

FIDE

Coyuntura y Desarrollo

Concesiones para recomponer reservas. El “dólar soja”. El FMI aprobó la segunda revisión. Presupuesto 2023: principales lineamientos. Actividad económica: ¿señales de ralentización? Con los ojos puestos en Brasil. ¿Hacia una recesión global? Jackson Hole: la agenda económica de los países centrales.

Datos básicos de la economía argentina

	2021	2022			
		I trim.	II trim.	Julio	Agosto
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	10,4	6,0	6,5(*)	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	0,1	-0,1	-5,4(*)	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	15,9	4,9	7,3(*)	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	33,4	12,7	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	46.282.066	60.351.245	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	100,64	112,12	123,34	135,21	142,13
Exportaciones(millones de dólares)	77.934	19.354	25.023	7.773	s/i
Importaciones(millones de dólares)	63.184	17.968	23.316	8.210	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	14.750	1.386	1.707	-437	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	6.708	-1.130	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	351.456	358.950	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	144,0	153,1	142,2	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	39.662	43.137	42.787	38.232	36.734
Base monetaria(en millones de pesos)	3.394.480	3.660.266	3.891.174	4.212.024	4.287.266
M1(en millones de pesos)	4.865.258	5.132.565	5.712.709	6.129.234	6.270.334
M2(en millones de pesos)	7.144.286	7.397.912	8.467.946	9.185.913	9.243.868
M3(en millones de pesos)	11.609.538	12.947.221	15.141.507	16.439.867	16.967.177
Tasa de interés activa(nominal anual %)	35,2	36,3	40,6	45,9	61,3
Tasa de interés pasiva para ahorristas(nominal anual %)	33,4	37,4	44,5	49,9	59,4
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	11.004.986	3.579.546	4.573.866	1.745.178	1.731.319
Resultado primario(en millones de pesos)	-980.242	-192.735	-563.241	-1.945	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	654.107	266.857	222.084	129.718	s/i
Resultado financiero(en millones de pesos)	-1.634.349	-459.592	-785.325	-131.663	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	50,9	20,9	16,8	7,4	7,0
Precios al por mayor (en tasa de variación)	51,3	15,5	16,8	7,1	8,2
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	48,5	11,9	15,7	6,9	7,2
Tasa de actividad (% de la población total)	46,5	46,5	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,4	43,3	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	8,8	7,0	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	12,2	10,0	-	-	-

s/i: Sin información. (*) Datos del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE).

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes oficiales y privadas.

FIDE Coyuntura
y Desarrollo

Inscrito en la Dirección
Nacional de Derechos
de Autor bajo el N° 119.566

Queda hecho el depósito
que marca la ley N° 11.723.

ISSN 0325-5476

Se distribuye por venta directa o suscripción anual
Suscripciones en la Argentina:
Reconquista 962 - 2° Piso, C1003ABT
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

Valor de la suscripción:

Exterior: u\$s 170

Países limítrofes: u\$s 140 Agosto-Septiembre 2022

Una publicación de la
Fundación de Investigaciones
para el Desarrollo (FIDE)

CONSEJO DIRECTIVO

Presidenta

Mercedes Marcó del Pont
(en uso de licencia)

Vicepresidente

Alberto José Valle
(a cargo de la Presidencia)

Secretario

Sebastián Soler

Vocales

Rafael Prieto
Silvia Traverso (en uso de licencia)
Ana María Marcó del Pont

CONSEJO ASESOR

Carlos Tomada
Carlos Heller
Héctor Recalde
Jorge Taiana
Juan Carlos Lascurain

CUERPO DE INVESTIGADORES Y EQUIPO TECNICO

Economista Jefe

Nicolás Hernán Zeolla

Analista económico

Rodrigo Contreras

Base de datos

Adriana Solano

Edición y diseño

Alfredo Llana

Contabilidad y gestión

Patricia Giménez

Administración

Vanesa Gigena
César Corti

FIDE, Reconquista 962 - 2º Piso,
C1003ABT - Buenos Aires.
Tel. 4313-9494 / 5137
email: info@fide.com.ar
http://www.fide.com.ar

Desarrollo y convivencia democrática

A lo largo de los últimos años desde FIDE hemos analizado las consecuencias sociales que a escala global provoca el funcionamiento del capitalismo en su larga fase de financiarización. Los fenómenos de desigualdad, concentración de la riqueza, precarización de las relaciones laborales, entre otras manifestaciones, han tenido como contrapartida una debilidad y desilusión de amplias mayorías respecto a los sistemas democráticos. Lo que algunos académicos han definido como el “malestar con la globalización” ha redundado en situaciones de radicalización política, con el rápido crecimiento de movimientos de ultraderecha que ganan ponderación en las representaciones parlamentarias y también en su ascenso al gobierno. El reciente triunfo de una coalición liderada por la extrema derecha en Italia constituye un elocuente ejemplo de este fenómeno. En operaciones simbólicas de una eficacia notable, la falta de acceso a derechos básicos y condiciones de trabajo dignas se transforma en un reclamo por una menor injerencia del Estado y la política.

La Argentina no ha estado al margen de esta dinámica. En nuestro escenario político se ha consolidado una coalición de derecha con capacidad de desafiarle el poder al peronismo. La reivindicación de viejas ideas de libre mercado, el Estado como parásito de la actividad privada o la inserción internacional pasiva y el libre comercio son planteados ya sin tapujos. Se trata de propuestas que a lo largo de nuestra historia fracasaron una y otra vez y profundizaron las condiciones del subdesarrollo. Se trata, además, de ideas que no se condicen con la realidad del nuevo contexto internacional de disputa por la producción, las nuevas tecnologías, la generación de empleo y los mercados.

Sin embargo, las diferencias substanciales que existen entre los proyectos de país que encarnan las distintas representaciones partidarias parecen haber pasado a segundo plano. Asistimos a un debate político enrarecido, donde la circulación de noticias falsas, la difusión de discursos de odio y las manifestaciones de violencia real y simbólica están a la orden del día. Sin la conceptualización de ese caldo de cultivo se hace difícil interpretar el intento de magnicidio ocurrido contra la vicepresidenta de la Nación, hecho que supuso traspasar un límite en nuestra convivencia democrática.

En las vísperas de cumplirse cuarenta años desde la recuperación de la Democracia, el desafío que enfrenta la sociedad argentina para fortalecer y relegitimar nuestro sistema democrático demanda abordar viejas y nuevas prioridades. Consolidar un proceso sostenible de desarrollo e inclusión continúa siendo una deuda de esta Democracia, recorrido imprescindible para garantizar las condiciones materiales que achiquen brechas sociales, regionales y productivas. La crisis que atraviesa la economía mundial, si bien impregna el futuro de enormes incertidumbres, también abre oportunidades para que respondamos a las urgencias en materia de seguridad energética y alimentaria con estrategias consistentes de desarrollo industrial y tecnológico que contribuyan a desandar la elevada fragmentación social que se ha cristalizado en nuestro país.

Pero en las actuales circunstancias es imperativo lograr un consenso amplio y compromisos sólidos con los principios de la convivencia democrática, la reivindicación del diálogo multisectorial y el rechazo de todo acto de violencia como forma de dirimir las diferencias. Se trata de los pilares fundamentales de un pacto que todas las fuerzas políticas democráticas y los actores de la sociedad civil deberían volver a sellar.

**Hicimos miles de
porciones de torta
y una es para vos**



Festejamos
200 años
produciendo



**Banco
Provincia**

Concesiones para recomponer reservas

El “dólar soja”

El nuevo régimen transitorio sobre liquidación de exportaciones de soja elaborado por el actual ministro de Economía implicó reconocer una ganancia extraordinaria al sector, a cambio de que revierta el cese de comercialización de granos. El “dólar soja” fue bien recibido por el sector agropecuario y se encamina a cumplir con los objetivos de venta de granos anunciados semanas atrás. La recomposición de reservas le permitirá al Gobierno avanzar en desarmar expectativas devaluatorias y evitar un salto brusco del tipo de cambio.

La característica más destacada del actual contexto macroeconómico pasa por el acuerdo político y el cese de las diferencias de rumbo al interior de la coalición gobernante. Ello abrió una ventana de oportunidad donde se logró revertir las expectativas devaluatorias y la tensión financiera.

La centralización de las decisiones económicas en la cabeza de un ministro de Economía empoderado por el presidente y la vicepresidenta posibilitó una mayor coordinación económica que logró romper con cierta inercia en temas clave, que van desde tarifas hasta el dólar y el déficit fiscal.

Y éste no es un punto menor. Tras la aprobación del

acuerdo con el FMI a principios de año, el telón de fondo del debate político al interior de la coalición gobernante funcionó como caja de resonancia de los problemas subyacentes. Esta fuente de inestabilidad mermó significativamente.

Tal fue el caso que, aún habiendo atravesado una de las semanas políticas más difíciles en décadas luego del atentado contra la vida de la vicepresidenta, no hubo grandes debates sobre la hoja de ruta económica: cumplir con las metas fiscales y monetarias marcadas por el acuerdo del FMI, evitar un salto brusco del tipo de cambio y recomponer reservas.

Ya para agosto los dólares financieros lograron estabilizar su dinámica alcista, se pudo normalizar el acceso al financiamiento en pesos en el mercado doméstico y el BCRA consiguió frenar parcialmente la venta de reservas.

Entendemos que la concreción de parte de los anuncios sobre las fuentes de ingreso de dólares comerciales y financieros es un factor clave en la gestión de las expectativas devaluatorias.

El nuevo régimen transitorio sobre liquidación de exportaciones de soja expresado en el Decreto 576/2022 fue bien recibido por el sector agropecuario e indica un camino que presumiblemente traerá consigo el cumplimiento de los objetivos anunciados.

La medida establece un beneficio transitorio para aquellos productores y acopiadores de granos de soja que vendan su producción durante septiembre, ya que recibirán, en pesos y en el mercado local, el valor internacional del grano de soja, neto de las retenciones y otros gastos, multiplicado por un tipo de cambio de 200 pesos por dólar, en vez de 140.

Con este fin se creó una rueda especial en el mercado oficial, donde el BCRA compra más caros los dólares vendidos originados en estas operaciones. Se trata de un desdoblamiento transitorio del mercado de cambios. Esta mejora en el precio será transferida desde los exportadores a los productores. Luego, cuando liquiden los dólares, recibirán este “extra”.

Recordemos que, durante julio, se había anunciado un esquema de incentivos transitorios que se enfocaba en otorgar cobertura cambiaria y que estuvo vigente durante todo el mes de agosto. Sin embargo, esa medida no dio el resultado esperado.

La concreción de parte de los anuncios sobre las fuentes de ingreso de dólares comerciales y financieros es un factor clave en la gestión de las expectativas devaluatorias.

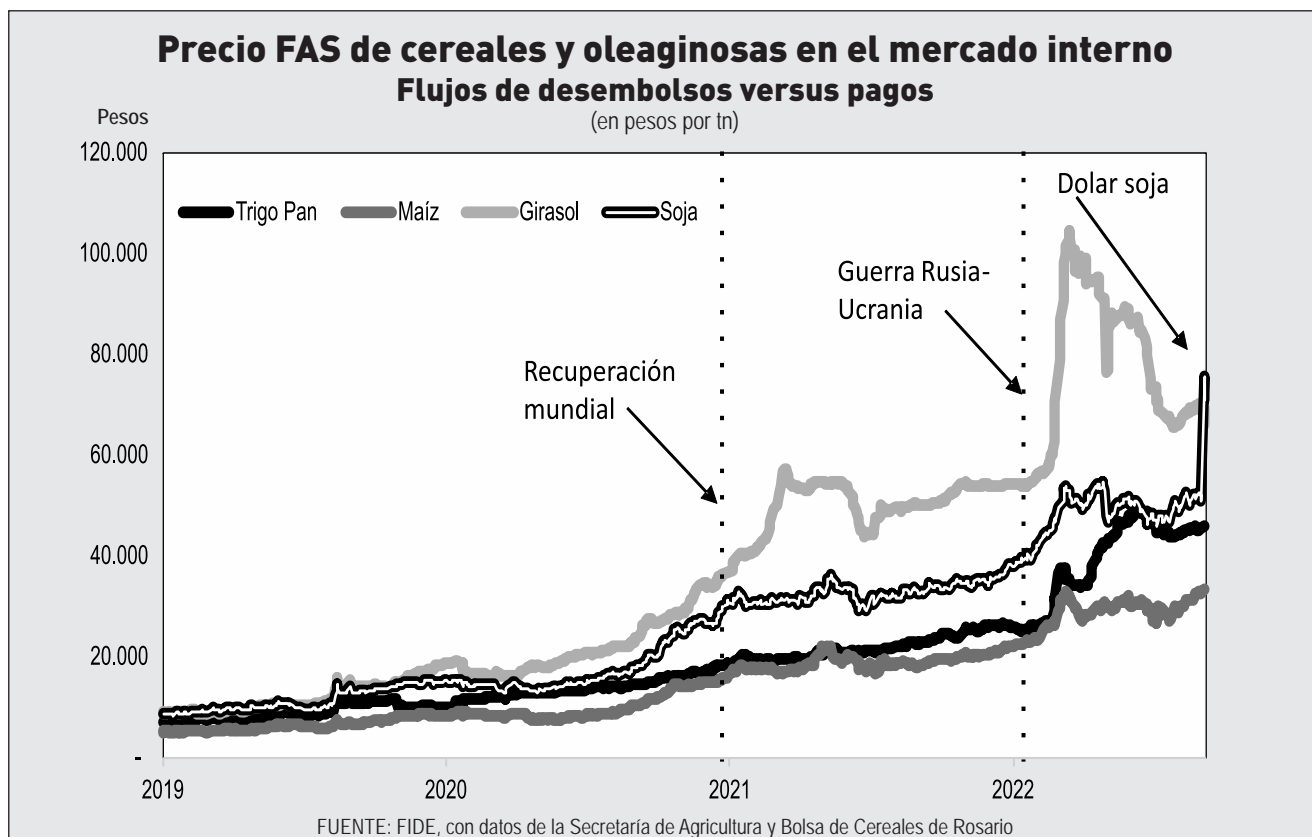
El nuevo “dólar soja” otorga un beneficio mayor que el régimen anterior. Si medimos la venta en pesos por tonelada, los ingresos para el productor se incrementan en casi el 41,6% en pesos frente a la situación normal.

Producto de ello es que, desde la Mesa de Enlace y otras Cámaras del sector, se presentó la medida como un incentivo financiero aún mayor que el de una baja transitoria de retenciones, ubicadas hoy en el 35%.

Tal ganancia extraordinaria también se verifica al medir los ingresos en dólares billete. A pesar de la baja del precio internacional de la soja y la volatilidad del dólar financiero en estas últimas semanas, los ingresos dolarizados por tonelada mejoraron un 40% respecto a si se hubiese vendido en junio último y un 14% versus el primer régimen vigente durante agosto.

Una particularidad de este esquema, a diferencia de lo que sucedería con una baja transitoria de retenciones, es que los ingresos del Estado no solo no caen, sino que aumentan. Como se trata de desdoblamiento cambiario, la operatoria continuará pagando los derechos a la exportación del actual régimen comercial. De hecho, al venderse a un dólar mayor, habrá una mayor recaudación por derechos de exportación.

Los recursos tributarios excedentes tendrán como destino el sostenimiento de ingresos de los grupos familiares más vulnerables. Según se anunció, habrá un bono especial ANSES para personas debajo de la línea de indigencia y que no estén recibiendo ningún plan social,



que podría llegar a ser de 50.000 pesos en tres cuotas. No está definido exactamente el universo de beneficiarios, pero se estima que serían unos dos millones de personas.

Los números parciales de septiembre indican que los productores han respondido en línea con lo esperado. Como habíamos comentado en ediciones anteriores de la revista, la normalización del ritmo de venta de los granos retenidos resultaba ser un punto especialmente relevante para reconstruir las ya mencionadas expectativas en torno a los tipos de cambio vigentes.

Según podía analizarse semanas atrás, de los casi 18 millones de toneladas de granos en saldos pendientes de liquidación a septiembre, la gran mayoría se encontraba en manos de más de 40.000 productores dispersos. En este sentido, y aún encontrando algún vehículo financiero que permita adelantar dólares de futuras exportaciones, al no tratarse del grupo de las grandes empresas exportadoras de harina o aceite, resultaba necesario que el grano físico ingresara en las plantas para que pudiera ser procesado y luego exportado.

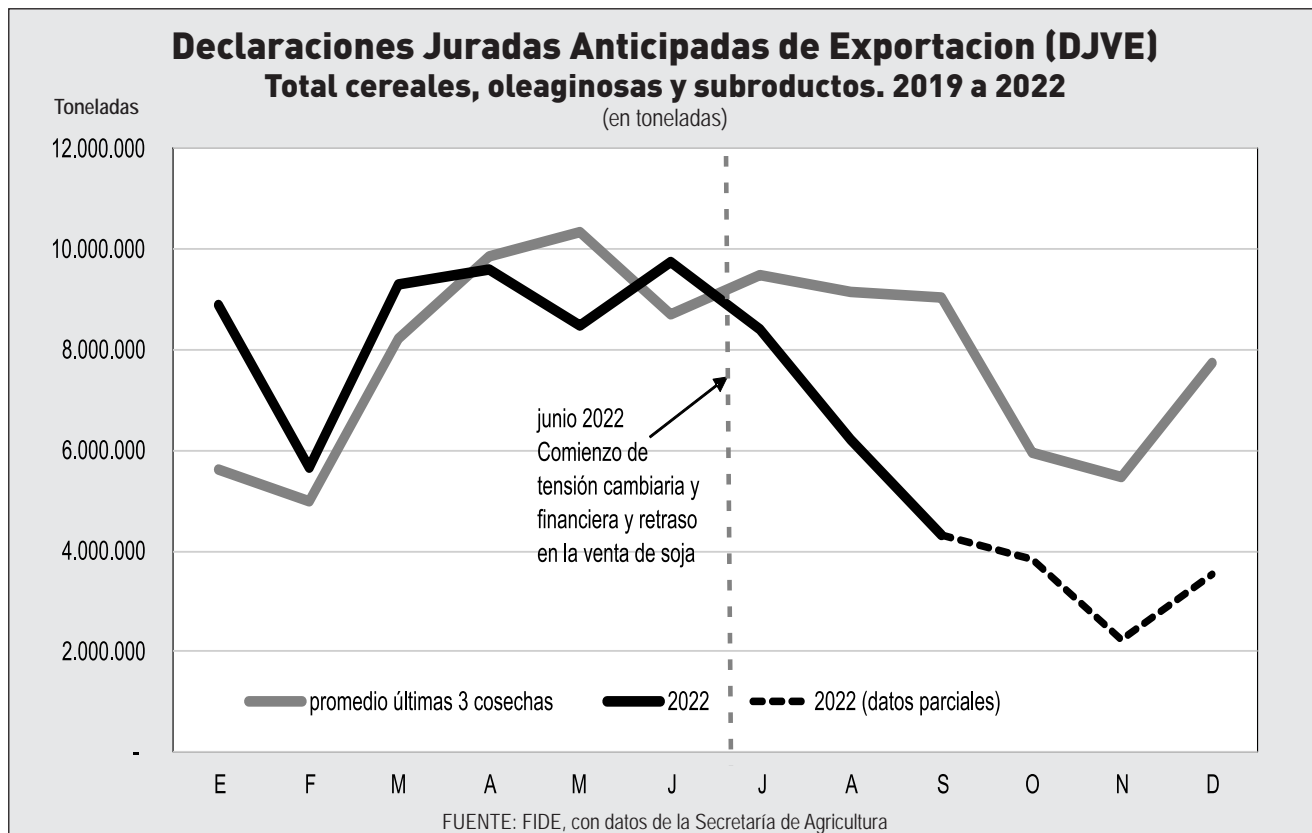
Producto de ello, el consorcio industrial exportador funcionó como un inusual aliado en el objetivo de normalizar la venta de granos. Los retrasos en la comercialización del grano físico terminaban perjudicando

“aguas abajo” la producción de subproductos de harinas y aceites de soja.

