

FIDE

Coyuntura y Desarrollo

Macro 2023: sintonía fina de los dólares. Dólar soja (otra vez). Inflación: ¿un escalón más abajo? Roll over de deuda en pesos: ¿qué esperar? Perspectivas sobre la cosecha. Economistas de países centrales redescubren la inflación inercial. La política del COVID cero en China. Los números de empleo y distribución.



Argentina
Presidencia

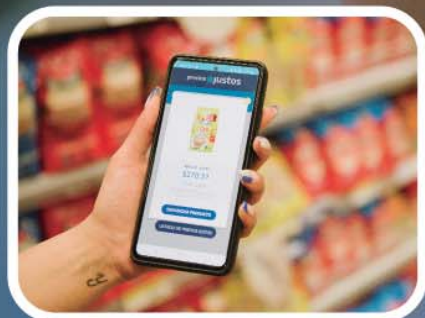
Ministerio
de Economía

*primero
la gente*

precios ↓ justos

Un acuerdo entre todas
y todos para que siempre
paguemos lo que es justo.

Precios que dan previsión y orden.



Bajate la app y encontrá
los precios justos.

conocé más en
argentina.gob.ar/preciosjustos

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

Los riesgos de equivocarse el diagnóstico

Con el telón de fondo de una economía global atravesada por pulsiones recesivas, desaceleración del comercio, presiones inflacionarias y crisis energética, la Argentina cerró un año con serias dificultades, pero sin crisis macroeconómica ni social. En 2022 el PIB habría crecido casi un 6%, con creación de empleo (47% del mismo explicado por puestos de trabajo asalariado, en empresas privadas) y una nueva baja en la desocupación (un punto porcentual menos que el mismo período del año anterior). La inversión lideró la demanda y las exportaciones alcanzaron un valor récord. Aún en un contexto de fuerte aceleración inflacionaria, se verificó una disminución en las brechas de desigualdad.

Reivindicar estos resultados no supone ignorar las tensiones que acarrea la economía argentina, muy condicionada por la restricción externa y por una dinámica inflacionaria con componentes inerciales que dificultan el abordaje ortodoxo. Se trata de uno de los mayores desafíos de la política económica para el año que se inicia, no sólo por su relevancia en el funcionamiento económico general sino, también, por sus implicancias sociales, tanto las materiales como aquéllas de naturaleza subjetiva que impactan sobre el humor social.

La inflación, y sus efectos redistributivos entre capital y trabajo, eclipsa una realidad que muestra signos virtuosos que no nacieron de un repollo, sino de la decisión política de restablecer un régimen económico que volvió a colocar en el centro de las prioridades al trabajo y la producción. La recuperación del rol del Estado en el diseño de políticas públicas que impulsan la inversión en infraestructura, el desarrollo industrial y tecnológico estuvo acompañada por transferencias de ingresos hacia los sectores más vulnerados, con características diferentes en la etapa de la pandemia y la postpandemia, intentando contrarrestar los efectos negativos de circunstancias nacionales y globales atípicamente negativas.

Las decisiones tomadas en el plano económico han ido sembrando condiciones que contribuirán a remover, en un plazo no tan lejano, los problemas estructurales de la restricción externa y con ello a ampliar, a su turno, los espacios para garantizar la estabilidad monetaria, cambiaria y financiera. Esta última es una condición de borde para avanzar en un proceso de desarrollo inclusivo. Separar la paja del trigo poniendo en valor los avances alcanzados en estos años e identificando las enormes deudas pendientes en términos sociales, territoriales y productivos constituye, a nuestro juicio, una prioridad política del frente nacional y popular.

El desafío es muy grande. La debilidad es notoria y se expresa no sólo en la fragmentación interna, sino también en la ausencia de proyectos de futuro en condiciones de interpelar a una sociedad atravesada por la incertidumbre y falta de horizontes. La contracara de esa situación es el preocupante debilitamiento que se advierte en el nivel de legitimidad de la política y del sistema democrático como garantes de mejores condiciones de vida para la población.

En este escenario, el riesgo de una vuelta al neoliberalismo no debería subestimarse. La construcción de las alianzas políticas, sociales y sectoriales en condiciones de confrontar con ese modelo requiere de manera imperativa de la definición de consensos básicos y creatividad política que permitan abordar las múltiples deudas pendientes.

Datos básicos de la economía argentina

	2022				
	II trim.	III trim.	Octubre	Noviembre	Diciembre
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	7,1	5,9	4,5(*)	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	-4,8	-0,8	-0,3(*)	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	7,8	6,4	3,8(*)	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	19,1	14,0	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	78.305.709	89.453.700	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	123,34	142,64	159,47	169,15	179,98
Exportaciones(millones de dólares)	25.024	22.864	7.962	7.089	s/i
Importaciones(millones de dólares)	23.433	23.263	6.079	5.750	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	1.591	-399	1.883	1.339	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	-827	-3.031	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	362.460	366.044	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	141,9	135,3	s/i	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	42.787	37.625	38.676	38.009	44.598
Base monetaria(en millones de pesos)	3.891.174	4.179.909	4.225.141	4.388.339	4.781.929
M1(en millones de pesos)	5.712.709	6.522.055	6.845.658	6.982.663	7.685.778
M2(en millones de pesos)	8.467.946	9.701.333	10.172.792	10.403.677	11.866.228
M3(en millones de pesos)	15.141.507	17.954.924	19.137.599	19.983.858	21.607.855
Tasa de interés activa(nominal anual %)	40,6	59,0	72,5	73,9	73,3
Tasa de interés pasiva para ahorristas(nominal anual %)	44,5	58,3	68,6	68,4	68,8
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	4.573.866	5.603.678	1.964.056	1.953.860	2.307.476
Resultado primario(en millones de pesos)	-563.241	-131.373	-103.049	-227.838	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	222.084	374.839	82.202	303.439	s/i
Resultado financiero(en millones de pesos)	-785.325	-506.211	-185.251	-531.277	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	16,8	22,0	6,3	4,9	s/i
Precios al por mayor (en tasa de variación)	16,8	22,2	4,8	6,3	s/i
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	15,7	22,5	6,8	6,3	s/i
Tasa de actividad (% de la población total)	47,9	47,6	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	44,6	44,2	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	6,9	7,1	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	11,1	11,0	-	-	-

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

Inscripto 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

Dic. 2022-Enero 2023

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: Coop. Gráfica del Pueblo - Tinogasta 3870, Ciudad de Bs. As.

Sintonía fina del saldo externo

Balance de 2022

La Argentina cerró el año en un contexto de mayor tranquilidad macroeconómica. Los números de diciembre indican que el Gobierno logró cumplir las metas monetaria y de reservas estipuladas en el acuerdo con el FMI y se proyecta que alcance el objetivo fiscal.

Se espera que 2022 cierre con un crecimiento cercano al 6% del PIB, 3 puntos más que lo previsto por el consenso del mercado a comienzos del año. Tal situación resulta ser una plataforma favorable para 2023, estableciendo un efecto arrastre para la actividad que implicaría un crecimiento de, al menos, el 2% anual. De cumplirse esto, se trataría de un período de crecimiento durante 3 años consecutivos, situación que no se observaba desde 2005.

En el balance 2022 hay una clara división entre primer y segundo semestre. Durante la primera mitad, la guerra entre Rusia y Ucrania encareció significativamente la cuenta externa de importación de energía y se observaron dificultades para acumular dólares.

Luego, en junio, se produjeron cambios importantes. En primer lugar, el BCRA implementó un sistema más estricto de repriorización para el uso de divisas, modificando sustancialmente el acceso automático a las mismas para productos no esenciales y empresas cuyas

importaciones estaban creciendo muy rápidamente. El monitoreo continuó siendo muy activo durante todo el segundo semestre. En octubre este sistema se compatibilizó con las autorizaciones de la Secretaría de Comercio.

En segundo lugar, hubo cambios políticos. Tras la intempestiva salida del entonces ministro Martín Guzmán, la llegada de Silvina Batakis primero y de Sergio Massa después, se dio un respiro a los desacuerdos al interior de la coalición gobernante sobre la hoja de ruta marcada por el acuerdo con el FMI y se centralizó la conducción económica. A partir de allí, medidas como el “dólar soja” permitieron acumular reservas y mejorar el frente fiscal.

En tercer lugar, también hubo condiciones económicas que se modificaron desde inicio de año hasta ahora. La estacionalidad de la demanda de combustible mermó, la paulatina desaceleración de la actividad económica y cierto sobrestockeo de insumos llevaron a disminuir las cantidades importadas sin afectar bruscamente la dinámica de crecimiento y se logró acumular reservas.

Según la información del ICA INDEC, mientras que en junio pasado las cantidades importadas (incluyendo combustibles) crecían un 15% respecto al mismo mes del año anterior, para noviembre lo hicieron a una tasa del 0,8%, también en la comparación anual. Y si bien esta desaceleración se explica mayoritariamente por el rubro de combustibles y lubricantes (de +38% i.a a -29,1% entre junio y noviembre de 2022), también hay caídas en las cantidades importadas de bienes de consumo y bienes de capital (de +10% i.a. a -8,6% i.a. para bienes de consumo y de 25% i.a. a 12,1% para bienes de capital entre junio y noviembre de 2022). Asimismo, entre junio

y noviembre la actividad económica pasó, de crecer el 7,2% i.a., al 4,5% i.a.

A diferencia de una devaluación, donde las importaciones caen como producto de la contracción de la actividad económica que resulta de la aceleración inflacionaria y el deterioro de los ingresos, cuando se implementa una administración de cantidades del comercio tienden a disminuir los coeficientes de importación primero y luego la actividad económica. Es una desaceleración de la actividad administrada desde la oferta, dadas las dificultades en el abastecimiento de insumos y bienes finales.

A diferencia de una devaluación, donde las importaciones caen como producto de la contracción de la actividad económica que resulta de la aceleración inflacionaria y el deterioro de los ingresos, cuando se implementa una administración de cantidades del comercio tienden a disminuir los coeficientes de importación primero y luego la actividad económica. Es una desaceleración de la actividad administrada desde la oferta.

En cuanto los dólares de exportaciones, como decíamos, la oferta de divisas se vio dinamizada por las dos ediciones, en septiembre y en diciembre últimos, del tipo de cambio diferencial para liquidación de porotos de

soja (ver grisado en la página siguiente).

Durante diciembre, en particular, con la implementación de la nueva edición del “dólar soja” y la aprobación para el uso del swap chino, el Gobierno cumplió con el objetivo macroeconómico de cerrar el año con una oferta de dólares suficiente para desarmar las presiones devaluatorias.

Se liquidaron cerca de 5 millones de toneladas de soja dentro del régimen especial, compuestas en una abrumadora mayoría por subproductos y derivados, y solo marginalmente por granos. El valor total de las exportaciones declaradas durante diciembre bajo el régimen especial fue de 3.400 millones de dólares. En el balance, se logró acumular 2.000 millones dólares de reservas.

Durante noviembre el Gobierno anunció la ampliación de la utilización del swap chino por 5.000 millones de dólares de los saldos depositados en el BCRA. El acuerdo fue efectivizado durante enero de 2023, habilitándose estos saldos en comercio bilateral o venta de yuanes para intervención en el mercado cambiario.

El crecimiento atado a los dólares de la cosecha gruesa

De cara al año que comienza, el frente externo continúa siendo el principal punto de atención. En especial, el saldo de dólares de la cosecha agropecuaria 2022/23.

La economía argentina en perspectiva

(indicadores seleccionados)

	2001	2011	2015	2017	2018	2022
Inflación (var. i.a.)	-1,6	25,9	28,0	24,8	47,6	94,8 (diciembre)
Salario real (var.i.a)	0,6(**)	1,9	2,8	3,4	-6,3	-0,3 (10 meses)
Desempleo (% PEA)	17,4	7,2	6,5	8,4	9,2	7,0 (9 meses)
Actividad económica (EMAE) (var.i.a)	-4,4	6,0	2,7	2,8	-2,6	6,1 (10 meses)
Capacida instalada (%)	55,7(*)	78,8	68,9	65,3	63,0	66,8 (11 meses)
Stock deuda total (en moneda extranjera)/PIB (%)	75,0	39,4	52,6	55,2	90,8	74,5 (III trimestre)
Stock de prést. en dólares/prest. totales (sector privado, %)	72,0	14,0	4,2	17,2	27,6	8,2 (diciembre)
Balance comercial/PIB (%)	2,2	1,7	-0,5	-1,3	-0,7	0,9 (11 meses)

(*) Dato de 2002.

(**) Dato del Ministerio de Trabajo.

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC, Ministerio de Economía y BCRA.

La presencia de heladas tempranas y la falta de lluvias afectaron a la cosecha de trigo de fin de 2022 y continúan impactando sobre la actual superficie sembrada de maíz y soja. Y aún con el sostenimiento de los términos de intercambio, esto implicará una caída de las exportaciones.

Creemos que la menor disponibilidad de divisas compite con la performance de la actividad, por sobre otras fuentes de inestabilidad macroeconómica como la inflación o el financiamiento del sector público.

Descartamos la necesidad de una salida ortodoxa

Dólar soja 2:

El riesgo de que “la excepción se vuelva regla”

Durante algunos días de noviembre y todo el mes de diciembre estuvo vigente la segunda edición del “dólar soja”. Al igual que la vez anterior, la medida implicó un régimen especial de compra de divisas de exportaciones provenientes de soja y derivados a un tipo de cambio más alto, equivalente a 230 dólares, aumentando transitoriamente el valor por tonelada vendida (precio FAS del grano).

A través de esta política el Gobierno logró romper con cierto estancamiento en la situación de especulación del sector agropecuario –tendiente a no vender la porción remanente de la cosecha de soja– y acumular reservas.

En la primera edición del “dólar soja” se observó un cambio sustancial en el stock de reservas. Durante septiembre el Gobierno logró acumular casi 5.000 millones de dólares en reservas, producto de la venta de soja acopiada. En la segunda edición del “dólar soja” la performance fue menor, aunque estuvo en línea con las expectativas oficiales.

Según información oficial, el valor total de las exportaciones declaradas durante el “dólar soja 2” fue de 3.400 millones de dólares. Se trató de cerca de 5 millones de toneladas de granos y subproductos dentro del régimen especial, compuestas en un 37% por aceite de soja, en un 62% por harina de soja y solo en un 1% por granos.

Es decir, a diferencia de la primera edición del “dólar soja”, los volúmenes más relevantes de ingresos

de productos correspondieron a harinas y aceites de soja y no a granos.

Hacia adelante aparece una serie de inconvenientes en la estrategia de desdoblamiento que acompañará la gestión del sector externo en el año que se inicia.

En primer lugar, se trata de una medida regresiva desde el punto de vista distributivo y que premia la especulación. El sector agropecuario no estaba teniendo problemas de rentabilidad y/o dificultades financieras. Por el contrario, especuló con una devaluación y retuvo el excedente de la cosecha hasta tanto le resultó conveniente.

En segundo lugar, cuando una medida extraordinaria se reitera, su efectividad se diluye. En menos de cuatro meses el Gobierno debió implementar dos ediciones del tipo de cambio diferencial para la soja. Luego de ello, es difícil pensar que no existe la expectativa en el sector agroexportador de que se reedite una política similar en algún momento del año. Esto tendería a postergar el plazo normal de ventas, vaciar la plaza de dólares y forzar un nuevo desdoblamiento.

En tercer lugar, y visto desde el punto de vista de la estructura económica y la política de desarrollo, el dólar soja tiene un incentivo opuesto a la industrialización. Como señalábamos recién, el dólar caro favorece al sector agropecuario, que por sus características naturales tiene elevada competitividad y no a quien necesita protección.

mediante un salto brusco en el tipo de cambio, ya que no solucionaría el problema de fondo y afectaría gravemente el crecimiento, la distribución y el incipiente sendero de desinflación. Valoramos la estrategia de repriorización de reservas para favorecer la industria y el empleo.

Un escenario 2023 con menos dólares exigirá una mayor regulación importadora, y dada la menor oferta de insumos y bienes finales, implicará una menor actividad. Aunque se trata de una estrategia de “segundo mejor”, garantizaría atravesar la escasez de divisas sin que se transforme en un factor de desestabilización sistémica.

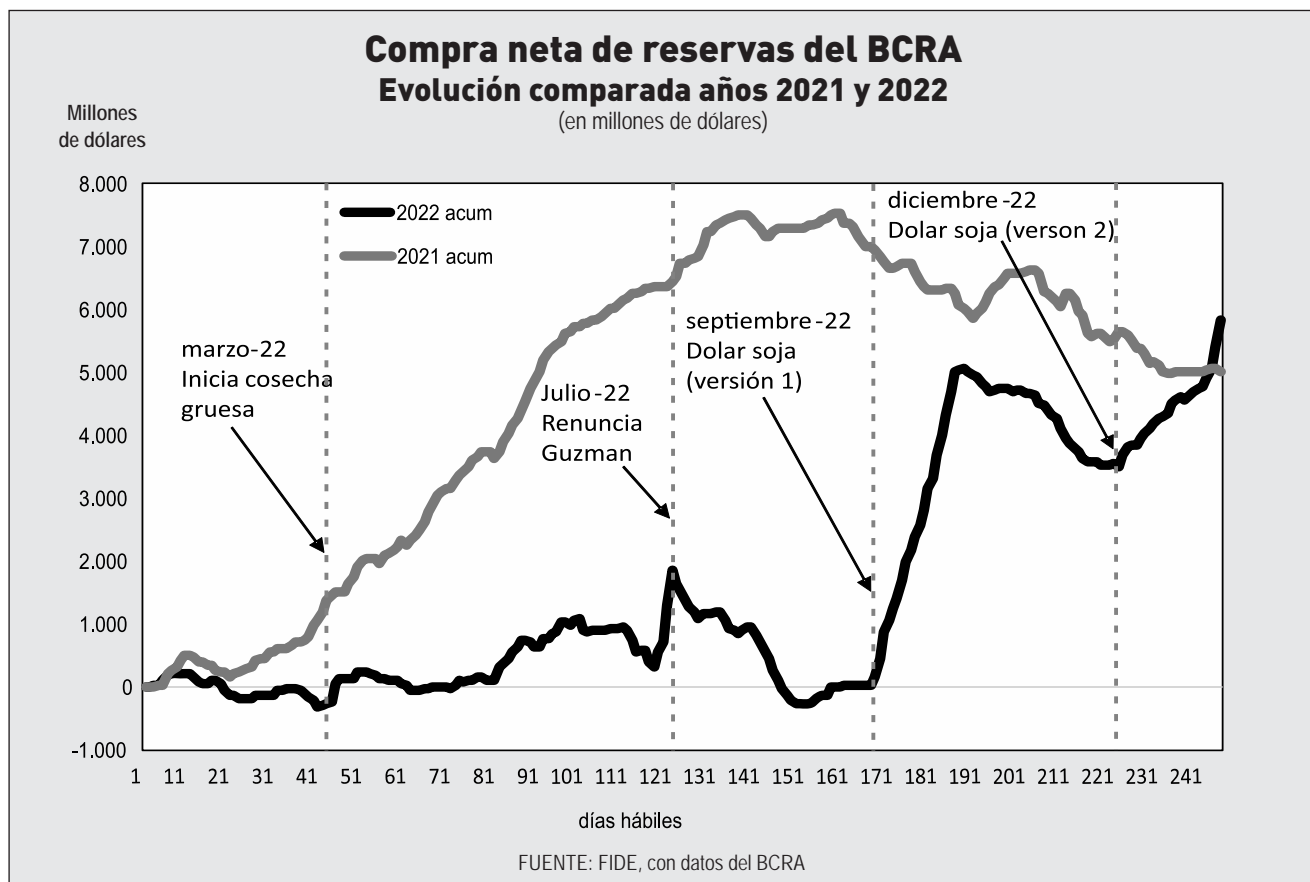
Entendemos que un escenario 2023 con menos dólares exigirá una mayor regulación importadora, y dada la menor oferta de insumos y bienes finales, implicará una menor actividad. Aunque se trata de una estrategia de “segundo mejor”, garantizaría atravesar la escasez de divisas sin que se transforme en un factor de desestabilización sistémica.

