



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 32 - Edición N° 1512 - 17 de Agosto de 2023

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez

La paradoja de un mandato por reformas profundas, pero rutas todavía inciertas para alcanzarlas

En Foco 1 – Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:

En el último año, la suba más significativa de los precios al consumidor se observó en el Gran Buenos Aires, con el 114,6% interanual

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

La paradoja de un mandato por reformas profundas, pero rutas todavía inciertas para alcanzarlas

- La transición hacia el 10 de diciembre será muy compleja porque estamos en medio de una gran paradoja: los votos del 13 de agosto muestran predisposición de la población a encarar reformas profundas, pero hoy es imposible saber quién y cómo habrá de liderarlas y, mientras estos dilemas se resuelven, afloran todas las inconsistencias de la política económica que el gobierno había tratado de disimular
- La ventaja que le sacó Brasil a la Argentina en los últimos seis años en crecimiento y generación de empleos privados formales es una prueba de que reformas adecuadas pueden producir resultados visibles para la población en un tiempo razonable. En la Argentina, una fracción de la opinión pública parece creer todavía que las reformas son sinónimo de ajuste, pero es exactamente al revés. **Es la falta de reformas lo que nos mantiene en la estanflación!!!**
- El tipo de cambio CCL de 723 es el más alto en 13 meses, siempre medido en términos constantes a fin de poder efectuar comparaciones. Esto implica que se encuentra en valores similares a la turbulencia que se produjo tras la renuncia del ministro Guzmán, cuando el CCL hizo un pico de \$736 a precios de hoy. Otro tanto ocurre con el valor del dólar "blue", que incluso superó el pico de \$741 observado en julio del año pasado
- La falta de reservas y una aceleración de la inflación que a partir de agosto podría instalarse por encima del 12,0 % mensual, hacen efímeros los intentos por anclar las expectativas. Se procuró hacerlo asegurando que el tipo de cambio oficial, ahora en 350 pesos, se mantendrá hasta mediados de octubre. Pero, al ritmo más acelerado de la inflación, el tipo de cambio llegará a principios de octubre con un atraso similar al de julio. Así, la próxima devaluación ocurrirá en un contexto en el que para el mercado será insuficiente un salto de 22 % del tipo de cambio, tal como se dio el 14 de agosto
- Del lado de la expansión monetaria, tampoco hay anclas a la vista. Los vencimientos de bonos del Tesoro en manos del sector privado son significativos de aquí a noviembre, por un total de 2,8 millón de millones de pesos, un promedio mensual de 930 mil millones de dólares. Si a ese "taxi" se le agregan los requerimientos de pesos del Tesoro para cubrir el déficit, es posible que las necesidades de financiamiento por "rollover" más el rojo fiscal superen en promedio 1,5 millón de millones de pesos por mes de aquí a noviembre. Esa cifra equivale, por mes, al 23 % de la base monetaria actual. Hay un llamado de atención al respecto, y tienen que ver con la decisión de los bancos de ejercer el put por el cual devolvieron bonos del Tesoro y se hicieron de pesos por unos 400 mil millones en el arranque de la semana
- La década de la estanflación tiene mucho que ver con la recurrencia de los cepos al cambio y al comercio exterior, y ambos fenómenos están conectados con un valor depreciado de los activos, caso de las empresas que cotizan en el Merval. El valor promedio 2011/2023 del Merval en dólares constantes se ubicó en un andarivel 30 % por debajo de principios de 2011, cuando los cepos todavía no se usaban como instrumento de política económica. Por estos días, el valor del Merval en dólares está muy lejos de descontar un escenario de salida de la estanflación
- La dolarización es muy buena como slogan, pero no como receta para la economía argentina. Se plantea que el modelo a seguir es el ecuatoriano, pero se minimizan los problemas estructurales que subsisten en ese país y se olvidan las peculiaridades de aquella experiencia. Se ignora además una enseñanza de la crisis de convertibilidad: el Banco Central tenía los dólares para cubrir los pesos de la base monetaria, pero no para los depósitos a plazo. No es aconsejable diseñar un régimen monetario/cambiario sin contemplar el funcionamiento del sistema bancario

- Para los desafíos que enfrenta la Argentina, conviene reparar en la experiencia de Israel, que lanzó su plan de estabilización en 1985 y es el más exitoso desde entonces. Israel creció a un ritmo por habitante más que duplicando a Ecuador, sus exportaciones por habitante llegan a los 15.000 dólares/año, y su moneda es muy estable

En Foco 1:

20

El dato regional de la semana: En el último año, la suba más significativa de los precios al consumidor se observó en el Gran Buenos Aires, con el 114,6% interanual

- Comparando con julio de 2022, el aumento más significativo del Índice de Precios al Consumidor se registró en el Gran Buenos Aires, con 114,6%, seguido de la región Noroeste (113,9%), ambas por encima del total nacional (113,4%). Cuyo fue la región con menores subas a nivel interanual, cinco puntos porcentuales por debajo del promedio
- Desde comienzos de año, los precios al consumidor subieron 60,2 % para el total nacional. Las regiones que experimentaron variaciones inferiores al promedio fueron Cuyo, el Noreste y la Patagonia, con 57,9%; 59,3%, y 59,9% respectivamente
- En lo que refiere a los rubros más representativos, existen diferencias entre regiones. En Cuyo el componente con un aumento más significativo en lo que va del año fue el correspondiente a Restaurantes y Hoteles (69%); mientras que en el Noreste y en la Patagonia ese lugar lo ocupó la Educación, con el 81,2%, y el 71,8%, respectivamente

Editorial

La paradoja de un mandato por reformas profundas, pero rutas todavía inciertas para alcanzarlas

Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez

- La transición hacia el 10 de diciembre será muy compleja porque estamos en medio de una gran paradoja: los votos del 13 de agosto muestran predisposición de la población a encarar reformas profundas, pero hoy es imposible saber quién y cómo habrá de liderarlas y, mientras estos dilemas se resuelven, afloran todas las inconsistencias de la política económica que el gobierno había tratado de disimular
- La ventaja que le sacó Brasil a la Argentina en los últimos seis años en crecimiento y generación de empleos privados formales es una prueba de que reformas adecuadas pueden producir resultados visibles para la población en un tiempo razonable. En la Argentina, una fracción de la opinión pública parece creer todavía que las reformas son sinónimo de ajuste, pero es exactamente al revés. **Es la falta de reformas lo que nos mantiene en la estanflación!!!**
- El tipo de cambio CCL de 723 es el más alto en 13 meses, siempre medido en términos constantes a fin de poder efectuar comparaciones. Esto implica que se encuentra en valores similares a la turbulencia que se produjo tras la renuncia del ministro Guzmán, cuando el CCL hizo un pico de \$736 a precios de hoy. Otro tanto ocurre con el valor del dólar "blue", que incluso superó el pico de \$741 observado en julio del año pasado
- La falta de reservas y una aceleración de la inflación que a partir de agosto podría instalarse por encima del 12,0 % mensual, hacen efímeros los intentos por anclar las expectativas. Se procuró hacerlo asegurando que el tipo de cambio oficial, ahora en 350 pesos, se mantendrá hasta mediados de octubre. Pero, al ritmo más acelerado de la inflación, el tipo de cambio llegará a principios de octubre con un atraso similar al de julio. Así, la próxima devaluación ocurrirá en un contexto en el que para el mercado será insuficiente un salto de 22 % del tipo de cambio, tal como se dio el 14 de agosto
- Del lado de la expansión monetaria, tampoco hay anclas a la vista. Los vencimientos de bonos del Tesoro en manos del sector privado son significativos de aquí a noviembre, por un total de 2,8 millón de millones de pesos, un promedio mensual de 930 mil millones de dólares. Si a ese "taxi" se le agregan los requerimientos de pesos del Tesoro para cubrir el déficit, es posible que las necesidades de financiamiento por "rollover" más el rojo fiscal superen en promedio 1,5 millón de millones de pesos por mes de aquí a noviembre. Esa cifra equivale, por mes, al 23 % de la base monetaria actual. Hay un llamado de atención al respecto, y tienen que ver con la decisión de los bancos de ejercer el put por el cual devolvieron bonos del Tesoro y se hicieron de pesos por unos 400 mil millones en el arranque de la semana