La expectativa oficial es que en el acumulado de todo el mes de septiembre se logre superar liquidaciones de exportaciones de granos y derivados por 5.000 millones de dólares. El objetivo de 1.000 millones de dólares de la primera semana se cumplió en sólo tres días. Y dado los registros de movimiento de granos físicos, entendemos que los 5.000 millones de dólares de ventas al exterior resultan ser un número razonable para todo el mes.

A diferencia de lo que sucedería con una baja transitoria de retenciones, los ingresos del Estado no solo no caen, sino que aumentan. Como se trata de desdoblamiento cambiario, la operatoria continuará pagando los derechos a la exportación del actual régimen comercial.

Y si bien no serían en su totalidad dólares frescos en reservas, sí representarían un ingreso de dólares excepcional a lo que usualmente se acostumbra a esta altura del año.



Cuenta corriente 100% bonificada por 12 meses

Solicítala a través de nuestra web y obtené estos beneficios.

Bonificación del 100% por 12 meses:

- › Mantenimiento de la cuenta corriente (*).
- › Servicio de Banca Electrónica Nación Empresa 24 (*).
- › Comisión por los Paquetes Empresas (*) (**).
- › Comisión por los Paquetes de Servicios Cuenta Nación Estilo o Cuenta Nación Insignia (*) (***)).

Bonificaciones adicionales (Nación Seguros S.A.):

- › 100% del derecho de emisión en seguro de vida obligatorio¹.
- › 25% en la cobertura de seguro Integral de Comercio que el cliente tenga vigente².
- › 25% sobre prima de tarifa en seguro obligatorio Peón Rural Ley 16600.
- › 25% sobre prima de tarifa en seguro de vida según la actividad convenionada.



(*) OFERTA VÁLIDA PARA ALTAS REALIZADAS DEL 01/07/2022 AL 01/01/2023, ÚNICAMENTE PARA CUENTAS CORRIENTES DEL SEGMENTO COMERCIAL (PERSONAS JURÍDICAS Y PERSONAS FÍSICAS) QUE FUERON SOLICITADAS A TRAVÉS DE LA WEB BNA. (**) PAQUETES EMPRESAS: A) CUENTA NACIÓN CAMPO; B) CUENTA NACIÓN PYME; C) CUENTA NACIÓN EMPRESA; D) CUENTA NACIÓN EMPRESA + PYME; E) CUENTA NACIÓN EMPRESA + CAMPO. (***) EXCLUSIVO PARA FIRMANTES DE CUENTA CORRIENTE JURÍDICA. (1) SEGÚN DECRETO 1567/74 - SEGURO ADMINISTRADO POR LA SSN TASA Y CAPITALS FIJOS. (2) EN CASO DE NO CONTAR CON DICHA COBERTURA, SE LE OFRECERÁ ESE DESCUENTO SOBRE EL TARIFARIO DE NACIÓN SEGUROS. LAS CONDICIONES AQUÍ REFERIDAS SON UNA BREVE DESCRIPCIÓN DEL PRODUCTO Y ESTÁN SUJETAS A LAS CONDICIONES, LIMITACIONES, MODALIDADES, ACEPTACIÓN, EXCLUSIONES Y TÉRMINOS DE LA PÓLIZA DE SEGURO QUE SE CONTRATE. AGENTE INSTITORIO: BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA - RAI N° 27. COMPAÑÍA ASEGURADORA: NACIÓN SEGUROS S.A. - N° SSN: 0515 - CUIT 30-67856116-5. SAN MARTÍN 913 CABA. SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN WWW.SSN.GOB.AR / 0800-666-8400 O 4338-4000.

**primero
la gente**



Banco Nación

De liquidarse 5.000 millones de dólares, según las estadísticas de CIARA-CEC sobre exportaciones de granos septiembre de 2022 será el mejor mes de que se tenga registro, superando el récord histórico anterior de mayo pasado.

Igualmente, dos advertencias. En primer lugar, estos montos corresponden a flujos brutos y no netos. Al nuevo programa de soja hay que sumarle embarques pendientes de maíz, harina y aceite de soja de meses anteriores. En segundo lugar, se observó un retraso relativo del ritmo normal de venta de granos de soja durante julio y agosto, previo a la sanción de este régimen. La suma de ambas dimensiones es lo que termina de configurar este registro récord antes mencionado.

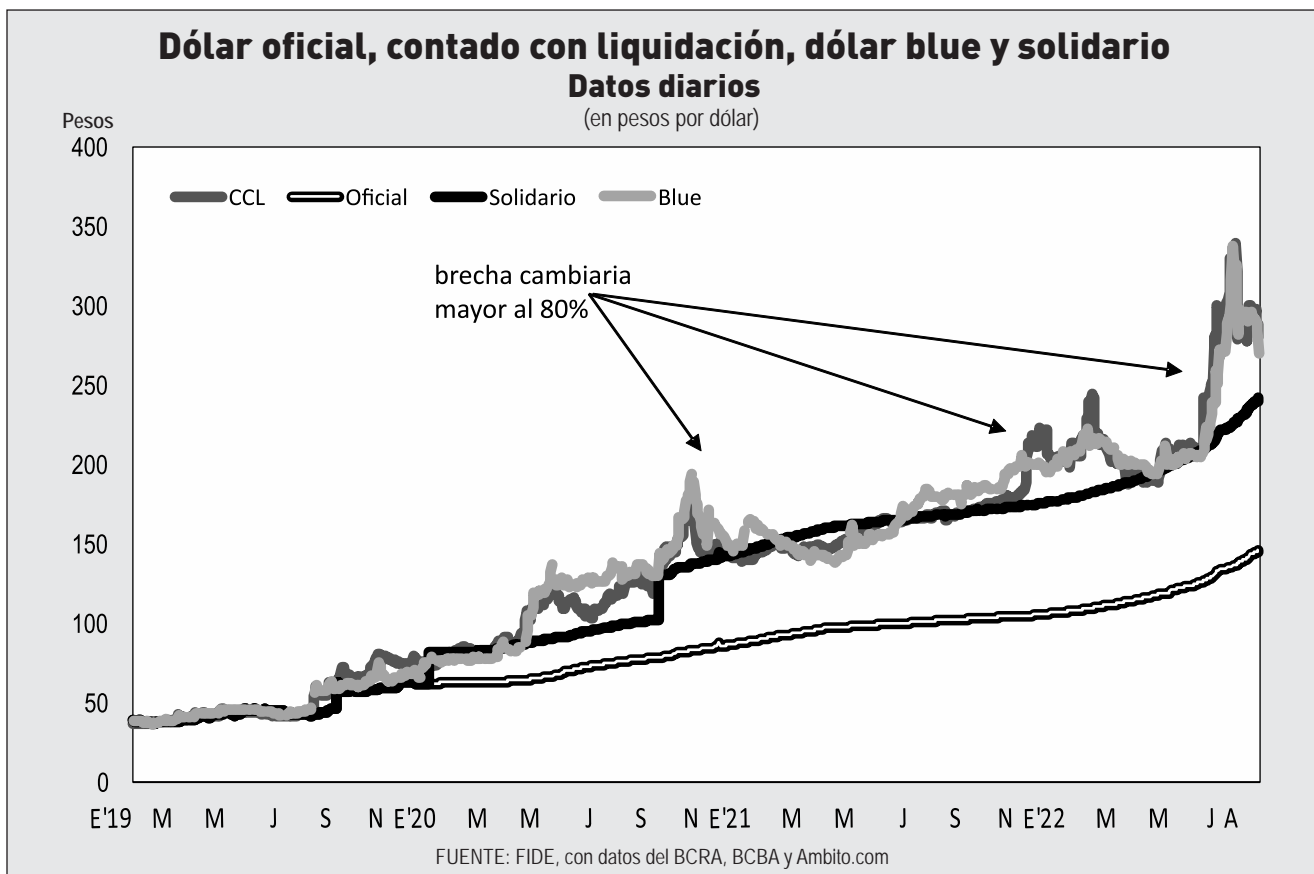
Para tener más claro el panorama, miremos algunos datos. Según el reporte de Declaraciones Juradas de Exportaciones (DJVE) recopiladas por la Secretaría de Agricultura, y previo a los anuncios del régimen especial de soja, septiembre ya contaba con producción a exportar por 1.600 millones de dólares. Es decir, el esquema de "dólar soja" no parte de un piso de "cero". Asimismo, meses antes del anuncio de este régimen especial los datos de DJVE indicaban un faltante significativo de granos, especialmente soja sin procesar.

En lo que va de 2022 se registró un 30% menos de tonelaje de granos a exportar versus el promedio de las últimas tres cosechas. En el caso particular de la soja, en la comparación entre julio y agosto de este año respecto al mismo período de 2021 se observa una baja pronunciada en el tonelaje exportado por casi 5 millones de toneladas.

Aun cuando una gran parte de los dólares liquidados logre capitalizarse en reservas, junto a la expectativa de que septiembre registre una menor demanda de pagos de energía, el objetivo indicado por el FMI luce lejano.

La normalización del ritmo de comercialización de soja aportaría, por sí sola, unos 2.900 millones de dólares durante septiembre.

Hacia adelante se abren una serie de incógnitas. La primera de ellas tiene que ver con el saldo final sobre reservas. Aun cuando una gran parte de los dólares liquidados logre capitalizarse en reservas, junto a la ex-



pectativa de que septiembre registre una menor demanda de pagos de energía, el objetivo planteado por el FMI luce lejano.

La meta indicada por el organismo en el Programa de Facilidades Extendidas (EFF) exige que para finales de septiembre se deben acumular 4.100 millones de dólares de reservas netas por sobre el stock de reservas a diciembre de 2021. Por lo tanto, para cumplir con el objetivo el valor en reservas brutas equivalentes debería ser superior a los 43.760 millones de dólares. A modo de comparación, el nivel de reservas previo a la vigencia del programa especial de soja era de un stock algo superior a 36.600 millones de dólares. La distancia es considerable.

En este sentido, será clave evaluar los resultados del viaje del ministro de Economía a EE.UU. y la posibilidad de conseguir una línea especial de apoyo a las reservas por parte de organismos internacionales. Por ahora se anunciaron créditos del Banco Interamericano de Desarrollo por un monto de 1.200 millones de dólares netos en dos tramos, de los cuales 500 millones ingresarían antes que culmine el mes de septiembre.

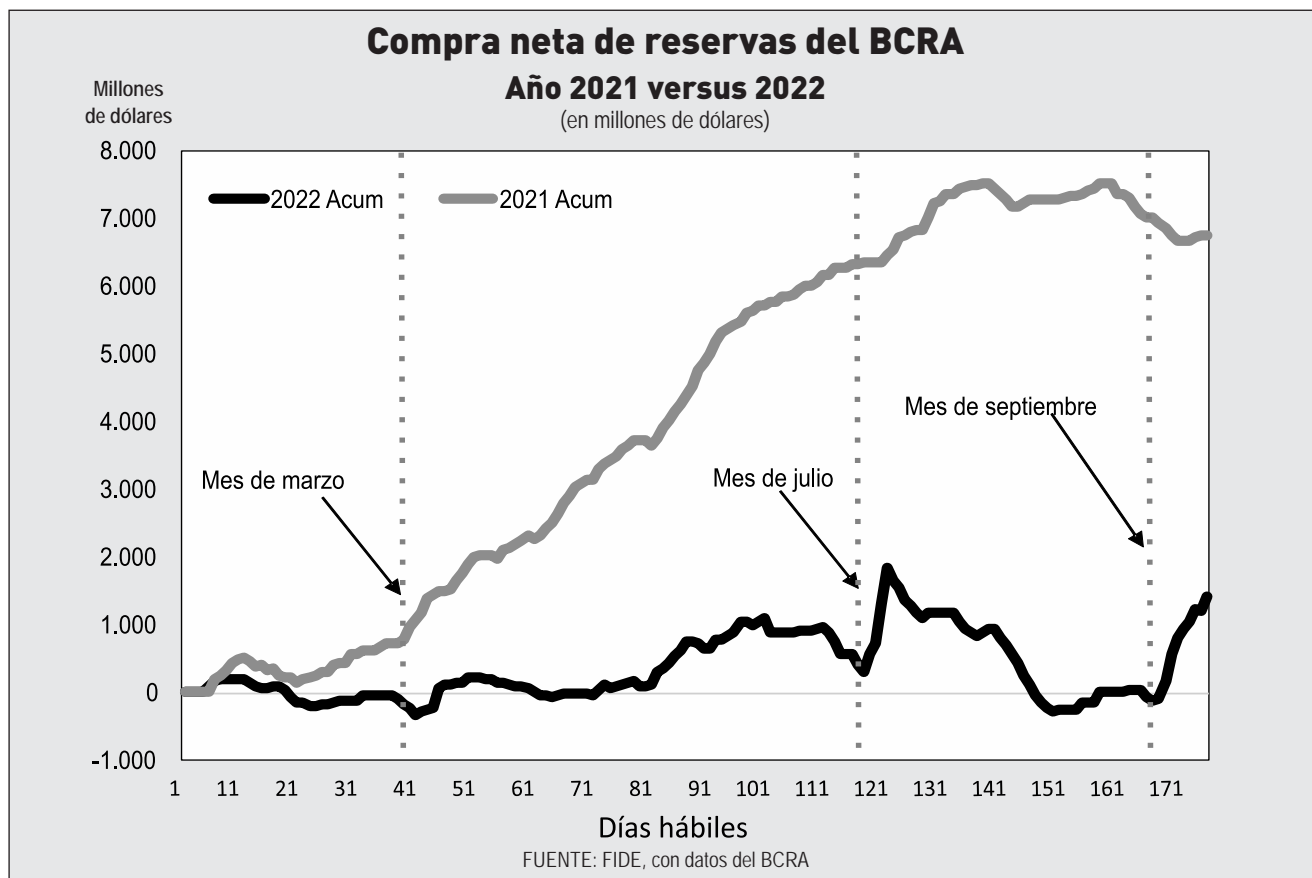
En segundo lugar, entendemos que el traspaso inflacionario de la diferenciación cambiaria del régimen

especial de soja a precios domésticos sería bajo en tanto y en cuanto la medida permanezca acotada en el tiempo.

En tercer lugar, una vez habilitado el mecanismo de diferenciación cambiaria, comienza la presión de los *lobbys* exportadores por acceder al beneficio de régimen especial de tipo de cambio exportador. Estas presiones serían muy perjudiciales, ya que una medida de ese tipo sería equivalente a una devaluación. La capacidad de administrar estas demandas también debe tenerse en cuenta al momento de evaluar el grado de éxito o fracaso de la medida.

Como comentamos en mayor detalle en el análisis de coyuntura de la edición anterior, aun cuando no se produzca una devaluación generalizada y se busque un desdoblamiento en actividades puntuales, los precios locales e internacionales arbitran. Un precio más alto para la exportación de alimentos y otros productos provocaría un precio más alto en el mercado interno, presionando sobre la inflación y el poder adquisitivo del peso.

En este punto, es interesante volver al plano del debate sobre política económica. Meses atrás se había generado una discusión abierta entre los economistas sobre cuál sería la mejor estrategia económica para



poner fin a las expectativas pesimistas.

Desde la mirada ortodoxa se ponía un fuerte énfasis en la regulación cambiaria y se proponía una corrección discreta del tipo de cambio para alinear expectativas. Por otro lado, desde una posición heterodoxa se planteaba una salida moderada con el sostenimiento de la regulación cambiaria, buscar acuerdos para fortalecer reservas y el rechazo de un salto devaluatorio.

La experiencia del último mes indica que se consiguió, mediante herramientas regulatorias, financieras y acuerdos sectoriales, ordenar las expectativas devaluatorias. Esto no implica desconocer los problemas estructurales que atraviesa la economía argentina a causa del contexto internacional y la actual etapa de crecimiento, sino más bien indicar que un salto brusco en el tipo de cambio, dados los niveles actuales de inflación, es la entrada a un circuito de mayor incertidumbre respecto a la dinámica futura de estas variables macroeconómicas.

FMI: se aprobó la segunda revisión, los ojos puestos en la tercera

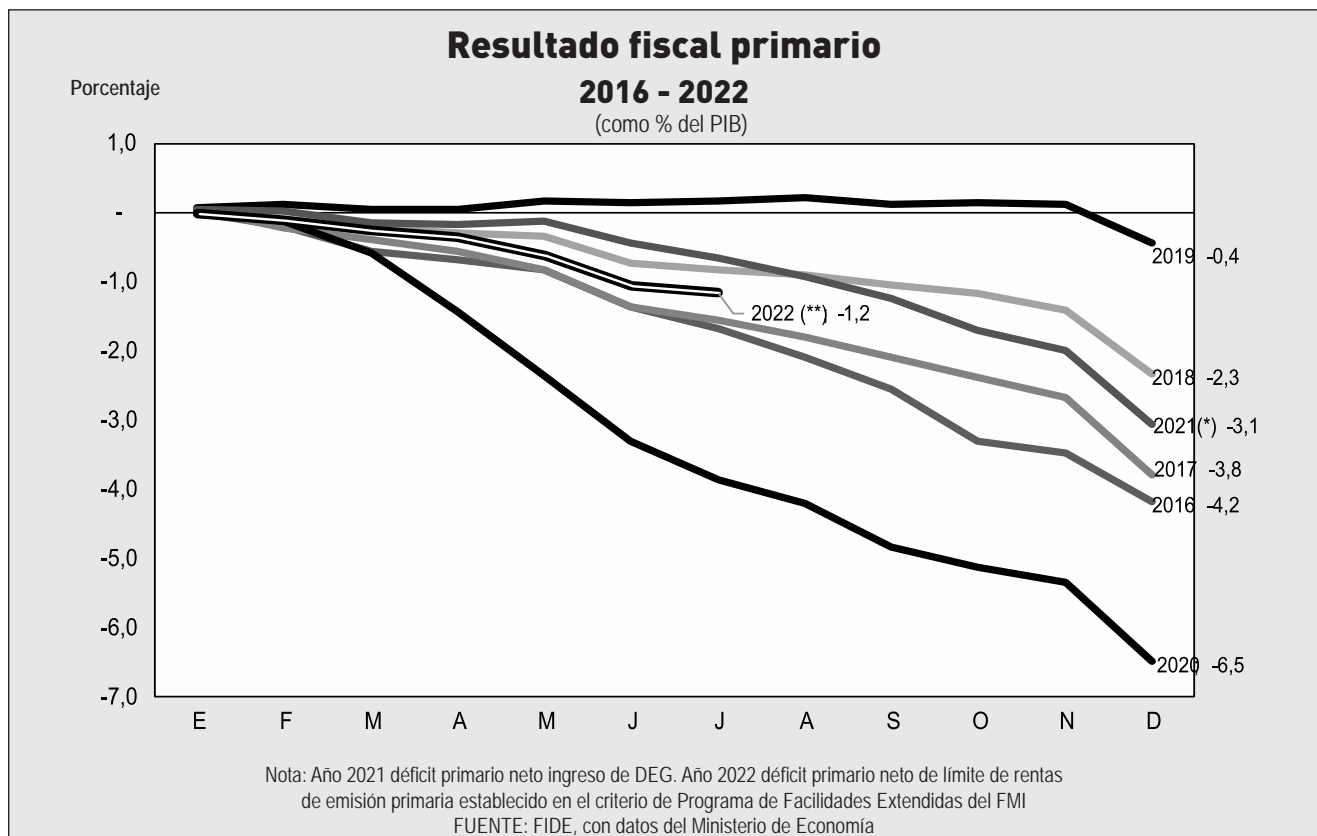
A mediados de septiembre el equipo técnico del FMI y las autoridades argentinas llevaron adelante la segun-

da revisión del Acuerdo de Facilidades Extendidas. Recordemos que la aprobación de estas metas es condición para los nuevos desembolsos, a partir de los cuales atender los vencimientos siguientes.