El escenario externo indica un punto de inflexión para la cuenta corriente en torno al 3%. Un crecimiento mayor a ese valor arrojaría un saldo deficitario desde la economía real que no podría ser compensado desde fuentes financieras.

En este sentido, el resultado de la cosecha 2022/2023 será un punto central del año que comienza. En cuanto al trigo, según los últimos datos de la Bolsa de Cereales de Rosario se estima que la actual campaña arrojará una producción de 12,9 millones de toneladas y un saldo exportable de 6,5 millones de toneladas. La misma perspectiva es compartida por la Bolsa de Cereales de Buenos Aires. La producción total caería en un 45% y el saldo exportable en un 60% respecto a 2022, equivalente a unos 4.000 millones de dólares menos.

En el caso del maíz y de la soja, el ciclo productivo aún se encuentra culminando la etapa de siembra. Y de las lluvias de los meses venideros dependerá el volumen total de la cosecha.

Según la información recopilada por la Bolsa de Cereales de Buenos Aires para la primer quincena de enero 2023, se estima una superficie sembrada de 16,2 millones de



hectáreas para soja y de 7,1 millones de hectáreas para maíz. En términos de divisas, se proyecta una reducción del 15% en las exportaciones de maíz y de un 10% en las exportaciones de soja y derivados, equivalentes a unos 4.000 millones de dólares en comparación a la campaña anterior, para ambos cultivos sumados.

Dado el panorama descripto, observamos un menor saldo comercial para 2023 que el previsto unos meses atrás. Entendemos que el impacto de la baja de exportaciones agrícolas no podrá ser compensado totalmente con exportaciones industriales, de energía o menores importaciones.

En este sentido, advertimos sobre las dificultades de cumplir los objetivos de acumulación de reservas indicados en el acuerdo con el FMI para 2023. Y si bien entendemos que la economía real proveerá dólares suficientes para financiar importaciones, no está garantizado que el saldo externo será suficiente para cumplir las metas cuantitativas vigentes (ver sección sobre FMI).

El principal *trade-off* que enfrenta la economía en relación a la falta de dólares es una menor performance para la actividad. Concebimos a la regulación cambiaria como un reaseguro central para transitar el año electoral. Prevemos al mismo tiempo la existencia de incertidumbre política, que podría manifestarse en la brecha cambiaria y la presión sobre la tasa de interés para refinanciar deuda, aunque consideramos que esta última permanecerá dentro de márgenes razonables observados durante este período.

En diciembre también se conocieron resultados de las nuevas medidas de dólares para turismo. Según las estadísticas del Mercado de Cambios relevadas por el BCRA, el déficit por turismo al exterior alcanzó los 470 millones de dólares en noviembre último, 270 millones de dólares menos que el promedio de los tres meses anteriores a la vigencia de la medida. Esta disminución se explica mayoritariamente por la menor demanda de dólares para viajeros al exterior, y solo en muy menor medida por la oferta.

No observamos un problema de atraso cambiario que afecte la rentabilidad empresarial. El nivel del tipo de cambio real multilateral se encuentra un 20% por encima del nivel de diciembre de 2015 y supera al promedio del año 2017. Asimismo, existen factores complementarios al precio de importaciones, como son la regulación comercial, el financiamiento real a tasas negativas y el costo salarial en dólares, que se encuentran en una situación mucho más favorable que en 2015 y 2017.

En cuanto al tipo de cambio real multilateral, la trayectoria de apreciación cambiaria que caracterizó la dinámica económica de los últimos 24 meses se detuvo. Ello está vinculado con el relajamiento de la aceleración inflacionaria por debajo y la política de deslizamiento

Estimaciones de la campaña agropecuaria Trigo, soja, maíz

Campaña 2022/2023

		Trigo(*)	Maiz(*)	Soja(*)
Area sembrada	mill hectáreas	5,9	7,1	16,2
Rinde	quintales por hectárea	21,9	68	25,5
Produccion	mill toneadas	12,9	48,3	41,3

Campaña 2021/2022

		Trigo	Maiz	Soja
Area sembrada	mill hectáreas	6,8	8,6	16,3
Rinde	quintales por hectárea	35	60	26,2
Produccion	mill toneadas	23,0	51,8	42,7

Nota: (*) superficie sembrada en base a información Bolsa de Cereales Buenos Aires (BCBA) y producción proyectada. Datos actualizados al 13/1/23.
FUENTE: FIDE, con datos de la Secretaría de Agricultura, BCBA y proyecciones propias

cambiario, que continua por arriba del 6%.

Por último, no observamos un problema de atraso cambiario que afecte la rentabilidad empresarial. El nivel del tipo de cambio real multilateral se encuentra un 20% por encima del nivel de diciembre de 2015 y supera al promedio del año 2017. Asimismo, entendemos que existen factores complementarios al precio de importaciones, como son la regulación comercial, el financiamiento real a tasas negativas y el costo salarial en dólares, que se encuentran en una situación mucho más favorable que en 2015 y 2017.

A diferencia de lo ocurrido en 2022, observamos que el contexto internacional favorecerá a moderar la inflación. Varios de los shocks externos que habían presionado al alza en los precios durante la pospandemia y el inicio de la guerra se han retraído.

Inflación: ¿un escalón más abajo?

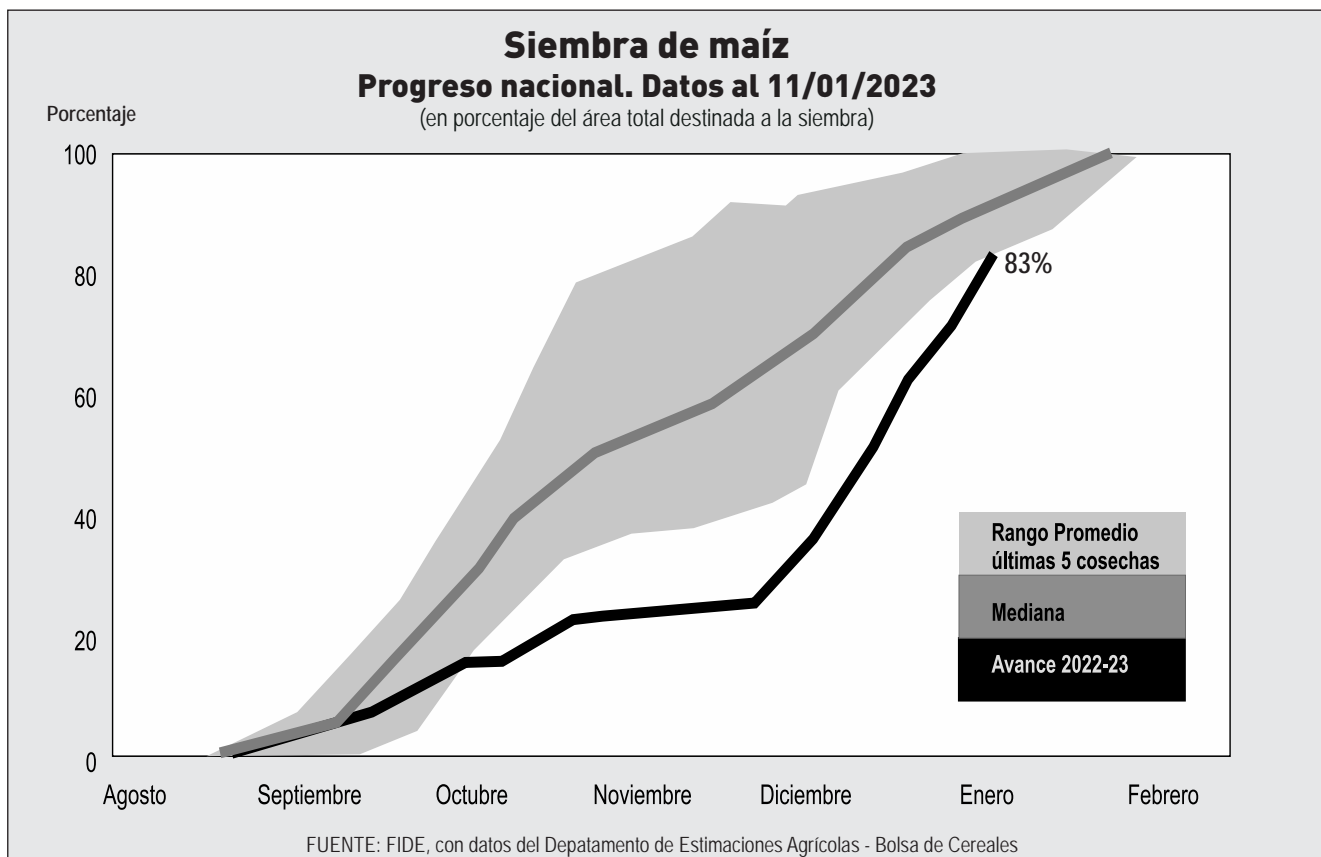
En el cierre de 2022 la inflación atravesaba un sendero

de moderada desaceleración. Para el mes de noviembre disminuyó al rango del 4,9%. La principal baja se registró en los rubros alimenticios, que se mantuvieron en torno al 3,5%, casi la mitad que en el mes anterior y muy por debajo del promedio anual, donde nunca fueron menores al 4%.

Diciembre registró una dinámica similar, con una inflación del 5,1%. Los alimentos aumentaron un 4,7%, con precios estacionales como frutas y verduras y carnes muy por debajo de eso, y textiles con un 4%. Por encima del promedio se encontraron los rubros equipos del hogar con el 5,9%, transporte con un 5,8% y restaurant y hoteles con un 7,2%. Con estos números, la inflación anual cerró con aumentos punta a punta del 94,6% para el índice general y 94,7% para alimentos.

Las proyecciones para las primeras dos semanas de enero indican que las tendencias de estos últimos dos meses se sostienen, aunque se observan dificultades para mantenerse por debajo del 5%. El rubro alimentos crecería algo por debajo del promedio, en torno al 4,7%, y un grupo de precios regulados como transporte, salud y esparcimiento lo harían por encima.

A diferencia de lo ocurrido en 2022, observamos que el





¡Tu recaudación desde una plataforma digital!


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.

Cobra 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



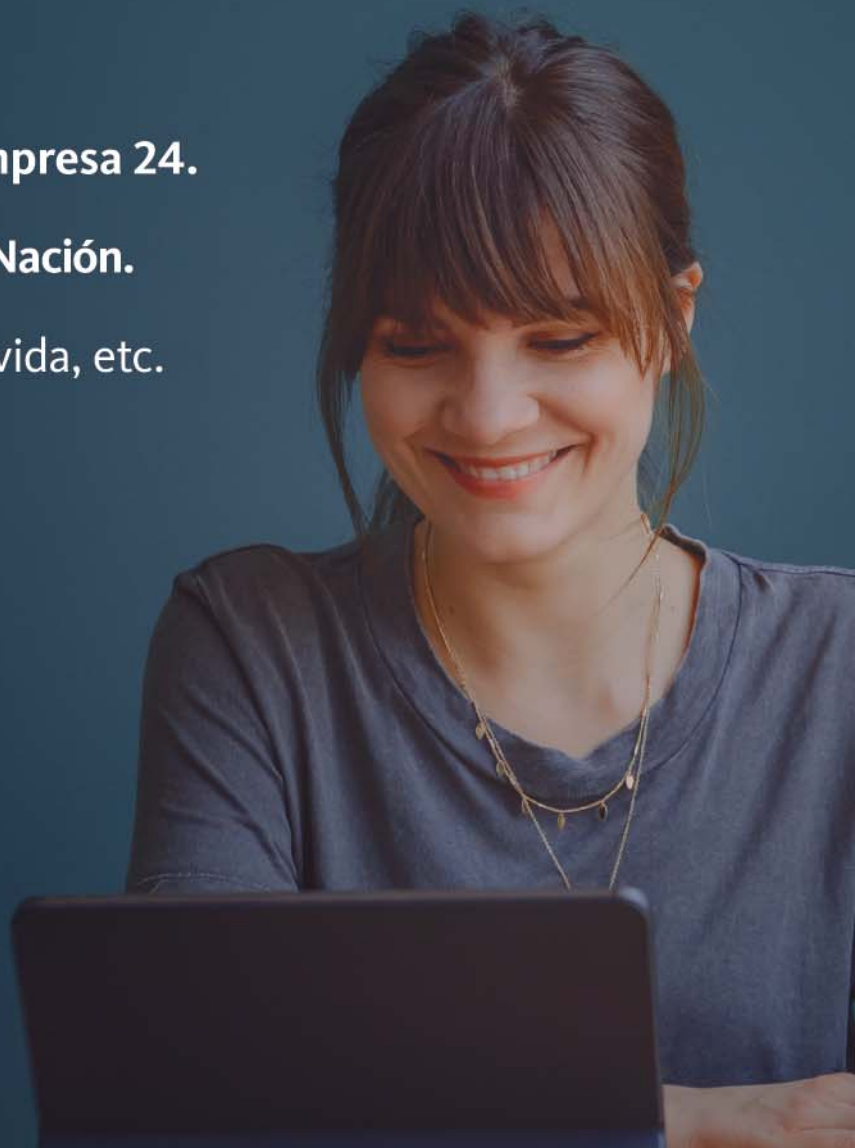
La Banca Solidaria

Pedí tu cuenta corriente de manera online

Iniciá la apertura a través de la web de Banco Nación y accedé a los productos y servicios más convenientes.

- > Banca Electrónica **Nación Empresa 24.**
- > Paquetes de servicios **Cuenta Nación.**
- > Seguros patrimoniales, ART, vida, etc.

> CONOCÉ MÁS



bna.com.ar

0810 666 4444

Seguinos en     



Banco Nación

Cada argentin@ cuenta.

contexto internacional favorecerá a moderar la inflación. Varios de los shocks externos que habían presionado al alza en los precios durante la pospandemia y el inicio de la guerra se han retraído.

A modo de ejemplo, y según las estadísticas de la *Freightos*, el flete estándar marítimo para containers, un servicio clave para el comercio global de bienes, se redujo en dólares en diciembre un 77% respecto a diciembre de 2021. Y ya se aproxima a los valores pre-pandemia.

Asimismo, el precio del GNL en Asia (el que se toma como referencia para las importaciones de Europa) disminuyó a niveles de la preguerra. Según las estadísticas relevadas por la FED en diciembre último, el precio *spot* de GNL Asia disminuyó un 25% respecto a los valores de diciembre de 2021, medido en dólares.

Esto tendrá un impacto a la baja del costo de los bienes importados y de la energía en la economía nacional. Como manifestación de este fenómeno, durante diciembre se llevó adelante la primera licitación de abastecimiento de gas al sistema nacional integrado para 2023 y se registró una significativa disminución del precio de oferta al mercado interno, con valores que pasaron de los 6 dólares el millón de BTU a los 3 dólares el millón.

El propósito del Gobierno es establecer una nueva referencia de precios para los meses próximos en torno al 4% y así avanzar hacia el objetivo indicado en el Presupuesto, en cuanto a una inflación del 60% punta a punta a fines de 2023. Para ello, busca combinar la disminución de los factores inerciales, regulación de precios y estabilización cambiaria.

El propósito del Gobierno es establecer una nueva referencia de precios para los meses próximos en torno al 4% y así avanzar hacia el objetivo indicado en el Presupuesto, en cuanto a una inflación del 60% punta a punta a fines de 2023. Para ello, busca combinar la disminución de los factores inerciales, regulación de precios y estabilización cambiaria.

Cuando se observa lo sucedido con la dinámica de precios, tasas de interés y dólar durante los últimos 4 años, se ve que tal combinación no se ha podido lograr. Al indagar en lo sucedido, se ven 4 etapas bien diferenciadas.

La primera de ellas va desde el cambio de gobierno

Indice de Precios al Consumidor

Total nacional según capítulos y nivel general por regiones

(en tasas de variación respecto al mes anterior)

	2022							
	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sept.	Octubre	Nov.	Dic.
Nivel general	5,1	5,3	7,4	7,0	6,2	6,3	4,9	5,1
Alimentos y bebidas no alcohólicas	4,4	4,6	6,0	7,1	6,7	6,2	3,5	4,7
Bebidas alcohólicas y tabaco	5,7	6,7	6,4	7,0	9,4	5,4	6,3	7,1
Prendas de vestir y calzado	5,8	5,8	8,5	9,9	10,6	6,8	4,5	4,0
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	3,6	6,8	4,6	5,5	3,1	7,5	8,7	4,2
Equipamiento y mantenimiento del hogar	5,4	6,0	10,3	8,4	6,0	4,9	5,4	5,9
Salud	6,2	7,4	6,8	5,7	4,3	7,1	4,1	5,7
Transporte	6,1	4,7	5,5	6,8	5,8	4,5	6,1	5,8
Comunicación	3,1	0,4	5,5	4,1	2,5	12,1	6,4	3,4
Recreación y cultura	5,2	4,3	13,2	5,0	5,2	5,6	4,2	4,6
Educación	3,2	2,0	6,1	5,0	3,7	7,1	3,8	3,9
Restaurantes y hoteles	5,7	6,2	9,8	6,7	4,8	7,4	5,5	7,2
Bienes y servicios varios	4,6	5,0	8,1	8,7	6,8	6,1	5,8	5,7

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

hasta el estallido de la pandemia. Durante este período la inflación fue mayor que la dinámica de las tasas de interés y el movimiento del dólar. Es decir, hubo un relajamiento de la política monetaria y estabilidad cambiaria, al tiempo que los precios iban dejando atrás los shocks inflacionarios de la crisis postPASO. El orden de la dinámica de las variables fue: precios, tasas y devaluación.