- La década de la estanflación tiene mucho que ver con la recurrencia de los cepos al cambio y al comercio exterior, y ambos fenómenos están conectados con un valor depreciado de los activos, caso de las empresas que cotizan en el Merval. El valor promedio 2011/2023 del Merval en dólares constantes se ubicó en un andarivel 30 % por debajo de principios de 2011, cuando los cepos todavía no se usaban como instrumento de política económica. Por estos, días, el valor del Merval en dólares está muy lejos de descontar un escenario de salida de la estanflación
- La dolarización es muy buena como slogan, pero no como receta para la economía argentina. Se plantea que el modelo a seguir es el ecuatoriano, pero se minimizan los problemas estructurales que subsisten en ese país y se olvidan las peculiaridades de aquella experiencia. Se ignora además una enseñanza de la crisis de convertibilidad: el Banco Central tenía los dólares para cubrir los pesos de la base monetaria, pero no para los depósitos a plazo. No es aconsejable diseñar un régimen monetario/cambiario sin contemplar el funcionamiento del sistema bancario
- Para los desafíos que enfrenta la Argentina, conviene reparar en la experiencia de Israel, que lanzó su plan de estabilización en 1985 y es el más exitoso desde entonces. Israel creció a un ritmo por habitante más que duplicando a Ecuador, sus exportaciones por habitante llegan a los 15.000 dólares/año, y su moneda es muy estable

El mensaje de las urnas del domingo 13 de agosto se puede leer en claves diversas, no sólo económicas. Pero en lo que concierne a la economía, sería necio ignorar que existe un mandato claro para aplicar medidas que permitan salir de una estanflación que por más de una década corroe el tejido productivo y social de nuestro país. La estanflación en algunos momentos se ha manifestado en forma más nítida en su faceta de estancamiento y en otros por aceleración inflacionaria y pérdida de poder adquisitivo de los trabajadores. En el presente, la estanflación muestra su peor cara en las dos dimensiones, y su percepción se hace nítida apenas se levanta la vista y se compara con lo que ocurre con el resto de los países de la región.

Sin embargo, la transición hacia el 10 de diciembre será muy compleja, porque estamos en medio de una gran paradoja: los votos del 13 de agosto muestran predisposición de la población a encarar reformas profundas, pero hoy es imposible saber quién y cómo habrá de liderarlas y, mientras estos dilemas se resuelven, afloran todas las inconsistencias de la política económica que el gobierno había tratado de disimular.

La incertidumbre que introdujo el resultado de las PASO incluye la probable necesidad de tener que recurrir a una segunda vuelta para definir la elección del próximo presidente. Un buen número de las incógnitas que hoy proliferan recién tendrían respuesta el 19 de noviembre y, como nadie estará seguro por lo que digan las encuestas, los escenarios serán binarios para variables de extrema relevancia. En caso que se confirme que la

contienda no termina el 22 de octubre, estaremos condenados a navegar "sin instrumentos" por más de 90 días.

Mientras tanto, vale la pena repasar algunos de los ítems de la agenda que puso sobre la mesa el resultado del 13 de agosto. Por ejemplo, la posibilidad de que reformas apropiadas permitan obtener resultados perceptibles para la población en tiempos razonables; las chances de mayor o menor gobernabilidad de acuerdo a la nueva composición del Congreso; las dificultades del oficialismo para revertir sus resultados; la cuestión cambiaria y la trayectoria de las reservas del Banco Central; la falta de anclas y la aceleración de la inflación; la importancia del valor de los activos como testigo de una eventual salida de la estanflación; y también los flancos débiles de la dolarización como instrumento de estabilización (y crecimiento).

Reformas que producen resultados

En estos informes se ha subrayado el notable contraste de trayectorias con Brasil en los últimos seis años, producto del cual el vecino país nos ha sacado 13 puntos porcentuales de diferencia en la variación del PIB y 6 puntos en la creación de empleo privado formal. Efectivamente, mientras el PIB de Brasil se expandió 9,9 % entre 2017 y 2023, el de la Argentina se contrajo 3,0 % y, en lo que hace al empleo privado formal, en el vecino país aumentó 7,4 % en ese período, guarismo que compara con una variación de 1,4 % para el caso de la Argentina.



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de Argentina, Ministerio de Trabajo de Brasil, WSO-FMI y JPMorgan

Argentina y Brasil compartieron tribulaciones económicas desde los años 2011/12, cuando el superciclo de las commodities comenzó a dar señales de agotamiento, pero en el vecino país la crisis se precipitó antes, con la peor recesión de su historia entre 2013 y 2016 y pésimos indicadores en todos los frentes: entre esos años la tasa de inflación y la de desempleo se duplicaron, la inversión se desplomó un 28 % acumulativo y la deuda pública escaló de 50 % a 70 % del PIB, mientras la moneda se devaluaba de una paridad de 2,3 con la divisa estadounidense a 3,9 reales por dólar. El fracaso del "capitalismo de amigos" quedó ilustrado por los escándalos asociados al caso Odebrecht, que comenzaron a hacerse públicos en 2014.

Fue en ese contexto que el segundo mandato de Dilma fue completado por su vicepresidente, Michel Temer, quien impulsó una serie de reformas que tuvieron eco en el Congreso, una conjugación de factores que seguramente se explican por la magnitud de la crisis heredada. En muchos aspectos, Brasil mantiene rasgos de una economía que no debería ser tomada como “modelo”, ya que subsiste una elevada presión tributaria, exceso de regulaciones, limitada inserción en el mercado global (con la excepción de su complejo agroindustrial), infraestructura deteriorada, dificultades para expandir la industria del conocimiento y demás. Pero sí importa poner el foco en los años 2016 y 2017, porque el desempeño posterior de la economía brasileña no puede ser explicado sin aquellas reformas. La gestión de Bolsonaro y la actual de Lula en cierto modo se beneficiaron de esos avances.

En esencia, la peor recesión de la historia brasileña alumbró un puñado de reformas por las que, conceptualmente, se abandonó la idea del gasto público y los créditos estatales (BNDES) como locomotoras del crecimiento y, para pavimentar el camino hacia una recuperación de la economía traccionada por el sector privado, la agenda incluyó, entre otras:

- Una estricta regla para contener el gasto público, de modo que se redujera en términos del PIB y evitara que la deuda pública siga escalando
- Se ratificó de hecho la preferencia por la estabilidad (la autonomía del BCB se aprobó por ley años después) posibilitando que inflación y tasas de interés bajaran simultáneamente. Entre 2015 y 2017 la tasa de inflación pasó del 10,7 % al 2,9 % y la tasa de interés, que en 2015 había llegado al 14 %, terminó aterrizando en el 4,5 % en 2019, para tomar una fecha previa a la pandemia.
- Se enfrentó el problema de la informalidad laboral (signo de precariedad del trabajador y de baja productividad de las empresas) combatiendo la “industria del juicio” y otros costos contingentes, se limitaron las restricciones para tercerizar contratos, se alentaron regímenes como el “banco de horas” y contratos intermitentes, flexibilizando negociaciones de salarios para puestos con remuneraciones superiores a los 2500 dólares/mes (cifra aproximada).