En un comunicado difundido por el personal técnico en la tercera semana de septiembre, el organismo aprobó la segunda revisión y dio luz verde para que se realice el desembolso de los 3.900 millones de dólares (DEG 3.000 millones) de nuevos fondos. Los mismos tendrán como principal destino el pago de vencimientos de deuda con el mismo organismo.

Hay que tener en cuenta que las revisiones siempre se llevan adelante sobre el desempeño económico con casi tres meses de atraso. En este caso, ya culminando el tercer trimestre del año, la revisión se realizó en base a la performance económica del segundo trimestre.

Considerando los indicadores monetarios y fiscales preliminares publicados por el Gobierno para el período abril a junio, era prácticamente un hecho la aprobación de las metas fiscales y monetarias. Restaban algunas dudas respecto a la meta de reservas. Según se comunicó, la misma no fue cumplida: será necesaria la justificación formal de su incumplimiento. Aún no se conoce el documento completo donde se analiza esta



situación. Igualmente, las autoridades coincidieron sobre los problemas experimentados a mitad de año y la mayor necesidad de importaciones de energía. A pesar de ello, se reafirmó el compromiso de cumplir con los objetivos anuales tal cual estaban pautados en el acuerdo inicial.

Tengamos en cuenta que, si bien el staff técnico y el directorio del FMI tratan cada una de las revisiones por separado, al momento de emitir su informe técnico suelen desprenderse aspectos particulares sobre el trimestre en curso.

Las autoridades coincidieron sobre los problemas experimentados a mitad de año y la mayor necesidad de importaciones de energía. A pesar de ello, se reafirmó el compromiso de cumplir con los objetivos anuales tal cual estaban pautados en el acuerdo inicial.

No obstante, el comunicado del FMI sobre la evaluación del segundo trimestre no se refirió a la próxima revisión, más allá de expresar la importancia de alcanzar las metas anuales.

Sobre la situación de la economía al tercer trimestre, la próxima revisión será más complicada que la del segundo trimestre. En el plano fiscal y monetario se avanzó en la hoja de ruta expresada en el acuerdo con el FMI. Sin embargo, la meta de reservas es la que está más comprometida.

En primer lugar, veamos lo fiscal. Los números de ejecución del Estado Nacional solo llegan hasta el mes de julio. Igualmente, la trayectoria allí indicada nos da pistas sobre cómo se desarrollaron los recursos y los gastos fiscales.

Por el lado de los recursos se registró crecimiento por encima de la inflación (+83% i.a.), favoreciendo el objetivo de disminución paulatina del déficit. En el mes de julio se observó una significativa disminución de los derechos a la exportación a causa de la ya mencionada ralentización de la venta de granos (+41% i.a.), compensada parcialmente por el incremento del impuesto a las ganancias (+133% i.a.), producto de la recomposición de la actividad económica.

Por el lado de los gastos, la dinámica de crecimiento viene por encima de lo esperado. Habiendo reafirmado

el objetivo de déficit primario, y como venimos marcando desde hace varios meses, entendemos que hay dos fuentes de gasto que serán foco de recorte. Por un lado, y tras la sanción del nuevo esquema tarifario, los subsidios sobre servicios básicos. Por otro lado el conjunto de gastos discrecionales, entre los que se destacan la obra pública nacional y las transferencias a las provincias (ver grisado sobre el Presupuesto 2023 en la página 21).

Durante julio (último dato disponible) los subsidios continuaron la trayectoria a la desaceleración del crecimiento (+64% i.a.), registrando una disminución en términos reales y nominales a más de la mitad de los meses anteriores (en marzo se alcanzó un incremento récord de +235% i.a.). Los gastos de capital, por su parte, registraron un crecimiento nominal menor a los meses anteriores (+68% i.a.), y por primera vez en 12 meses, una caída en términos reales.

Junto con ello, las transferencias corrientes y de capital a las provincias se ubicaron por debajo de la dinámica de precios (+17% i.a. para corrientes y +57% i.a. para capital). Las mayores alzas se dieron en el rubro jubilaciones, producto de la implementación de la Ley de Movilidad y los bonos a jubilados de menores ingresos (+72% i.a.).

Entendemos que hay dos fuentes de gasto que serán foco de recorte. Por un lado, y tras la sanción del nuevo esquema tarifario, los subsidios sobre servicios básicos. Por otro lado el conjunto de gastos discrecionales, entre los que se destacan la obra pública nacional y las transferencias a las provincias.

En términos de la meta fiscal con el FMI, creemos razonable el cumplimiento del objetivo de déficit primario para el tercer trimestre de 2022. Sin embargo, nuestras proyecciones se alejan del objetivo en torno a medio punto del PIB.

En segundo lugar, tenemos las metas monetarias y financieras. Tras el cambio de ministro, las nuevas autoridades se habían comprometido a que, a partir de agosto, no se utilizarían más recursos de adelantos transitorios del BCRA. Es decir, no se emitiría para financiar el déficit.

Al margen de la concepción monetarista detrás de este

planteo, lo cierto es que la carta orgánica del BCRA y el acuerdo con el FMI tampoco otorgaban demasiados márgenes más. Según puede estimarse, habría 0,4 puntos del PIB restantes de adelantos transitorios para usar en todo 2022, y solo 0,2 puntos del PIB para el tercer trimestre.

En agosto este objetivo se cumplió. La Tesorería no usó adelantos transitorios y se permitió repagar en el orden de los 10.000 millones de pesos. Tal política se vio favorecida por la normalización del mercado de colocaciones de deuda en pesos argentinos. El Gobierno logró financiamiento extra en el mercado local por 212.000 millones de pesos.

De cara a septiembre entendemos que, de repetirse una performance similar a la de agosto en el mercado de deuda, no será necesario recurrir al financiamiento del BCRA. De ser éste el caso, la meta monetaria del FMI al tercer trimestre sería cumplida.

En tercer lugar está la meta de reservas. Aun con los números auspiciosos de la liquidación de “dólar soja”, los números de reservas se encontrarían unos 2.500 millones de dólares por debajo del objetivo. Esto es un volumen mayor que el incumplimiento del trimestre anterior.

En cuanto al año que viene, los equipos técnicos del

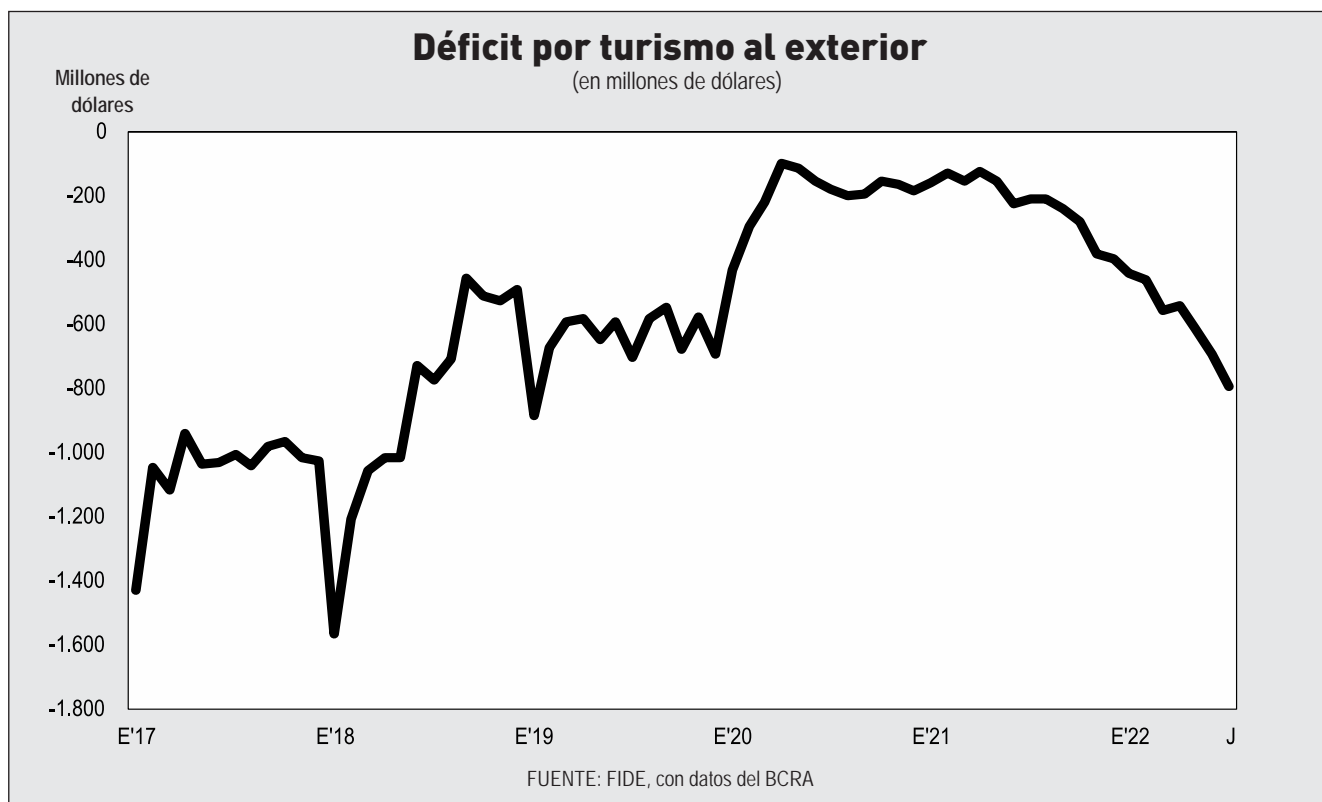
FMI expresaron su conformidad con las medidas elaboradas por el nuevo gabinete económico. Ambos equipos evaluadores concordaron con las proyecciones de crecimiento del Presupuesto 2023, donde se señala un crecimiento anual del 4% del PIB para este año y el 2% para el venidero, con la caída gradual de la inflación durante los próximos meses. Asimismo, reafirmaron la previsión de que las reservas netas aumenten en 5.800 millones durante 2022 y a 9.800 millones de dólares para fines del 2023. Objetivos desafiantes.

Crece la demanda de dólar turista

Además del contexto internacional y el aumento del precio de la energía, el objetivo de acumulación de reservas también se está viendo afectado por la demanda de dólares para turismo. Durante los últimos meses esta fuente de demanda ha estado creciendo enérgicamente, tratándose de uno de los componentes más dinámicos de la salida de divisas.

Desde la reapertura postpandemia, esta cifra se ha incrementado mes a mes. Asimismo, las previsiones de los próximos meses no son nada optimistas.

Según la información del Balance Cambiario del BCRA, en el mes de julio hubo un egreso de 794 millones de



dólares, casi cuatro veces más que lo registrado en el mismo mes del año pasado. Además, ha crecido como porcentaje de los gastos totales. En julio de 2021 los gastos de divisas por turismo llegaban a alrededor del 24% de los egresos totales, mientras que a julio de este año representan casi el 50% de los mismos.

Económicamente, esta es una fuente no productiva de uso de las divisas, en un momento donde se están dosificando los dólares para insumos de mayor necesidad para la industria y el consumo.

En este marco, el Gobierno está analizando diversas

opciones de urgencia para desincentivar la compra de dólares turista, medidas que van a acompañar las ya definidas hacia otros regímenes cambiarios durante las últimas semanas, donde el Banco Central sumó más restricciones al dólar MEP y CCL.

Una opción podría ser la suba de la alícuota del impuesto PAIS, que actualmente está en el 30%, o el impuesto a las Ganancias, que se encuentra en 45%, por ejemplo. Otra alternativa sería el encarecimiento del crédito para compras en el exterior mediante una "sobretasa" financiera para montos que excedan los 200 dólares mensuales. Finalmente, podría obligarse a que

Balance Cambiario

Principales conceptos

(en millones de dólares y diferencias absolutas)

CONCEPTO	Julio			7 meses		
	2022	2021	Mismo mes año anterior	2022	2021	Acumulado mismo período año anterior
CTA. CORRIENTE CAMBIARIA	-1.457	653	-2.110	-636	7.713	-8.349
Transferencias por Mercancías	-1.457	1.478	-2.936	9.645	12.039	-2.395
Cobro por exportaciones	7.240	7.218	22	51.567	45.018	6.549
Pago por importaciones	6.550	5.740	810	41.922	32.978	8.944
Servicios	-1.065	-270	-796	-6.047	-1.445	-4.602
Ingresos	570	604	-34	4.355	4.122	233
Egresos	-1.635	-874	-761	-10.402	-5.567	-4.835
Turismo	-794	-209	-585	-4.116	-1.168	-2.949
Rentas	-1.090	-576	-514	-4.227	-2.931	-1.295
Utilidad y dividendos	-15	-11	-4	-68	-66	-2
Ingresos	5	4	1	31	29	2
Egresos	-21	-16	-5	-99	-94	-5
Intereses	-1.074	-564	-510	-4.159	-2.865	-1.293
Ingresos	21	5	16	212	24	188
Egresos	-1.095	-570	-526	-4.371	-2.889	-1.481
Otros pagos del Gob. Nacional	-690	-154	-535	-1.384	-169	-1.215
Otras transferencias corr.	8	20	-12	-7	49	-57
C.CAP. Y FIN. CAMBIARIA (neto)	-2.845	-621	-2.224	809	-4.599	5.408
Inv. directa de no residentes	43	65	-22	354	420	-67
Inv. de portafolio de no residentes	2	0	2	21	7	14
Prestamos Financieros (Privados+Prov) (neto)	-420	-285	-134	-3.278	-2.983	-295
Deuda del Sect. Publ. Nacional (neto)	-55	0	-55	-226	-139	-87
Operaciones FMI (neto)	-1.961	0	-1.961	4.838	0	4.838
FAE Sector Privado no Financiero (neta)	-164	-126	-39	-602	74	-676
FAE Sect. Financ. (Posición Grl Cambios) (neta)	291	117	173	819	-144	963
Otros mov.+concepto no informado (netos)	1.024	1.024	0	-436	723	-1.159
VARIACIÓN DE RESERVAS	-4.302	32	-4.334	173	3.114	-2.940

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

los pagos de turismo deban realizarse a un dólar MEP o similar, con el fin de encarecer el turismo en el exterior y compensar con oferta privada la salida de dólares de reservas.

Desde FIDE evaluamos como no conveniente la ampliación de regímenes especiales para gastos o nuevos “desdoblamientos”. Al igual que con el sector exportador, entendemos que la extensión del dólar financiero para más actividades sería el prólogo a una brusca devaluación que aproxime el dólar oficial al financiero.

Actividad económica: ¿señales de ralentización?

Durante los últimos tiempos la economía argentina estuvo transitando una recuperación veloz y sostenida, dando cuenta de una expansión de su actividad por dieciséis meses consecutivos. Asimismo, bloques productivos como la industria y la construcción, que han sido los componentes más dinámicos de este crecimiento, se encuentran en niveles de producción similares a los de 2017.

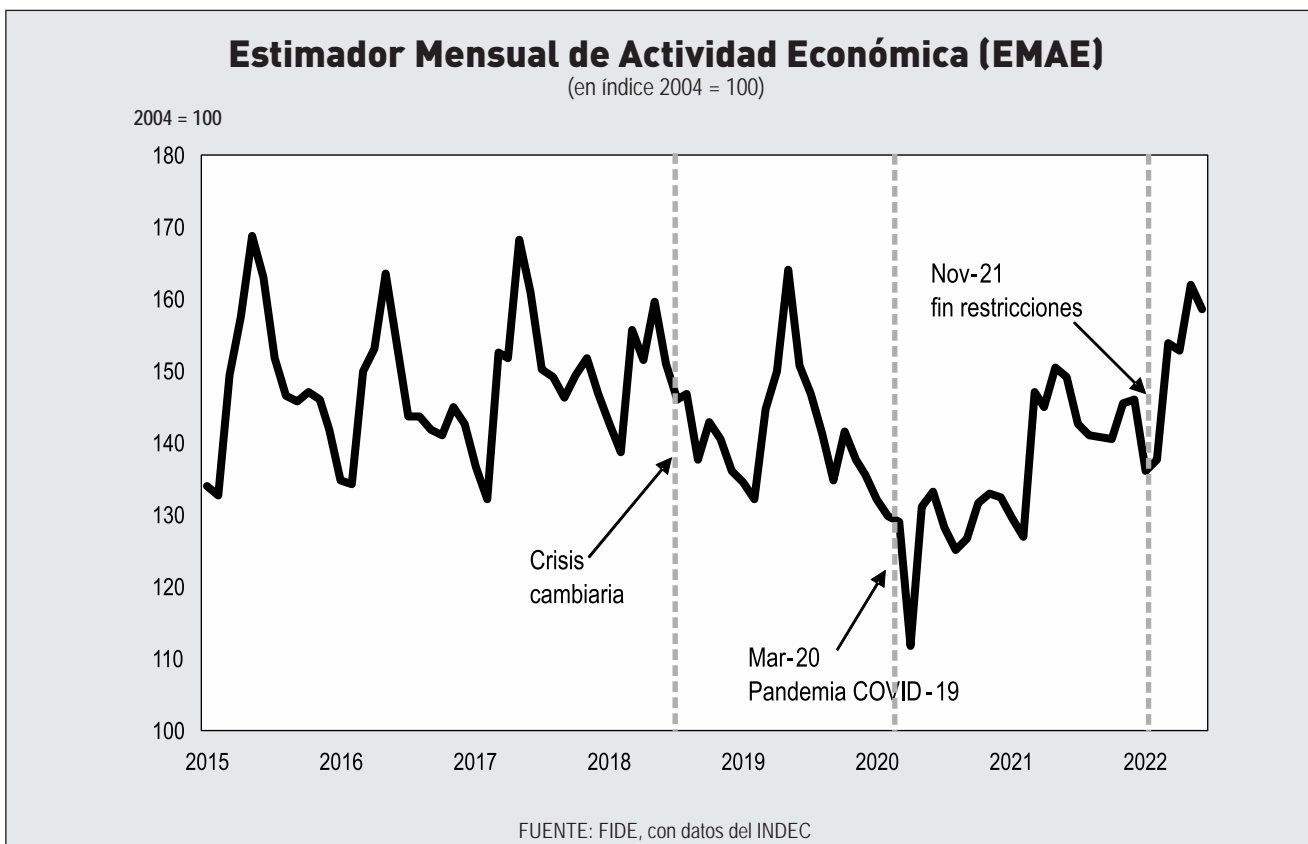
Si comparamos la actividad económica acumulada durante los primeros seis meses del año con los mismos meses de 2021, vemos que la economía argentina en

general creció un 6,3%, según el Estimador Mensual de la Actividad Económica del INDEC (EMAE). Si desagregamos por sectores, vemos que las actividades que más progresaron fueron Hoteles y restaurantes (+39% i.a.), Explotación de Minas y Canteras (+14,4% i.a.), Pesca (+12,8% i.a.) y Transporte y Comunicaciones (+11,6% i.a.). Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura fue el único sector en disminuir su actividad (-4,7% i.a.).