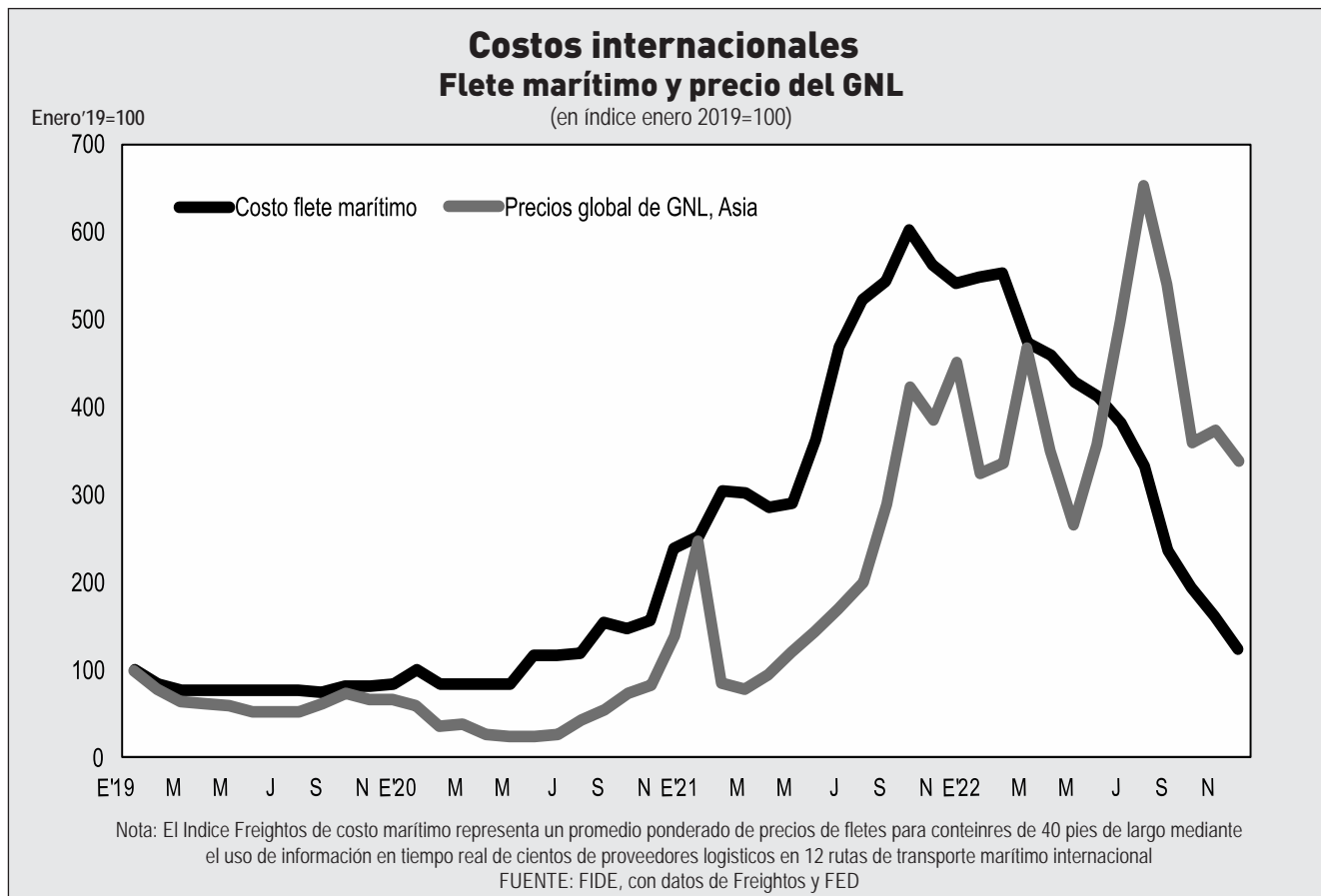
Las autoridades lograron establecer acuerdos de precios para productos de la canasta básica (un congelamiento de 1.500 productos de consumo masivo a través del programa “Precios Justos”, hasta fines de 2023) y otros sectores (10 rubros como energía –nafta–, turismo, textiles y medicamentos, entre otros, con compromisos desde fijar precios, retrotraer subas o aumentar hasta el 4% mensual).

Luego, en la segunda etapa, apareció la pandemia. Durante ese tiempo las tasas de interés bajaron con fuerza, ya que el objetivo era atender la emergencia. Al

mismo tiempo, el dólar aceleró la devaluación buscando mantener alto el tipo de cambio real, en línea con el resto de los países emergentes. Dentro de esta etapa se destaca un período de deslizamiento uniforme del tipo de cambio, aunque sin alterar esa dinámica. El orden de las variables fue: devaluación, precios y tasas de interés.

La tercera etapa comprende el período electoral. Allí se optó por una gestión del dólar vinculada al ancla cambiaria; entonces la devaluación se moderó significativamente, aunque la tasa permaneció baja como producto de la vigencia de la política monetaria de la pandemia. Esto permitió moderar la inflación, aunque la misma continuó en valores altos, y se observó cierta apreciación cambiaria. Recién sobre el final, la disminución de la inflación redujo la distancia entre los precios y las tasas de interés. El orden de la dinámica de las variables fue: inflación, tasas y dólar.

La cuarta etapa, que llega hasta la actualidad, buscó la adopción del deslizamiento cambiario como política de gestión del dólar. Sin embargo, como rasgo particular, ocurrió el shock externo de la guerra de Ucrania y la nominalidad aumentó significativamente. Se activaron tanto la inflación como la devaluación. Además, el



debate político que desató el cambio de autoridades al frente de la cartera económica dio lugar a una elevada turbulencia financiera. La devaluación se aceleró y el ritmo de movimientos de precios y tasas de interés se achicó.

Las autoridades lograron establecer acuerdos de precios para productos de la canasta básica y otros sectores.

Respecto al congelamiento, se trata de 1.500 productos de consumo masivo a través del programa “Precios Justos”, que inicialmente era por 120 días y en diciembre fue prorrogado hasta fines de 2023. Al haberse extendido el plazo, naturalmente tendrá ajustes en el medio.

El propio FMI, en su última evaluación del programa financiero argentino, llegó a reconocer la efectividad de los acuerdos de precios en la tendencia a la moderación de la inflación. Y, aún con cierto eclecticismo en torno al tema inflacionario (menciones a la incertidumbre sobre la refinanciación de la deuda en pesos, la emisión de pesos del BCRA y la brecha como una fuente de aceleración de precios), admitió que los acuerdos de los últimos meses dieron resultado.

En cuanto a los acuerdos complementarios, estos abarcan 10 rubros como energía (nafta), turismo, textiles y medicamentos, entre otros. Son más heterogéneos e indican compromisos desde fijar precios, retrotraer subas o aumentar hasta el 4% mensual. Quienes adhieran cuentan con el incentivo de continuar accediendo al dólar oficial para pagar importaciones.

Esta política había sido indicada por FIDE como oportuna hace algunos meses. Según el registro más desagregado de precios al consumidor, los rubros vinculados a grandes empresas de consumo concentradas registraban aumentos que excedían el promedio del IPC y el rubro alimentos. Podría tratarse de aumentos preventivos que no estaban justificados en los costos. En base a esto, percibíamos que había márgenes excedentes y, por ello, la capacidad para adherir al programa sin afectar su rentabilidad.

Tan es así que el propio FMI, en su última evaluación del programa financiero argentino, llegó a reconocer la

efectividad de los acuerdos de precios en la tendencia a la moderación de la inflación. Y, aún con cierto eclecticismo en torno al tema inflacionario (menciones a la incertidumbre sobre la refinanciación de la deuda en pesos, la emisión de pesos del BCRA y la brecha como una fuente de aceleración de precios), admitió que los acuerdos de los últimos meses dieron resultado.

Tercera revisión del FMI y señales para el año electoral

En diciembre último el FMI publicó la tercera revisión del Acuerdo de Facilidades Extendidas con la Argentina y habilitó los pagos remanentes.

Como era de esperar, el conjunto de objetivos cuantitativos relacionados con las reservas, el déficit fiscal y la emisión monetaria al tercer trimestre fueron cumplidos.

Igualmente, el Gobierno debió solicitar dos “*waivers of non observance*” (descargo por incumplimiento) producto de la implementación de nuevas regulaciones cambiarias para la gestión de importaciones y la aplicación de tipos de cambio múltiples debido a la implantación del “dólar soja”, que el FMI había indicado como políticas no permitidas.

Durante diciembre las reservas aumentaron algo más de 2.000 millones de dólares producto de la segunda edición del “dólar soja”. Con ello, el Gobierno logró acumular compras netas por 5.844 millones de dólares en todo el año y superó la meta de 5.000 millones (ajustada por organismos internacionales) pautada por el FMI.

Es importante recordar que las revisiones oficiales del FMI tienen casi un trimestre de atraso. Al momento de escribir este artículo, el Gobierno se encaminaba a cumplir las metas del cuarto trimestre de 2022. Éstas serán evaluadas formalmente recién durante marzo.

En el caso de las reservas, durante diciembre las mismas aumentaron algo más de 2.000 millones de dólares producto de la segunda edición del “dólar soja”. Con ello, el Gobierno logró acumular compras netas por 5.844

millones de dólares en todo el año y superó la meta de 5.000 millones (ajustada por organismos internacionales) pauta por el FMI.

De cara al año entrante, las metas del Acuerdo con el FMI son más exigentes, especialmente aquéllas vinculadas al sector externo.

Respecto a la emisión monetaria del BCRA, también para diciembre se logró superar el test de la refinanciación de la deuda en pesos y permanecer por debajo del límite de adelantos transitorios del BCRA establecido por el Organismo. En ese período la Tesorería obtuvo un financiamiento neto sobre vencimientos de 700.000 millones de pesos, *ratio* de refinanciación de casi 250%. Ello permitió cerrar el año sin necesidad de recurrir al remanente

Además, con el canje de deuda llevado adelante durante la primera semana de enero se logró extender la madurez de vencimientos del primer trimestre de 2023 y despejar una fuente importante

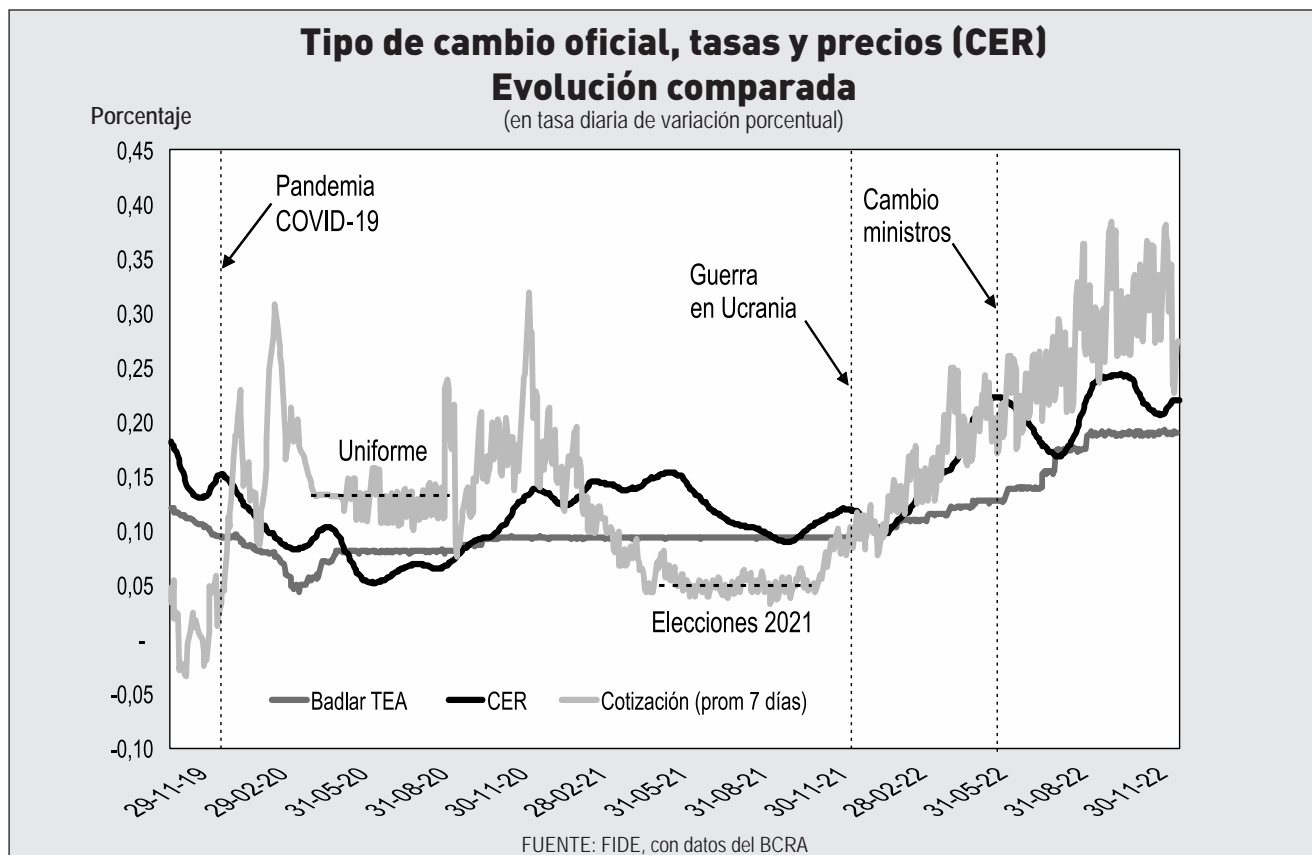
de incertidumbre financiera.

Igualmente, la tasa de colocación permaneció elevada (en torno al 115% anual), se ofreció una gran cantidad de bonos duales (que pagan la mejor tasa entre la inflación y la devaluación) y permanecen las dificultades para colocar deuda más allá del período electoral.

En esta operatoria el Gobierno pudo postergar casi 3 billones de pesos de los 4,3 billones de pesos de vencimientos (70% de adhesión), a plazos que incluyen el período postelectoral. Según se informó, la Tesorería logró reconvertir un 50% de esos papeles por bonos con vencimiento al segundo trimestre, y el otro 50% (compuesto mayoritariamente por bancos públicos y el FGS de ANSES), por títulos duales con vencimiento en febrero de 2024.

De cara al año entrante, las metas del Acuerdo con el FMI son más exigentes, especialmente aquéllas vinculadas al sector externo.

Considerando el plano monetario, el acuerdo indica que existe un techo anual al financiamiento presupuestario por adelantos transitorios del BCRA, que en el balance anual no deberá superar el 0,6% del



PIB este año y el 0% a finales de 2024.

Respecto a la cuestión fiscal, las metas indican que el déficit fiscal primario no debe exceder el 1,9% del PIB en el acumulado anual para 2023, y debe mantenerse por debajo del 0,9% para el año siguiente. Ambas metas no registraron cambios respecto a su especificación en el Acuerdo original.

Respecto a la cuestión del sector externo, durante 2023 la Argentina enfrentará mayores pagos de intereses y capital frente al Organismo.

Según información oficial de la Secretaría de Finanzas, en este año deberán enfrentarse pagos por intereses con el FMI por casi 3.500 millones de dólares, entre los que se encuentra el pago de febrero por 1.100 millones de dólares. Además, por el lado de los vencimientos de capital, el esquema de desembolsos y pagos indica que habrá que afrontar una devolución neta de DEG en 2023 por casi 750 millones de dólares.

Hay que tener en cuenta que los pagos de intereses casi se han duplicado respecto al año que acaba de finalizar, ya que la tasa de refinanciación con el FMI está atada a la tasa de política de la FED, que ha aumentado considerablemente desde que se firmó el Acuerdo.

Además de los pagos al FMI, deberán enfrentarse pagos de intereses de los bonos reestructurados en poder del sector privado. Estos desembolsos suman 4.000 millones de dólares, donde se destacan los pagos

de enero y julio próximo, cada uno de ellos por 1.063 millones de dólares.

En este marco, advertimos sobre las dificultades para cumplir los objetivos de acumulación de reservas exigidos por el FMI. Según está pautado, la Argentina deberá aumentar el stock de reservas en 4.800 millones de dólares por encima del saldo que existía a finales de diciembre pasado. Y si bien se flexibilizó la meta de reservas para 2022, el objetivo anual 2023 no fue modificado.

Advertimos sobre las dificultades para cumplir los objetivos de acumulación de reservas exigidos por el FMI. Según está pautado, la Argentina deberá aumentar el stock de reservas en 4.800 millones de dólares por encima del saldo que existía a finales de diciembre pasado. Y si bien se flexibilizó la meta de reservas para 2022, el objetivo anual 2023 no fue modificado.

Se estipula que el stock de reservas debe superar los 5.500 millones de dólares en marzo (meta flexibilizada), 8.600 millones de dólares en junio, 8.700 millones de dólares en septiembre y 9.800 millones a diciembre próximo (meta no modificada).

Observamos que los saldos externos en 2023 serán

Proyecciones macroeconómicas y metas en el Acuerdo con el FMI

	2021	2022	Proyectado FMI	
			2023	2024
Crecimiento del PIB (promedio, %)	10,2	5,7	[2,5 - 3,5]	[2,5 - 3,0]
Inflación (fin de periodo, %)	50,9	[95-100]	[34,0 - 42,0]	[29,0 - 37,0]
Cuenta corriente (% PIB)	1,3	0,4	0,4	0,3
Deficit primario gobierno nacional (% del PIB) (1) *	-3,5	-2,5	-1,9	-0,9
Cambio en reservas BCRA (RIN, miles de millones de dólares) (2)*	-1,5	5	4,8	5,2
Financiamiento déficit BCRA (% del PIB)*	3,7	0,9	0,6	0

(1) Déficit fiscal del año 2021 no incluye ingreso extraordinario de DEG e impuesto a las grandes fortunas,

(2) Reservas internacionales netas (RIN) son reservas brutas netas de swap, seguro de depósitos, encajes de depósitos en moneda extranjera, y otros pasivos externos y ajustadas en segunda revisión EFF.

(*) Metas de monitoreo cuantitativo

FUENTE: FIDE, con datos del Proyecto de Ley de Acuerdo con el FMI y estimaciones propias.

suficientes para financiar un crecimiento moderado. Sin embargo, nos mantenemos expectantes sobre cuáles serían las fuentes extra para cumplir con la meta de reservas indicada. Entendemos que los fondos externos serán suficientes para afrontar solo las necesidades de crecimiento de la economía real, aunque no observamos que haya remanentes significativos que acumular en reservas.