Los datos de crecimiento del PIB y de generación de empleos privados formales son contundentes para Brasil a partir de 2017, como se consignó más arriba (no hay garantías de que este fenómeno se prolongue, a juzgar por la agenda del actual gobierno). En la Argentina, una fracción de la opinión pública parece creer todavía que las reformas son sinónimo de ajuste, pero es exactamente al revés. **Es la falta de reformas lo que nos mantiene en la estanflación!!!** Y hay que tener en cuenta que, para nuestro país, la agenda del 2023 incluye necesariamente más problemas urgentes/importantes que los de Brasil 2016/17. Entre otros, la cuestión de los **torneros** (cepos ya luce como un término light) al cambio y al comercio exterior, el creciente **endeudamiento de corto plazo** del Tesoro y el Banco Central y una tasa de **inflación** que apunta a los dos dígitos **mensuales** (los acontecimientos en Brasil se precipitaron cuando esos dos dígitos se alcanzaron en la medición **anual**).

El resultado de las PASO y la gobernabilidad

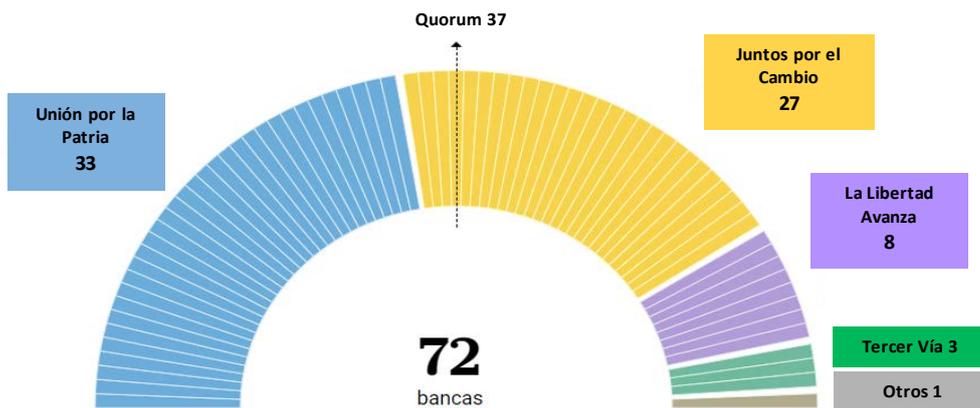
Pasaron las elecciones primarias y prácticamente quedó configurado un escenario de “tres tercios”; con el 97,4% de las mesas escrutadas, el partido La Libertad Avanza (LLA) se impuso con el 30,04% de los votos, donde Javier Milei además de ser el candidato individual más votado, obtuvo la victoria en 16 de los 24 distritos del país. El segundo lugar fue para Juntos por el Cambio (JxC) que obtuvo el 28,27% de los votos, donde Patricia Bullrich ganó la interna al obtener el 60% del total de votos de JxC. El partido oficialista Unión por la Patria (UP) se ubicó en tercer lugar con el 27,27% de los votos.

Los tres tercios es un resultado que mantiene una altísima incertidumbre y lleva a que el escenario de segunda vuelta sea altamente probable. En materia económica, este escenario implica en el corto plazo que “el futuro” no pueda anclar expectativas. La contracara es el mediano plazo, debido a que entre La Libertad Avanza y Juntos por el Cambio sumaron casi 60% de los votos, con el consecuente impacto en la próxima eventual conformación del Congreso.

De repetirse los resultados de las PASO en las generales de octubre, el Congreso Nacional quedaría conformado de la siguiente manera:



Proyección de bancas en Senadores



Fuente: IERAL en base a DINE y La Nación

Distribución actual y Proyección de bancas en Diputados y Senadores

Sector	Diputados			Senadores		
	Distribución Actual	Proyección PASO	Cambio Proyectado	Distribución Actual	Proyección PASO	Cambio Proyectado
Juntos por el Cambio	117	107	-10	33	27	-6
Unión por la Patria	122	94	-28	33	33	0
La Libertad Avanza	3	40	37	0	8	8
Tercer Vía	8	7	-1	5	3	-2
Izquierda	4	4	0	0	0	0
Otros	3	5	2	3	1	-2

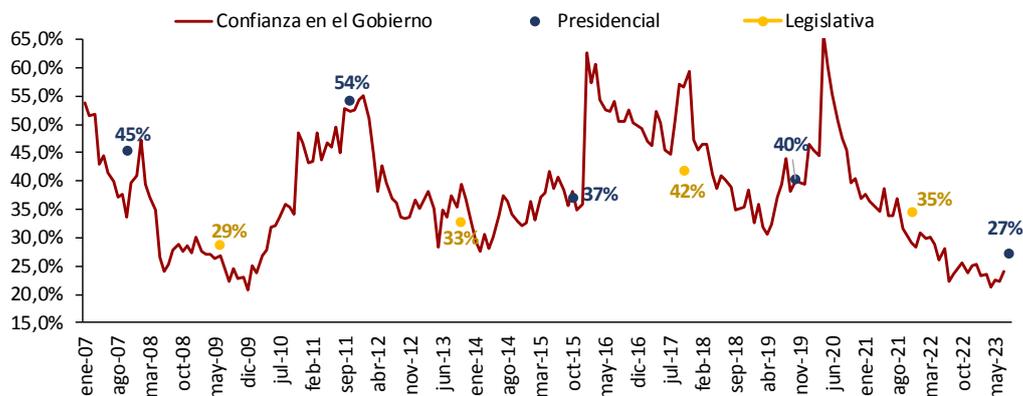
Fuente: IERAL en base a DINE

La confianza en el gobierno y los resultados electorales

El índice de Confianza en el Gobierno (ICG) que calcula UTDT históricamente ha mostrado alta correlación con votos al oficialismo. A julio de 2023 se ubica en los niveles más bajos desde el 2009, cuando se produjo la tormenta perfecta de crisis financiera + sequía + conflicto con el campo por la 125. El nivel actual era lo más bajo para un oficialismo enfrentando una elección presidencial y, tal como anticipaba, obtuvo guarismos consistentes. De cara a octubre, no se ve cómo esta trayectoria pueda modificarse.