Evaluamos como no conveniente la ampliación de regímenes especiales para gastos o nuevos “desdoblamientos”. Al igual que con el sector exportador, entendemos que la extensión del dólar financiero para más actividades sería el prólogo a una brusca devaluación que aproxime el dólar oficial al financiero.

Sin embargo, el paisaje de la dinámica de la economía real de cara al segundo semestre de 2022 presumiblemente sea distinto que el observado hasta el momento.

En la etapa actual han reaparecido las tradicionales



tensiones externas vinculadas a nuestra estructura productiva, las cuales han sido agravadas por la suba del costo de la energía tras el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania. Aún con una mejora en los términos de intercambio, el resultado agregado de ambos efectos ha sido limitado. La capacidad de la economía argentina de prolongar una dinámica de crecimiento se ve muy condicionada.

Como indicamos meses atrás, el Gobierno optó por la implementación de medidas cuantitativas sobre el mercado de cambios, con el objetivo de repriorizar la adquisición de divisas para importaciones de bienes no esenciales. La estrategia fue la de llevar a cabo una desaceleración ordenada desde la oferta de insumos y bienes finales importados que tendrá un impacto ralentizador sobre el crecimiento, especialmente sobre la industria.

Como indicamos meses atrás, con el fin de ordenar este panorama el Gobierno optó por la implementación de medidas cuantitativas sobre el mercado de cambios, mediante la resolución A 7532, con el objetivo de repriorizar la adquisición de divisas para importaciones de bienes no esenciales. La estrategia fue la de llevar a cabo una desaceleración ordenada desde la oferta de insumos y bienes finales importados que tendrá un impacto ralentizador sobre el crecimiento, especialmente sobre la industria.

En este marco, resulta relevante observar a partir de julio y agosto en qué medida la dinámica de la actividad económica ha respondido a estas nuevas acciones del Gobierno.

La foto actual de la actividad económica muestra un impacto leve y algo más acotado que el inicialmente esperado.

El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) publicado por el INDEC para el mes de julio indica que la industria creció el 5,1% respecto al mismo mes de 2021, desacelerándose algo más de 2 puntos porcentuales respecto al crecimiento anual del 7,3% durante el mes de junio último.

Al desagregar por bloques, se observa que ninguno de

estos registra caídas. En julio, los sectores de mayor crecimiento fueron Vehículos automotores (+21,6% i.a.), Maquinaria y equipo (+21,1% i.a.) y Otros equipos de transporte en (+17,2% i.a.). Entre los sectores de menor desempeño se destacan Productos textiles (+0,1% i.a.) y Elaboración de alimentos y bebidas (+0,8% i.a.). En este último se observa la baja en el procesamiento de granos de la industria oleaginosa (-8% i.a.), resultado del stockeo de soja por parte de los productores durante el mes de julio.

En el acumulado para los primeros siete meses del corriente año, la industria observa un aumento de la producción del 5,8%. En la comparación con la pandemia, no solo se recuperó largamente el terreno perdido en 2020, sino que la producción ya se ubica en un 14,1% por encima de 2019. En términos históricos, los niveles de producción que mide el IPI son los más altos reportados para el mes de julio desde 2017.

En el acumulado para los primeros siete meses del corriente año, la industria observa un aumento de la producción del 5,8%. En la comparación con la pandemia, no solo se recuperó largamente el terreno perdido en 2020, sino que la producción ya se ubica en un 14,1% por encima de 2019. En términos históricos, los niveles de producción que mide el IPI son los más altos reportados para el mes de julio desde 2017.

Otros datos disponibles para julio y que complementan un mes positivo son la suba de la Utilización de Capacidad Instalada, que en julio alcanzó el 67,6% —un 3,5% más que julio de 2021— y el incremento del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), con una variación del 5,2% en comparación al mismo mes del año pasado.

No existe aún información oficial para el mes de agosto. Sin embargo, usando como anticipo las bases de datos sectoriales de las cámaras empresarias y otros relevamientos complementarios, se observan algunos puntos interesantes que vale la pena mencionar.

Según informó la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), en agosto se registró una producción de 54.057 unidades, lo que significó una suba del 40,2% respecto al mismo mes del año anterior. En el acumulado

para los primeros ocho meses de 2022, se han producido un 29,5% de unidades más que el acumulado para los primeros ocho meses de 2021. En términos históricos, se trata del mejor julio desde 2013, cuando se alcanzó a producir 71.800 unidades, uno de los récords de la industria. Otra buena noticia es que los niveles de producción automotriz ya superaron los valores de 2015.

Asimismo, los indicadores de consumo de electricidad de grandes usuarios industriales reportados por CAMMESA indicaron para agosto último que el consumo de electricidad creció un 10,1% respecto a agosto de 2021. En el acumulado hasta agosto, el consumo de electricidad industrial creció un 6,5% respecto al acumulado del mismo período del año anterior.

Al desagregar por actividades productivas, CAMMESA informó que las actividades de construcción consumieron un 11,2% más de electricidad, mientras que el sector Petróleo disminuyó su consumo en un 5,8% y el conjunto de Alimentación, Comercio y Servicios también redujo el

uso eléctrico levemente en un 0,6% si comparamos los sectores con sus valores del mes de agosto de 2021.

Los indicadores de consumo de electricidad de grandes usuarios industriales reportados por CAMMESA indicaron para agosto último que el consumo de electricidad creció un 10,1% respecto a agosto de 2021.

En el caso de la construcción, y según el reporte de la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP), durante agosto los despachos de cemento para el mercado interno alcanzaron las 1.226.646 toneladas, lo que significa un crecimiento del 13,2% respecto al mismo mes de 2021. En el acumulado de lo que va del año, la venta de cemento local creció un 11,5% respecto a los mismos meses del año anterior. Asimismo, y en la comparación de los niveles históricos de despacho de cemento, el acumulado anual es récord en nueve años.

Monitor de actividad económica

(variación porcentual anual)

Indicador	Ultimo mes			Piso de actividad	
	Mes	var % anual	var % 2019	Mes	var % anual
EMAE	jun'22	6,0%	5,2%	abr'20	-26,4%
Ventas en supermercados (\$ constantes)	jun'22	2,0%	1,3%	abr'20	0,2%
Ventas en centros de compras (\$ constantes)	jun'22	114,2%	-15,7%	abr'20	-98,2%
Empleo registrado sector privado (Minist.Trabajo)	jul'22	2,6%	-0,7%	ene'20	-0,5%
Indice de actividad industrial (CEPXXI)	jul'22	3,5%	9,0%	Abr'20	-25,3%
Indice de producción industrial (FIEL)	jul'22	1,9%	9,2%	abr'20	-30,2%
Indice de actividad de empresas de la construcción (CONSTRUYA)	jul'22	8,4%	32,2%	may'20	-34,0%
IPI (INDEC)	jul'22	5,1%	10,7%	abr'20	-33,5%
ISAC (INDEC)	jul'22	5,2%	8,6%	abr'20	-76,2%
Consumo real ahora12 (CEPXXI)	ago'22	-17,1%	s.i.	oct'20	-31,4%
Produccion hierro primario (CAA)	ago'22	-10,6%	57,6%	abr'20	-56,0%
Consumo de energía industrial (excl. ALUAR) (CAMMESA)	ago'22	10,1%	20,9%	abr'20	-30,8%
Consumo de energía construcción (CAMMESA)	ago'22	12,0%	19,0%	abr'20	-69,1%
Despachos de cemento (AFCP)	ago'22	13,2%	17,5%	abr'20	-55,2%
Producción de automóviles (ADEFA)	ago'22	40,9%	75,4%	abr'20	-99,0%
Ventas minoristas (CAME)	ago'22	-2,1%	s.i.	abr'20	-57,6%
Tributario (real) (AFIP)	ago'22	-3,5%	-0,7%	may'20	-39,9%
IVA DGI neto devoluciones (real) (AFIP)	ago'22	-1,9%	-12,0%	may'20	-30,6%
Débitos y créditos bancarios (AFIP)	ago'22	2,2%	-3,9%	may'20	-14,9%
Créditos adelantos real	ago'22	11,7%	1,7%	Ene'20	0,2%
Créditos documentados real	ago'22	15,3%	77,6%	Ene'20	-30,5%
Creditos tarjetas real	ago'22	-7,6%	3,0%	Ene'20	-2,6%

FUENTE: FIDE con datos de estadísticas oficiales y sectoriales.

Los primeros datos relacionados a actividades clave para la inversión parecen estar expandiéndose todavía. Pero falta mirar el lado del consumo para completar el panorama que queremos describir.

Con la información disponible hasta el momento se observa que las señales de ralentización son parciales y algo más moderadas de lo esperado. Asimismo, y en línea con la aceleración inflacionaria de julio y agosto, los datos de consumo continúan retraídos.

Entre la información que nos resulta útil está el relevamiento de ventas minoristas de la Cámara Argentina de Mediana Empresa (CAME), el cual informa que en agosto se registró una caída en el consumo del 2,1% respecto al mismo mes de 2021. En el acumulado del presente año el consumo solo logró expandirse un 1% respecto al acumulado en el mismo período de 2021.

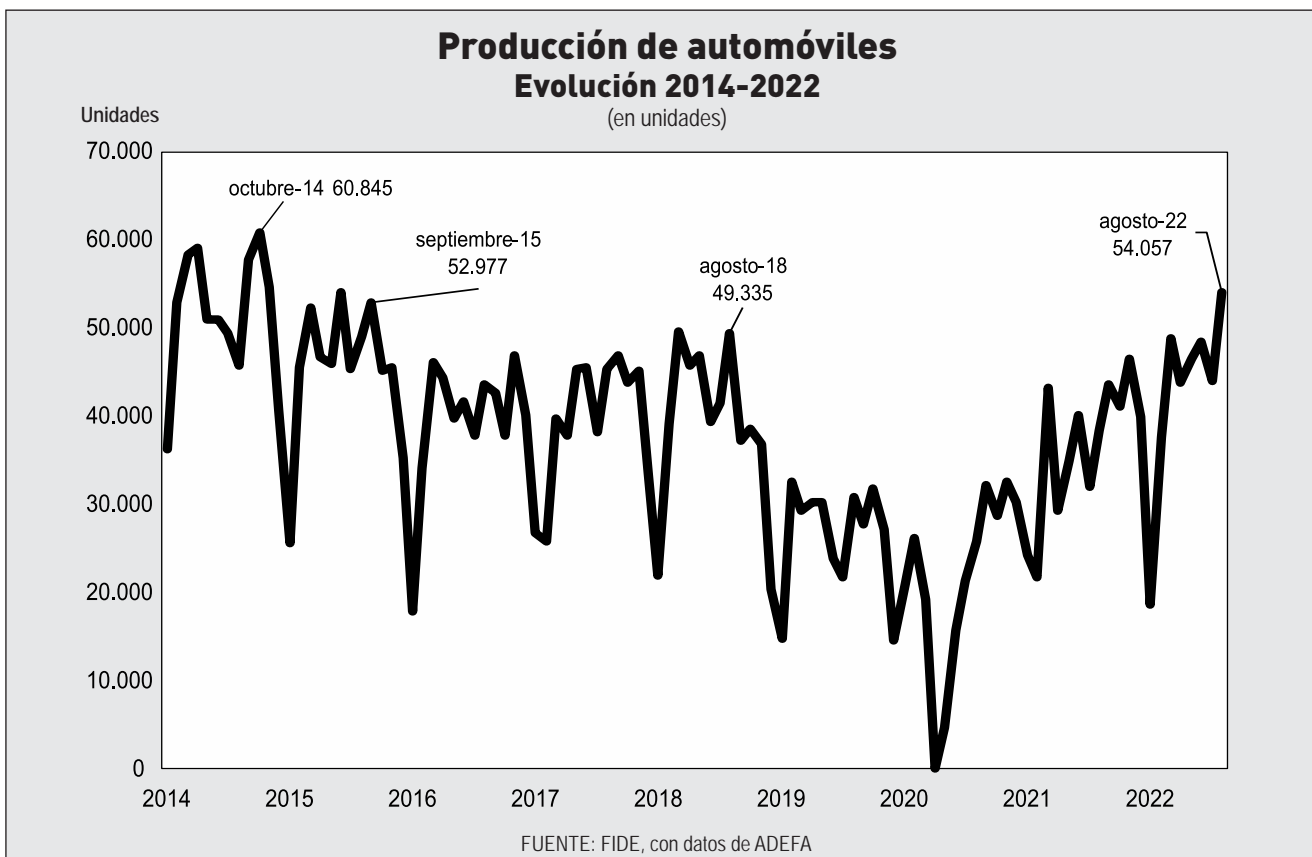
Otro indicador *proxy* del consumo puede proyectarse mediante la recaudación de IVA del mercado interno,

neto de devoluciones y del efecto de la inflación. Para el mes de agosto la recaudación real de IVA reportada por AFIP indicó una caída del 1,3% interanual, un valor bastante bajo si lo comparamos con el alza del 4,9% en julio. Asimismo, en términos históricos, los niveles de recaudación por IVA a valores constantes se encuentran un 11,5% por debajo de 2019.

Junto con ello, los consumos de tarjeta en términos reales también fueron a la baja. Para agosto, y según información del BCRA, la dinámica de créditos para gastos de tarjeta neto del efecto de la inflación cayó un 8% respecto al mismo mes de 2021.

En resumen, con la información disponible hasta el momento se observa que las señales de ralentización son parciales y algo más moderadas que lo esperado. Asimismo, y en línea con la aceleración inflacionaria de julio y agosto, los datos de consumo continúan retraídos.

En este marco, resulta conveniente identificar algunos puntos. En primer lugar, aun cuando las señales microeconómicas a agosto muestren una dinámica de bloques económicos similar a los del primer semestre, entendemos que el escenario de ralentización económica se mantiene.



Creemos que las regulaciones para cuidar las reservas y una política monetaria más restrictiva tenderán a afectar la actividad, ralentizando el crecimiento y dañando el empleo. Igualmente, no creemos que ello implique entrar en recesión y reafirmamos nuestro escenario base de crecimiento en torno al 4% para el año 2022.

Un sostenimiento de los niveles de actividad podría confirmar la hipótesis de existencia de cierto sobrestoque de insumos importados, adquiridos de manera preventiva meses atrás, que permitiría continuar la produciendo a un ritmo estable, al menos durante un tiempo.

En segundo lugar, entendemos que habrá heterogeneidad en la desaceleración, o sea: no esperamos que les impacte por igual a todos los sectores de la economía.

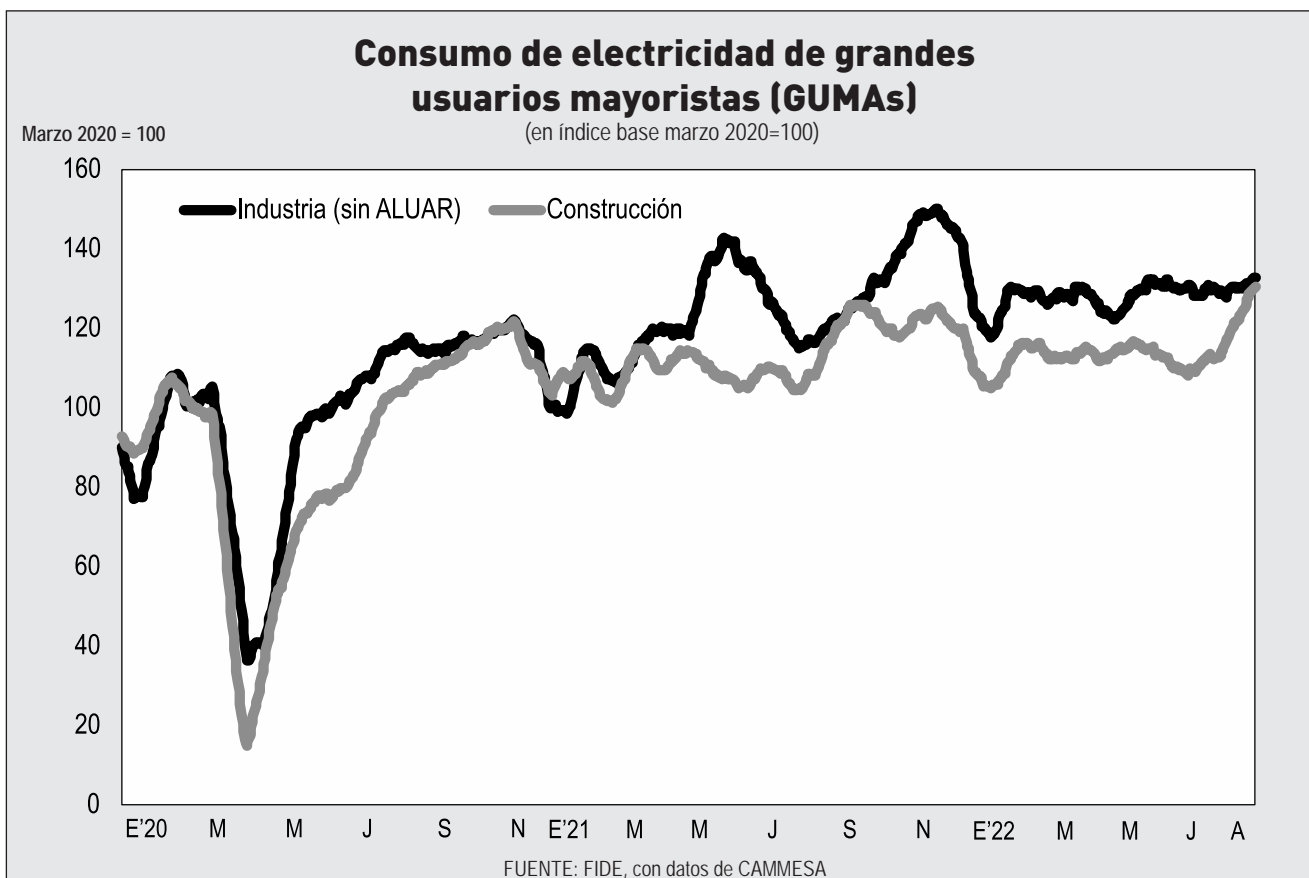
Por un lado, los sectores relacionados al esparcimiento y el turismo aún no han recuperado los niveles que tenían previo a la pandemia, y les queda recorrido. Esto nos lleva a pensar que hay margen para apuntalar el crecimiento y el empleo en esos bloques y compensar la desaceleración de otros en los próximos meses.