Compartimos la idea de que el Acuerdo con el FMI es una hoja de ruta y, como tal, debe contar con la mayor coordinación y apoyo político al interior del Gobierno para poder ser gestionada hacia buen puerto. Asimismo consideramos que sería bueno contar con mayor flexibilidad fiscal y monetaria, ya que no existen saldos externos para poder crecer más.

Finalmente, en el plano más conceptual, el texto menciona que deben “retirarse gradualmente las regulaciones cambiarias tan pronto como sea posible”. Asimismo, se menciona la importancia del apoyo político al programa, se indica que el Acuerdo es un ancla de estabilidad, se destaca la necesidad de continuar con la

consolidación fiscal y la restricción monetaria.

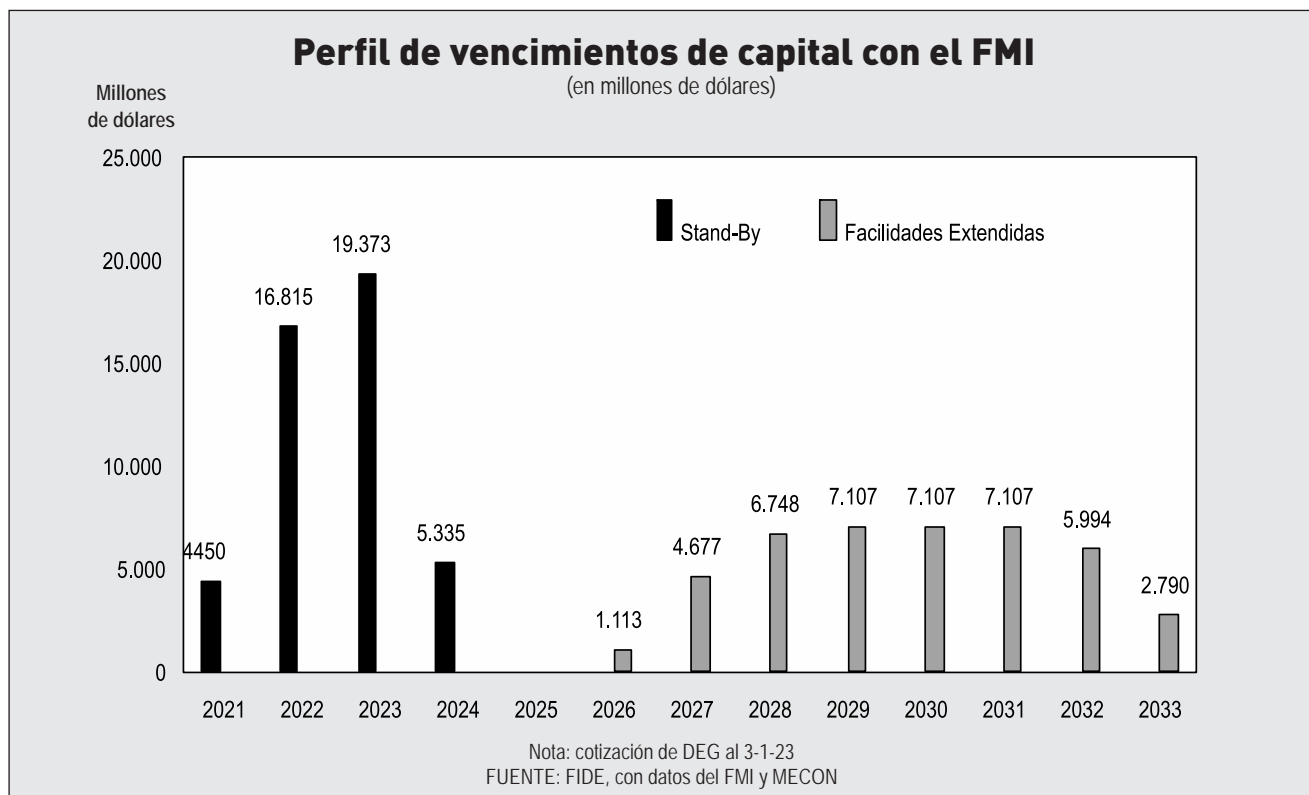
Desde **FIDE** compartimos la idea de que el Acuerdo con el FMI es una hoja de ruta y, como tal, debe contar con la mayor coordinación y apoyo político al interior del Gobierno para poder ser gestionada hacia buen puerto. Asimismo consideramos que sería bueno contar con mayor flexibilidad fiscal y monetaria, ya que no existen saldos externos para poder crecer más.

Igualmente, y sin detrimento de lo anterior, también pensamos que deben aprovecharse al máximo las posibilidades de ejercer la política expansiva que el Acuerdo permite. Es decir, no se debe sobrereactuar el sesgo fiscalista que en el Acuerdo ya existe.

Deuda en pesos: ¿atención o preocupación?

Diversos políticos de la oposición han buscado llevar incertidumbre sobre la capacidad del Gobierno en cuanto a repagar la deuda en pesos. El objetivo de ese sector pasa por obtener una ventaja electoral, dificultando la refinanciación de vencimientos y forzando el cierre del año presupuestario por fuera de los parámetros indicados por el Acuerdo con el Fondo.

Y si bien ha habido dificultades, estos objetivos se han



cumplido. Asimismo, a comienzos de enero el Gobierno ha lanzado un canje exitoso que logró despejar gran parte de los vencimientos del primer trimestre. Sin embargo, el tema continúa presente. En especial, considerando que aún se observa un perfil de vencimientos desbalanceado a lo largo de 2023, dependiendo de si se trata de pre o postoctubre.

Entendemos que la dinámica del esquema de financiamiento público merece una razonable atención, pero de ninguna manera la preocupación que se busca instalar. Rechazamos que la deuda se encuentre en una trayectoria insustentable. Creemos que existen elementos coyunturales y del régimen macroeconómico que hacen que la situación actual sea muy distinta a la de 2019. Descartamos la necesidad y la conveniencia de un canje forzoso de títulos en pesos. Y ponderamos una serie de elementos que otorgan margen de maniobra frente a esta situación.

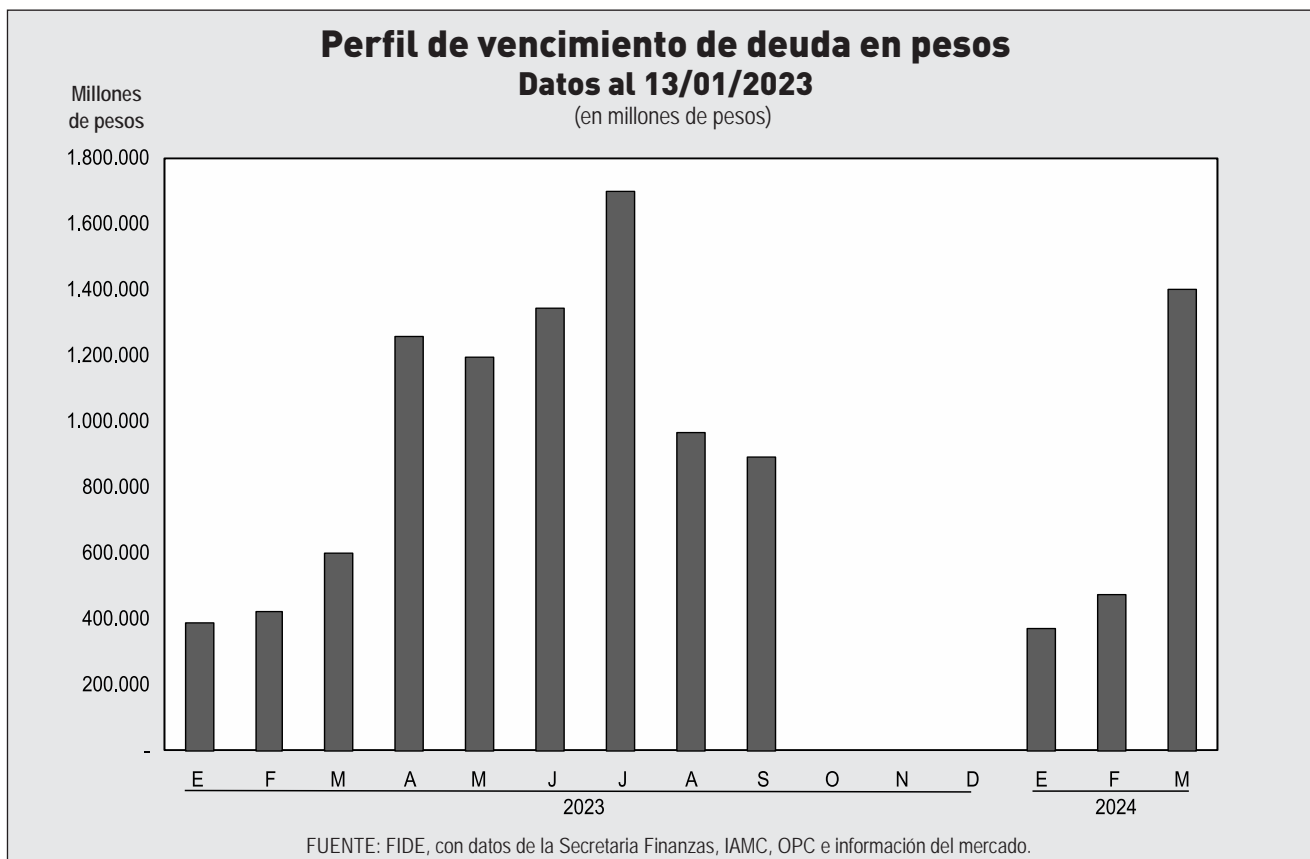
En primer lugar, y como punto más relevante, cuando el gobierno anterior debió reperfilarse la deuda en pesos la economía no tenía ningún tipo de regulación cambiaria.

Luego de la derrota en las PASO en el mes de agosto

de ese año, el canje forzoso de plazos de los títulos indicó la necesidad de bloquear una masiva dolarización de activos que habría agotado el saldo de reservas y producido una brusca disparada del dólar.

Rechazamos que la deuda se encuentre en una trayectoria insustentable. Creemos que existen elementos coyunturales y del régimen macroeconómico que hacen que la situación actual sea muy distinta a la de 2019. Descartamos la necesidad y la conveniencia de un canje forzoso de títulos en pesos. Y ponderamos una serie de elementos que otorgan margen de maniobra frente a esta situación.

El default de la deuda en la moneda local fue inútil. La situación solo logró estabilizarse días después, cuando se impidió la continuidad de la fuga de capitales mediante la implementación del control de cambios. Igualmente, la medida terminó provocando un daño enorme sobre el mercado local, cuyas consecuencias no han sido totalmente superadas.



En la actualidad, la regulación cambiaria hace que las “alternativas de dolarización” estén limitadas. Sin lugar a dudas, algunos podrían dolarizarse mediante el dólar MEP o el CCL. Sin embargo, lo harían a un costo creciente y con algunas dificultades para reinvertir esos fondos. Asimismo, para la mayoría de los agentes de inversión en estos activos, como bancos, compañías de seguro, organismos públicos y otros inversores institucionales tienen sus inversiones monitoreadas y prohibida la dolarización.

Romper el mercado de deuda en pesos traería grandes dificultades para cualquier gestión que comience. Sería poco probable que haya otras fuentes de financiamiento que no sean el mercado local de deuda. Por el contrario, contar con un mercado de deuda robusto es la garantía para expandir los instrumentos de ahorro domésticos, una condición central con que desarmar el bimonetarismo argentino.

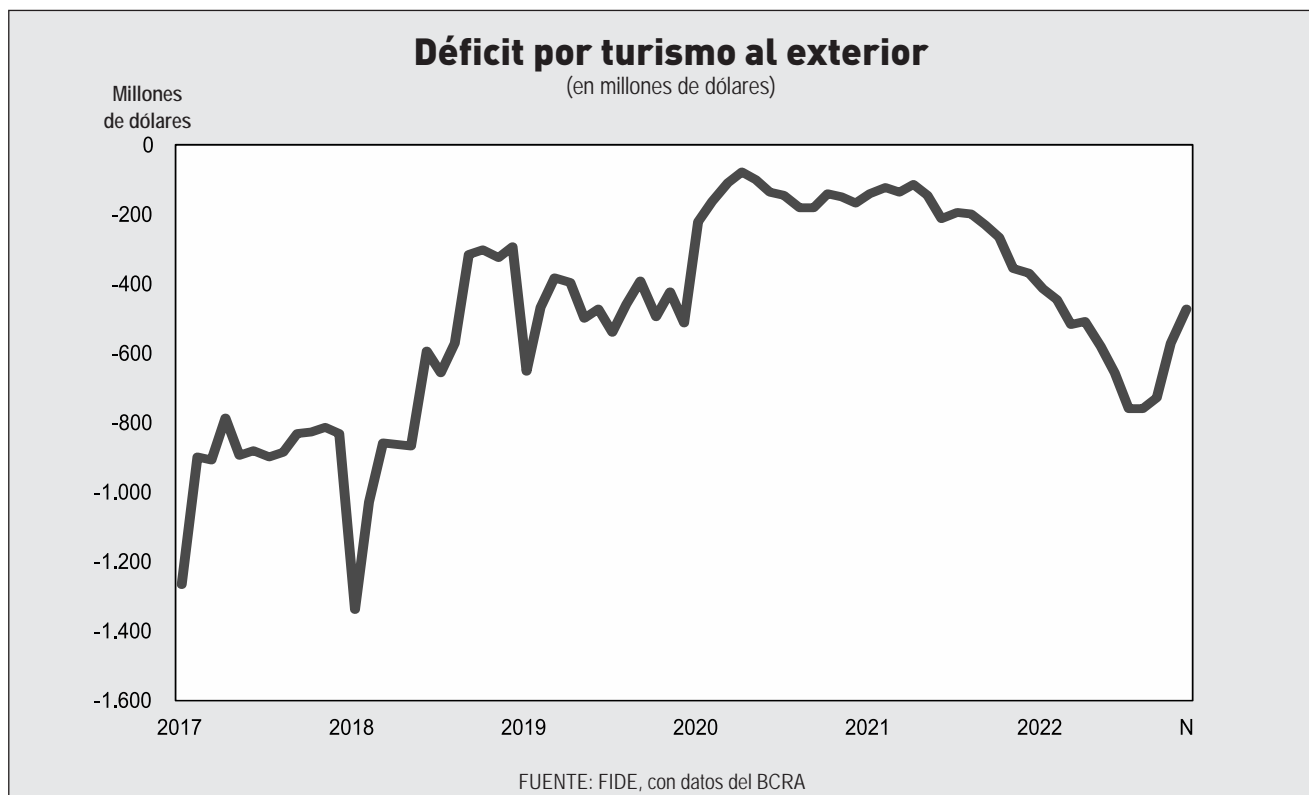
En segundo lugar, y como resultado de lo anterior, muchos de los pesos excedentes terminan en el BCRA. Entonces, existe una paradoja para asumir riesgo estatal: se pondera de mejor manera la deuda pública

“emitida por el Banco Central” que aquella “emitida por la Tesorería”, aunque ambos sean organismos públicos. Creemos que tal diferencia no es relevante: en el caso de que el Gobierno deba pagar esos vencimientos, estos terminarían directa o indirectamente, vía plazos fijos, en los bancos, invertidos en LELIQ. Es decir, dentro de ciertos límites, habría una sustitución de títulos de la Tesorería por títulos del BCRA.

En tercer lugar, y al margen de cuestiones conceptuales sobre la sustentabilidad de la deuda CER o *dollar linked*, existe un indudable factor político que complica el financiamiento público. A nadie escapa que, luego de un conjunto de declaraciones sobre la necesidad de canjear deuda en pesos por parte de ciertos referentes económicos de la oposición, la colocación de deuda en la ventana temporal postoctubre 2023 se complicó.

Romper el mercado de deuda en pesos traería grandes dificultades para cualquier gestión que comience. Paradójicamente, sería poco probable que haya otras fuentes de financiamiento que no sean el mercado local de deuda. Por el contrario, contar con un mercado de deuda robusto es la garantía para expandir los instrumentos de ahorro domésticos, una condición central con que desarmar el bimonetarismo argentino.

Hacia adelante se abren tres posibilidades. La primera



de ellas, la más optimista, se vincula con el efecto reducción de la inflación sobre las carteras de inversión. Una posible desaceleración de la inflación implicaría una futura baja de tasas, y ello traería mayor preferencia por títulos a tasa fija y a mediano plazo.

Asimismo, un leve desarbitraje entre las tasas de interés de los pasivos del BCRA favorecería la migración a títulos del Tesoro, facilitando las colocaciones y supliendo el desfasaje postoctubre de 2023 en la curva de vencimientos. Los plazos para ello son acotados.

La segunda, más pesimista, indica un bloqueo total a la capacidad de colocación de la Tesorería, con su consecuente suba de tasas, de brecha y la necesidad de una intervención permanente por parte del BCRA recomprando deuda en los mercados secundarios y financiando al Tesoro. Esto comprometería los objetivos del Acuerdo con el FMI de mantener la emisión monetaria del BCRA a raya (tope del 0,6% del PIB en 2023) y se expandiría el déficit cuasifiscal (emisión monetaria para pagar mayores tasas de interés).

La tercera, y más probable, sería un punto medio entre ambas situaciones. El BCRA tiene espacio para

intervenciones en los mercados secundarios al margen del Acuerdo con el Fondo, puede prorratear las licitaciones de LELIQ con el objetivo de direccionar a inversores privados a refinanciar la deuda pública. Asimismo, la Tesorería puede intentar canjear vencimientos y, llegado el caso, licitar a plazos más cortos, adaptándose a la tensión.

En este punto debe recordarse que hay entidades públicas que tienen una porción relevante de la deuda y presumiblemente acompañen la refinanciación. Se estima que el 60% de la deuda en pesos está en manos del BCRA, el FGS de ANSES o los bancos públicos. Del monto restante, una porción no menor al 25% la tienen bancos, compañías y gobiernos provinciales. Ello dejaría poco menos del 15% en manos del sector privado, vía fondos comunes de inversión e inversores privados.

Actividad económica: el crecimiento 2022 se aproximaría al 6%

Según los datos del PIB, la actividad económica tuvo una performance mejor a la esperada durante el tercer trimestre de 2022. Y, aunque a menor ritmo, estadísticas

correoargentino.com.ar

Todo
lo que das
llega.



sectoriales indican que durante el cuarto trimestre la economía continuó creciendo.

Se proyecta que el año cerrará con una expansión del PIB del 5,7% respecto a 2021. Esto resulta ser casi 3 puntos más que lo previsto por el consenso del mercado hace 12 meses según el relevamiento del REM del BCRA, que proyectaba un crecimiento del 2,9%.