Indice de Confianza en el Gobierno y Resultado del Oficialismo en elecciones*

ICG varía entre 0% y 100%



* Resultados de elecciones generales, salvo para ago-23 que refiere al resultado de las elecciones PASO

Fuente: IERAL en base a UTDT y fuentes varias

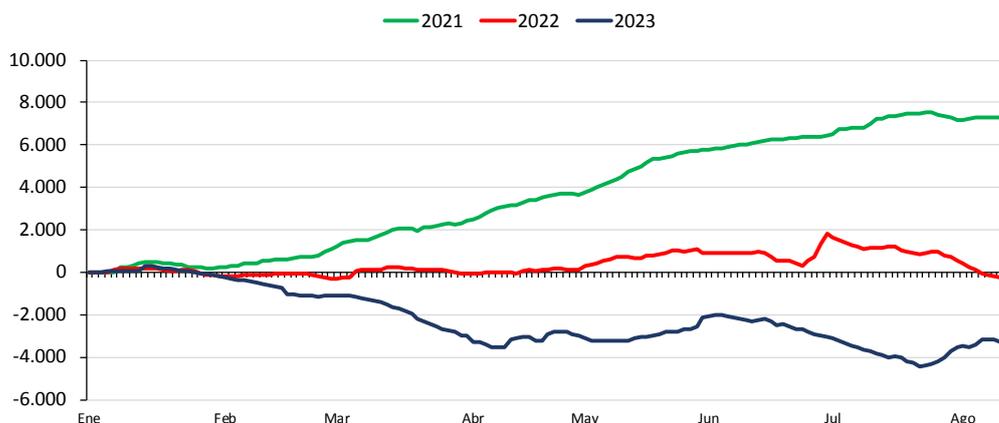
La agenda del gobierno, tratando de evitar el default con el FMI, no evita aceleración de la inflación ni mayor contracción de la economía. En el frente externo, subsiste la frazada corta, el dilema entre seguir vendiendo dólares en el segmento libre versus atender la demanda de divisas para importaciones, tratando que el aparato productivo no se paralice.

Renovación del acuerdo con el FMI, devaluación y reservas

Hacia fin de julio, en una especie de guiño al FMI como “prenda de buena conducta” para destrabar los desembolsos, el Gobierno estableció un tipo de cambio de \$340 para la exportación de sorgo, girasol y maíz, entre otros granos (productos del agro de uso interno intensivo)¹, y aplicó una devaluación fiscal al generalizar el impuesto PAIS con una alícuota de 7,5% sobre los bienes importados y de 25% sobre los servicios, medidas que ayudan a acomodar la meta fiscal anual, que formalmente se mantiene en el 1,9% del PIB. En una primera instancia estas medidas le permitieron al BCRA parar la sangría y comenzar a acumular reservas durante 11 ruedas consecutivas por una suma de USD 1.289 millones. Sin embargo, en la semana previa a las PASO, el BCRA retomó la tendencia vendedora e hilvanó cuatro ruedas consecutivas en rojo por USD 249 millones.

¹ A la fecha del presente informe el valor del dólar agro quedó por debajo del oficial y por lo tanto es una medida que “pasó a hacer agua”.

Compras netas de dólares del BCRA*
Al sector privado



* Compras diarias acumulativas hasta el 10 de Agosto de cada año. En millones de USD.
Fuente: IERAL, con base en BCRA.

La sangría de reservas que el BCRA ha tenido a lo largo de 2023 ha llevado a las reservas brutas a su nivel más bajo desde el 11 de mayo de 2006, con una pérdida de USD 20.770 millones en poco más de 7 meses y reservas netas negativas en torno a los USD 10 mil millones.

Reservas Brutas del BCRA
En millones de dólares



Fuente: IERAL con base en BCRA.

La contracara de estas medidas es su impacto inflacionario, que no se detecta en julio, pero se acumula desde agosto en adelante.

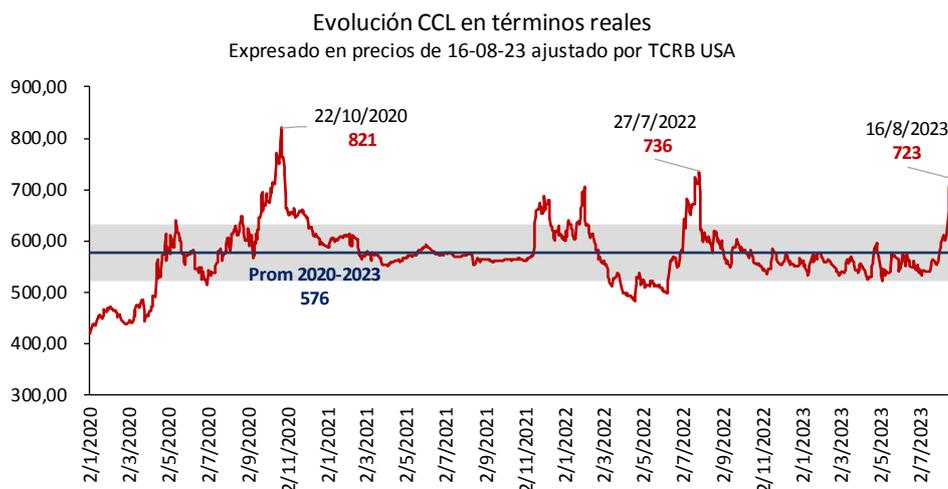
Previo a las PASO, el Banco Central había acelerado el *crawling peg* a una tasa diaria mensualizada promedio de 12,3% cuando en junio y julio esos guarismos habían sido de 7,3% y 7,7%, respectivamente. Como se sabe, el día después de las PASO el BCRA anunció un salto del 22% del dólar mayorista oficial, llevando la cotización a \$350 por dólar. En la entidad monetaria explicaron que luego de la devaluación de este lunes, el tipo de cambio oficial mayorista se mantendrá quieto por un tiempo; no obstante, eso dependerá de las exigencias del mercado y del Fondo Monetario Internacional (FMI).

La cuestión de fondo radica en que un salto discreto del TCN oficial con expectativas desancladas, sin credibilidad, sin plan de estabilización y sin aflojar el CEPO solo puede dar un alivio transitorio y en el margen por el lado de la brecha. Más aún, a inicios de semana, devaluación mediante, la brecha del dólar mayorista oficial respecto al blue bajó al 95,7% (de casi 111% el viernes previo a las elecciones) mientras que la brecha con el CCL cayó 22 puntos para ubicarse en el 87%, pero al día siguiente ya se ubicaron nuevamente en los 3 dígitos y dos días después de la devaluación, en valores similares a fines de abril del presente año (123% y 107% respecto al Blue y al CCL, respectivamente).



Fuente: IERAL con base en BCRA y Ámbito Financiero.

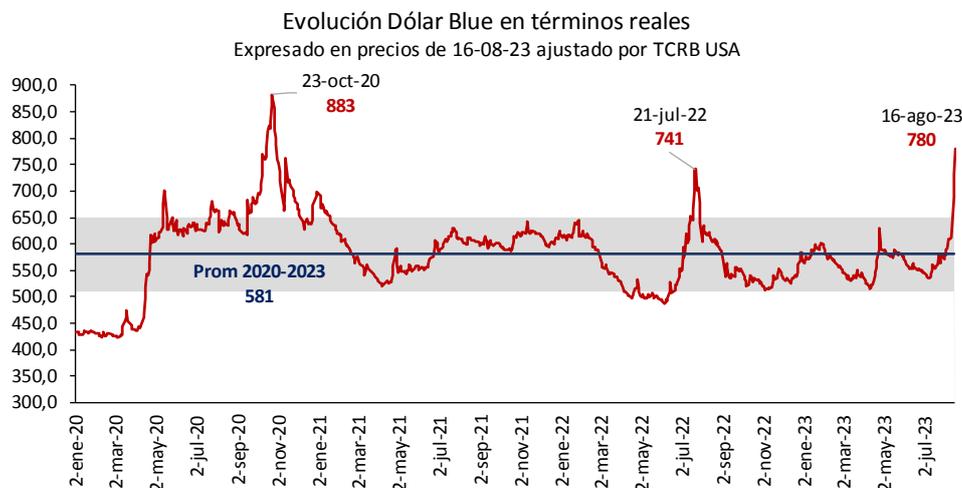
En otras palabras, con la nominalidad lanzada los dólares alternativos tendieron a acomodarse al alza tras la devaluación oficial. Así, el dólar CCL de referencia subió a \$723 (+20% en tres días), mientras que el MEP de referencia avanzó +20,7% en igual período y cerró en \$651. Por su parte, el dólar informal cerró el día miércoles a \$780 (+29% aprox).