Por otro lado, la industria y la construcción serán los

más afectados. Las importaciones y una mayor dificultad para el acceso a las divisas restringirán la adquisición de insumos industriales y bienes de capital, afectando la producción. Junto con ello, es de esperar una menor ejecución de gastos de obra pública y transferencias de capital a las provincias en relación al cumplimiento de las metas fijadas en el acuerdo sobre déficit fiscal.

La industria y la construcción serán los más afectados. Las importaciones y una mayor dificultad para el acceso a las divisas restringirán la adquisición de insumos industriales y bienes de capital, afectando la producción. Junto con ello, es de esperar una menor ejecución de gastos de obra pública.

En tercer lugar, aún con las mencionadas restricciones, que la industria y la construcción continúen creciendo es algo positivo. Esto seguramente redundará sobre el sostenimiento de la demanda de empleo y la recaudación fiscal. Asimismo, la mejora en las expectativas macroeconómicas en Brasil, principal socio comercial, también implicará el sostén de los niveles de demanda de



exportaciones en varios rubros industriales.

Dado lo anterior, el tema salarial es sensible. Desde julio la mayoría de los gremios abrió paritarias, también se efectivizó el pago de jubilaciones y se agregó otro bono para beneficiarios de la AUH. Además, se está analizando la entrega de un bono desde ANSES destinado a la población que vive por debajo de la línea de la pobreza y que no recibe planes sociales.

La estructura productiva hace que la cuenta corriente de la Argentina sea más sensible al crecimiento del resto del mundo, afectando directa e inmediatamente las exportaciones. La desaceleración en China o una recesión en EE.UU. dañarían un saldo comercial que está rozando el cero, por lo que podrían preverse más restricciones a la importación

Aún en medio de una aceleración inflacionaria, esperamos que los ingresos le empaten a la inflación y esto presumiblemente impacte de forma positiva en el consumo.

Por último, las medidas deflacionarias y de financiamiento soberano están moviendo la tasa de interés local progresivamente hacia arriba, ya que pasó de 69.5% a 75%. Esto es una mala noticia para la economía real, que depende de la inversión productiva para continuar produciendo y crear empleo. Y en relación al tema salarial, el alza en las tasas desincentivará el otorgamiento de nuevos créditos personales, afectando el consumo de la población.

Estas alzas no son solo domésticas, sino que están sucediendo en todos los países para controlar la inflación (con algunas excepciones, como Japón). Aun sabiendo que Brasil viene con buenas expectativas, otros socios comerciales importantes sufrirán las consecuencias de esas tasas de interés, lo que hará caer la producción y los ingresos de esos países.

Lo anterior es importante porque la estructura productiva hace que la cuenta corriente de la Argentina sea más sensible al crecimiento del resto del mundo, afectando directa e inmediatamente las exportaciones. La desaceleración en China o una recesión en EE.UU. dañarían un saldo comercial que está rozando el cero, por lo que podrían preverse más restricciones a la importación.



Como indica la Ley de Administración Financiera, durante el mes de septiembre el Gobierno presentó el Proyecto de Ley de Presupuesto para la Administración Nacional para el año 2023.

El actual proyecto tiene características particulares en relación a los anteriores. En primer lugar, se busca subsanar lo sucedido con el tratamiento del Presupuesto 2022, ya que, al no conseguir los votos necesarios en el Congreso para ser aprobado, debió prorrogarse el que estaba vigente.

En segundo lugar, se trata del primer Presupuesto elaborado explícitamente para cumplir los lineamientos fundamentales del Acuerdo de Facilidades Extendidas vigente con el FMI. Ello no sucedió con el Proyecto de Presupuesto 2022: en septiembre de 2021, cuando se presentó, las negociaciones con el Fondo aún estaban en curso. Tal fue el caso que ese proyecto incluía un déficit primario del 3,3% del PIB que luego, en el acuerdo, se redujo al 2,5% del PIB.

Comencemos analizando las proyecciones macroeconómicas. Estas son muy importantes, ya que a partir de allí se puede comprender cuál es el escenario económico nacional y mundial que establece el trasfondo de su política económica y la dinámica de las principales variables.

Con respecto al año en curso, el Gobierno espera un crecimiento del 4% (total anual), un dólar oficial de 166,5 pesos (a diciembre), una inflación del 95% (a diciembre) y un superávit comercial de 7.751 millones de dólares (acumulado anual).

En cuanto a 2023, se proyecta un crecimiento económico moderado del 2% (total anual). El mismo estaría impulsado por la inversión (+2,9%, anual) y el consumo privado (+2%, anual). En el detalle sectorial, el sector servicios crecería un 1,6% y el de bienes un 2,8% respecto a 2022. En el caso de los bienes, se espera una recuperación del sector agropecuario tras el impacto de la sequía (+6%, anual), el sostenimiento de la industria manufacturera (+1,5%, anual) y el comercio (+1,8%, anual).

Por el lado del sector externo, se prevé un balance comercial positivo de 12.347 millones de dólares, cerca de 5.000 millones más que lo esperado en 2022. Este saldo favorable resultaría de exportaciones creciendo un 2% en el acumulado para 2023 y una caída en importaciones del 2,7% para el mismo período.

En cuanto a las exportaciones, se espera una recomposición de rindes que superaría la caída de precios. Por el lado de las importaciones, la menor demanda de dólares se deberá a la combinación de menor crecimiento, sustitución de importaciones de energía y caída de precios.

Esta proyección corresponde solo al balance comercial, es decir, no toma en cuenta los pagos por servicios (incluido turismo en el exterior), rentas de la inversión, intereses de la deuda y/o dolarización privada que afectaría el saldo de reservas.

Entendemos que los números del balance comercial de 2023 son algo optimistas. Por el lado energético, se supone la finalización del gasoducto Néstor Kirchner (proyectada para junio próximo), que permitiría disminuir importaciones de gas y mejorar exportaciones. En cuanto al sector agropecuario, se asume que la mejora en los rindes más que compensaría la caída de precios. Una estimación alternativa podría indicar un saldo comercial hasta un 50% menor al indicado en las proyecciones oficiales.

En cuanto a los precios, se espera una desaceleración de su dinámica, hasta el 60% a diciembre 2023 respecto a diciembre próximo. Implícitamente, se espera que los precios aumenten en promedio en torno al 4% mensual en la primera mitad del año y alrededor del 3% mensual para la segunda mitad. La inflación anual implícita en el Presupuesto sería, entonces, del 75%.

En cuanto al dólar, se proyecta un tipo de cambio nominal de 269,6 pesos a diciembre de 2023. Esto resultaría en una apreciación del tipo de cambio real en un 1,5%, por lo que, según el mensaje del Presupuesto, se mantendría el precio real del dólar en valores superiores al promedio histórico reciente.

Creemos que las trayectorias del tipo de cambio e inflación solo son razonables en un contexto de estabilidad cambiaria, financiera y con vigencia de controles cambiarios. De cara a un 2023 marcado por el clima electoral, es de esperar que las expectativas devaluatorias impacten de manera negativa en la liquidación de la cosecha agropecuaria y la desaceleración de precios. Ello reduciría el saldo externo proyectado y elevaría en algunos puntos la previsión de inflación. Igualmente, el escenario resulta razonable al interior del marco previsto.

Analicemos ahora los números de recursos y gastos. Se espera para 2023 avanzar en la consolidación fiscal. Se proyecta que 2022 cerrará con un déficit fiscal primario del 2,8% del PIB y 2023 con el 2,0% del PIB. El resultado financiero bajaría del -4,4% del PIB en 2022 al -3,8% en el año próximo. Estas cifras están, marginalmente, alejadas de las metas acordadas con el FMI. Según indica el acuerdo con el organismo, el déficit primario para este año debería ser del 2,5% del PIB, y del 1,9% para 2023. Este leve reajuste de objetivos estaría acordado.

Según se indica, la reducción del déficit fiscal primario se logrará mediante un crecimiento de la recaudación por encima de los gastos. El Gobierno estima que los recursos totales crecerían un 76,4% (igual a la inflación y la expansión de la actividad), en tanto que los gastos crecerían un 69,2% (7% menos que la inflación y el crecimiento económico).

En el detalle de recursos, por un lado, los tributarios (el 78,3% de la recaudación total), crecerían algo por debajo de la inflación y la actividad. Se proyecta que la recaudación crezca un 76,2% (caída real del 0,8%). Entre las subas se destaca la del IVA neto de reintegros (29,6% de la recaudación total), con un crecimiento nominal del 80,7%, y real del 3,7%; Ganancias (22,8% de la recaudación total), con un alza nominal del 78,3%, y real del 1,3%; y Créditos y débitos en cuentas bancarias (7% de la recaudación total), con un incremento nominal del 81,5%, y real del 4,5%. Entre los de menor crecimiento aparece el ingreso por rentas de la propiedad, con un aumento del 20,9%, una caída real del 56,1%.

Cuadro Ahorro Inversión Financiamiento

(en millones de pesos)

CONCEPTO	2022	2023		Diferencia		
	millones \$	millones \$	% PIB	millones \$	var %	var % real
I) INGRESOS TOTALES	14.048.167	24.781.215	16,8	10.733.048	76	8,4
II) GASTOS CORRIENTES	16.426.723	27.984.236	19,0	11.557.512	70	2,4
- GASTOS DE CONSUMO	2.722.184	4.745.873	3,2	2.023.689	74	6,3
. Remuneraciones	2.082.329	3.648.743	2,5	1.566.414	75	7,2
. Bienes y Servicios y Otros Gastos	639.855	1.097.130	0,7	457.276	71	3,5
- INTERESES Y OTRAS RENTAS DE LA PROPIEDAD (*)	1.291.950	2.619.984	1,8	1.328.034	103	34,8
- PRESTACIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL	6.133.500	11.108.223	7,5	4.974.723	81	13,1
- IMPUESTOS DIRECTOS	10.686	15.409	0,0	4.723	44	-23,8
- OTRAS PERDIDAS	10.628	19.286	0,0	8.658	81	13,5
- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	5.626.412	8.450.234	5,7	2.823.821	50	-17,8
- DEFICIT OPERAT. EMPRESAS PUB. Y OTROS	631.364	1.025.228	0,7	393.864	62	-5,6
III) GASTOS DE CAPITAL	1.242.410	2.343.884	1,6	1.101.474	89	20,7
IV) GASTOS TOTALES	17.669.133	30.328.120	20,6	12.658.986	72	3,6
V) TOTAL GASTOS PRIMARIOS	16.378.051	27.709.542	18,8	11.331.491	69	1,2
VI) RESULTADO PRIMARIO	-2.329.884	-2.928.327	-2,0	-598.443		
VII) RESULTADO FINANCIERO	-3.620.966	-5.546.905	-3,8	-1.925.938		

(*) Excluye intereses pagados Intra-Sector Público Nacional.

Por cuestiones de redondeo de cifras, pueden existir diferencias entre los totales y las sumas parciales.

FUENTE: FIDE, con datos del Proyecto de Presupuesto 2023

Por otro lado, los Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social (21,7% de la recaudación total) aumentarían en un 83% nominal y un 6% real. Este sería el componente recaudatorio de mayor crecimiento. Para lograr este objetivo será clave, entonces, que los salarios crezcan más que la inflación. En caso contrario, la recaudación en Seguridad Social tendería a verse estancada en términos nominales.

Por el lado de los egresos, el gasto total crecería en un 71,6% (un 5,4% menos que la inflación y la actividad). El gasto está conformado en un 92,3% por gasto corriente, y en un 7,7% por gasto de capital.

Y si bien el gasto corriente aumenta un 70,4% nominal, eso indicaría una caída del 6,6% en términos reales, aunque esta disminución no es homogénea. Por un lado, las Prestaciones de Seguridad Social (el principal concepto del gasto con casi el 36% del gasto total), aumentarían en términos nominales un 81,1% (aumento real del 4,1%). La explicación de esta expansión es que el Presupuesto 2023 prevé la implementación completa de los aumentos proyectados por la Ley de Movilidad Jubilatoria.

Por otro lado, se espera que las transferencias corrientes crezcan nominalmente un 50,2%, eso implica una reducción real del 26,8%. Viendo en detalle las transferencias corrientes de la Administración Central, se prevé que la caída real corresponda a la implementación de la segmentación tarifaria y la exclusión de bonos extraordinarios en concepto de ayuda social a beneficiarios de planes. Como producto de ello, las Transferencias a Empresas Privadas crecerían nominalmente en términos anuales un 35,7% (caída real del 41,3%), y para Unidades Familiares crecería nominalmente en un 36,4% (caída real del 40,6%).

En cuanto al gasto de capital, éste aumentaría un 88,7% en términos nominales respecto al año anterior (aumento real del 11,7%). El ítem más importante en este crecimiento es la Inversión Real Directa (59,4% del gasto de capital), con un crecimiento del 113,1% nominal y 36,1% real. Las Transferencias de Capital (37,6% del gasto de capital) crecerán solo un 58,8%, contrayéndose un 18,2% en términos reales.

Como punto distintivo, el Proyecto de Presupuesto otorgó un desagregado bastante detallado de los llamados Gastos Tributarios. Estos están definidos en el texto como “ingresos que el fisco deja de percibir al otorgar un tratamiento impositivo que se aparta del establecido con carácter general en la legislación

tributaria” y tienen por objeto beneficiar el desarrollo de determinadas actividades, zonas, contribuyentes o consumos. Esto implica la transferencia de recursos públicos a través de una reducción de las obligaciones tributarias con relación a un impuesto de referencia, en lugar de un gasto directo. La importancia de esta estimación es proveer información para medir el rendimiento potencial del sistema impositivo.

Al final del mensaje del Presupuesto se comenta la preocupación del FMI ante la magnitud de estos gastos y su característica regresiva, dado que benefician principalmente a grupos empresarios y grandes firmas. Su revisión a la baja serviría para sostener las cuentas públicas y contar con mayor financiamiento para políticas públicas prioritarias. Para 2023 los gastos tributarios serían equivalentes al 2,5% del PIB y estarían distribuidos en, por un lado, el régimen de “normas de impuestos” (Exenciones de IVA, Impuesto a las Ganancias, etc.; 72,8% del total de gasto tributario), que registraría una suba del 69,9% nominal anual y una baja del 7,1% real; y por otro lado, los “regímenes de promoción económica” (Promoción de Tierra del Fuego, Fortalecimiento de PyME, etc.; 27,2% del total de gastos tributarios) aumentarían el 62% nominal y bajarían el 15% real.

A modo de síntesis, se trata de un Presupuesto de consolidación fiscal, preservando crecimiento real en algunas partidas clave como seguridad social y obra pública, y reduciendo significativamente el peso de los subsidios. Por el lado de los recursos, se destaca un aumento mayor a la inflación en seguridad social, IVA y ganancias, cosa que tiende a favorecer la trayectoria al equilibrio presupuestario.

Como puntos pendientes vemos que, en primer lugar, la capacidad de disminuir gastos de subsidios depende de que el contexto internacional, marcado por la incertidumbre de la guerra, no interrumpa el sendero descendente del costo de la energía.

En segundo lugar, desde el plano inflacionario, la relación con el Presupuesto no es lineal. Por un lado, mayor inflación facilitaría alcanzar el objetivo recaudatorio, tendiendo a licuar el efecto de la fórmula indexatoria en el gasto de seguridad social. Pero, por otro lado, mayor inflación podría indicar un refuerzo de ingresos sobre los grupos más vulnerables.

En tercer lugar, siendo 2023 un año electoral, podría haber un relajamiento de objetivos presupuestarios sobre partidas de obra pública y otras transferencias a las provincias, deteriorando el objetivo fiscal.

RECUPERACIÓN Y EMPLEO

El nuevo trabajo que se observa en la pospandemia

Durante el primer semestre del presente año la actividad económica continuó una dinámica positiva con números que, según el registro del EMAE, anotó un acumulado del 6,3%.

Como era de esperar, la recuperación favoreció la demanda de empleo. La tasa de desempleo para el primer trimestre de 2022 (último valor disponible) fue del 7%, el valor más bajo desde el último cuatrimestre de 2015.

Producto de ello, el panorama del mercado de trabajo asociado a esta actual etapa de recuperación es favorable: los datos a junio indican que el nivel de empleo registrado logró superar los niveles de toda la década pasada. Si comparamos entre junio de 2022 y junio de 2019 (meses antes de la pandemia), se han creado 597.648 nuevos empleos.

Y aún con un ritmo de crecimiento que tenderá a desacelerarse de cara al segundo semestre, es de esperar que esta tendencia a la baja del desempleo continúe. A modo de ejemplo, durante agosto se observó una expansión anual en la producción industrial del 40% y en la actividad de la construcción de casi el 10%; en ambos casos, algo por encima del esperado.

Por ello resulta interesante observar el detalle de

cómo evolucionó el mercado de trabajo en esta etapa de recuperación y dar alguna perspectiva sobre cómo continuará la dinámica del desempleo en la próxima etapa.

Previo a analizar el detalle de la creación sectorial de empleo, mírenos el gran panorama. A nivel mundial se observan grandes dificultades para crear empleo de calidad. Los sectores manufactureros, tradicionalmente los más demandantes de trabajo calificado y bien remunerado, desde hace varias décadas están en decadencia.

Esto es producto de profundos cambios tecnológicos, relacionados con las tendencias a la robotización y automatización de tareas y una nueva organización mundial de la producción.

Por un lado, los países desarrollados han visto una destrucción del empleo industrial mucho más acelerada. Como resultado de la deslocalización productiva, el nuevo empleo industrial se ha distribuido de manera desigual a lo largo del globo: el trabajo manufacturero nuevo se concentra cada vez más en zonas de bajos o muy bajos salarios, como el sudeste asiático.

A nivel de ingresos, como los trabajos menos calificados son los más susceptibles a ser robotizados y/o deslocalizados en las periferias, las nuevas tendencias tienen un efecto sobre la desigualdad de ingresos entre trabajadores.

Por otro lado, en el caso de la Argentina de los últimos años, además de estas tendencias globales adversas, el ciclo de crecimiento tan irregular ha tenido un efecto negativo adicional sobre el empleo.