Tal situación establece una plataforma favorable para 2023, que estimamos crecerá al menos un 2%. De cumplirse, se trataría de un período de crecimiento de la actividad económica durante 3 años consecutivos, situación que, decíamos, no se observaba desde 2005.

Igualmente, desde hace varios meses se registra una ralentización como resultado del cuello de botella externo. De hecho, para el mes de diciembre se han registrado caídas en algunas actividades industriales, tras un largo período de crecimiento consecutivo.

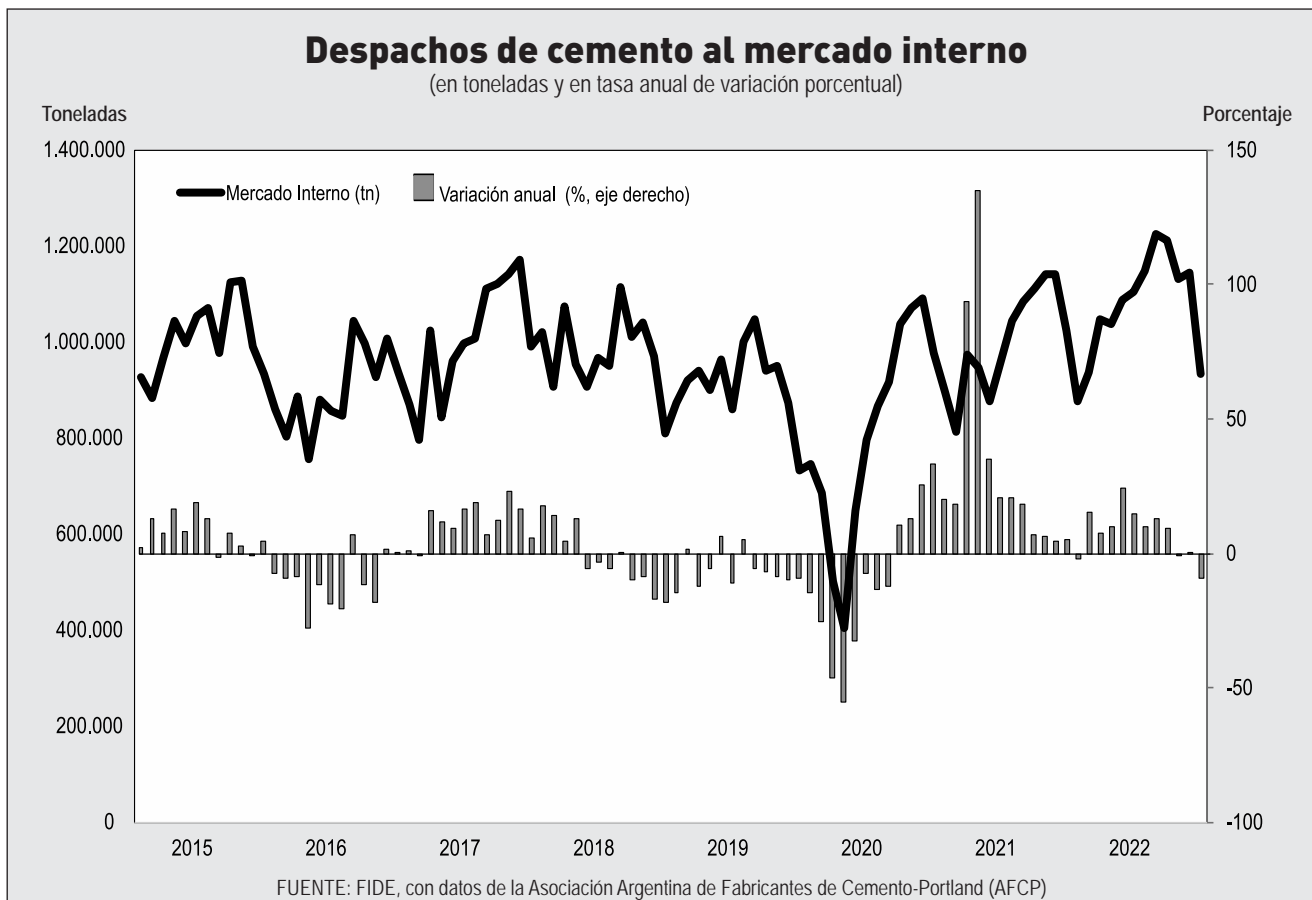
En cuanto a la producción automotriz, la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFSA) comunicó para diciembre una producción total de 37.119 unidades, un 6,9% menos que el mismo mes del año anterior. A

excepción de enero 2022, donde hubo paradas técnicas, es la primera caída desde las reaperturas postpandemia en octubre 2020. Igualmente, en el acumulado de todo el año se produjo un 23,5% más de unidades que en el año precedente. Se trata del nivel de producción más alto en ocho años.

En el mismo sentido, los datos de CAMMESA sobre consumo de energía en la industria (excluyendo ALUAR, por el elevado peso que tiene en la demanda de energía) registraron una disminución en la demanda mayorista del 15,1% en diciembre respecto al mismo mes de 2021.

Asimismo, la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP) informó que durante diciembre los despachos de cemento para el mercado interno en la actividad de la construcción alcanzaron las 932.661 toneladas, lo que significó una variación negativa mensual del 18,6% y una baja del 9,4% respecto al mismo mes de 2021.

Aquí también, y a excepción de dos meses puntales, asistimos a la primera caída desde la pandemia. Atribuimos esta baja en la construcción al freno que se observa en obra pública. Igualmente, el año que acaba



de finalizar alcanzó una demanda de casi trece millones de toneladas, mostrando un aumento de la producción del 7% anual y registrando el récord desde que se releva la estadística.

En cuanto al consumo, la tendencia indica un estancamiento. El relevamiento sobre ventas minoristas de la Cámara Argentina de la Mediana Empresa (CAME) para el mes de diciembre indicó una leve disminución en el índice de ventas minoristas, del 1,8% respecto a diciembre de 2021. Esto representa la séptima baja consecutiva en el consumo relevado por esta asociación.

La información del BCRA sobre consumos mediante tarjetas de crédito indica que éstos cayeron un 14,5% en términos reales para el mes de diciembre respecto al mismo mes del año anterior. Se trata de la decimotava baja consecutiva, ya que desde agosto de 2021 no muestran signo positivo.

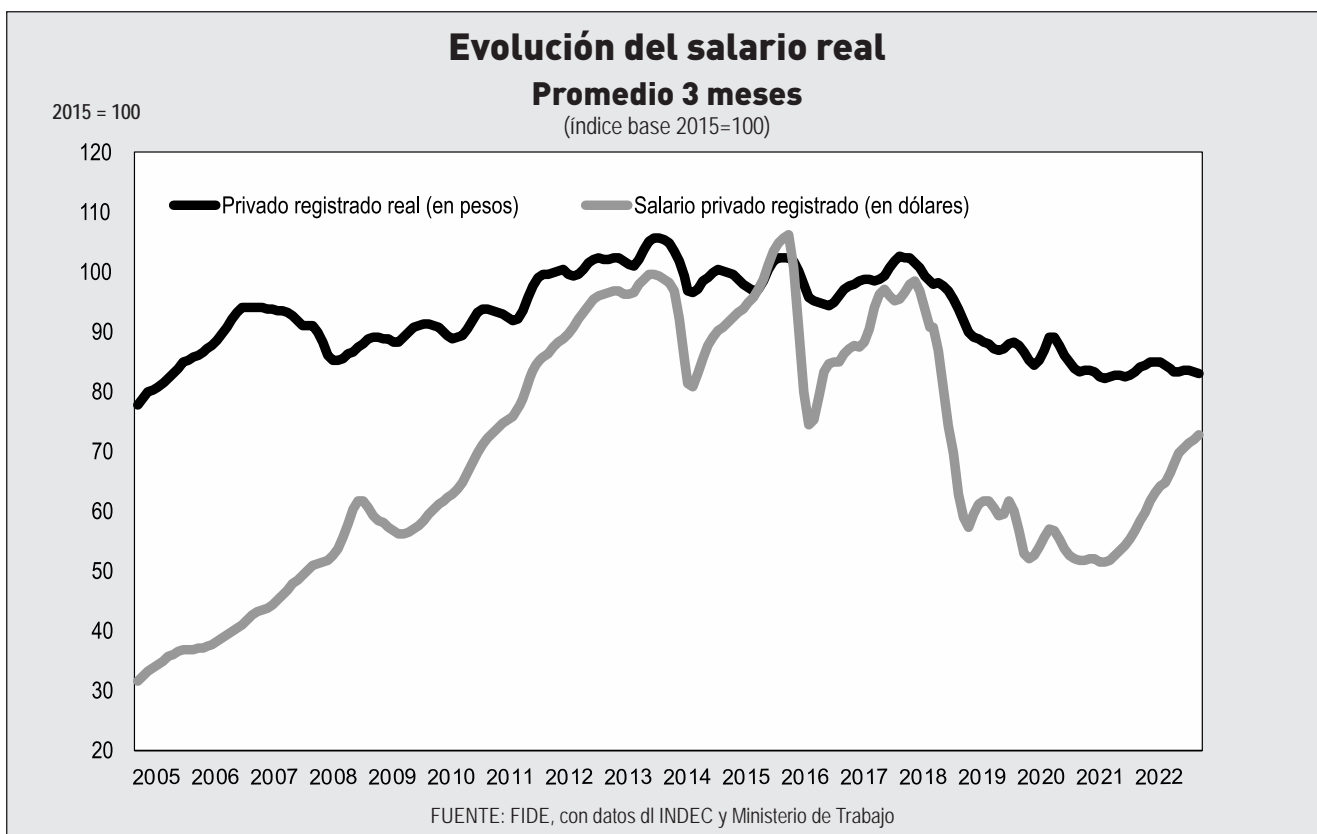
El consumo no logra despegar debido a lo que sucede con los ingresos. Desde 2018 los salarios reales fueron bajando paulatinamente hasta que en 2021 se logró detener esta tendencia.

Ningún sector pudo recomponer salarios en la medida de la aceleración de la inflación. En el acumulado a

diciembre, la última información oficial indica que los salarios de los trabajadores registrados cayeron el 0,3%. El resto de los ingresos acumularon una baja mayor para el mismo período.

Ningún sector pudo recomponer salarios en la medida de la aceleración de la inflación. En el acumulado a diciembre, la última información oficial indica que los salarios de los trabajadores registrados cayeron el 0,3%. El resto de los ingresos acumularon una baja mayor para el mismo período.

Durante los últimos meses observamos con atención las dificultades que la aceleración de la inflación venía imponiendo sobre el objetivo distributivo. Consideramos adecuados los anuncios respecto del congelamiento de precios y nos mantenemos expectantes sobre si una paritaria de 60% logrará evitar una pérdida de poder de compra en 2023. Destacamos la necesidad de una mayor coordinación de precios entre empresarios y trabajadores que favorezca la recuperación del salario para recobrar los niveles de consumo y apuntalar el crecimiento.



Empleo y distribución en el tercer trimestre de 2022

Los números de empleo continúan mejorando

Los números al tercer trimestre indican que la economía argentina continuó creciendo, recuperando niveles de empleo y una paulatina mejora en la distribución del ingreso.

Miremos algunos datos. Teniendo en cuenta las últimas mediciones del INDEC, el PIB del tercer trimestre de 2022 se expandió en 5,9% con respecto al mismo trimestre de 2021, mostrando más moderación que el trimestre anterior, que tuvo un crecimiento interanual del 7,1%. Este crecimiento fue impulsado por la formación bruta de capital y el consumo privado. En la misma línea, el EMAE de octubre mostró una expansión de la actividad del 4,5% de variación interanual, corroborando una tendencia a la baja con respecto a los meses anteriores.

Los números de empleo acompañan este rumbo. En diciembre se publicó el informe sobre el Mercado del Trabajo para el tercer trimestre elaborado desde el INDEC usando como base la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). El informe reportó que la tasa de empleo (cantidad de personas trabajando u ocupadas sobre el total de la población) alcanzó el 44,2%, es decir 1,3 puntos porcentuales por encima del mismo trimestre de 2021. En términos históricos, se trata de

una de las tasas de empleo más altas desde 2004.

Desarrollemos de qué se trata la creación de empleo de este último tiempo. Según la EPH, del total de trabajadores empleados, un 72,5% corresponde a asalariados con trabajos dependientes, mientras que el 27,5% restante son no asalariados (patrones, cuenta-propistas, y otros). La porción de asalariados aumentó 0,5 puntos porcentuales con respecto al tercer trimestre del año anterior.

El detalle sobre la creación de empleo se puede complementar con los datos de Situación y Evolución del Trabajo Registrado (SIPA) del Ministerio del Trabajo compilados hasta septiembre de 2022. Según el SIPA, el empleo de mayor calidad no se ha estancado durante el año, aunque sí creció mucho el monotributo social. En el total, hubo creación neta de 596 mil nuevos trabajos registrados en septiembre de 2022 respecto a septiembre de 2021, lo que equivale a una suba del 4,9%.

En cuanto al trabajo de mayor calidad, se crearon 295.238 puestos para asalariados privados (49% el total del nuevo empleo registrado), una suba del 5% en relación al mismo mes del año anterior. Luego, en el caso del sector público, se observó un crecimiento de 64. son asalariados públicos (11% del total del nuevo empleo registrado), un aumento del 1,9% interanual. Además, se redujo el empleo de asalariados de casas particulares en 3.183 (-0,7% i.a.).

Por otro lado, si vemos la dinámica del monotributo, se observa que se anotaron 81.576 nuevos trabajadores independientes monotributistas (14% del total del nuevo empleo registrado), un 4,6% más con respecto a septiembre 2021; y 157.663 trabajadores bajo el régimen de monotributo social (26% del total del nuevo empleo registrado), un aumento del 39,3% interanual.

En resumen, el crecimiento del empleo se ha dinamizado en todos los modos ocupacionales.

En el caso de la tasa de desocupación (porcentaje de desocupados sobre la población económicamente activa), ésta se ubicó en el 7,1% en el tercer trimestre, o sea un 1,1 punto porcentual menos que el tercer trimestre de 2021. En términos históricos, es importante remarcar que la tasa de desocupación se encuentra entre las más bajas para los terceros trimestres desde 2015.

Del total de ocupados, los sectores que poseen más personas en una relación de dependencia laboral son Comercio, con un 19,1% del total (aumentó en 0,3 puntos porcentuales con respecto al mismo trimestre de 2021), Industria manufacturera con 11,3% (+1 punto porcentual), Servicios financieros, de alquiler y empresariales con 10,8% (+0,3 puntos porcentuales), Construcción con 9% (+0,6 puntos porcentuales) y Administración pública, defensa y seguridad social con 8,4% (-1,5 puntos porcentuales).

Pese a la alta inflación, el crecimiento y las políticas de distribución mejoran la desigualdad del ingreso

Luego de conocer las condiciones generales del empleo,

de la EPH también se desprende el informe trimestral sobre distribución de ingresos para el tercer trimestre del año 2022. Los datos que nos aporta este informe serán de utilidad para conocer tanto cómo se dio la dinámica de los ingresos como su participación según estrato socioeconómico y género.

El aumento del empleo se ha dinamizado en todos los modos ocupacionales. Para el tercer trimestre continúa la creación de empleo privado registrado, aunque los mayores niveles de actividad se alcanzan con una mayor dinámica de monotributo social y empleo no registrado.

Cuando miramos la población total, los ingresos percibidos aumentaron nominalmente un 70,7% con respecto al mismo trimestre de 2021, el ingreso per cápita familiar lo hizo en un 69,1%, ubicando el promedio en 52.483 pesos y la mediana en 37.586 pesos. En términos reales vemos que el ingreso per cápita familiar cayó un 4,6% si tenemos en cuenta que, en promedio, la inflación para el tercer trimestre fue del 77,6% interanual.

Con el propósito de medir la desigualdad, uno de

Principales tasas del mercado laboral

(en porcentaje)

	2020	2021				2022		
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.
Total nacional								
Actividad	43,2	46,3	45,9	46,7	46,9	46,5	47,9	47,6
Empleo	38,3	41,6	41,5	42,9	43,6	43,3	44,6	44,2
Desocupación abierta	11,5	10,2	9,6	8,2	7,0	7,0	6,9	7,1
Ocupados demandantes de empleo	15,7	16,5	17,0	16,5	17,4	15,5	16,3	16,0
Subocupación	12,4	11,9	12,4	12,2	12,1	10,0	11,1	11,0
Subocupación demandante	7,9	8,7	8,5	8,3	8,6	6,9	7,7	7,6
Subocupación no demandante	4,6	3,2	3,9	3,9	3,5	3,1	3,5	3,4
Tasas de empleo según Región								
Gran Buenos Aires	37,7	41,6	41,3	43,3	44,1	43,3	44,9	44,6
Cuyo	41,3	43,8	44,6	43,9	44,3	45,3	45,7	44,5
Noreste	37,4	39,0	39,9	39,3	40,4	41,4	43,3	42,2
Noroeste	37,9	40,4	40,5	41,3	41,8	42,2	43,6	41,8
Pampeana	39,2	42,5	42,1	43,2	44,0	43,8	44,6	45,1
Patagonia	38,4	39,2	39,7	41,3	42,0	41,8	42,7	43,0

FUENTE: FIDE con datos de la EPH, INDEC

los indicadores más usados es el Índice de Gini, que mide la distribución de los ingresos entre la población de forma tal que valores cercanos a cero implican una mayor igualdad de ingreso entre todos los individuos, mientras que valores cercanos a uno corresponde a casos donde pocos individuos reciben todo el ingreso económico.

La distribución de ingresos ha mejorado desde 2021, cuando comenzó el abandono de la política sanitaria iniciada en la pandemia.