Fuente: IERAL con base en Ámbito Financiero e INDEC.

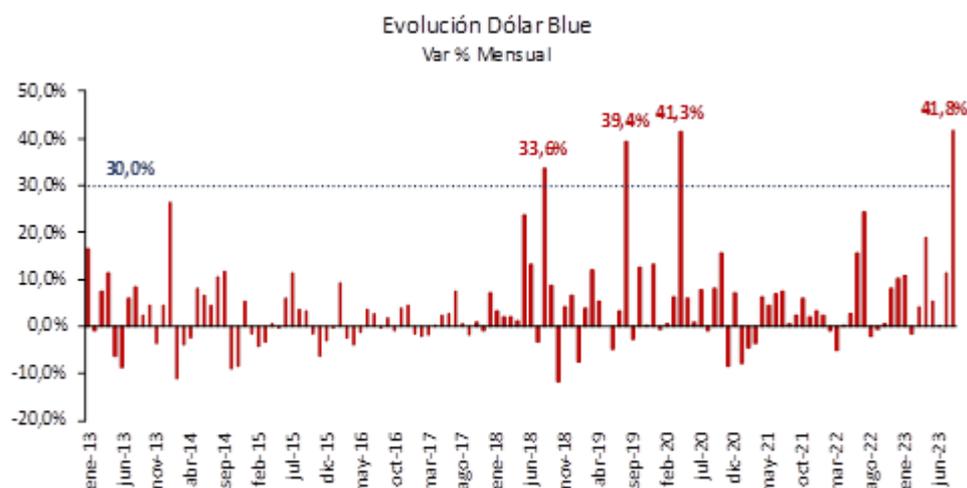
El tipo de cambio CCL de 723 es el más alto en 13 meses, siempre medido en términos constantes a fin de poder efectuar comparaciones. Esto implica que se encuentra en valores similares a la turbulencia que se produjo tras la renuncia del ministro Guzmán,

cuando el CCL hizo un pico de \$736 a precios de hoy. Otro tanto ocurre con el valor del dólar “blue”, que incluso superó el pico de \$741 observado en julio del año pasado.



Fuente: IERAL con base en Ámbito Financiero y BCRA.

Hasta el día miércoles el dólar informal tuvo una variación porcentual mensual superior al 30% solo cuatro veces desde enero de 2013: en ago-18 cuando se acrecentaron las dudas sobre el programa financiero de 2019, en ago-19 por las elecciones PASO, en abr-20 con el inicio de la cuarentena en el marco de la pandemia y ahora en agosto.

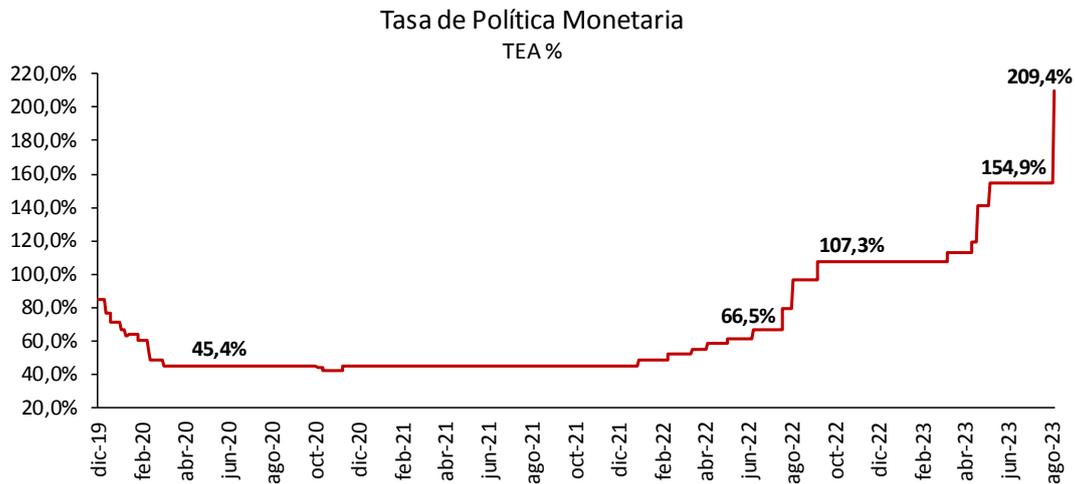


Fuente: IERAL en base a Ámbito Financiero

El efecto inicial de la devaluación del 14 de agosto se puede medir a través de la variación de reservas, con un BCRA que lleva comprados USD 462 millones en tres días. Sin embargo, por el diseño de la política cambiaria, los incentivos a liquidar divisas se habrán de debilitar con el correr de los días, por lo que será necesario monitorear semana a semana.

De hecho, junto con la devaluación se hicieron más apretados los torniquetes para operar en cambios a través del mercado de capitales. La Comisión Nacional de Valores (CNV) fijó un tope semanal aproximado de USD 40.000 (100 mil valores nominales) para la compra de dólar MEP, buscando contener el precio de los dólares financieros.

Además, el Banco Central de la República Argentina dispuso elevar en 21 puntos porcentuales la tasa de política monetaria. De esta forma, la tasa de interés nominal anual de las Letras de Liquidez (Leliq) a 28 días pasó a 118% (209% en términos efectivos anuales, TEA). Esta decisión de política monetaria implica una tasa mensual de 9,7% por lo que ante las expectativas de inflación en dos dígitos la tasa de interés real esperada ex-ante sigue siendo negativa.



Fuente: IERAL en base a BCRA

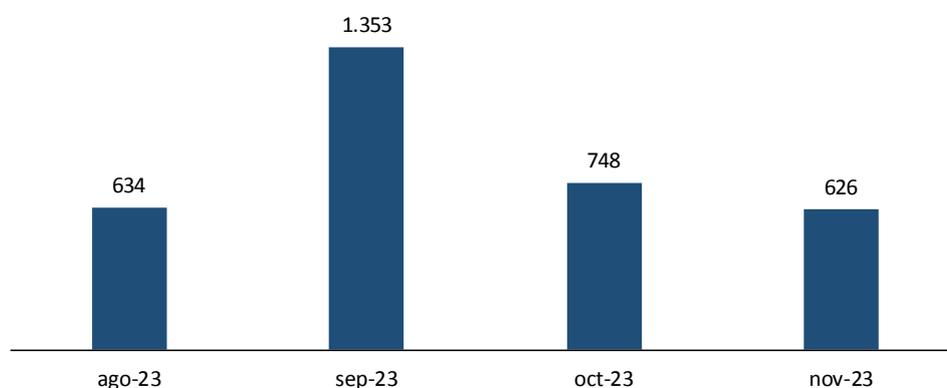
Una transición sin anclas

La desaceleración de la inflación que se observó en mayo y junio respondió principalmente a factores transitorios, entre los que se destaca una relativa estabilidad del precio de la carne, que pondera 8,9% en el IPC general. Desde fin de julio, pero especialmente en lo que va de agosto, ese tipo de factores puntuales tiende a quedar atrás. Por caso, el precio de la carne despertó de su letargo y desde el 21 de julio (día previo al anuncio del nuevo dólar agro) hasta la fecha, el precio promedio en el mercado agroganadero subió casi 70%, con el inevitable traslado a góndola. La devaluación del 14 de agosto junto con la marcada tendencia alcista de los dólares libres está alimentando lo que se denomina "la inflación de costos". Obviamente, a esta dinámica se están acoplando en estas horas los reclamos sindicales de reapertura de paritarias. Lo aconsejable en estas circunstancias es acortar el plazo de duración de estos acuerdos, ante la dificultad para predecir la inflación. Tres meses ya es largo plazo!!