Desde 2012 el empleo registrado está relativamente estancado: la cantidad total de trabajadores en relación de dependencia privada y pública, asalariados de trabajo doméstico, independientes autónomos y monotributistas no ha crecido más allá de los 6,2 millones de trabajadoras y trabajadores.

Cuando este número disminuyó, fue producto de la crisis cambiaria y la pandemia. Sin embargo, cuando creció nunca superó esa cifra, una especie de techo estructural de la economía argentina que no le permite crear más empleo. El empleo no registrado y otras formas de autoempleo en la economía popular, por su parte, han respondido favorablemente, haciendo que la tasa de desempleo permanezca relativamente estable.

Al interior de este panorama, resulta interesante observar qué características ha tenido la reciente dinámica del empleo.

Mirando los datos de empleo del Ministerio del Trabajo entre 2016 y 2019, el número de trabajadoras y trabajadores registrados dejó de crecer en diciembre de 2017, momento en el que las personas empleadas se encontraban cerca de los 12,4 millones y la tasa de

desempleo llegó al 7,2% para el cuarto trimestre de ese año.

Debido a la crisis cambiaria, la cantidad de trabajadores bajó constantemente: entre diciembre de 2017 y diciembre de 2019 se destruyeron casi 223.500 puestos de trabajo. Luego, con la llegada de la pandemia, entre diciembre de 2019 y mayo de 2020 (el peor momento de la cuarentena) se perdieron 416.800 empleos adicionales.

Desde 2012 el empleo registrado está relativamente estancado: la cantidad total de trabajadores en relación de dependencia privada y pública, asalariados de trabajo doméstico, independientes autónomos y monotributistas no ha crecido más allá de los 6,2 millones de trabajadoras y trabajadores.

Tras la flexibilización de restricciones a la movilidad, la actividad económica se recuperó y el empleo reaccionó favorablemente. Por lo tanto, resulta inte-



resante analizar cómo se recompuso viendo qué pasó con los trabajadores registrados según modalidad de contratación.

Para junio último, y si comparamos con el mismo mes de 2019, la cantidad de personas asalariadas del sector privado y el total de monotributistas (sumando monotributistas sociales) son mayores a sus cifras de prepandemia: 58.490 y 392.851 respectivamente. Y sin entrar aún en detalle, entendemos que el trabajo flexibilizado es el que está apuntalando las cifras de trabajo registrado.

Tras la flexibilización de restricciones a la movilidad, la actividad económica se recuperó y el empleo reaccionó favorablemente. Para junio último, y si comparamos con el mismo mes de 2019, la cantidad de personas asalariadas del sector privado y el total de monotributistas (sumando monotributistas sociales) son mayores a sus cifras de prepandemia. Y sin entrar aún en detalle, entendemos que el trabajo flexibilizado es el que está apuntalando las cifras de trabajo registrado.

El empleo público, por otro lado, fue el único que creció durante la pandemia. Los últimos datos disponibles indican que para junio de 2022 hay 172.968 asalariados públicos extra respecto a junio del 2019. Por último, hay tipos de empleo que cayeron en pandemia y aún no recuperan las magnitudes de hace tres años, como los trabajadores asalariados en casas particulares y los independientes autónomos.

En resumen, la proporción del empleo asalariado privado sobre el empleo total registrado ha caído lentamente esta última década. Si en junio de 2015 el 52,1% de registrados pertenecía a la fracción de asalariados privados y un 15,1% al total de monotributo, en el mismo mes de 2022 un 48,3% son personas asalariadas del sector privado y el 18,4% monotributistas.

Ahora repasemos qué pasó con el empleo de las distintas actividades económica. Los sectores primarios mantuvieron una composición de empleo más o menos estable durante toda la década pasada. La

irrupción de la pandemia afectó la contratación en ellos, con la única excepción del sector pesquero, donde los niveles de empleo a fines de 2020 superaron los prepandémicos.

En el sector agropecuario y forestal vemos que la oferta de trabajo pudo recomponerse, mientras que en Explotación de minas y canteras tuvo una gran recuperación, de modo tal que, según el último dato disponible, roza los valores históricos de contratación.

Las actividades secundarias han presentado dinámicas más heterogéneas. La industria manufacturera tiene mejores números hoy que en junio de 2019, con 44.618 nuevos trabajos. No obstante, y a pesar de la mejora en la producción, el saldo neto continúa siendo negativo. Entre 2017 y 2022 se perdieron 41.264 empleos industriales, que no se han vuelto a recuperar. Algo similar sucede con el sector de la construcción. A pesar de la recuperación, medido a junio de 2022 aún falta recobrar 19.290 plazas de trabajo para lograr el nivel de junio de 2019, 16.090 para alcanzar junio de 2017 y 36.385 para junio de 2015. Las empresas de servicios de agua, luz y gas han incrementado la cantidad de trabajo constante pero moderadamente durante varios años

Cerca de cumplirse dos años y medio desde el inicio de la pandemia, podemos decir que en promedio los niveles de empleo están mejor que en 2019. La intervención del Gobierno para preservar los puestos de trabajo, como el ATP, y las políticas de ingreso como el IFE fueron claves para subsanar los efectos dañinos de la pandemia, mientras que la inercia económica parece haber superado el deterioro económico a causa de la crisis cambiaria.

Por último, analicemos datos para las actividades de servicios. Acá encontramos el sector con la mayor alza de puestos de trabajo, incluso más que el creado por el sector manufacturero: Actividades inmobiliarias y empresariales y de alquiler fueron responsables de crear 58.837 nuevos puestos desde junio de 2019. Comercio y reparaciones también fue virtuosa al crear 29.214 empleos, aunque aún está lejos de tocar el número de junio de 2017 por 11.339 trabajos de diferencia.

Otros sectores que aumentaron su oferta de empleo discretamente entre junio de 2019 y junio de 2022 fueron Servicios sociales y de salud (+3.168 empleos) y Enseñanza (+995 empleos).

Como sabemos, Hoteles y restaurantes fue de las actividades con mayores pérdidas de empleo y aún no puede recomponer sus niveles prepandémicos de actividad ni de empleo, ya que necesitarán crear 13.464 y 16.325 nuevos puestos de trabajo para recuperar los valores de 2019 y de 2017, respectivamente. Las actividades relacionadas con el esparcimiento y el turismo son justamente sectores muy demandantes de empleo, por lo que esperamos que mucho de este empleo se vaya recuperando a medida que avancen los meses.

Finalmente, en actividades de Servicios comunitarios e Intermediación financiera también el saldo neto de empleo registrado fue negativo, exhibiendo una pérdida de 11.282 empleos en el primero y 6.976 en el segundo, ambos números comparados con junio de 2019.

Cerca de cumplirse dos años y medio desde el inicio de la pandemia, podemos decir que en promedio los niveles de empleo están mejor que en 2019. La intervención del Gobierno para preservar los puestos de

trabajo, como el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP) y las políticas de ingreso como el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) fue clave para subsanar los efectos dañinos de la pandemia, mientras que la inercia económica parece haber superado el deterioro económico a causa de la crisis cambiaria.

La creación de empleo registra una expansión proporcional del trabajo monotributista en desmedro del asalariado privado en los últimos años. Asimismo, aunque el sector industrial y manufacturero han llevado la delantera en la recuperación, no han recompuesto los niveles de empleo precrisis.

Sin embargo, la creación de empleo registra una expansión proporcional del trabajo monotributista en desmedro del asalariado privado en los últimos años. Del total de los 597.648 nuevos puestos de trabajo registrado en los últimos tres años, 392.851 corresponden a monotributistas, o sea, un 66%. Asimismo, aunque el sector industrial y manufacturero han llevado la delantera en la recuperación, no han recompuesto los niveles de empleo precrisis cambiaria.

Trabajadores registrados según rama de actividad de la ocupación principal Total país a diciembre de cada año.

(en miles de personas)

Sector	2010	2012	2015	2017	2019	2020	2021	2022(*)
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	325,0	331,0	316,5	326,1	326,1	319,4	322,4	313,9
Pesca	14,4	12,8	12,4	11,9	12,2	12,4	13,0	14,4
Explotación de minas y canteras	70,1	76,3	85,7	78,0	85,4	78,8	83,0	85,6
Industrias manufactureras	1.208,4	1.263,5	1.252,1	1.191,4	1.084,2	1.094,2	1.126,1	1.151,7
Suministro de electricidad, gas y agua	57,3	61,2	70,2	74,1	74,2	73,9	74,5	74,7
Construcción	413,5	414,9	428,8	456,3	397,1	335,4	394,3	426,7
Comercio y reparaciones	1.075,0	1.127,7	1.160,3	1.186,7	1.121,1	1.097,4	1.129,3	1.148,6
Hoteles y restaurantes	235,9	256,0	269,7	279,1	268,3	218,0	233,7	244,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	506,6	537,3	563,0	561,9	536,5	515,9	517,3	520,5
Intermediación financiera	146,9	158,1	161,5	162,7	158,8	155,4	153,5	153,5
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	862,2	861,7	849,0	847,3	832,8	836,8	873,6	878,2
Enseñanza	339,7	364,0	391,3	405,7	412,7	396,6	407,1	420,5
Servicios sociales y de salud	253,4	277,3	305,6	324,2	325,9	327,2	329,2	327,0
Servicios comunitarios, sociales y personales	359,4	370,0	379,4	390,7	384,7	364,1	369,5	368,2
Sin especificar	1,1	0,9	0,8	0,7	0,9	0,4	0,3	0,4
Total	5.868,6	6.147,9	6.246,5	6.296,9	6.020,7	5.826,0	6.026,8	6.128,8

(*) Datos a junio 2022

FUENTE: FIDE, con datos de SIPA/MTEySS

GUERRA, INFLACIÓN Y SUBA DE TASAS DE LA FED

Los riesgos de una recesión global

Dos cisnes negros

En menos de dos años el mundo observó dos eventos extraordinarios y que rara vez ocurren con tanta cercanía: una pandemia y un conflicto armado con consecuencias sobre el sistema económico mundial.

Por un lado, la irrupción de la pandemia obligó a la adopción de severas cuarentenas a lo largo y ancho del planeta, generando un grave impacto en la producción, el empleo y los ingresos.

Según información del FMI, en 2020 el PIB mundial cayó un 3,1%, el de EE.UU. un 3,4%, el del Reino Unido un 9,3% y el de la Unión Europea un 5,9%. Se trató de la mayor contracción económica en períodos de paz desde 1930, superando ampliamente la crisis financiera internacional de 2009. Como punto de comparación, en 2009 se observó una caída del PIB mundial del 0,1%, lo que significó una contracción económica en EE.UU. del 2,6%, en el Reino Unido un 4,2% y otro 4,2% para la Unión Europea.

A comienzos de 2022, y aún sin normalizarse completamente los flujos comerciales y los niveles de empleo, estalló la guerra entre Rusia y Ucrania. Y, si bien se viene observando una disputa abierta entre ambos países desde la anexión de Crimea en 2014, la movilización de tropas rusas sobre territorio ucraniano y las consecuentes sanciones económicas que ello trajo consigo implicaron un cambio sustancial en la dinámica previa al conflicto.

No se trata de un enfrentamiento más. Como primera característica, según reporta la ONU, es el conflicto bélico de mayor desplazamiento de personas desde la Segunda Guerra Mundial. Como segunda característica, es una guerra a las puertas de Europa, espacio geográfico de cuatro de las diez economías más grandes del mundo. Como tercera característica, tanto Rusia como Ucrania son referentes globales en producción energética y alimenticia. Tras el estallido de la guerra y las sanciones, se han generado subas extraordinarias en los precios internacionales de alimentos y energía, comprometiendo el abastecimiento de insumos críticos en Europa, Turquía, África y Oriente Medio.

Según información del FMI, y en la comparación entre febrero de 2020 y mayo de 2022 (último máximo), los precios internacionales de cereales aumentaron hasta un 150%, los de granos oleaginosos hasta el 100%, el petróleo (brent) hasta un 100%, el gas (índice) un 580% y el carbón un 380%.

En este contexto tan complejo, de múltiples shocks logísticos, de altos costos y elevada incertidumbre, la dinámica de precios internacionales se ha visto muy afectada. Para la mayoría de los países desarrollados, el presente año ya registra una dinámica inflacionaria como no se observaba desde hacía más de 4 décadas.

Considerando los últimos registros a agosto de 2022, los EE.UU. observan una inflación anual del 8,3% respecto al mismo mes de 2021, una inflación tan alta como no se observaba desde 1981; la Zona Euro registra aumentos de precios anuales del 9,1%, un récord histórico (considerando que el euro está vigente desde 2001); Alemania, con un alza del 7,9%, atraviesa la inflación más alta desde la Segunda Guerra Mundial; el Reino Unido alcanzó un 9,9% interanual, un valor récord en más de 40 años.

Las perspectivas son heterogéneas. A pesar de los paquetes de ayuda fiscal para subsidiar tarifas implementados en la mayoría de los países europeos, se espera que la tendencia alcista en el costo de la energía continúe siendo el principal factor que incida sobre los precios en 2022. Según los datos de Eurostat en agosto pasado, la suba de precios de la energía observa aumentos anuales del 38%.

Por otro lado, algunos analistas consideran que el pico de inflación llegará hacia finales de 2022. Según las proyecciones del “Informe de proyecciones económicas de verano” de la Comisión Europea (último disponible), la inflación para el cuarto trimestre de 2022 será del 8,3% anual y para 2023 del 4,6%. Ello se basa en el supuesto de que para finales de 2022 el ajuste tarifario estaría totalmente realizado, y con ello las presiones alcistas de costos comenzarían a moderarse.

Sin embargo, los cuellos de botella energéticos no se acaban con la moderación de la dinámica alcista. Aún resta evaluar las dimensiones distributivas y sobre la estructura productiva del mayor costo energético. Estos problemas no parecen tender a solucionarse en el corto plazo.

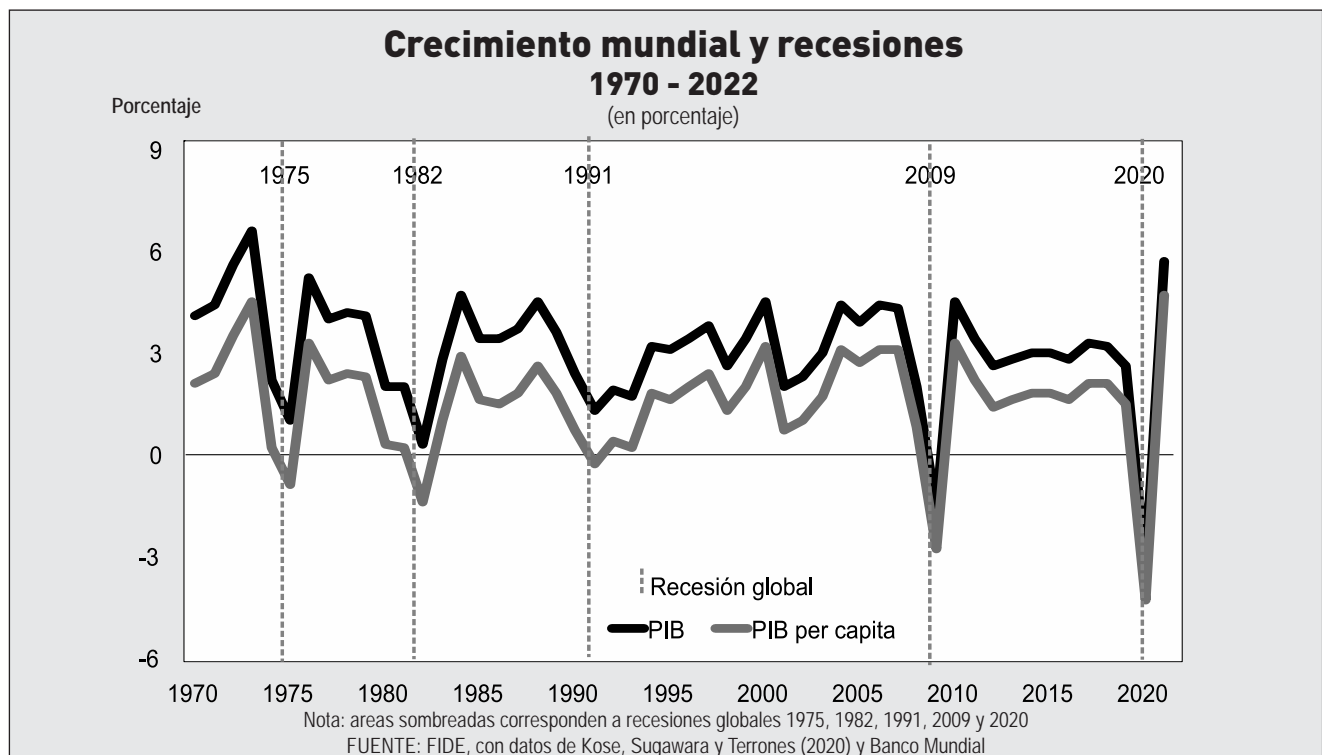
Los números sobre la dependencia europea del gas ruso son muy impactantes. En su conjunto, según datos para 2019, la Unión Europea depende en un 30% del gas ruso. Países como Finlandia, Suecia, Estonia, Lituania, Bulgaria y Hungría tenían un 100% del consumo de gas

natural con origen en Rusia; Alemania, un 40%; Italia, un 20%; Francia, un 18%. Y si bien este número disminuye al considerar las otras fuentes de oferta sustituibles para la generación primaria de energía (gasoil, GNL), tal magnitud determina que la sustitución no podrá ser inmediata: se trata de un problema estructural.

Frente a estos shocks inflacionarios, la respuesta de la política económica no se hizo esperar. Desde marzo de 2022 la FED ha adoptado un sesgo cada vez más contractivo en su política monetaria como mecanismo de combate a la inflación.

Y si bien las razones específicas detrás de los aumentos no obedecen exclusivamente al impacto de los shocks de commodities internacionales producto del estallido de la guerra –ya que la FED venía advirtiendo sobre la recuperación económica y los buenos números del mercado de trabajo en la postpandemia–, sí es cierto que el sendero constructivista se ha vuelto mucho más acentuado en las últimas semanas.

En la visión actual de la teoría monetaria de “nuevo consenso”, el canal de transmisión de la suba de tasas para contener la inflación está relacionado a la tradicional relación de la “curva de Philips”, con una adaptación para incluir expectativas racionales. En los papeles, la suba de tasas generaría una caída en la demanda agregada que “descomprimiría” las presiones del mercado de trabajo y “relajaría” la suba de costos salariales. El



canal de expectativas racionales podría indicar un “adelantamiento” de los agentes económicos al “anuncio contractivo” de la autoridad monetaria “comprometida” con la meta de inflación. Sin embargo, en sustancia, el argumento no cambia demasiado.

Sin embargo, en un contexto mundial en donde el aumento de los precios está siendo impulsado por una variedad amplia de factores relacionados con la oferta, la eficacia de la política monetaria se encuentra bastante limitada. Esta puede ayudar a atender los factores relacionados con la demanda, pero los canales de la oferta, como energía y alimentos –cuyo origen está fuera del país–, están muy limitados.

