



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 46 - Edición N° 1092 - 12 de Enero de 2024

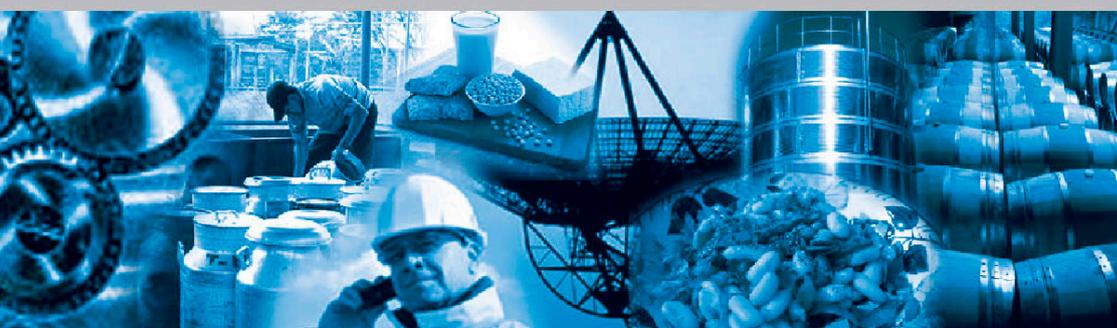
### ¿Pueden el Congreso, la Justicia o la inflación trabar la economía en 2024 como ocurriera en 2019 tras las PASO de agosto?

Jorge Vasconcelos

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

Por la devaluación y por la necesidad de cerrar en forma simultánea los desequilibrios externo y fiscal, pueden encontrarse analogías entre el 2019 y lo que puede esperarse para 2024, aunque una inflación mensual que en el presente multiplica por 6 ó 7 la tasa mensual de 2019, hace más inestable e impredecible el escenario del corriente año. Existen incógnitas a nivel gobernabilidad y la suerte que corran en el Congreso y en el plano judicial el DNU y el Proyecto de Ley Omnibus, pero también debe monitorearse el ritmo al que pueda moderarse la inflación de aquí a abril, ya que esta variable es clave tanto en términos de competitividad de exportaciones como de "la calle", es decir, el grado de conflictividad social que pueda experimentarse. El dato positivo de una recuperación de reservas del Banco Central, con compras netas de divisas por 3,8 mil millones de dólares desde el cambio de gobierno, puede estar reflejando un cambio de portafolio (temporal) pero también un incipiente movimiento hacia terreno positivo de la cuenta corriente del balance de pagos, siendo que en 11 meses hasta noviembre contabilizaba un déficit de 6,5 mil millones de dólares en concepto de caja (posiblemente 10,0 mil millones adicionales en el devengado). En ausencia de flujos de capitales significativos, que el Central logre sostener el ritmo de acumulación de reservas será por reflejo de mayor ahorro y/o menor gasto al interior de la economía, un escenario en el que las presiones inflacionarias pueden encontrar más contención. Sin embargo, el superávit de la cuenta corriente del balance de pagos (espejo de la relación ahorro/inversión) es una variable extremadamente sensible a la evolución del tipo de cambio real.

Edición y compaginación  
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

Por la devaluación y por la necesidad de cerrar en forma simultánea los desequilibrios externo y fiscal, pueden encontrarse analogías entre el 2019 y lo que puede esperarse para 2024, aunque una inflación mensual que en el presente multiplica por 6 ó 7 la tasa mensual de 2019, hace más inestable e impredecible el escenario del corriente año. Existen incógnitas a nivel gobernabilidad y la suerte que corran en el Congreso y en el plano judicial el DNU y el Proyecto de Ley Omnibus, pero también debe monitorearse el ritmo al que pueda moderarse la inflación de aquí a abril, ya que esta variable es clave tanto en términos de competitividad de exportaciones como de "la calle", es decir, el grado de conflictividad social que pueda experimentarse. El dato positivo de una recuperación de reservas del Banco Central, con compras netas de divisas por 3,8 mil millones de dólares desde el cambio de gobierno, puede estar reflejando un cambio de portafolio (temporal) pero también un incipiente movimiento hacia terreno positivo de la cuenta corriente del balance de pagos, siendo que en 11 meses hasta noviembre contabilizaba un déficit de 6,5 mil millones de dólares en concepto de caja (posiblemente 10,0 mil millones adicionales en el devengado). En ausencia de flujos de capitales significativos, que el Central logre sostener el ritmo de acumulación de reservas será por reflejo de mayor ahorro y/o menor gasto al interior de la economía, un escenario en el que las presiones inflacionarias pueden encontrar más contención. Sin embargo, el superávit de la cuenta corriente del balance de pagos (espejo de la relación ahorro/inversión) es una variable extremadamente sensible a la evolución del tipo de cambio real.