La falta de reservas y una aceleración de la inflación que a partir de agosto podría instalarse por encima del 12,0 % mensual, hacen efímeros los intentos por anclar las expectativas. Se procuró hacerlo asegurando que el tipo de cambio oficial, ahora en 350 pesos, se mantendrá hasta mediados de octubre. Pero, al ritmo más acelerado de la inflación, el tipo de cambio llegará con un atraso similar al de julio a principios de octubre. Así, la próxima devaluación ocurrirá en un contexto en el que para el mercado será insuficiente un salto de 22 % del tipo de cambio, tal como se dio el 14 de agosto.

Del lado de la expansión monetaria, tampoco hay anclas a la vista. La decisión de los bancos de ejercer el put que tienen contratado con el BCRA, por el cual devolvieron bonos del Tesoro y se hicieron de pesos por unos 400 mil millones en el arranque de esta semana, es una movida que va a contramano del intento de endurecimiento de la política monetaria implícito en la suba de tasas de 21 puntos porcentuales dispuesta el fin de semana. Esos 400 mil millones equivalen a 6 % de la base monetaria, un impacto considerable por un solo día, pero además abren un signo de interrogación acerca de la suerte del Tesoro a la hora licitar nuevos bonos para cubrir los vencimientos de deuda en próximas semanas. Si hay problemas para conseguir compradores de bonos, la consecuencia será mayor emisión monetaria por motivos fiscales.

Servicio de la deuda en pesos en manos del Sector Privado
En Miles de Millones de Pesos

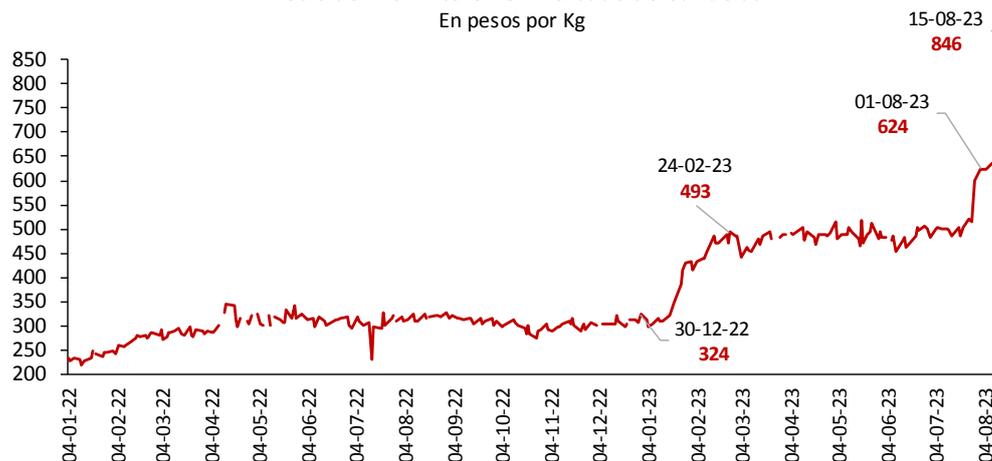


Fuente: IERAL en base a JPMorgan y Secretaría de Finanzas-Mecon

Los vencimientos de bonos del Tesoro en manos del sector privado son significativos de aquí a noviembre, por un total de 2,8 millón de millones de pesos, un promedio mensual de 930 mil millones de dólares. Si a ese “taxi” se le agregan los requerimientos de pesos del Tesoro para cubrir el déficit, es posible que las necesidades de financiamiento por “rollover” más el rojo fiscal superen en promedio 1,5 millón de millones de pesos por mes de aquí a noviembre. Esa cifra equivale, por mes, al 23 % de la base monetaria actual.

El telón de fondo de la actual aceleración inflacionaria es muy preocupante, porque la demanda de dinero puede seguir cayendo (circulación más rápida de los pesos) al mismo tiempo que se profundiza la contracción de la oferta por falta de insumos, o directamente por la decisión de retacear ventas ante la dificultad para calcular el precio de reposición de las mercaderías.

Precio del Novillito en el Mercado de Cañuelas
En pesos por Kg



Fuente: IERAL en base a Mercado Agroganadero de Cañuelas

Más cerca o más lejos de salir de estanflación (la importancia del valor de los activos)

Las PASO han abierto una situación paradójica, como se comentó más arriba, y esto se expresa de múltiples maneras. Una de ellas tiene que ver con el valor de los activos, análisis que requiere una breve introducción. En los países que enfrentan períodos de estancamiento crónico, aparece un círculo vicioso que hace más compleja la salida: la falta de crecimiento se retroalimenta con la tendencia a la desvalorización de los precios de los activos en esa economía, fenómeno que a su vez desalienta las decisiones de inversión, lo cual a su vez opera negativamente sobre la posibilidad de recuperar el crecimiento. En cierto modo esto es lo que ocurrió en Japón a lo largo de la década de los 90, aunque en ese caso no hubo inflación, más bien predominaron las fuerzas deflacionarias.

La Argentina de la estanflación no escapa a esa regla en lo que hace al valor de los activos. Para simplificar, se utiliza como variable testigo la evolución del índice bursátil Merval, expresado en dólares constantes (teniendo en cuenta la inflación de Estados Unidos) y utilizando la paridad libre (CCL o equivalentes).

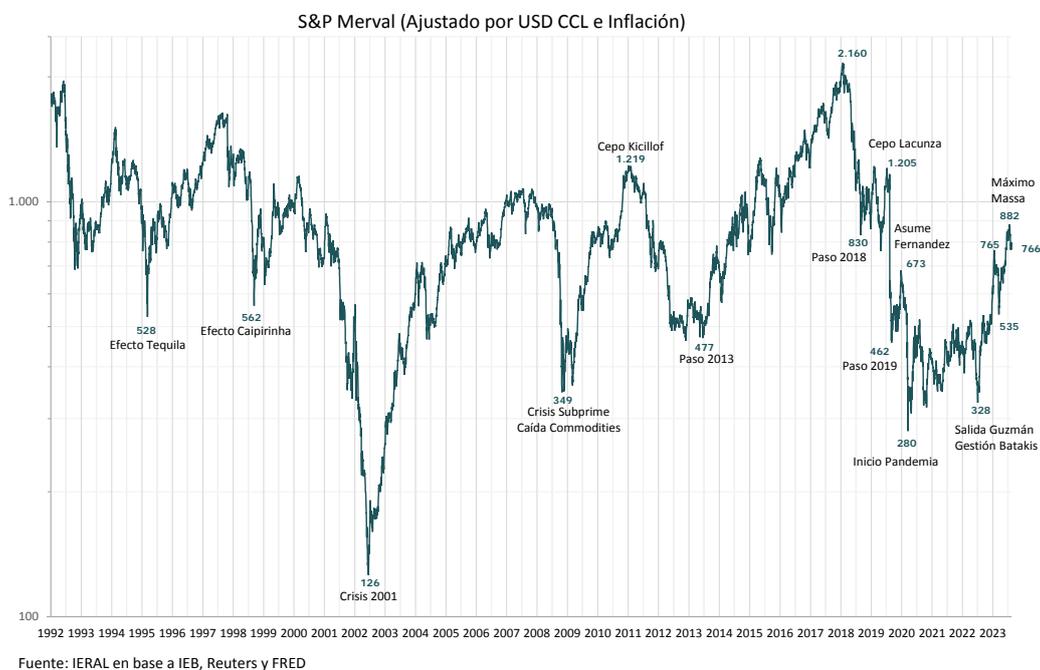
Merval en dólares (CCL, a valores constante)