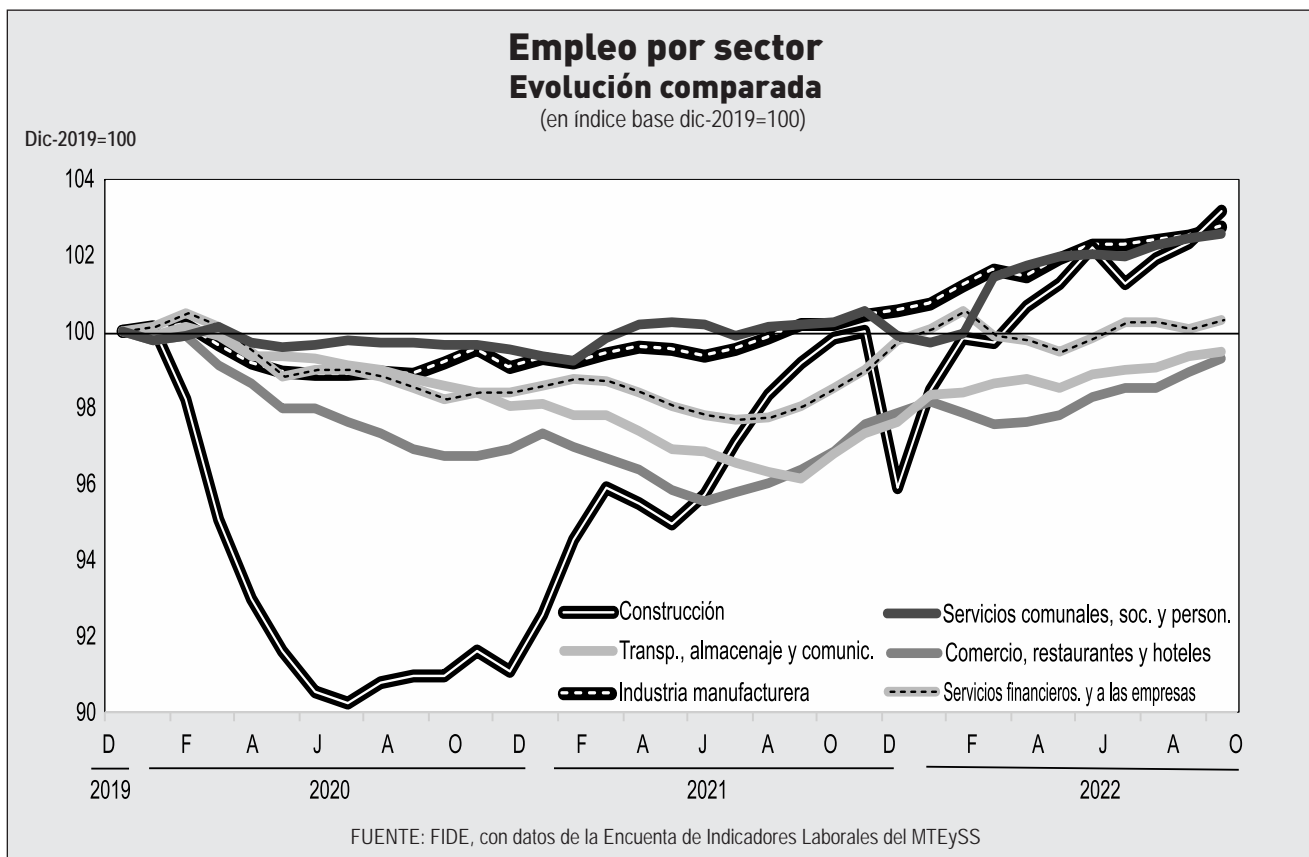
Observamos que la distribución de ingresos ha mejorado desde 2021, cuando comenzó el abandono de la política sanitaria iniciada en la pandemia. Durante el segundo trimestre de 2020 llegó a alcanzar su valor más desigual, de 0,451. Desde entonces el índice de Gini fue bajando, expresando una mejor distribución de los ingresos entre la población. Para el cuarto trimestre de 2021 fue de 0,413, su menor valor en los últimos cinco años, y para el tercer trimestre del 2022 notamos que se elevó hasta situarse en 0,424.

Otra medida de desigualdad es la brecha de ingresos

que calcula la desigualdad de los extremos de la distribución usando como referencia el cociente entre el ingreso promedio (o mediana) del decil 10 y el decil 1. La brecha de ingresos siguió el mismo comportamiento del índice de Gini: disminuyó de 25 veces en el segundo trimestre del 2020 a 17 veces en el tercer trimestre de 2022, uno de los valores más bajos de la serie.

Asimismo, resulta de mucha utilidad usar la información desagregada por sexo y deciles de ingreso que apareció por primera vez en el informe de distribución de ingreso para el segundo trimestre de 2022. La información nos indica que aún persisten fuertes diferencias de ingreso entre personas de distinto sexo en la economía argentina.

En dicho informe vemos que el 49,5% corresponde a varones, con una media de ingresos de 95.609 pesos, y el 51,5% son mujeres, con una media de ingresos de 72.150 pesos. La forma de cuantificar esta discrepancia es mediante la brecha de género, indicador que se obtiene calculando el cociente entre la diferencia del ingreso promedio de varones y mujeres y el ingreso promedio de los varones. En el caso de la población con ingresos laborales y no laborales, la brecha de género es de 24,5%.



Otra característica de esta distribución es que en los primeros deciles (grupos con menores ingresos) hay más presencia de mujeres que de varones recibiendo ingresos, mientras que desde el sexto decil hasta el último (grupos con mayores ingresos) la participación se revierte, de modo tal que la cantidad de varones supera la de mujeres.

Una observación más precisa del estado de la distribución del ingreso entre varones y mujeres dentro del mercado del trabajo requiere que nos enfoquemos en la población ocupada que percibe ingresos laborales, ya sea como dependientes o independientes. En primer lugar, notamos que el ingreso medio de la ocupación principal fue de 78.930 pesos, representando un aumento del 62,4% con respecto al tercer trimestre de 2021 y una caída real estimada del 8,6%.

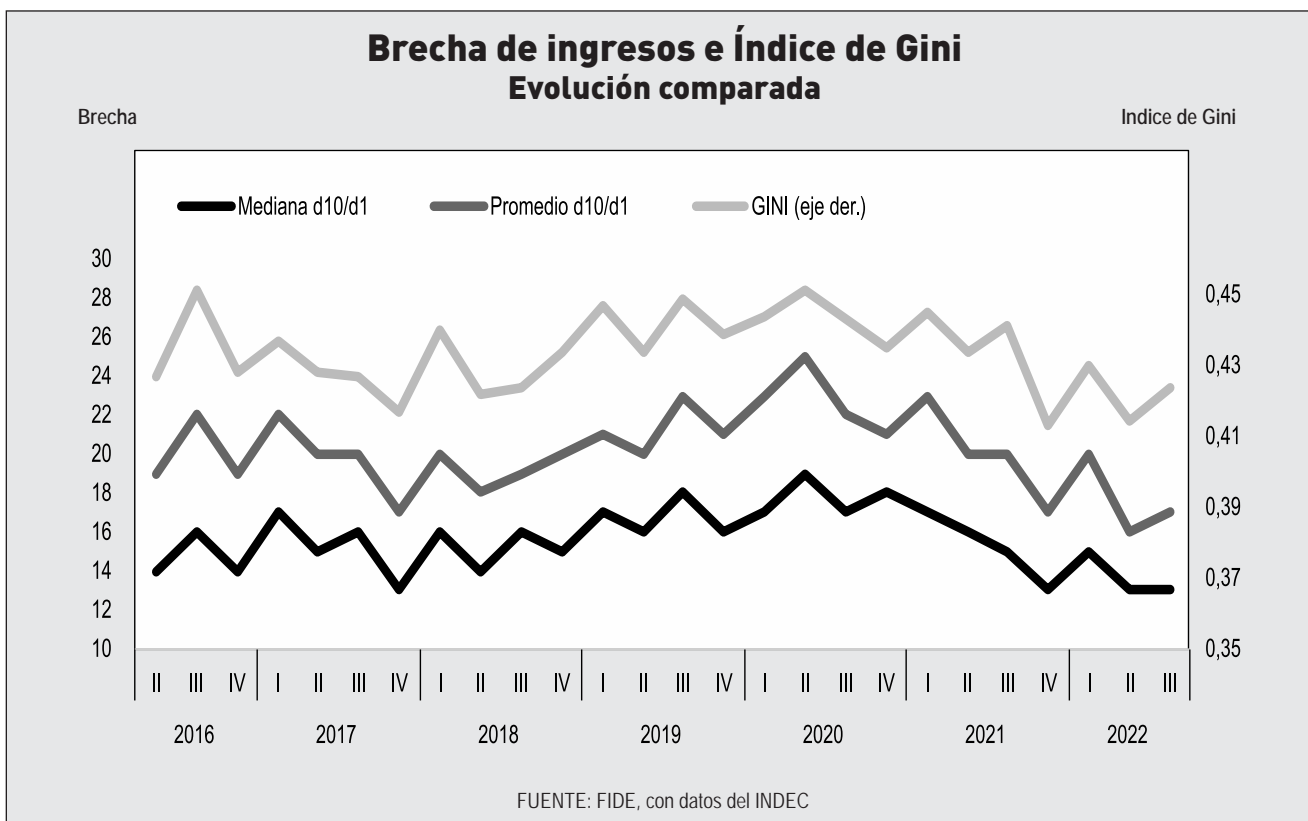
En segundo lugar, vemos que la brecha de género durante el tercer trimestre de 2022 se posicionó en 22,7%, ya que el ingreso promedio de un varón ocupado es 87.616 pesos y el de una mujer ocupada es de 67.731 pesos. Si vemos la dinámica de los ingresos laborales por sexo, estos subieron un 66% interanual en varones y cayeron el 6,5% en términos reales, mientras que para las mujeres aumentaron en un 60,4% con respecto al mismo trimestre de 2021, correspondiendo

una baja real del 9,7%.

Por último, la brecha de género tuvo movimientos importantes estos últimos años. Con la irrupción de la pandemia, la brecha llegó a descender hasta un 20,7% en el tercer trimestre de 2020 para luego alcanzar el 29,2% en el segundo trimestre del 2021. Este comportamiento muestra que los puestos de trabajo más afectador por la pandemia fueron aquéllos ocupados por varones, deprimiendo sus ingresos. Por otro lado, también fueron aquéllos los más dinámicos con la regeneración de empleo producto de la recuperación económica.

Otra característica es que en los primeros deciles (grupos con menores ingresos) hay más presencia de mujeres que de varones recibiendo ingresos, mientras que desde el sexto decil hasta el último (grupos con mayores ingresos) la participación se revierte

A continuación, nos detendremos a revisar la variación de los ingresos laborales por estratos socioeconómicos. En el estrato bajo (primeros cuatro deciles) el ingreso



medio fue de 34.205 pesos (+65,3% interanual), correspondiente a una caída de 6,9% real; para el estrato medio (entre deciles cinco y ocho) el ingreso fue de 84.360 pesos (+62,2% i.a.), con una baja del 8,7% real; y el estrato alto (deciles nueve y diez) mostró un ingreso medio de 179.506 pesos (+64,9% i.a.), alcanzando una reducción del 7,2% en términos reales. Vemos que parte de la mejora de la distribución se debe a un mayor progreso monetario del estrato más bajo respecto a los otros.

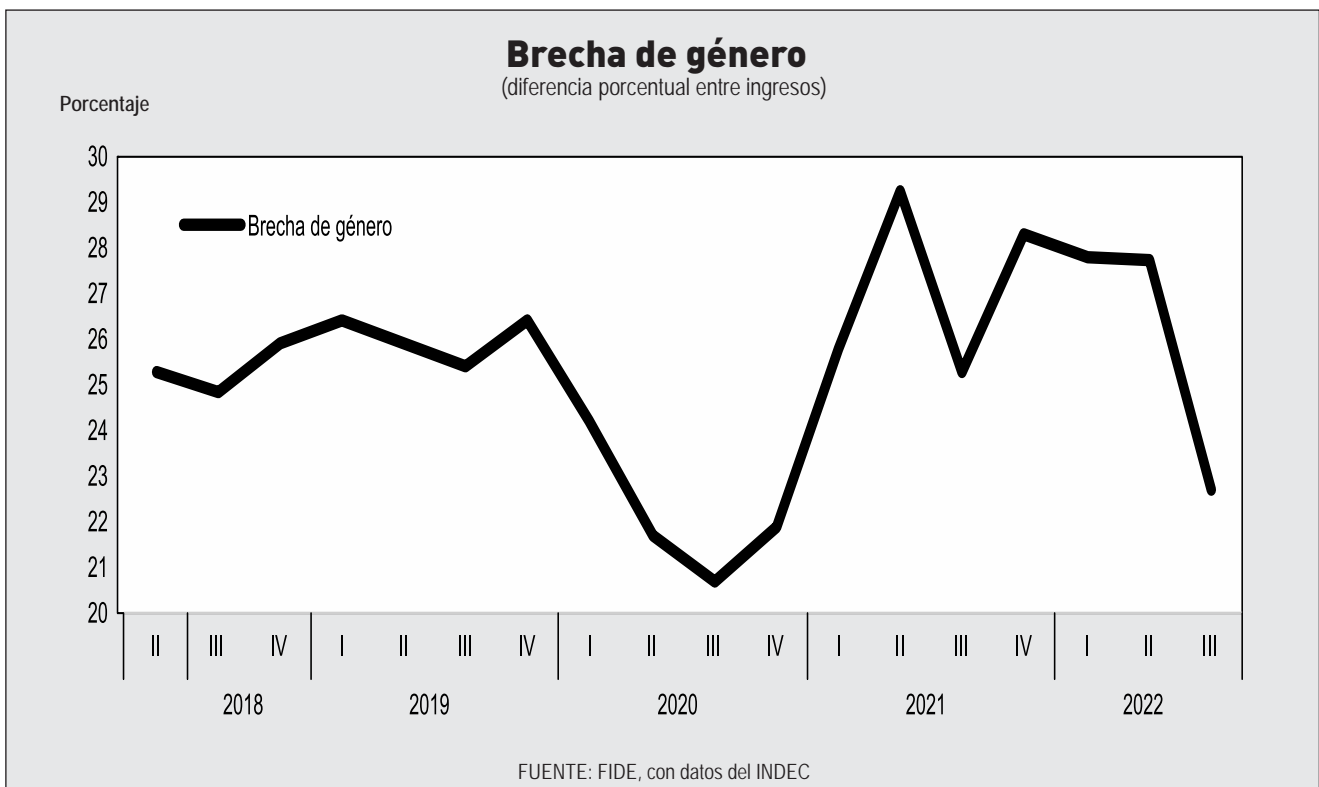
El ingreso per cápita familiar medio del décimo decil es 16,3 veces superior al ingreso medio del primer decil. Este número mejoró con respecto al tercer trimestre de 2021, cuando registró una brecha de 18,7 veces.

Antes de pasar al análisis de los hogares, veremos qué ocurrió con los asalariados formales e informales, o sea con y sin descuento jubilatorio, respectivamente. Según la EPH, el 61,8% de la población asalariada tiene descuento jubilatorio, con un ingreso medio de 104.790 pesos (+68,9% i.a.), en tanto que los asalariados sin descuento jubilatorio corresponden al 35,6% (el 2,5% restante incluye a los asalariados sin ingresos) y mantienen un ingreso promedio de 45.981 pesos (+68,4% interanual).

Además, se registró que en los primeros tres deciles hay más personas en condiciones laborales informales, y desde el cuarto en adelante la participación de asalariados formales es mayoritaria. Por ejemplo, en el decil uno la razón de informales y formales es aproximadamente de 9 a 1, mientras que esta relación se invierte en el décimo decil, donde la razón de informales y formales es de 1 a 9.

Con respecto a los hogares, primero debemos tener en cuenta que la agrupación en deciles implica que cada grupo esté conformado por distinta cantidad de personas. Podemos ver que en el decil de más bajos ingresos está el 14,5% de la población y en el segundo decil el 13,8%. Consecuentemente, en el decil nueve y diez están el 7,3% y el 6,1% de la población, respectivamente.

Al mirar los datos de ingresos, para el tercer trimestre de 2022 notamos que el ingreso promedio fue de 52.596 pesos per cápita familiar, un valor 68,5% mayor al registrado en el mismo trimestre de 2021, aunque un 5,1% más bajo en términos reales. La brecha de ingresos es tal que el ingreso per cápita familiar medio del décimo decil es 16,3 veces superior al ingreso medio del primer decil. Este número mejoró con respecto al tercer trimestre de 2021, cuando registró una brecha de 18,7 veces.





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



Panorama internacional 2023

Cambios en la política de COVID Cero en China

Desde el comienzo de la pandemia, la República Popular China implementó una de las políticas sanitarias más estrictas del mundo con el objetivo de mantener a raya las infecciones. Su estrategia, conocida como COVID Cero, se basó en el cierre de zonas donde aparecían nuevos brotes, pruebas masivas sobre la población y cuarentenas en lugares habilitados por el Gobierno. Esto tuvo consecuencias económicas locales y mundiales.

Hay que tener en cuenta que la performance en términos de contagios y muertes de ese país asiático fue muy distinta a la del mundo occidental. Gracias a esta estrategia, las infecciones y decesos por COVID-19 se minimizaron a niveles muy por debajo de los demás países. Si vemos los datos de la OMS, a mitad de diciembre del 2022 China solo ha confirmado cerca de 2 muertes y 684 casos por cada 100.000 personas. Por ejemplo, Estados Unidos reporta 325 muertes y más 29 mil casos, Francia 240 muertes y casi 58 mil casos, Alemania 192 muertes y 44 mil casos, Japón 42 muertes y más de 21 mil casos. En Latinoamérica la Argentina ha reportado 288 muertes y más de 21 mil casos, mientras que Brasil 325 muertes y casi 17 mil casos.

Sin embargo, el éxito sanitario fue conseguido a costa de la actividad económica. La política del COVID Cero

dañó especialmente el consumo de los hogares y el sector de los servicios. También se paralizó durante mucho tiempo el sector de esparcimiento, quebraron pequeños negocios e incluso se cerraron puertos temporalmente, afectando la cadena de suministros internacionales.

Desde el inicio de la pandemia, la política del COVID Cero priorizó el sostenimiento de la actividad industrial, considerada como actividad esencial, aunque no así el consumo de los hogares, que implica desplazamiento de personas, contacto y aglomeraciones. Y, si bien con el tiempo ambos componentes fueron recuperándose del shock pandémico, los sucesivos *lockdowns* selectivos terminaron afectando en mayor medida al consumo que a la producción industrial.

En 2020, a pesar de tratarse del año más severo del impacto de la pandemia, el PIB del país asiático logró expandirse un 2,3%. En 2021 el crecimiento se aceleró al 8,1%, gracias al efecto del rebote económico. Durante 2022 el crecimiento volvió a decaer, producto de las restricciones sanitarias. Las últimas proyecciones hechas por el FMI y la OCDE durante el mes de junio indicaron un crecimiento del 3,2% para 2022. Sin embargo, en la actualización del Banco Mundial las mismas fueron corregidas a la baja, proyectando un crecimiento de China del 2,7% para ese año. De ser ésta la tendencia, y exceptuando el año 2020, se prevé que sea la tasa de crecimiento más baja en más de cuarenta años, específicamente después de 1976.

Estas señales económicas tan pesimistas sobre la economía china, y cuyo impacto no se corresponde en ninguna otra economía del mundo, han tenido un efecto político en la estrategia del país asiático frente al COVID.