Por un lado, podría haber un impacto “indirecto” de la tasa hacia los “precios de commodities” a partir del pesimismo financiero. O también, por otro lado, producto del efecto relacionado con el menor crecimiento mundial y de la economía china, uno de los mayores demandantes de importaciones. Sin embargo, ambos casos son canales de segundo o tercer orden y no suelen aparecer como puntos destacados de la teoría inflacionaria de nuevo consenso.

Desde comienzos de año, la *effective found rate* (tasa de política monetaria de la FED) fue aumentada en 5 oportunidades. Desde 0,25% a 3,25% en el tramo más corto de la curva. Las últimas dos subas, ambas de 75 puntos básicos, se trataron de las subas más altas desde 1994.

La expectativa de mercado es que la trayectoria alcista continúe. Los mercados de futuros ponderan una tasa que, para fin de año, llegaría al 4,3%. Es decir: estiman una probabilidad de otra alza de 75 puntos básicos antes

de fin de año. Luego, ya en el año próximo, la tendencia a la baja es muy moderado. El promedio de tasas para finales de 2023 se encuentra entre el 3,3% y el 5,1%.

¿Hacia una recesión global?

La principal consecuencia del sesgo contractivo de la política monetaria en EE.UU. serán las perspectivas de crecimiento de ese país y el resto del mundo. Las tasas más altas aumentarán el costo financiero para el consumo privado, el crédito estudiantil e hipotecario, estableciendo un menor dinamismo del mercado inmobiliario, uno de los corazones de la economía real estadounidense. El menor crecimiento de EE.UU. traería consigo un menor crecimiento de sus socios comerciales, especialmente de China y Europa, y de allí al resto de las economías emergentes. Asimismo, la menor demanda de productos industriales tiende a reforzar los canales financieros en deterioro de los precios de commodities.

En la medida que el pesimismo se acentúa, las previsiones de organismos internacionales son corregidas a la baja. Las previsiones de crecimiento del FMI para la economía mundial son de un 3,6% en 2022, reduciendo 0,4 puntos porcentuales a la previsión de abril pasado.

En el detalle por países, las naciones desarrolladas han sido las más afectadas. Se espera un crecimiento en 2022 del 2,3% para EE.UU., en lugar del 3,7% original, y de solo el 1% para 2023. Japón y la Zona Euro serán otros de los más golpeados, con crecimientos del 2,8% y 2,4% respectivamente para 2022, también menores a lo previsto en abril, aun teniendo en cuenta que en la Zona Euro las perspectivas ya habían sido corregidas en el informe anterior, cuando se incorporó el impacto de la

Inflación mundial

(en tasas de variación interanual)

	2022(*)	2008	Último pico		
			%	Año	Récord
EE.UU.	8,3	5,4	14,5	1981	Maximo en 40 años
Inglaterra	9,9	3,5	17,8	1980	Maximo en 40 años
Alemania	7,9	2,6	7,0	1951	Maximo en 71 años
España	10,4	4,1	11,2	1984	Maximo en 38 años
Italia	8,4	3,3	9,2	1985	Maximo en 38 años
Francia	5,8	3,5	5,8	1985	Maximo en 38 años
Zona Euro	9,1	4,1	s/i		Maximo histórico
México	8,7	10,2	10,7	2021	Maximo en 1 año
Brasil	8,7	11,1	14,1	2020	Maximo en 2 años
Colombia	10,8	7,9	16,1	2021	Maximo en 1 año

(*)Inflación de agosto de 2022

FUENTE: FIDE, con datos del FMI, CEPAL y estadísticas nacionales.

guerra. En el caso de América Latina, por el contrario, se espera un crecimiento algo mayor para 2022, del 3% en lugar del 2,5% original, debido a la corrección al alza del crecimiento de México, del 2% al 2,4%, y de Brasil, del 0,8% al 1,7%.

Por su parte, las proyecciones de septiembre de la OECD (más recientes que las del FMI) indican un crecimiento mundial aún menor. Este organismo estima un crecimiento global de solo el 3% en 2022. En el detalle por países, se espera un crecimiento de solo el 1,5% para EE.UU., del 3,2% para China, el 1,2% para Alemania, un 2,6% en Francia y el 3,4% para el Reino Unido. Este comportamiento será parcialmente compensado con el crecimiento de 6,9% en la India y del 4% en Turquía.

El informe destaca la política monetaria restrictiva en EE.UU. y, especialmente, el impacto de las cuarentenas en China durante 2022. Los *lockdown* chinos de mayo de 2022 hicieron que la actividad económica para el segundo trimestre se vea fuertemente resentida y caiga un 2,6% respecto al trimestre anterior. Esta contracción resulta ser un número inédito para la economía china, exceptuando el impacto de la pandemia en 2020, y superando la crisis de 2009. Como resultado de este proceso, el último informe de la OCDE indica que en 2022 la actividad económica china crecerá al menor ritmo en 30 años.

Un punto interesante de esta dinámica también pasa por la relación comercial entre EE.UU. y China.

Desde inicios del siglo se viene observando una sincronización del crecimiento de los EE.UU. con el superávit comercial chino. Con el objetivo de aprovechar los regímenes especiales de bajos salarios, nulo conflicto social y planificación centralizada de la infraestructura y las cadenas de valor, los países desarrollados deslocalizaron gran parte de su producción de bienes finales industriales en el gigante asiático. Por ello, el modelo exportador chino no es más que la contracara del modelo importador de EE.UU. Ello fue indicado como “*desbalances globales*” y sus consecuencias sobre el funcionamiento del comercio y las finanzas internacionales han sido muy estudiadas a lo largo de las últimas décadas.

Dada la experiencia de 2009, donde la desaceleración económica de EE.UU. reequilibró parcialmente el déficit bilateral entre ambos países, se esperaba que este año sucediera algo parecido. Sin embargo, esto no viene registrándose. Durante los primeros seis meses de 2022 el déficit no solo no se redujo, sino que se aceleró. Según las

estadísticas de la FED, el déficit bilateral norteamericano acumulado para los primeros 6 meses de 2021 creció de 400 mil millones de dólares a 534 mil millones. En paralelo, el superávit comercial chino creció de 309 mil millones de dólares a los 460 mil millones de dólares para el mismo período. En este lapso se registraron los mayores superávits comerciales de la historia.

Según el análisis de Michael Pettis, compartido por Adam Tooze y otros, este crecimiento en el saldo comercial no es un síntoma de la fortaleza exportadora china, sino que se trata de una señal de las dificultades del país asiático por rebalancear su economía doméstica: el relativo estancamiento del consumo interno también explica el elevado crecimiento de los saldos exportables en relación a sus importaciones.

Esto no es necesariamente malo. El excedente comercial y el de ahorro interno pueden dirigirse a impulsar nuevos sectores tecnológicos, infraestructura y mejorar la capacidad de producción manufacturera.

Sin embargo, desde hace unos 10 o 15 años el excedente se viene dirigiendo de manera creciente al desarrollo inmobiliario y de infraestructura de ciudades a un ritmo mayor que el que la demanda puede absorber. Según los autores, ello podría traer consigo la posibilidad de descalces, en la medida en que el sector privado interviene en el reciclaje de esta liquidez y aumenta el endeudamiento.

Hay una pregunta que viene acaparando la atención de muchos analistas, y es la posibilidad de que se registre una recesión global en 2022-2023. Un interesante informe del Banco Mundial titulado “*¿Es la recesión global inminente?*”, escrito por Justin Guénette, M. Ayhan Kose y Naotaka Sugawara, disponible online, trata en detalle esta pregunta.

Lo primero que hay que tener en cuenta es que, a nivel mundial, el criterio para definir recesión es distinto al de una economía nacional. A nivel nacional la recesión se define técnicamente como dos trimestres consecutivos de caída en la actividad económica desestacionalizada.

A nivel mundial, dado el peso del crecimiento poblacional en India, el impulso de algunas economías exportadoras de RR.NN. y otros eventos extraordinarios, resulta muy poco probable que se registre crecimiento negativo. Por ello, el criterio suele ser más restrictivo y toma en consideración una desaceleración brusca en el crecimiento o una caída del PIB per capita.

En este sentido, partiendo de una definición de recesión

global más amplia, el mencionado trabajo del Banco Mundial estudia la experiencia de recesiones globales pasadas e indica, en base a evidencia “anticipatoria”, que para 2022-2023 existen al menos dos elementos que se han manifestado en las recesiones pasadas y que actualmente estarían desarrollándose.

En primer lugar, todas las recesiones desde 1970 fueron precedidas por una fuerte desaceleración del crecimiento en el año anterior. En segundo lugar, las recesiones globales se correspondieron con fuertes desaceleraciones o directamente caídas en las mayores economías del mundo. Ambas características se observan en 2022.

Según los autores, entre 1970 y 2021 la economía mundial experimentó 5 recesiones: 1975, 1982, 1991, 2009 y 2020. Durante estos años, el PIB per cápita, ponderado por PPP (siglas de *Purchasing Power Parity*, Paridad de Poder Adquisitivo, que compara el nivel de vida entre distintos países midiendo la cantidad necesaria en moneda de un país de referencia para adquirir una canasta de bienes y servicios), disminuyó en un promedio de entre 1,9 y 3,9 puntos porcentuales por debajo del umbral del 2,0% de crecimiento de PIB per cápita medido en PPP.

Este parámetro crítico resulta de considerar la tasa de crecimiento promedio entre 1970 y 2021 durante períodos

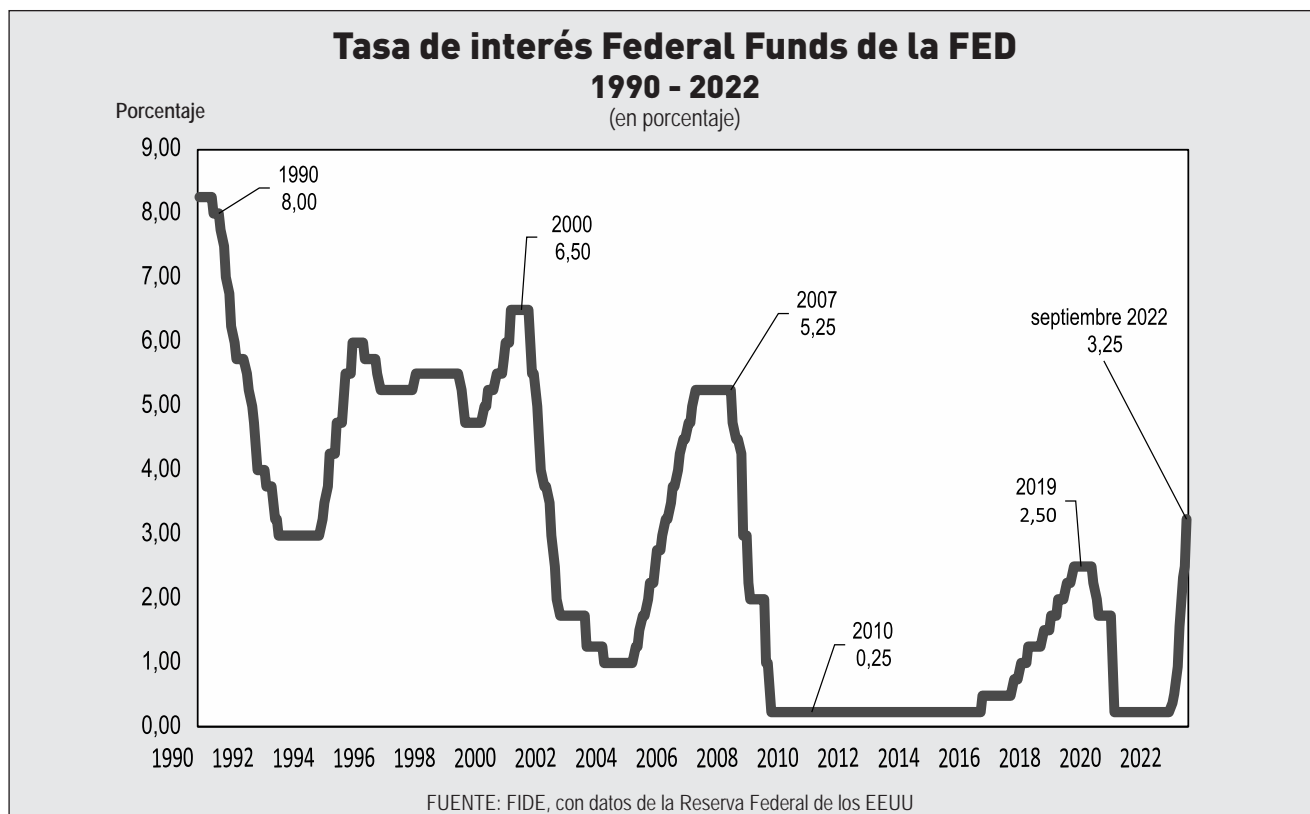
de expansión. Si la economía crece menos que ello, este período debería ser tratado como recesión global.

Para los años que vienen, bajo esta definición más amplia sobre recesión global y teniendo en cuenta las últimas proyecciones de crecimiento de la población, la economía mundial registrará una recesión bajo el escenario –bastante probable para los autores– de que el crecimiento del PIB per cápita pase del 2% en 2022 al 0,9% en 2023. Es decir, se desacelere en 1 punto porcentual. Y si bien en las últimas recesiones mundiales de 2009 y 2020 se observaron caídas efectivas del PIB per cápita, éste no ha sido siempre el caso. Desde 1970, en varias oportunidades la economía global registró crecimiento del PIB, aunque se correspondió con una recesión.

Igualmente, de modo independiente de lo que suceda con el número final del PIB, la recesión vendría acompañada de deterioro en la producción industrial, comercio, flujos de capitales, empleo y consumo de energía, elementos que están altamente sincronizados a nivel mundial y de los que es difícil escapar.

Con los ojos puestos en Brasil

El primer fin de semana de octubre será un momento clave para la historia contemporánea de Brasil y América





Mi Pago

¡Tu recaudación desde una plataforma digital!

Mi Pago

www.mipago.coop

Empresas y entidades organizan su recaudación de forma ágil, centralizada y segura.

Ideal para recibir y administrar cobros de suscripciones, matrículas, aranceles, expensas y servicios.

Cobrá desde donde estés.



Personalizá tu plataforma con tu logo.



Ofrecé distintas opciones de pago.



Integralo a tu sitio web y redes sociales.



Operá desde cualquier dispositivo móvil.



Mesa de Ayuda y tutoriales para cada paso.

Conocé más en www.bancocredicoop.coop o adherite desde la plataforma.

Aplicable a la Cartera Comercial. Válido únicamente para asociados del Banco Credicoop. Sujeto a términos y condiciones del servicio Mi Pago disponibles en www.mipago.coop. Mi Pago® es propiedad de Banco Credicoop. Más información a través de www.bancocredicoop.coop. Banco Credicoop CL. Reconquista 484 CABA. CUIT: 30-57142135-2



BANCO
CREDICOOP
COOPERATIVO LIMITADO

La Banca Solidaria

Latina. Se llevarán adelante los comicios electorales para elegir nuevo presidente para el período 2023 a 2027. Claramente hay dos modelos políticos y económicos en disputa. Uno de raíz conservadora, privatizador y anti Mercosur como es el del oficialismo encabezado por el actual presidente Jair Bolsonaro; el otro, interventor, regional y distributivo, liderado por el candidato opositor y ex presidente Lula Da Silva.

La economía de Brasil se encuentra atravesando una coyuntura especial. Tras el impacto de la pandemia y la guerra en Ucrania, nuestro principal socio comercial se encuentra atravesando un proceso de leve recuperación económica.

A diferencia de la Argentina y otros países de la región, en la pos pandemia el crecimiento del Brasil fue más bien modesto (recuperó algo más de lo que había caído). Luego, tras el estallido de la guerra y la aceleración inflacionaria mundial, adoptó una política monetaria muy contractiva con el objetivo de evitar que la dinámica de precios exceda los parámetros establecidos por los límites de metas de inflación fijados por el Banco Central de Brasil (BCB), cosa que de todos modos sucedió. Para 2022 la inflación anual no debía superar el 5%, y registró, durante abril, aumentos superiores al 12%.

Ello estableció un sesgo muy contractivo en la política monetaria, que deprimió el crecimiento para bajar la inflación. Y aun con el sostenimiento de los programas de refuerzo de ingresos implementados durante la pandemia, la economía atravesó todo el primer semestre con un relativo estancamiento. Recién para junio, cuando la inflación ingresó en un sendero desaceleracionista, el BCB relajó su política monetaria, el Gobierno salió a gastar y la economía comenzó a acelerar su actividad.

Esta recuperación reciente no es despreciable. El propio FMI revisó al alza el pronóstico para el Brasil, indicando un crecimiento del PIB para 2022 del 1,7%, versus el 0,5% de comienzo de año. Asimismo, coincide con una desaceleración de la inflación. El pico inflacionario de abril del 12% anual bajó al 8,7% en junio.

Hay que tener en cuenta que, a diferencia de la economía argentina, la del Brasil no tiene problemas en el sector externo (tiene 345.000 millones de dólares de reservas en el Banco Central, equivalentes a 12 meses de importaciones) y casi no tiene límites para colocar deuda en los mercados internacionales. Las causas del relativo estancamiento brasileño se deben al sesgo fiscalista que ha adoptado la política económica de los distintos gobiernos durante los últimos años.

El proceso de ajuste fiscal comenzó con el gobierno de Dilma en 2016, en el contexto de las causas del Lavajato, se acentuó con Temer y tras la llegada de Bolsonaro se mantuvo y profundizó. El enfoque económico de este último fue aún más ortodoxo. A lo fiscal se sumó una reforma del sistema de seguridad social, del mercado de trabajo y privatizaciones. Estos cambios terminaron deprimiendo la demanda y estancando el consumo.

El oficialismo ha declarado que su plan de gobierno se enmarcará en seguir con las privatizaciones y profundizar el eje de ajuste fiscal. Lula, en cambio, ha manifestado un sesgo distribucionista, anti fiscalista y anti privatizador. Anunció que su nuevo gobierno buscará restituir programas sociales que fueron eliminados, dejará sin efecto los topes de gasto establecidos por ley (sobre todo en infraestructura), buscará revertir las privatizaciones y le dará un mayor rol al banco estatal de desarrollo BNDES, que es una herramienta central para la inversión productiva de la industria brasileña.

Visto desde la perspectiva argentina, lo que suceda en Brasil es clave para la coyuntura y el mediano plazo.

Desde el plano estrictamente coyuntural, Brasil es el principal socio comercial de la Argentina, es el primer destino de nuestras exportaciones (13% del total, 30% de las exportaciones industriales) y segundo proveedor de importaciones (19% del total, 20% del total de bienes intermedios y de capital). Vínculos comerciales tan fuertes hacen que la actividad económica de ambos países, especialmente la industrial, esté muy correlacionada. Brasil creciendo es un gran impulso para nuestra economía.