Datos relevantes para períodos seleccionados

Período	Merval
Ene-11 (20-01-11)	1.219
Prom 2011/2023	859
Ago-23 (15-08-23)	766
Cepo CFK (2011-2015)	753
Cepo AF (2020-2023)	489

Fuente: IERAL en base a IEB, FED y Reuters

Por empezar, se ve que el promedio del Merval en dólares entre 2011 y 2023 ha sido de 859 puntos, un 30 % por debajo de la referencia de principios de 2011, meses antes que el gobierno de entonces decidiera inaugurar la “era de los cepos”. La década de la estanflación tiene mucho que ver con la recurrencia de los cepos al cambio y al comercio exterior, y ambos fenómenos están conectados con un valor depreciado de los activos, las empresas que cotizan en el Merval, en este caso. Quizá el promedio 2011/2023 del Merval sea algo engañoso, por la extrema volatilidad de esta variable a lo largo de estos años, con un pico de 2160 puntos a mitad de la gestión de Macri y un piso de 328 puntos durante la crisis que dio lugar a la sustitución del ministro Guzmán (se excluye el guarismo durante la Pandemia). El gráfico que muestra esa relación de 6,6 a 1 entre el techo y el piso del valor de las empresas, con una distancia de pocos años, dice mucho más que mil palabras acerca de la inconveniencia de dibujar escenarios en los cuales pueda contarse con una “lluvia de inversiones”. Paso a paso.



Ahora bien, ¿qué nos dice el Merval sobre las expectativas para el día después del 10 de diciembre? Pese a los “dos tercios” de los votos a favor de medidas que dejen atrás los últimos años, el valor de esos activos no reflejan todavía esa posibilidad de cambiar de raíz las políticas que llevaron a la estanflación. De hecho, el más reciente índice de la semana pos paso, de 766 puntos, apenas si está alineado con los valores promedio de 2011 a 2015, durante el segundo mandato de la actual vicepresidenta.

Es crucial que en próximas semanas las incógnitas subsistentes comiencen a despejarse y permitan alimentar las expectativas de una gestión que, arrancando el 10 de diciembre, sea capaz de dejar atrás la década de la estanflación.

Cómo estabilizar? La propuesta de dolarización

La dolarización es muy buena como slogan, pero no como receta para la economía argentina. Se plantea que el modelo a seguir es el ecuatoriano, pero se minimizan los problemas estructurales que subsisten y se olvidan las peculiaridades de aquella experiencia:

-La sustitución del sucre por el dólar fue un proceso rápido, antes de que terminara el 2000 ya se había canjeado la base monetaria. Pero eso fue posible porque había reservas suficientes y porque, previamente (en abril de 1999), los depósitos bancarios se habían dolarizado y reestructurado a 5 años (similar al Plan Bonex de 1990)

- La dolarización pudo consolidarse en Ecuador porque **en la década en la que se comenzó a aplicar se cuadruplicó el precio del petróleo, el principal producto en términos de exportaciones y de recaudación fiscal**

- Pese a estas circunstancias tan favorables, el crecimiento de la economía ecuatoriana ha sido modesto en los últimos veinte años, a un ritmo del orden del 1 % anual por habitante, y sus exportaciones suman no más de 2000 dólares por habitante y por año

- En la Argentina el Banco Central no tiene las divisas para rescatar sus pasivos monetarios en pesos, ni se discute la importancia de conformar un Fondo Anticíclico un instrumento imprescindible si se sacrifican la política monetaria y cambiaria

-Se ignora una enseñanza de la crisis de convertibilidad: el Banco Central tenía los dólares para cubrir los pesos de la base monetaria, pero no para los depósitos a plazo. No es aconsejable diseñar un régimen monetario/cambiario sin contemplar escenarios de crisis en el sistema bancario

Esto sin olvidar que se necesitarían 40 mil millones de dólares para encarar la dolarización: al no demostrarse como se conseguirían, la brecha cambiaria sufre presión al alza, ya que se hacen cálculos sobre el (muy elevado) nivel del tipo de cambio que se requeriría para que los "números cierren".

Un plan de estabilización apropiado para la Argentina de ningún modo podrá ignorar la importancia que tiene el dólar como variable para la macro y como unidad de cuenta para la micro. Pero se puede lograr una aceptada convivencia con el dólar, sin llegar al modelo ecuatoriano.

Para los desafíos que enfrenta la Argentina, conviene repasar la experiencia de Israel, que lanzó su plan de estabilización en 1985 y es el más exitoso desde entonces. Israel creció a un ritmo por habitante más que duplicando a Ecuador, sus exportaciones por habitante llegan a los 15.000 dólares/año, y su moneda es muy estable.

¿Por qué Israel y no Ecuador? Para salir de la estanflación, la estabilidad es condición necesaria, no suficiente. Se sabe que la política monetaria y fiscal tiene que ser

consistente, pero hay pasos adicionales. En el caso de la Argentina, hay que comenzar a desmontar los cepos al cambio y al comercio exterior, variables que no pueden faltar en la ecuación.

La integración al mundo es tan imprescindible como la estabilidad. Hoy el escenario global ofrece significativas oportunidades para las que hay que conectar inversiones, infraestructura y exportabilidad. Así podría fortalecerse el entramado productivo (pymes pujantes), evitando caer en modelos tipo “enclave exportador” que tienen muy limitado efecto multiplicador en términos de empleos y difusión de tecnología.

En Foco 1

El dato regional de la semana:

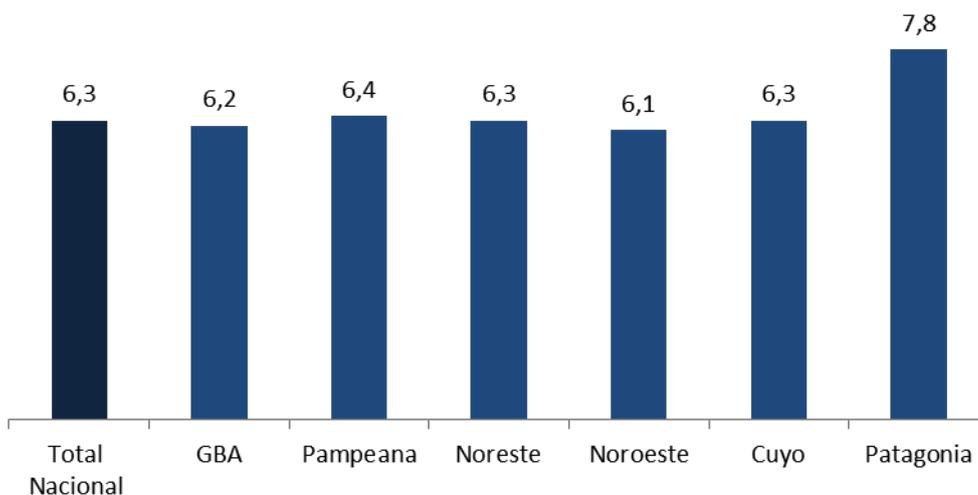
En el último año, la suba más significativa de los precios al consumidor se observó en el Gran Buenos Aires, con el 114,6% interanual