Luego de casi tres años ejecutando el plan COVID Cero, el gobierno chino anunció la “optimización” de su política sanitaria en los primeros días de diciembre. Es decir, un cambio de la estrategia desde que comenzó la pandemia y que significa la “flexibilización” de las restricciones impuestas. Se levantaron centros de testeo masivo, se limitaron los *lockdowns* selectivos y obligatorios, se quitaron requisitos de testeo, fueron levantadas restricciones para viajes y las cuarentenas pueden ser hechas en el hogar.

En primer lugar, y como mencionamos líneas arriba, para que la economía crezca tiene que expandirse el consumo, por lo que el fin de la inmovilidad motivará las actividades comerciales, de transporte de personas y aquéllas vinculadas con el turismo y el esparcimiento.

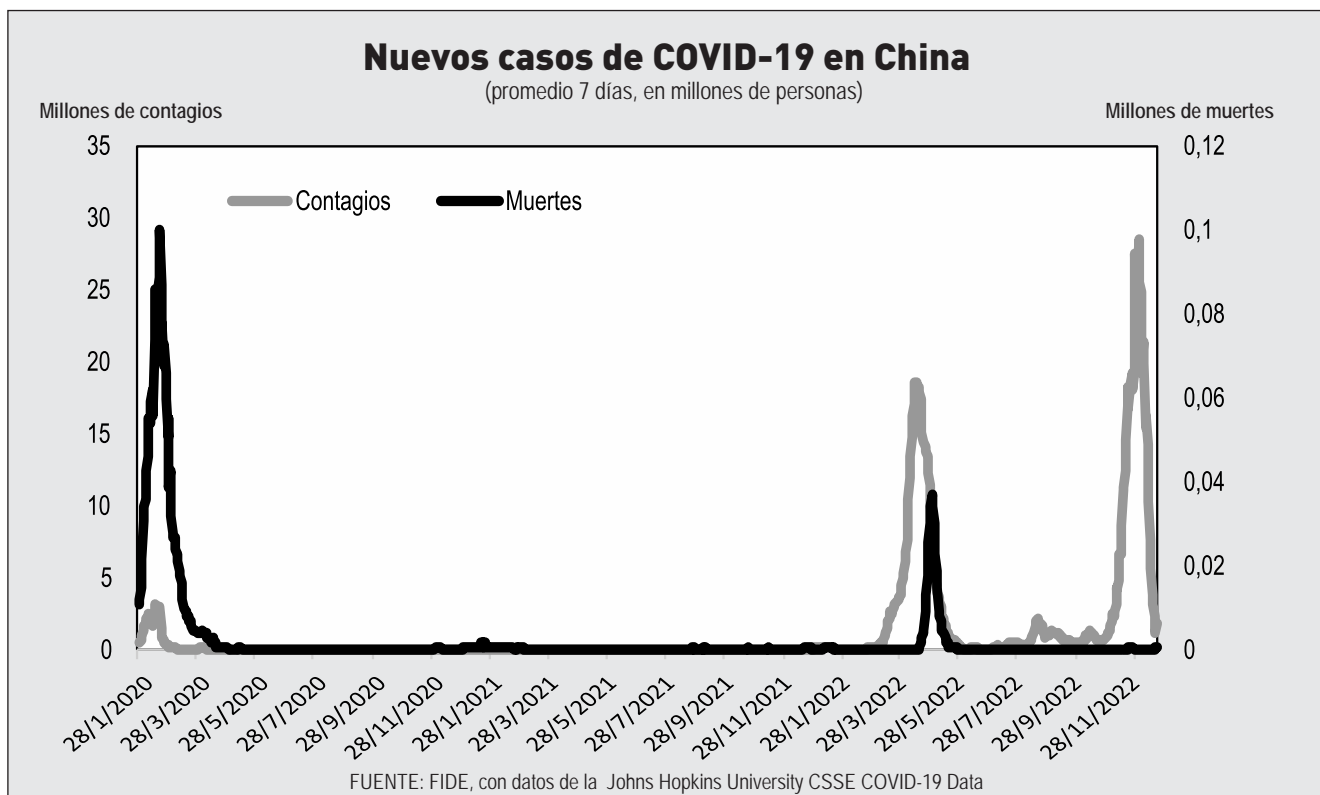
En segundo lugar, se llevaron a cabo protestas en distintos lugares de China en contra del COVID Cero por parte de la población, a la que se le ha hecho muy difícil sostener las condiciones de un encierro tan estricto. Durante estos tres años los cierres selectivos fueron impuestos ya sea a edificios como a condados enteros, que incluso provocaron escasez de alimentos, causando frustración e ira entre millones de personas.

En tercer lugar, la llegada de la variante Ómicron del coronavirus, de características más infecciosas aunque

menos letales, demostró a las autoridades chinas que era imposible rastrear el origen de los brotes de infección por la alta cantidad de personas asintomáticas y que, por lo tanto, el control sobre estos nuevos brotes requeriría una acción sanitaria aún más estricta, lo que implicaría asumir mayores daños a la economía.

Desde el inicio de la pandemia, la política del COVID Cero priorizó el sostenimiento de la actividad industrial, considerada como actividad esencial, aunque no así el consumo de los hogares, que implica desplazamiento de personas, contacto y aglomeraciones.

En cuarto lugar, hay que tener en claro que muchos de estos temas se solucionarían con más vacunas, como sucede en el resto del mundo. Oficialmente la tasa de vacunación de China está por encima del 90 %, pero la tasa de adultos vacunados cae a menos del 60% y para las personas de 80 años o más es poco más del 40%, según datos oficiales. Si bien el Gobierno alentó el uso de las vacunas, éstas nunca fueron obligatorias y se cree que el miedo o el escepticismo provocaron su rechazo entre millones de personas mayores.



Además, hay que tener en cuenta la menor efectividad de las vacunas chinas en comparación con las hechas en Occidente, sumado a que la población china no generó la llamada “inmunidad de rebaño” por el bajísimo contacto con el virus. Asimismo, diversos analistas vienen indicando que el sistema de salud parece no tener la capacidad suficiente, ya que la cantidad de médicos, enfermeros y unidades UCI por miles de personas está muy por debajo de la de los países desarrollados.

Todo parece indicar que China se encamina a un cambio de etapa, donde la política tan radical de COVID Cero no será más prioridad. A nivel nacional, menores restricciones implicarán, por un lado, mayores contagios y posiblemente mayores muertes. Sin embargo, por otro lado esa política implicará, muy posiblemente, una mejor performance económica, tanto local como internacional.

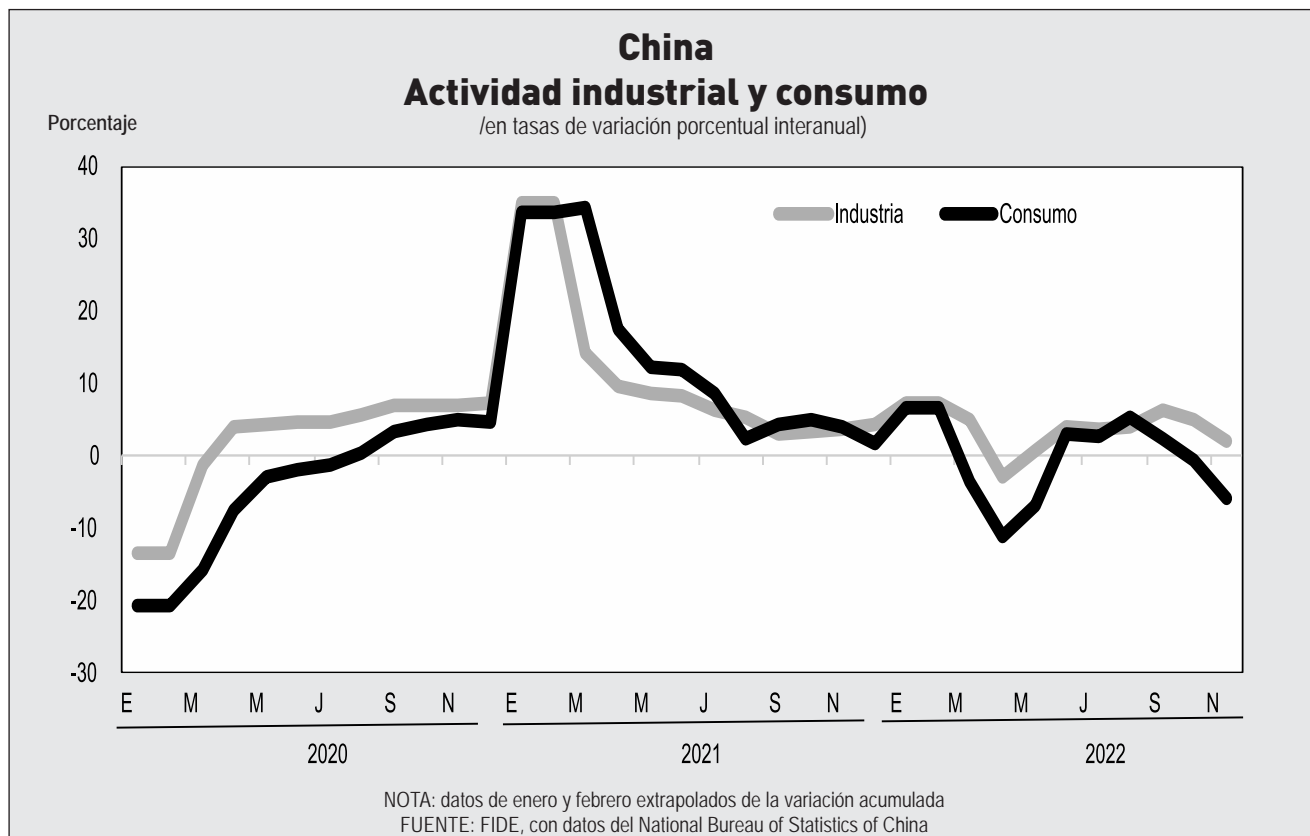
Todo esto hace concluir que ese país asiático se encamina a un cambio de etapa, donde la política radical de COVID Cero no será más prioridad, un aspecto que tendrá impactos nacionales e internacionales.

A nivel nacional, menores restricciones implicarán, por un lado, mayores contagios y posiblemente mayores muertes. Según información de la Johns Hopkins University, durante la primera quincena de diciembre se registraron picos de contagios de más de 27 millones de personas y un récord de muertes por COVID desde el inicio de la pandemia.

Sin embargo, por otro lado esa política implicará, muy posiblemente, una mejor performance económica, tanto local como internacional. A nadie escapa que, a nivel mundial, la economía china es un jugador muy importante en la producción y el comercio.

Hace algunas semanas se celebró la “Central Economic Work Conference”, instancia reconocida por ser la reunión más importante sobre temas económicos en China. En ella, y en línea con la política de flexibilización sanitaria, las autoridades anunciaron su deseo de volver al crecimiento sostenido y restaurar la confianza de empresarios y consumidores, la cual mostró índices históricamente bajos en estos últimos meses. Se indicó la importancia de expandir la obra pública, lo que implicará un aumento del déficit, bonos de propósitos especiales y subsidios sobre intereses.

Esto nos lleva a las perspectivas para 2023. Meses



atrás, el FMI y la OCDE esperaban un crecimiento para la economía china de entre el 4,4% y el 4,7% para 2023. Ya a comienzos de año, la agencia Morgan Stanley mejoró sus proyecciones para 2023, del 5% al 5,4%.

Entre las razones de este moderado optimismo se destacan el sostenimiento de los precios y la demanda de materias primas alimenticias, energéticas y sus efectos expansivos sobre la periferia, el abastecimiento de las redes globales de comercio y producción industrial y el relajamiento en los cuellos de botella logísticos y sus secuelas sobre la inflación mundial.

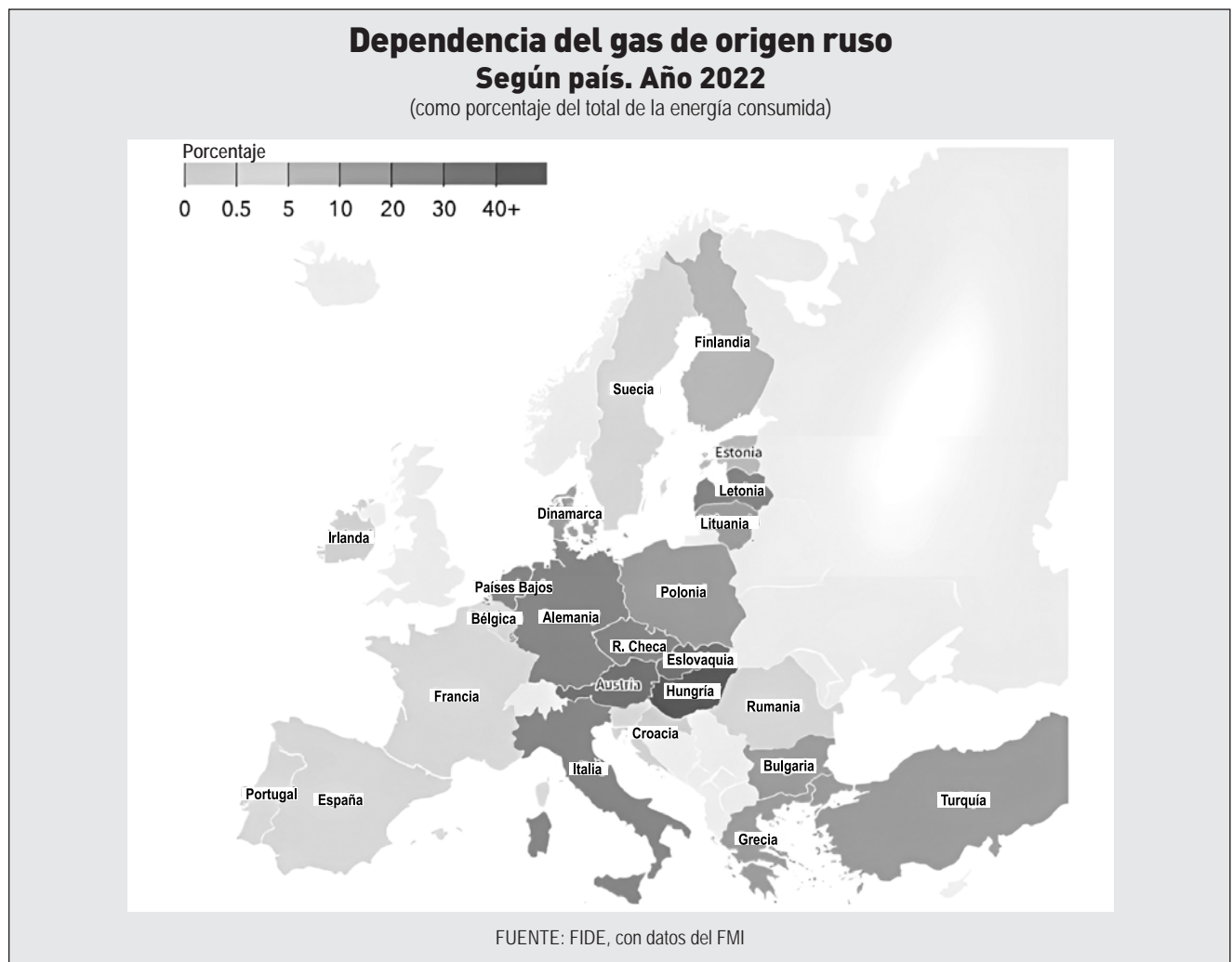
China debería buscar herramientas en el corto plazo para aumentar la vacunación y la capacidad en el sistema de salud con el fin de transitar una nueva etapa postpandemia. Asimismo, desde el plano económico y social, el crecimiento del mercado interno como nueva fuente de demanda indica que el progreso económico de la mayoría de la población no debería ser postergado.

Igualmente, el panorama global 2023 continúa siendo recesivo. La economía internacional aún sigue resentida por los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva en EE.UU. y el resto de Europa y la pérdida global de ingresos.

Según las últimas proyecciones del Banco Mundial, la economía mundial crecerá un 1,7%, con EE.UU. registrando un aumento del 0,5%, Europa un 0%, China el 4,3%, India el 6,6% y Brasil un 0,8%. El comercio mundial crecerá solo el 1,6%, mientras los precios de commodities se sostendrían a los niveles del cierre de 2022.

El “redescubrimiento” de la inflación no monetaria y la política de tasas en los países centrales

El panorama para inicios de 2023 indica que el shock inflacionario en los países centrales comienza a moderarse. Tal moderación presumiblemente de lugar



a un relajamiento de la política monetaria contractiva y, sin que ello implique una baja de tasas de interés, sí permitiría relajar el ritmo acelerado de las subas.

Según las estadísticas recopiladas por la FED para los EE.UU., luego de que en junio la dinámica de precios tocó un máximo de incrementos anuales del 9%, en noviembre la inflación ya se ubica en el 7%. En cuanto al Reino Unido, la Oficina Nacional de Estadísticas informó una moderada desaceleración de la inflación, al rango del 9,3%, tras 16 meses de aceleración. En los países que componen la Zona Euro la inflación también comenzó a disminuir tras alcanzar su máximo en octubre último, desde el rango de aumentos del 10,6% al 9,2% anual en el reciente mes de diciembre.

En el último año, aunque partiendo de niveles muy bajos, hemos presenciado uno de los procesos de suba de tasas de interés más acelerado de la historia. Esta trayectoria solo ha sido superada por la política monetaria contractiva de 1972 (período de la crisis del petróleo) y 1979 (el “shock Volker”).

En este marco, ha emergido un acalorado debate académico y de hacedores de política monetaria acerca de cómo debería llevarse adelante la política antiinflacionaria y los costos de mantener elevadas tasas de interés en los países desarrollados.

En el último año, aunque partiendo de niveles muy bajos, hemos presenciado uno de los procesos de suba de tasas de interés más acelerados de la historia. Esta trayectoria solo ha sido superada por la política monetaria contractiva de 1972 (período de la crisis del petróleo) y 1979 (el “shock Volker”).

Según información oficial, en los años ‘70 la suba de tasas para el conjunto de países desarrollados del G7 aumentó hasta 670 puntos básicos entre el momento en que comenzó el carácter restrictivo de la política monetaria y su pico máximo. A su vez, no ocurrió lo mismo en todos los países. En los EE.UU. en particular, la suba llevada adelante por la FED fue más pronunciada que en el resto. Según registros oficiales, entre 1975 y 1981 aumentó en más de 1300 puntos básicos.

Actualmente se viene registrando un aumento de tasas

de interés que ya supera los 300 puntos básicos en 10 meses para el promedio de los países desarrollados del G7 en el año 2022. En el caso de EE.UU., la suba de tasas de interés de referencia de la FED fue aún mayor, y para el mismo período implica un aumento de 400 puntos básicos.