En términos estructurales, el Mercosur tiene pendiente la resolución del acuerdo de libre comercio Mercosur/Unión Europea. El actual gobierno brasileño era defensor y promotor de ese acuerdo entre bloques y otros "bilaterales" que irían en contra del espíritu de Mercosur como Sistema de Arancel Económico Común. Y si bien Lula ha indicado que el acuerdo Mercosur/Unión Europea resultaría favorable para Brasil, habría mayores espacios para sintonía fina en su implementación, además de condiciones más favorables para la cooperación regional y la promoción de inversiones. Especialmente en energía.

Referencias

Justin Guénette, M. Ayhan Kose y Naotaka Sugawara (2022) "Is a Global Recession Imminent?" Washington, DC: Banco Mundial. Disponible en: <https://www.worldbank.org/en/research/brief/global-recession>

Conferencia anual de la FED en Jackson Hole: la agenda de política económica de los países centrales

A fines de agosto se llevó a cabo una nueva versión del tradicional Simposio Económico de Jackson Hole, organizado por la Reserva Federal de EE.UU. (FED). Esta es una de las conferencias de política monetaria más importantes del mundo: allí son convocados académicos, banqueros centrales, ministros de economía y actores del mercado financiero para discutir temas económicos y políticos que, de alguna manera, marcarán la agenda global en los próximos meses.

El simposio se realiza de manera continua desde hace más de 40 años y, a diferencia de otras reuniones del FMI, del G20 o similares –donde también participan autoridades económicas y algunos especialistas–, ésta tiene un tono más conceptual.

La agenda incluyó intervenciones de figuras destacadas como Jerome Powell, presidente de la FED, autoridades del FMI, BIS y BCE y la discusión de una serie de trabajos académicos. Obviamente, el enfoque de los problemas es abordado desde una visión más bien ortodoxa de la política fiscal y monetaria, desde la perspectiva del occidente desarrollado. Sin embargo, hay un interés real por vincular la teoría a los nuevos desafíos que enfrenta el ejercicio de la política económica.

En ese sentido, observar su selección de temas y trabajos es de ya de por sí muy relevante. Entre los hitos de los últimos años, se destacaron las discusiones sobre desbalances globales; la necesidad de moderar las externalidades del ciclo financiero mundial en los países emergentes con medidas regulatorias frente a lo que luego sería el nuevo enfoque sobre control de capitales; flujos financieros, guardias fiscales y distribución del ingreso; y la necesidad de potenciar herramientas de liquidez mundial frente a los impactos de la pandemia.

El título de esta conferencia fue *“Reevaluando las restricciones en la economía y la política”*. Tal rótulo tiene que ver, sin dudas, con el contexto económico excepcional que atraviesa la economía mundial, dada la

rápida recomposición de los niveles de actividad luego de la pandemia y los efectos adversos en términos logísticos, energéticos e inflacionarios desatados luego del estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania.

La expectativa sobre este evento era de especial importancia. De alguna manera, se esperaba, tras la intervención del presidente de la FED, poder construir una visión más acabada de lo que es el enfoque de la autoridad monetaria estadounidense sobre el tema inflacionario.

Recordemos que la inflación registrada en las grandes potencias occidentales se encuentra en valores récord de los últimos 40 años: para el último dato de agosto pasado, EE.UU. acumuló un 8,3% respecto al mismo mes de 2021, inflación comparada a la registrada a fines de 1981; la Zona Euro alcanzó un nuevo récord histórico del 9,1%; Alemania atraviesa la inflación más alta desde la segunda guerra mundial y Reino Unido alcanzó un 9,9% interanual, récord en más de 40 años.

En la apertura de la conferencia, el presidente de la FED expuso su visión al respecto. Semanas antes, los inversionistas y otros actores financieros permanecían divididos ante el *cómo* la FED iba a subir las tasas de referencia: agresiva en el corto plazo (*“hawkish”*) o moderada con mayor lapso (*“dovish”*). Recordemos que hubo una leve mejora de la inflación en el mes de julio, aunque a la vez la economía norteamericana viene de dos trimestres recesivos: -1,6% para el primero y -0,6% para el segundo.

Las dudas desaparecieron con un discurso inesperadamente corto y directo, en el cual Powell declaraba su compromiso por detener la inercia inflacionaria lo antes posible, a pesar del *“dolor”* que causaría la falta de liquidez sobre el sector real de la economía, especialmente sobre el trabajo, con el objetivo de evitar un dolor aún más alto a futuro. Ello reforzó las perspectivas de que la tasa seguirá subiendo y la política monetaria más restrictiva se extenderá un tiempo.

Luego del discurso de apertura, y yendo más en detalle al contenido de los trabajos, el congreso contó con cuatro exposiciones académicas, dos paneles temáticos y la reflexión del gerente general del BIS.. Cada actividad tuvo un tema particular que merece ser comentado por separado. Veamos de qué trataron las exposiciones.

La primera exposición fue sobre la cuestión del “Pleno Empleo” en el trabajo titulado “¿Empleo máximo u horas máximas?”, que parte de la premisa de que las estadísticas para medir el empleo son incompletas, ya que se enfocan mucho en la cantidad de personas, en lugar de sumar las horas trabajadas.

Allí se detalla que, para la mayoría de los países analizados, la reducción de la tasa de desempleo está ligada a la reducción de las horas trabajadas. Por lo tanto, usar las mediciones tradicionales de empleo sobreestima las proyecciones sobre producto, mientras usar la cantidad de horas entrega predicciones más robustas: la reducción de una hora por trabajador afecta el producto negativamente en 32 puntos base.

En la siguiente reunión se expuso el *paper* escrito por funcionarios del Banco de la Reserva Federal de San Francisco, “El impacto del COVID sobre la productividad y el producto potencial”, en el cual se demuestra que, si bien el crecimiento de EE.UU. retomó su sendero modesto, la productividad del trabajo volvió a deprimirse muy fuerte

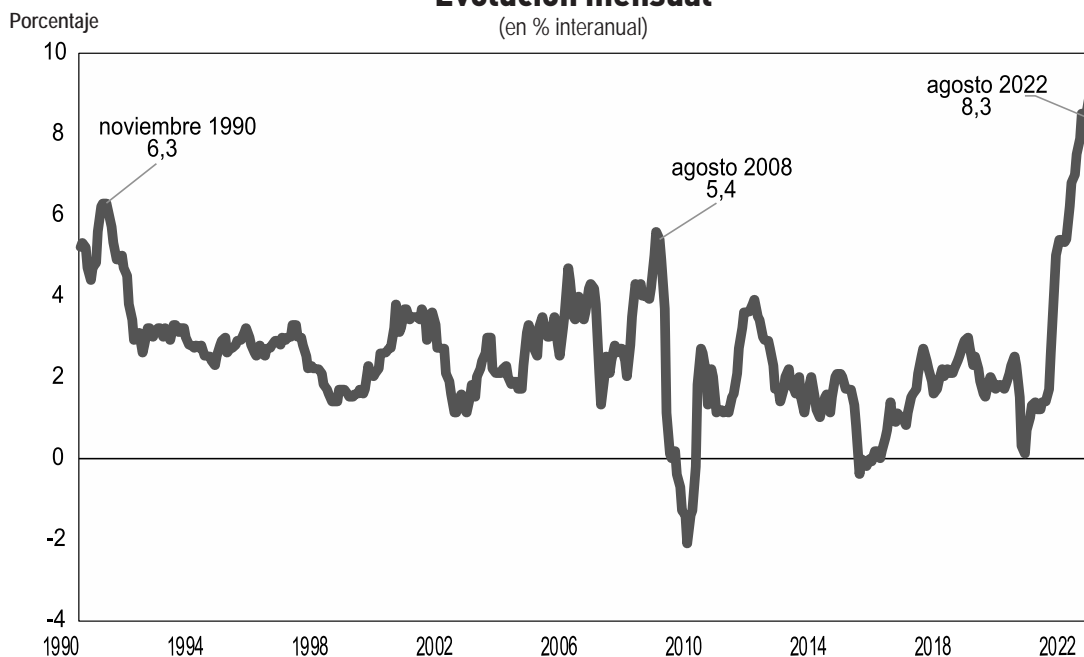
luego de la recuperación. Sin embargo, al desagregar sectores económicos aparecen ganadores y perdedores: aquellos sectores donde se pudo aplicar el trabajo desde el hogar lograron aumentar su productividad; no obstante, en las actividades de bienes o de contacto más cercano al cliente la productividad disminuyó.

La tercera actividad del simposio fue un panel de tres investigadores titulado “¿El fin de las tendencias pre-pandémicas o sólo una interrupción temporal?”. Allí se discutieron los elementos económicos que perduraron o no en EE.UU. con la llegada del COVID-19.

Entre ellos, se destacó el trabajo de la jefa de Research del FMI, que presentó un estudio sobre la naturaleza de la inflación en la economía actual. La visión propuesta es, llamativamente, contraria al enfoque monetarista que usualmente solía tener este organismo. Allí se enfatiza el fenómeno multicausal de la inflación y el rol especial de los costos en el impulso de los últimos meses. Luego de ello, problematizó la vigencia que tenía la forma de la curva de Phillips previo a la pandemia y advirtió sobre las limitaciones de la política monetaria para anclar expectativas, tal como lo propone el modelo convencional, en un contexto de shocks de oferta persistentes.

El primer día terminó con el discurso del gerente general del BIS. Este destacó la importancia de volver a balancear los enfoques de demanda y oferta agregada, pues en los

Indice de precios al consumidor en EE.UU. Evolución mensual



FUENTE: FIDE, con datos del FMI y fuentes privadas



ADIMRA

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

IMPULSANDO LA INDUSTRIA NACIONAL

Más de 60 cámaras sectoriales y regionales
24.000 empresas de todo el país
250.000 puestos de trabajo directos

Comprometidos con el federalismo, la producción nacional y la integración entre gremios y empresarios. Promovemos la actualización tecnológica y la capacitación del personal de las industrias representadas.

www.adimra.org.ar



últimos años las políticas económicas se concentraron en la dinámica de la demanda para tratar los temas de estabilización macroeconómica.

Durante el segundo día de la conferencia, el tema se centró en temas de política fiscal y monetaria. La quinta actividad fue la exposición del trabajo *“Inflación como un límite fiscal”* donde el autor compartió la visión de que la política monetaria deflacionaria pierde su efectividad si las autoridades no logran recuperar el balance fiscal y niveles de deuda sostenibles. Por lo tanto, existiría un límite entre la política fiscal laxa y el objetivo de la autoridad monetaria por mantener los precios estables.

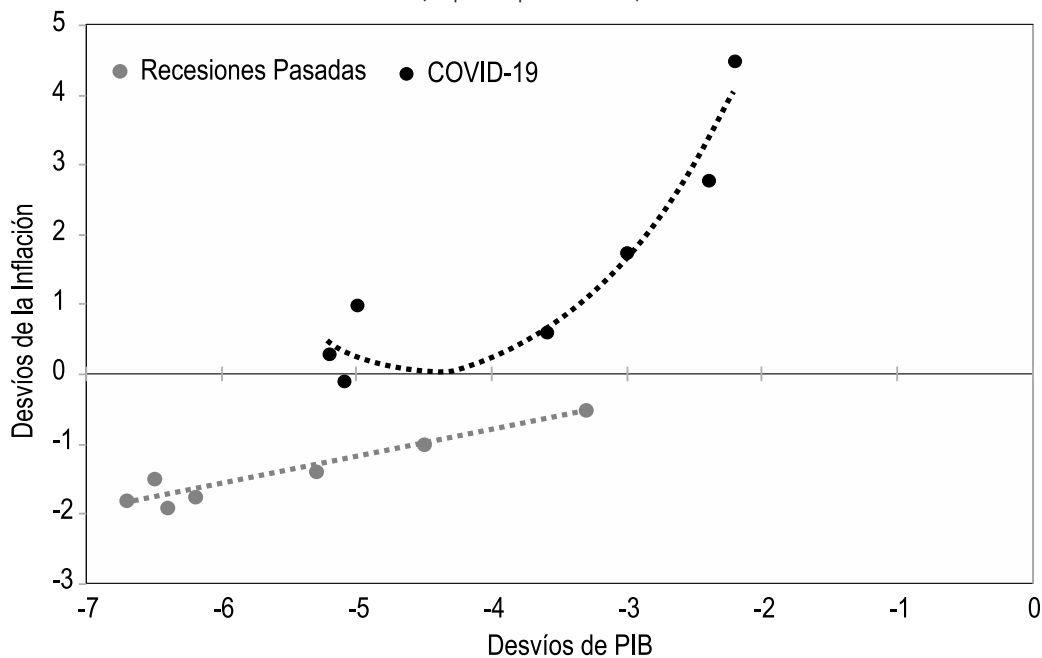
Luego se presentó el artículo *“Por qué reducir los balances del Banco Central es una tarea ardua”*. En él se argumenta que, en los momentos de relajamiento monetario, las instituciones bancarias en EE.UU. aumentan sus depósitos comerciales y los créditos a corporaciones especialmente los de menor maduración. Sin embargo, cuando la FED se vuelve contractiva los mismos bancos no responden inversamente. El autor señala que puede existir riesgo de inestabilidad financiera ante un shock de liquidez e insiste en tener más control sobre el tamaño de los balances del banco central.

La séptima y última actividad fue *“Perspectivas de la*

política de la pospandemia”, un panel con autoridades de importantes bancos centrales a nivel mundial, donde participaron el Banco de Francia, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Corea y el Banco Central Europeo. Durante el panel se reflexionó sobre el rol de los bancos centrales cuando la incertidumbre se vuelve problemática y tiende a alejarse de las bases científicas convencionales. Allí se mencionó la importancia de tener un mensaje inequívoco desde los bancos centrales sobre el rango objetivo de la inflación en un contexto de transición energética, alta deuda soberana y una potencial “desglobalización” que presionan los precios al alza.

A modo de balance, creemos que el congreso de este año mostró tres ideas fuerza. La primera, que la inflación no es un fenómeno monetario, sino que está impulsada por un conjunto de factores relacionados con los cuellos de botella del comercio exterior, los costos de la energía y el estímulo de demanda agregada. La segunda fue que la pospandemia inauguró cambios importantes en el mercado de trabajo, cuyo despliegue aún no se ha evidenciado completamente. Y, por último, aumenta el entusiasmo por estudiar más en detalle la relación entre política monetaria y fiscal en un contexto de inflación alta y persistente, lo cual permitiría el intercambio virtuoso entre hacedores de política y economistas académicos.

Curva de Phillips no se ajusta al contexto postCOVID
Inflación núcleo y PIB (desviaciones de la tendencia). Tasa anual
 (en puntos porcentuales)



FUENTE: disertación de Gita Gopinath (FMI) en el Simposio de Jackson Hole, 2022.

Actividad económica nacional y provincial Seguimiento de indicadores relevantes

Sector	Unidad	2019	2020	2021	2022			
					I trim.	II trim.	Julio	Agosto
TOTAL NACIONAL								
EMAE	Var i.a %	-2,0	-9,9	10,4	6,0	6,5	-	s/i
Actividad Industrial	Var i.a %	-6,3	-7,5	15,8	3,8	8,0	5,1	s/i
Construcción	Var i.a %	-7,9	-19,5	30,9	1,2	11,8	5,2	s/i
Comercio interno	Var i.a % ventas	-11,6	-22,9	11,6	17,7	1,3	-3,5	-2,1
CAPITAL FEDERAL								
Autos	Miles de patentamientos	81,7	71,8	71,6	19,7	19,5	8,0	7,7
	Var i.a %	-24,2	-12,2	-0,2	-5,1	12,2	29,6	32,7
Motos	Miles de patentamientos	17,4	16,6	18,9	4,4	5,2	1,6	1,8
	Var i.a %	-86,4	5,0	13,9	1,9	21,4	-2,8	-4,0
Viviendas	Miles de escrituras	33,4	18,8	28,8	5,3	8,4	3,1	-
	Var i.a %	-40,2	-43,8	53,7	-5,1	26,7	27,7	-
BUENOS AIRES								
Metalmecánica	Var i.a %	-6,7	-16,5	18,8	3,3	9,3	5,7	-
Autos	Miles de patentamientos	134,0	117,7	107,0	30,3	28,3	10,9	10,4
	Var i.a %	-44,8	-12,2	-9,1	-9,6	7,2	19,6	18,8
Motos	Miles de patentamientos	88,3	74,2	114,5	34,5	36,7	11,2	11,0
	Var i.a %	-40,8	-48,0	55,5	31,2	53,5	12,4	1,6
Trigo	Mill. ha. sembradas	2,3	2,5	2,8	...	2,6	...	...
	var i.a %	17,8	6,0	10,6	...	-5,3	...	...
	Mill de tn. producción	9,0	7,8	10,5	...	9,7	...	...
Molienda de trigo	Var i.a %	18,5	-13,4	4,2	...	-7,6	...	...
	Miles de tn.	3.028,6	3.099,6	3.057,4	707,0	776,9	273,7	-
Soja	Var i.a %	13,1	2,3	-1,4	-2,0	-4,0	-5,3	-
	Mill. ha. sembradas	5,5	5,2	5,3	...	4,9(1)	...	...
Aceite de soja	var i.a %	-0,1	-6,8	2,3	...	-6,9(1)	...	...
	Mill de tn. producción	17,7	15,2	13,5	...	13,3(1)	...	...
	var i.a %	49,2	-14,2	-10,8	...	-2,1(1)	...	...
Aceite de girasol	Miles de toneladas	288,6	266,0	188,0	25,0	30,7	13,6	-
	Var i.a %	-3,5	-7,8	-29,3	-9,2	1,2	-1,1	-
Carne vacuna (2)	Miles de toneladas	741,5	582,9	770,3	112,0	306,7	100,4	-
	Var i.a %	18,5	-21,4	32,1	-19,7	5,8	2,7	-
Viviendas	Miles de cabezas faenadas	4.855,5	4.902,9	4.545,5	1.100,3	1173,3	387,2	429,5
	Var i.a %	3,5	1,0	-7,3	-1,2	5,8	3,0	7,7
Demanda de energía total regional	Miles de escrituras	83,6	55,9	88,2	14,5	23,0	8,4	-
	Var i.a %	-30,1	-33,1	57,6	-8,1	1,8	8,5	-
Demanda de energía total regional	Prom. en miles de MHW	5,5	5,5	5,8	5,6	6,3	7,0	6,3
	Var i.a %	-7,9	-0,7	4,9	0,8	7,3	1,4	-0,4

(1) Estimaciones en base a la Bolsa de Comercio de Comercio de Rosario (BCR), para la campaña 2021/22. (2) Estadísticas nac., % de variación provincial.

(-) Próxima a publicar. (...) Información anual

FUENTE: FIDE con datos de fuentes oficiales y privadas.

FIDE

La reproducción total o parcial del contenido de esta revista está permitida únicamente indicando a FIDE como fuente.

Las notas de opinión reflejan la posición de sus autores, y no necesariamente la de la Fundación. Fotomecánica e Impresión: Altuna Impresores - Doblas 1968. CABA



EL BANCO DE TU HOGAR



Decorá, equipá, remodelá y pintá tu casa con ahorros y cuotas sin interés.

Disfrutá los **mejores beneficios** todos los días en **más de 600 comercios**.



CFT: 0.00%