A propósito de la comparación entre 2024 y 2019, hay que tener en cuenta que en aquel año el tipo de cambio real promedio fue un 15 % más elevado que el de 2018 y casi un 40 % superior al de 2017. La balanza comercial, por su parte, pasó de un déficit de 3,7 mil millones de dólares en 2018 a un superávit de 16,0 mil millones en 2019.

Un dato interesante es que la dinámica de precios relativos que llevó a un peso más depreciado en términos reales y a un cambio de signo de casi 20 mil millones de dólares de la balanza comercial entre 2018 y 2019, ocurrió sin una aceleración significativa de la tasa de inflación, ya que la variación del IPC fue de 47,6 % interanual en 2018 a 53,8 % en 2019. En buena medida esto ocurrió por el predominio de políticas fiscales y monetarias contractivas, y de una fuerte recesión registrada entre fin de 2018 y principios de 2019. El resultado primario del sector público nacional, que en 2017 había sido deficitario en 3,8 % del PIB, pasó a un rojo de 2,3 % en 2018 y de sólo 0,4 % en 2019. En dos años el ajuste fiscal fue de 3,4 puntos del PIB.

Respecto del nivel de actividad, el primer trimestre de 2019 marcó una caída del PIB de 5,9 % interanual, con un derrumbe simultáneo de importaciones y de la inversión, del 25 % interanual. Interesa subrayar que en el segundo trimestre de 2019 ya se había experimentado un rebote, con una variación positiva de 0,6 %. Cabe recordar que el 2018 había sido un año de severa sequía, por lo que la normalización del clima significó una contribución positiva de la agroindustria de 1,5 puntos a la variación del PIB de 2019, fenómeno que explica el dato del segundo trimestre de ese año. Sin

embargo, el 2019 terminó con una caída del PIB del 2,0 % interanual, explicada por el brusco cambio de expectativas desatado tras el resultado de las PASO de agosto, cuando pasó a descontarse el triunfo de Alberto Fernández en las presidenciales de octubre.

Vale decir, en 2019 hubo un “antes y un después” de las PASO de agosto, y lo que importa subrayar es que los datos del segundo trimestre de aquel año mostraban un rebote significativo de la economía, por la dinámica impuesta por el cambio de precios relativos en el contexto apuntado.

El 2024 está arrancando con una severa contracción del nivel de actividad, y todo indica que la caída interanual del primer trimestre será intensa como la del primer trimestre de 2019 (sólo por efecto arrastre estadístico podría ser algo menor). Continuando la analogía, por efecto de la recuperación de la cosecha, el segundo trimestre podría acercarse a una variación nula del PIB, si es que entre abril y junio el rebote de la agroindustria supera el 70 % interanual. En el año, el aporte de este sector a la variación del PIB puede alcanzar a 1,7 puntos porcentuales ¿Qué ocurrirá en el segundo semestre con el resto de la economía?. En 2019, las PASO de agosto marcaron un quiebre en la dinámica de las variables. En cambio, siendo el 2024 un año “no electoral”, lo equivalente a las “PASO” tendría que venir de un desaire del Congreso y/o la justicia, o de un comportamiento más adverso de la inflación.

El waiver acordado con el FMI, por el cual se reflota el Crédito de Facilidades Extendidas y, luego de la aprobación del directorio, habilita desembolsos por 4,7 mil millones de dólares, despeja para la primera parte del año una de las principales incógnitas sobre el sector externo. Con esa cifra, la Argentina cubre el 83 % de los compromisos con el organismo desde diciembre pasado a abril de este año. Las condiciones del waiver son una ratificación de la meta fiscal del gobierno, de un ajuste de 5,0 puntos del PIB, de los cuales 2/3 dependen del Ejecutivo y 1/3 de leyes pendientes de aprobación; junto con una meta de acumulación de reservas netas de 7,3 mil millones de dólares en el año calendario, menos exigente que la que se presumía.

Cuando el gobierno y el staff comiencen a ordenar sus “papeles de trabajo”, de cara a la revisión del acuerdo prevista para abril/mayo, el trámite puede ser menos sencillo. Más si la Argentina procura “plata fresca” del organismo, partiendo del hecho que, entre mayo y diciembre, la diferencia entre desembolsos y vencimientos arroja un saldo negativo para el país del orden de los 800 millones de dólares.

Para ese momento (entre abril y mayo) aparte del balance que ya pueda hacerse de objetivos e instrumentos disponibles para completar el ajuste fiscal, la lupa estará puesta en el “cómo sigue” el funcionamiento del mercado cambiario.

Por un lado, el clima permite prever que, como sucedió en 2022, el potencial de liquidación de agrodólares habrá de estar por encima de los 3,0 mil millones de dólares/mes entre marzo y julio, una diferencia significativa con el 2023. Por el otro, se podrá cuantificar cuanto hubo de cambio de precios relativos y cuanto de “aceleración

inflacionaria” entre diciembre y marzo, clave para evaluar si; a) el gobierno habrá de poder mantener una pauta de deslizamiento cambiaria del 4 al 5 % mensual (se supone que el “2,0%” ya habrá sido abandonado); b) habrá de persistir el esquema de 80 y 20, por el cual los exportadores pueden liquidar un quinto de sus operaciones a través del mercado libre (CCL); c) si los pagos de importaciones podrán ser completamente normalizados, respetando la meta de incremento de las reservas.

