sólo 30 días. El área gris representa la pérdida de poder adquisitivo que se va acumulando a lo largo del período.

Gráfico 4. Salarios que se rezagan respecto de los precios



Fuente: CESO en base a INDEC

La contracara de los empresarios que pueden generar grandes ganancias en contextos de alta inflación son los salarios que no se ajustan al mismo ritmo, aunque en algún momento lleguen a "empatar" o recuperar el terreno perdido. Por este motivo, un programa que modere significativamente la inflación significa por sí mismo una mejora en el poder adquisitivo para todos los sectores que tienen ingresos fijos.

Ajuste generalizado o tamizado por sector

La posibilidad de utilizar el déficit para impulsar la demanda en el actual escenario es acotada, pero también debe tenerse en cuenta que la causa de la situación inflacionaria actual no obedece linealmente a la política fiscal ni monetaria. Por ello, tanto en 2019 como en la primera mitad de 2021 se concretó una reducción significativa del déficit fiscal primario que no se tradujo en menores niveles de inflación, sino todo lo contrario.

En este contexto, la gestión de **Massa presentó a la política fiscal como la principal variable de ajuste**. A fines de agosto se anunció la reducción del presupuesto para este año en $128.000 millones (0,16%) del PBI. En términos nominales, es más del doble de lo que se espera reducir con la segmentación tarifaria ($47.500 M). Estos recursos se eliminaron de las necesidades de financiamiento del Tesoro para este año.

Desde nuestra visión, **no existió en los recortes anunciados una elección de sectores de acuerdo a su relevancia económica y social**. En total se redujo el presupuesto por $210.000 M en distintas partidas y luego se reasignaron $82.000 M a pagos de personal y transferencias a empresas públicas, por lo que el ajuste neto es de $128.000 M. Como lo manifestó el propio Ministerio en un comunicado oficial, el criterio que predominó fue que se trataba partidas subejecutadas.

Tabla 1. Reducciones presupuestarias (DA 826/22)

Partida	Reducción
PROCREAR	-$50,000
FONDEP (garantías para créditos)	-$50,000
Conectar Igualdad	-$18,000
Fortalecimiento Edicilio de Jardines de Infantes	-$15,000
FOGAR (garantías para créditos)	-$10,000
Plan Argentina Hace	-$8,000
Subsidios al Transporte	-$5,265
Otros	-$53,735

Fuente: CESO en base a Presupuesto Abierto

Lo que llama la atención es que no haya habido otros criterios para los recortes dado que **el gobierno debe tener un criterio para elegir qué sectores van a ser aquellos que más se vean afectados por la escasez de dólares y cuáles menos**.

En la macroeconomía, es evidente que no hay nafta en el tanque (léase, reservas en el banco central) para mantener el ritmo de crecimiento que se venía teniendo. Sin embargo, cuando hablamos de macroeconomía analizamos en conjunto una economía heterogénea, con distintos sectores que se diferencian, entre muchas otras cosas, por el impacto que tienen en el empleo, cómo se distribuye el valor que generan, los dólares que demanda para funcionamiento (importaciones), los que genera la actividad (exportaciones) y, por último pero no menos importante, cómo se relaciona con las demandas y derechos sociales.

En el Plan Hornero organizamos a los 66 sectores de actividad económica ponderando la creación de empleo directo e indirecto de cada sector en función de la demanda de divisas que requiere para su funcionamiento. Este criterio puede ser aplicado a la hora de elegir "ganadores" o, al menos, elegir qué sectores proteger dentro de la economía. Por esto, r**esulta llamativo que el crédito a la vivienda se reduzca, considerando que la construcción es un sector que tiene un alto impacto en el empleo y una baja demanda de dólares**.

Además, el incentivo a la construcción responde a una problemática que se agudizó notablemente con la inestabilidad macroeconómica. El acceso a la vivienda como derecho se vio severamente perjudicado por los mayores costos que exigen al comenzar un contrato de alquiler. Estos valores de entrada crecieron muy por encima de la inflación el último tiempo, como registramos en los informes del CESO en CABA y en Rosario.

Tabla 2. Sectores que generan mayor empleo directo e indirecto y requieren menores importaciones directas e indirectas de insumos.

Orden	Sector	Indicador
1	Servicios sociales	0.1318
2	Comercio minorista	0.0847
3	Enseñanza pública y privada	0.0754
4	Servicios a las empresas y profesionales	0.0750
5	Construcción	0.0666
6	Serv. Personales, de reparación, deportivos y esparcimiento	0.0627
7	Admin. Pública, defensa y seguridad social	0.0617
8	Transporte marítimo	0.0574
9	Servicios veterinarios	0.0563
10	Otras industrias manufactureras	0.0546

Fuente: CESO en base a MIP 2004

Contar con una mayor cantidad de sectores que aporten dólares es un elemento que puede relajar la restricción externa. Sin embargo, en el corto plazo - en lo que queda de este año - es muy improbable que se pueda registrar un aumento de las exportaciones de la mano de nuevos sectores. Por lo tanto, es clave centrarse en la demanda de dólares que tiene cada sector para saber cuáles hay que frenar y cuáles mantener en expansión.

Sin ser exhaustivas, estas variables pueden ser relevantes a la hora de asignar "ganadores" y "perdedores" en la actividad económica de acá hacia adelante. Privilegiar los sectores con escasa

demanda de divisas, alto impacto en el empleo y que den respuesta a demandas sociales concretas es una estrategia que la gestión del FdT no puede prescindir ante la tensión que le genera la escasez de dólares con su programa político.

SUSCRIPCIONES

RECIBÍ TODOS NUESTROS INFORMES COMPLETOS

ACTUALIZACIÓN MENSUAL DE LAS PRINCIPALES VARIABLES SOCIOECONÓMICAS - INFORMES ESPECIALES EXCLUSIVOS PARA SUSCRIPTORES Y SUSCRIPTORAS

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

AGOSTO 2022

ceso

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA
Lorena Putero

DIRECTOR
Andrés Asiain

ECONOMISTA JEFE
Nicolás Pertierra

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME
Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.