Vanessa Toselli

- Comparando con julio de 2022, el aumento más significativo del Índice de Precios al Consumidor se registró en el Gran Buenos Aires, con 114,6%, seguido de la región Noroeste (113,9%), ambas por encima del total nacional (113,4%). Cuyo fue la región con menores subas a nivel interanual, cinco puntos porcentuales por debajo del promedio
- Desde comienzos de año, los precios al consumidor subieron 60,2 % para el total nacional. Las regiones que experimentaron variaciones inferiores al promedio fueron Cuyo, el Noreste y la Patagonia, con 57,9%; 59,3%, y 59,9% respectivamente
- En lo que refiere a los rubros más representativos, existen diferencias entre regiones. En Cuyo el componente con un aumento más significativo en lo que va del año fue el correspondiente a Restaurantes y Hoteles (69%); mientras que en el Noreste y en la Patagonia ese lugar lo ocupó la Educación, con el 81,2%, y el 71,8%, respectivamente

Según los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (Indec), el índice de precios al consumidor (IPC) registró en julio del corriente año una suba del 6,3% mensual, acumulando un 60,2% en lo que va del año, e implicando un aumento del 113,4% interanual, respecto del mes de julio 2022. A nivel agregado, los rubros con mayores aumentos fueron el de comunicación y recreación y cultura, con subas mensuales del 12,2% y 11,2% respectivamente. A nivel regional, se registró la suba más significativa en la Patagonia (7,8% mensual), y la más moderada fue la del Noreste (6,1% mensual).

Índice de precios al consumidor. Nivel general y regiones
Variación mensual (%)



Fuente: IERAL en base a Indec.

Si se compara lo acontecido en el último mes con información disponible (julio), la suba más significativa se registró en la **Patagonia**, ubicándose los precios 1,5pp por encima del total nacional. Internamente, las partidas con mayores aumentos fueron Comunicación (12,3% mensual) y Bebidas Alcohólicas y Tabaco (10,4% mensual), aunque le siguen varios rubros con subas por encima del promedio (Equipamiento y mantenimiento del hogar, Salud, Transporte).

En el otro extremo del país, la región **Noreste** y **Noroeste** registraron subas mensuales del 6,3% y del 6,1% respectivamente. En el primer caso, Comunicación y Recreación y Cultura fueron los rubros con aumentos más significativos, en línea con lo sucedido a nivel nacional (10,9% y 10% respectivamente, comparando con el mes de junio del corriente año). En la región Noroeste, aparece como el segundo rubro en crecimiento, luego de las Comunicaciones, el caso de la Salud, con un incremento intermensual del 10%.

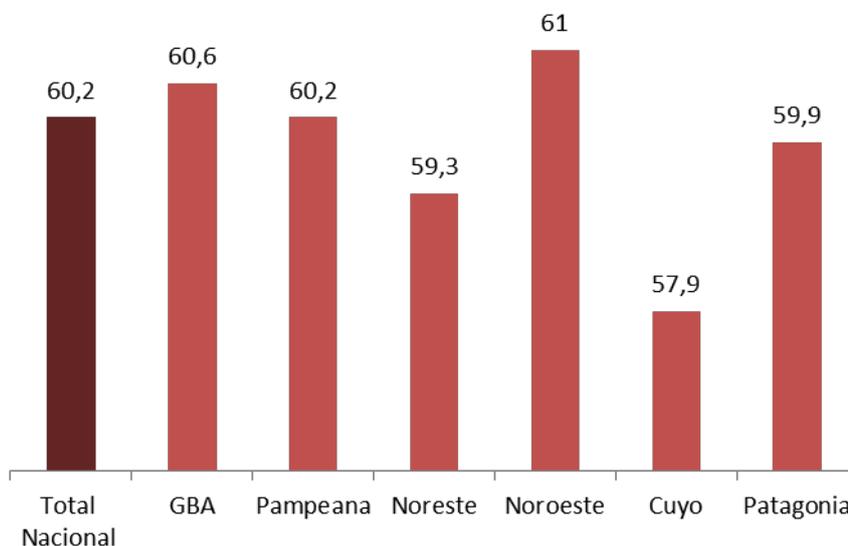
En el caso de **Cuyo**, el aumento registrado a nivel mensual fue del 6,3%, coincidiendo con lo ocurrido en el total del país, tanto en el total, como en los rubros más pujantes (Comunicación, Recreación y Cultura). Por el contrario, el rubro vinculado con las Prendas de vestir y calzado fue el que presentó una suba más moderada, del 3,6% mensual.

Por último, en el caso de **GBA** y la **Región Pampeana**, los precios se comportaron en torno a lo registrado a nivel nacional, creciendo en el mes de julio 6,2% y 6,4% mensual respectivamente.

Si se revisa lo acontecido con los precios al consumidor desde comienzo de año hasta el momento (mes de julio, último disponible), en **Cuyo**, el **Noreste** y la **Patagonia**, el crecimiento registrado fue menor al del total nacional, con subas acumuladas en los primeros 7 meses del año del 57,9%, 59,3% y 59,9% respectivamente. Internamente, en lo que refiere a los rubros más significativos, existen diferencias, ya que, mientras que para

Cuyo el componente con un aumento más significativo en lo que va del año fue el correspondiente a Restaurantes y Hoteles (69%), en el Noreste y en la Patagonia fue el componente Educación (81,2%, y 71,8% respectivamente).

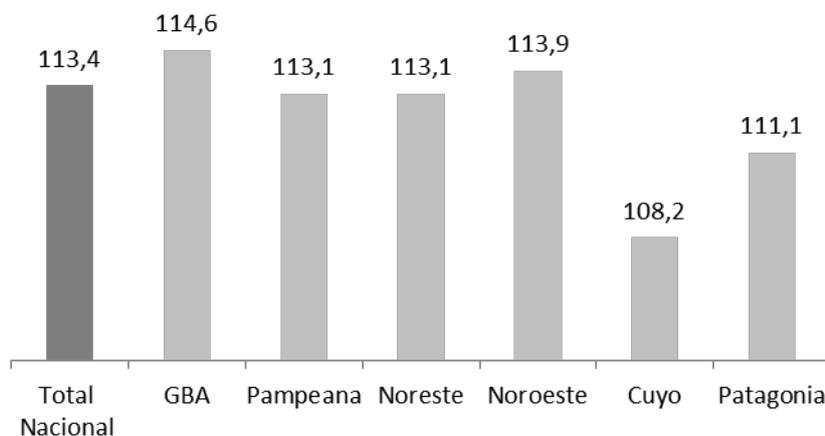
Índice de precios al consumidor. Nivel general y regiones
Variación acumulada (%)



Fuente: IERAL en base a Indec.

Por último, en términos interanuales, comparando con el mes de julio 2022, en GBA se observó el aumento más significativo (114,6%), seguido de la región Noroeste (113,9%), ambas por encima del registrado en el total nacional (113,4%). Cuyo mantuvo su performance moderado, siendo la región con menores subas a nivel interanual, 5 puntos porcentuales por debajo de lo registrado a nivel nacional.

Índice de precios al consumidor. Nivel general y regiones
Variación Interanual (%)



Fuente: IERAL en base a Indec.