Se subraya este punto porque hay riesgo de incurrir en atraso cambiario para marzo/abril, justo cuando los chacareros deberán decidir a qué ritmo liquidan la cosecha.

En principio, un buen punto de referencia es el dólar de exportación de noviembre pasado, con un “blend” que determinó un tipo de cambio efectivo de 485 pesos por dólar. Si la inflación acumulada en los cuatro meses que van de diciembre a marzo fuera del orden del 110 % y la brecha cambiaria pudiera mantenerse en el 50 %, entonces el tipo de cambio efectivo de exportaciones quedaría por debajo del de noviembre (en términos reales) hacia principios de marzo.

La inflación núcleo de diciembre, del 28,3 %, no ayuda a despejar incógnitas a la hora de proyectar el tipo de cambio real para el futuro cercano. Es cierto que hay una decisión firme de dejar de emitir por motivos fiscales, y que todo indica que en el primer trimestre las cuentas del sector público pasarán a ser superavitarias. Esto por el impacto positivo de la devaluación sobre los ingresos tributarios asociados al comercio exterior y un gasto que se habrá de mantener bajo control, incluidas las partidas de jubilaciones, con una fórmula de ajuste que queda rezagada cuando se acelera la inflación.

Sin embargo, hay inercia en los factores de expansión monetaria, por lo que continúan acumulándose pasivos remunerados del Central como principal instrumento de esterilización. Desde el 11 de diciembre, el stock de pasivos (antes Leliq) se incrementó en 7,7 billones de pesos, como forma de acotar la variación de la base monetaria a un ritmo del 2,0 % mensual (de 9,8 a 10 billones de pesos). En este período, los factores de expansión de la base monetaria han sido; 2,8 billones por la acumulación de reservas; 7,7 billones por intereses de los pasivos remunerados, contratos de futuros y otros; compensados parcialmente por una absorción de 2,5 billones explicada por operaciones del Tesoro. Aunque hay una política destinada a licuar los pasivos del Central, con tasa real fuertemente negativa, esa dinámica se ha atenuado, pero no revertido.

Asimismo, el proceso de recomposición de precios relativos apenas si se ha iniciado. Obsérvese que, contabilizando los datos de diciembre del índice de precios, recién publicados, y comparando con el set de igual mes de 2019, subsiste una gran dispersión. En cuatro años, punta a punta, la variación del tipo de cambio oficial es de 970 %, pero se encuentran ítems (vehículos, textiles) que se han incrementado casi 500 puntos por encima, y otros que tienen un rezago de 600 puntos (electricidad, gas) o de 350 puntos (transportes). La corrección de precios relativos es una tarea mucho más compleja comparado con la experiencia de 2018/19.

En este sentido, de hacerse firmes los indicios de que la economía está pasando a superávit de cuenta corriente, por mayor ahorro/menor gasto, se estaría configurando un escenario más apropiado para evitar la espiralización de la inflación. Sin embargo, como se mencionó más arriba, el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos es extremadamente sensible a la evolución del tipo de cambio en términos reales.

El gobierno no parece intranquilo frente al riesgo de una apreciación acelerada del peso. Puede considerar que no es apropiado tomar como referencia el tipo de cambio de exportación de noviembre (como se hizo en el ejercicio de más arriba), por las distorsiones que imperaban hasta ese momento. También puede estar esperando una trayectoria más benigna para la inflación, dado que la base monetaria y el tipo de cambio oficial se están deslizando al 2,0 % mensual. Son conjeturas que se habrán de dilucidar en un futuro cercano.

El veredicto acerca del nivel de tipo de cambio real hacia marzo/abril lo habrán de dar los chacareros a la hora de poner en valor la cosecha.

Y el problema está en que, bajo el actual régimen cambiario, la variable de ajuste en caso de freno del ritmo de venta de granos será el nivel de la brecha, la diferencia entre el CCL y el oficial. Pudiendo liquidarse el 20 % de las exportaciones por el mercado libre, habrá "algún nivel" de CCL al cual las operaciones de la agroindustria fluyan para superar la cota de los 3,0 mil millones de dólares/mes entre marzo y julio. Pero, en caso que la inflación no haya sido domada, la brecha cambiaria pasaría a ser superior al 50 %, y no es seguro que Economía quede indiferente frente a ese indicador. De modo que, para ese momento, habrá que estar atentos a un eventual "reseteo" del actual esquema cambiario, con medidas que podrían acercar su funcionamiento al de un mercado unificado, aunque subsistan restricciones de acceso, caso del dólar ahorro y otros ítems de la cuenta capital.