A partir de este proceso se ha desatado una serie de interrogantes, tanto prácticos como teóricos. En el plano práctico, la principal preocupación de los analistas tiene que ver con el momento en el cual terminarán las subas de tasas de interés, los niveles de consumo comenzaran a recuperarse y cuál será el efecto final de todo este proceso en términos de empleo y stock de riqueza financiera. Es decir, la pregunta sobre el inicio del nuevo ciclo de negocios.

En cuanto al plano teórico, y aunque aún se trata de un debate en formación, existen múltiples aristas que vienen apareciendo.

Este intercambio fue iniciado por el ex economista-jefe del FMI Oliver Blanchard y del mismo han participado diversos académicos de países centrales de la corriente no ortodoxa, como Paul Krugman, Larry Summers, Mark Lavoie, James K. Galbraith y Adam Tooze, entre otros.

En el plano práctico, la principal preocupación de los analistas tiene que ver con el momento en el cual terminarán las subas de tasas de interés, los niveles de consumo comenzaran a recuperarse y cuál será el efecto final de todo este proceso en términos de empleo y stock de riqueza financiera. Es decir, la pregunta sobre el inicio del nuevo ciclo de negocios. En cuanto al plano teórico, y aunque aún se trata de un debate en formación, existen múltiples aristas que vienen apareciendo.

El interrogante central tiene que ver con un conjunto de cuestionamientos a la teoría de la inflación de demanda vigente en la ortodoxia económica. En particular, se intenta “recharacterizar” el fenómeno inflacionario en los países centrales como un proceso que no es estrictamente monetario ni totalmente generado por los excesos de demanda, sino que tiene componentes de costos, inercia y puja distributiva.

Esto tiene muchas aristas. En primer lugar, y a nivel mundial, existe un fenómeno de shock de costos desatado por los problemas logísticos de la pandemia y la guerra en Europa que han afectado la dinámica precios y salarios que se venía registrando en las economías desarrolladas en los últimos 20 años.

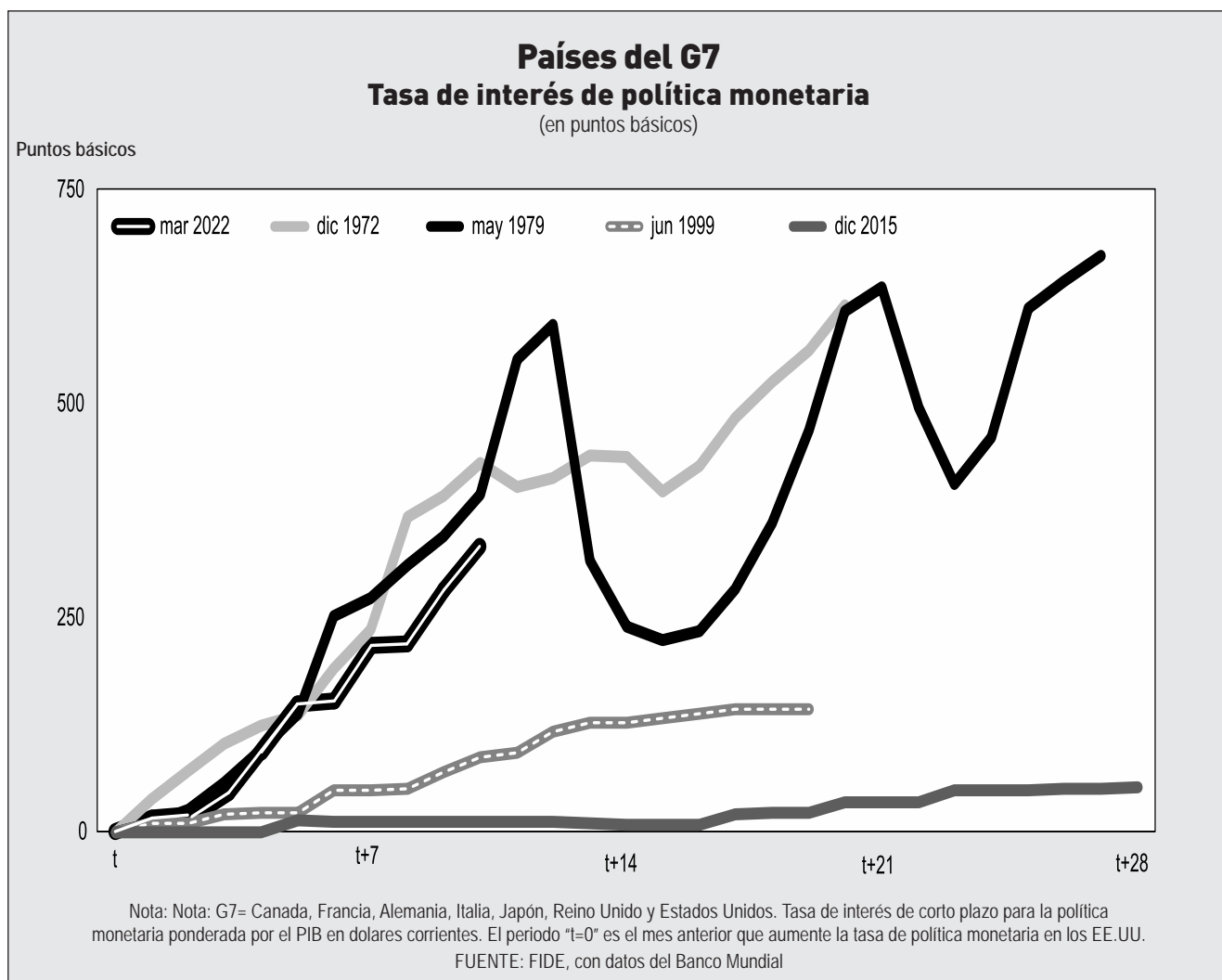
Desde inicios de este siglo se observó un período de dos décadas indicado como “de la gran moderación” donde, en la mayoría de los países desarrollados, se convivió con distintas combinaciones de política monetaria, fiscal y desempleo, pero con baja inflación. Ello estableció una serie de regularidades que venían ordenando los modelos de los bancos centrales en la llamada “curva de Philips”. Este panorama cambió con la pandemia, se agudizó con la guerra y la parametrización de variables no es tan “insensible” como se pensaba.

En segundo lugar, el *mainstream* otorga poco peso a “los efectos distributivos de la inflación”. Para el enfoque

convencional, la inflación es un fenómeno de exceso de demanda, donde los componentes financieros y monetarios son centrales. Para tener menor inflación el enfoque ortodoxo indica que hay que llevar adelante una política que suba las tasas de interés, reduzca el gasto público y “enfrie la economía”. De ese modo, aumentaría el desempleo por encima del de la tasa natural (NAIRU, por sus siglas en inglés), la dinámica de salarios y precios tendería a moderarse y con ello bajaría la inflación.

Sin embargo, esto parece no suceder. En especial en el período actual, donde los shocks de oferta son cada vez más relevantes. Por ello, apoyarse estrictamente en la política monetaria para cumplir ese objetivo puede resultar muy costoso.

Y éste fue el punto de partida en el cual Blanchard se apoyó y dio comienzo al debate. Aún sin salirse demasiado del paradigma tradicional, el ex funcionario del FMI indicó que, en el fondo, la inflación siempre



Perspectivas de crecimiento para América Latina en 2023

En su informe de cierre de año “*Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2022*”, la CEPAL indicó una corrección a la baja en el crecimiento regional para el año que comienza. Según el organismo, las economías de América Latina y el Caribe crecerán, en conjunto, un 1,3% a lo largo de 2023. Entre las economías más grandes, el país que se espera crezca más será Venezuela, con un 5%, mientras que Brasil y México sólo tendrán una expansión del 0,9% y 1,1%, respectivamente. El que menos crecerá será Chile, con una caída del PIB del 1,1%. En el caso de la Argentina, la CEPAL espera un crecimiento del 1% para el año que comienza, la mitad de las previsiones oficiales reflejadas en el Presupuesto.

Estos números tienden a revertir la buena dinámica de la actividad observada durante la postpandemia. En 2022 la región ha crecido un 3,7%, casi 1,5 puntos porcentuales más de lo esperado a comienzos de año, y continuando el período de crecimiento del año 2021, que había sido un 6,2%.

En el balance de la última década, América Latina ha desacelerado sustancialmente su performance productiva. El crecimiento promedio de la región entre 2012 y 2023, equivalente a 0,9%, sería más bajo que aquél experimentado durante la llamada “década perdida” en los años ochenta, que fue del 2%.

Las razones de esta desaceleración son transversales a todas las economías de la región y se deben a un panorama internacional en continuo deterioro de los términos de intercambio, al menor crecimiento de Europa y EE.UU., la incertidumbre por la pandemia y la guerra de Ucrania.

También, según la CEPAL, el mundo pasaría de crecer un 3,1% en 2022 al 2,6% en 2023, en un escenario donde la mayoría de las economías desarrolladas experimentarán tasas de crecimiento cercanas a cero o negativas, como en el caso del Reino Unido.

La región es heterogénea y los shocks globales impactan de manera distinta. Los principales factores que explican la caída en la demanda y la actividad en Sudamérica son el bajo dinamismo de China (países como Brasil, Chile, Perú y Uruguay destinan más del 30% de sus exportaciones a ese destino), menores precios de materias primas y el efecto de la inflación, por un lado, sobre los ingresos de

los trabajadores y trabajadoras y, por el otro, imprimiendo un sesgo contractivo a la política fiscal y monetaria.

En Centroamérica y México se indica que el menor crecimiento de los Estados Unidos, el principal socio comercial y fuente de remesas, impactará negativamente sobre el consumo privado. Por otro lado, los menores precios en productos básicos favorecerían a estas economías, pues varias de ellas son importadoras netas de alimentos y energía.

En cuanto al Caribe, la CEPAL destaca el efecto de la inflación sobre los ingresos reales y el consumo y la desaceleración de los flujos de turismo, los cuales no han recuperado los niveles prepandemia.

Estimaciones CEPAL sobre el crecimiento del PIB

(en tasa de variación anual)

	2022	2023
Mundo	3,1	2,6
América Latina y el Caribe	3,7	1,3
Argentina	4,9	1,0
Bolivia	3,5	2,9
Brasil	2,9	0,9
Chile	2,3	-1,1
Colombia	8,0	1,5
Ecuador	2,7	2,0
Paraguay	-0,3	4,0
Perú	2,7	2,2
Uruguay	5,4	2,9
Venezuela	12,0	5,0
México	2,9	1,1
Resto del mundo		
Estados Unidos	1,9	0,7
Japón	1,7	1,4
Reino Unido	4,2	-0,5
Zona Euro	3,2	0,3
China	3,3	4,4
India	6,8	6,1
Federación de Rusia	-3,4	-2,5

FUENTE: FIDE, con datos de CEPAL

implica “empresas, trabajadores y gobierno que suben los precios o salarios, dados ciertos costos de otras empresas”. Por ello, subir tasas de interés, cuando se trata de un problema de “fijación de precios”, es bastante ineficiente. Entonces, los precios siempre tienen en el fondo un tema de “conflicto distributivo”. Si la economía está “muy sobrecalentada”, la política de fijación de precios y salarios se exagera; si la economía está “enfriada”, la política de márgenes y de salarios se modera.

Esto último fue retomado por el resto de los autores. El conflicto distributivo ha sido enfatizado especialmente por los economistas más postkeynesianos, aunque solo fue indicado como relevante para discusión de la inflación y tasas por el resto.

Por un lado, se coincide en que la política monetaria no será suficiente para combatir una inflación generada por la pandemia y la guerra sin pagar elevados costos de empleo y actividad económica. Incluso podría darse el caso en que existan costos muy elevados que superarían en gran medida los beneficios de tener una inflación controlada.

Entre las intervenciones cercanas a la visión estándar se destacó la de Paul Krugman. Utilizando la analogía de un partido de fútbol para explicar la dinámica de los precios en inflación, indicó que: “Pensemos en un evento deportivo en el que todos se ponen de pie para tener una mejor vista de la acción, lo que colectivamente es contraproducente. Controlar la inflación induciendo una recesión es como detener la acción en el campo hasta que todos se sientan de nuevo. Funciona, pero a un costo”.

Luego encontramos el grupo de economistas postkeynesianos, entre los que se destacan Galbraith, Adam Tooze y Lavoie, donde se enfatizó sobre la cuestión distributiva y la importancia de los acuerdos de precios como mecanismos efectivos para moderar la inflación, sin necesidad de acudir a recetas ortodoxas asociadas a una fuerte suba de tasas. En el caso de Lavoie, se indica la posibilidad de establecer puntos de diálogo entre los enfoques heterodoxos y ortodoxos sobre la inflación.

Cualquiera sea el caso, en todo este debate apareció muy presente la idea de “inflación inercial”, algo que

los economistas estructuralistas de América Latina han estudiado desde hace más de 60 años. Es decir, una dinámica de aumento de precios “porque han aumentado el precio de los insumos y los salarios en el pasado”, una especie de rueda de los aumentos de precios que transmiten la inflación del pasado hacia el futuro, pudiendo incluso perdurar por un período extendido en el tiempo y aún con una economía en recesión y elevado desempleo.

Nos parece interesante subrayar una serie de conclusiones interesantes de este breve pero intenso intercambio. Por un lado, se coincide en que la política monetaria no será suficiente para combatir una inflación generada por la pandemia y la guerra sin pagar elevados costos de empleo y actividad económica. Incluso podría darse el caso en que existan costos muy elevados que superarían en gran medida los beneficios de tener una inflación controlada.

Por otro, aunque con matices, también se coincide en que debería aceptarse que la inflación tardará más tiempo en volver a un nivel bajo (digamos menor al 2%, como estaba configurado en los modelos de Europa y EE.UU. en la prepandemia). Además, se deben integrar otras herramientas, como una activa intervención del Gobierno en la coordinación de precios y salarios, subsidios a los precios de la energía y regulación de márgenes de ganancia.

Por otro, aunque con matices, también se coincide en que debería aceptarse que la inflación tardará más tiempo en volver a un nivel bajo. Además, se deben integrar otras herramientas, como una activa intervención del Gobierno en la coordinación de precios y salarios, subsidios a los precios de la energía y regulación de márgenes de ganancia.

Finalmente, entre los más heterodoxos se expresa la idea de poner en cuestionamiento la validez del paradigma de “metas de inflación”. Se menciona que es un rasgo de la política neoliberal establecida con fuerza a finales de la década del '70 y profundizada desde los inicios de este siglo, a partir del cual los bancos centrales, y la FED en particular, indican los límites a que la economía puede expandirse y mejorar la distribución del ingreso, y moverse internacionalmente los ciclos de liquidez y ganancias financieras.

Actividad económica nacional y provincial

Seguimiento de indicadores relevantes

Sector	Unidad	2021	2022					
			I trim.	II trim.	III trim.	Octubre	Nov.	Dic.
TOTAL NACIONAL								
EMAE	Var i.a %	10,4	6,0	6,9	5,8	4,5	s/i	s/i
Actividad Industrial	Var i.a %	15,8	3,8	8,0	5,8	3,6	1,4	s/i
Construcción	Var i.a %	30,9	1,2	11,8	5,9	-0,9	-1,5	s/i
Comercio interno	Var i.a % ventas	11,6	17,7	1,3	-3,0	-3,2	-3,1	2,7
CAPITAL FEDERAL								
Autos	Miles de patentamientos	71,6	19,7	19,5	22,8	6,5	7,0	4,3
	Var i.a %	-0,2	-5,1	12,2	26,7	14,4	21,9	6,4
Motos	Miles de patentamientos	18,9	4,4	5,2	4,9	1,4	1,7	1,3
	Var i.a %	13,9	1,9	21,4	-8,9	-22,5	-6,2	-5,8
Viviendas	Miles de escrituras	28,8	5,3	8,4	9,4	3,0	3,4	s/i
	Var i.a %	53,7	-5,1	26,7	20,9	15,5	18,5	s/i
BUENOS AIRES								
Metalmecánica	Var i.a %	18,8	3,3	9,3	7,5	4,3	s/i	s/i
Autos	Miles de patentamientos	107,0	30,3	28,3	30,7	8,8	9,4	5,4
	Var i.a %	-9,1	-9,6	7,2	14,9	15,7	18,0	13,4
Motos	Miles de patentamientos	114,5	34,5	36,7	33,3	10,7	11,8	9,9
	Var i.a %	55,5	31,2	53,5	0,0	-5,6	3,0	7,8
Trigo	Mill. ha. sembradas	2,8	...	2,6	2,5(1)	...	...	...
	var i.a %	10,6	...	-5,3	-2,4(1)	...	...	...
	Mill de tn. producción	10,5	...	9,7	7,6(1)	...	...	...
	var i.a %	4,2	...	-7,6	-21,3(1)	...	...	...
Molienda de trigo	Miles de tn.	3.057,4	707,0	776,9	804,5	234,6	243,0	
	Var i.a %	-1,4	-2,0	-4,0	-3,7	-4,9	7,9	
Soja	Mill. ha. sembradas	5,3	...	5,0	...	...	...	...
	var i.a %	2,3	...	-4,7	...	...	...	...
	Mill de tn. producción	13,5	...	13,5	...	...	...	...
	var i.a %	-10,8	...	0,0	...	...	...	...
Aceite de soja	Miles de toneladas	188,0	25,0	30,7	48,9	18,6	19,2	s/i
	Var i.a %	-29,3	-9,2	1,2	-7,9	-34,2	-24,2	s/i
Aceite de girasol	Miles de toneladas	770,3	112,0	306,7	236,8	35,3	56,6	s/i
	Var i.a %	32,1	-19,7	5,8	9,3	-19,8	20,5	s/i
Carne vacuna (2)	Miles de cabezas faenadas	4.545,5	1100,3	1173,3	1192,2	384,9	404,2	s/i
	Var i.a %	-7,3	-1,2	5,8	2,8	2,1	4,7	s/i
Viviendas	Miles de escrituras	88,2	14,5	23,0	26,0	8,1	9,3	s/i
	Var i.a %	57,6	-8,1	11,9	13,6	8,6	6,9	s/i
Demanda de energía total regional	Prom. en miles de MHW5,8	5,6	6,3	6,2	5,0	5,6	s/i	
	Var i.a %	4,9	0,8	7,3	-0,5	-3,9	7,6	s/i

(1) Estimaciones en base a la Bolsa de Comercio de Comercio de Rosario (BCR), para la campaña 2022/23.

(2) Estadísticas nac., % de variación provincial.

(-) Próxima a publicar.

s/i: Sin información.

(...) Información anual.

FUENTE: FIDE con datos de fuentes oficiales y privadas.

Casas inteligentes

Dueños inteligentes.

Y un banco que piensa en ellos.



BANCO
Hipotecario

El Banco del Hogar



Cada argentín@ alienta

Sponsor Oficial de la Selección Argentina

*primero
la gente*



Banco Nación

Cada argentín@ cuenta