



Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

Departamento de Investigaciones

ECONÓMICO FINANCIERO

N° 400

JUNIO DE 2023



Si se hace clic en uno de los siguientes renglones del Sumario Interactivo se pasa a la sección correspondiente. Para retornar al Sumario Interactivo debe hacerse clic en el título en azul de la sección que se estaba consultando.

Contenido

SÍNTESIS EJECUTIVA	2
EXECUTIVE SUMMARY	5
SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL.....	7
MONEDA Y MERCADO FINANCIERO Y CAMBIARIO	19
NOTAS SOBRE TIPOS DE CAMBIO Y PRECIOS.....	20
ANEXO ESTADÍSTICO	24

SÍNTESIS EJECUTIVA

- Las negociaciones alrededor del “techo de endeudamiento” para la deuda pública de EE.UU. alcanzaron un buen resultado a partir del acuerdo entre Biden y McCarthy, tratado y aprobado luego en el Congreso.
- Dos hechos importantes de la economía internacional para Argentina en mayo son: i) la caída de los precios de algunas materias primas que se supone transitoria, pero ratifica que el mejor escenario posible es el de estabilidad en los niveles de los primeros meses de 2023; ii) la entrada en recesión de Alemania.
- La economía Latinoamericana muestra, al comenzar junio 2023: i) una fuerte desaceleración del crecimiento económico respecto de 2022; (particularmente en Brasil, Chile, Colombia y Uruguay); ii) una moderada caída en la tasa de inflación; iii) una reducción generalizada en los desequilibrios externos; iv) un deterioro de las cuentas fiscales (particularmente en Brasil y Chile).
- Al comenzar junio las dificultades que enfrenta la economía argentina se agudizan: i) el nivel de reservas brutas cayó al entorno de 33,0 miles de millones de dólares y las netas se han evaporado; ii) la tasa mensual de inflación tiene una trayectoria creciente; iii) la expansión monetaria de origen fiscal y cuasifiscal se ha desbordado; iv) el balance comercial 2023 se encamina a un resultado magro; v) la economía real se frena y la situación financiera de las empresas se complica.
- La tasa de inflación de abril, 8,4% medida por el IPC, que habría sido superada en mayo, muestra una profundización de la inercia inflacionaria, lo que complica las alternativas de estabilización que deberá encarar la próxima administración, al introducirse, de manera generalizada en los contratos de todo tipo (salarios, alquileres).
- La política económica corre detrás de la aceleración de la inflación. El tipo de cambio oficial se atrasa alrededor de 2 puntos porcentuales por mes; la tasa de interés pasiva es negativa y solo el salario del trabajador formal acompaña a la inflación, con un mes de atraso.
- Pero, al mismo tiempo, los precios relativos muestran asimetrías importantes, debido a diversos factores: i) la política de tarifas de servicios públicos, que afecta, entre otros, a los rubros de transporte, energía, combustibles y comunicación; ii) la brecha cambiaria superior al 100%, que refleja la existencia de múltiples tipos de cambio cuando se combinan con las restricciones que implica el cepo y la SIRA (a qué tipo de cambio establecen el “pricing” de los productos que elaboran o venden las empresas que utilizan dólares propios para importar o tienen pagos postergados con proveedores).
- El necesario realineamiento de precios relativos deberá articularse con el tratamiento de la inercia inflacionaria a la hora de diseñar el componente de estabilización de un futuro

programa de gobierno. Esta articulación no es sencilla y seguramente explica la ausencia de mayores precisiones de parte de las fuerzas políticas.

- El acuerdo con el FMI sigue un proceso de renegociación en un contexto de incumplimiento generalizado de las metas al mes de marzo (que es el que determina el desembolso de junio) que se siguió agravando en abril y mayo.
- El déficit primario fiscal de abril fue 331 miles de millones de pesos y consumió el 83% de margen previsto para todo el segundo trimestre. Los recursos crecieron 87,9% interanual y el gasto primario 88,7%, debajo de la tasa de inflación, pero sin cerrar la brecha.
- Sin embargo, el principal problema para el FMI es la falta de reservas líquidas. Es factible que se ajuste el “matching” entre pagos y desembolsos, pero no es tan evidente que haya un agregado de fondos frescos para volcar al mercado de cambios, entre otros motivos por falta de un “paraguas jurídico” en las normas del FMI. Ello sin perjuicio de la presión política que puede ejercer el gobierno estadounidense. Por eso Argentina explora no solo renovar sino ampliar el swap chico y busca alternativas en la región.
- La expansión monetaria en abril y mayo, antes de esterilización es del orden de 1,0 millones de millones por mes, en un 60% explicada por los intereses de Pases y Leliq. Luego de la esterilización, la Base Monetaria se ha mantenido relativamente estabilizada. Sin embargo, la Oferta monetaria (M3) creció en mayo alrededor de 6%. Nótese que: i) el crecimiento de M3 es más bajo que el de la tasa de inflación, lo que ratifica que la demanda real de dinero está cayendo; ii) a la vez, el multiplicador monetario aumentó en los últimos doce meses de 3,83 a 5,18 lo que se explica por el aumento de la velocidad de circulación del dinero; iii) la propensión del público a retener efectivo ha disminuido de 0,175 a 0,140 en igual plazo.
- La caída de la demanda real de dinero se ve agravada por cuanto en mayo, tanto los depósitos transaccionales como los plazos fijos crecieron menos que la tasa de inflación y que la tasa nominal de interés pasiva, lo que supone un drenaje de caja para los bancos.
- De todas maneras, los fondos que los bancos mantienen inmovilizados (depósitos en el BCRA, Pases y Leliq) han pasado de 55,7% a 64,5% de los depósitos en los últimos doce meses. Si a ello se agregan los fondos que los bancos mantienen en distintos tipos de bonos del Tesoro se explica el extremadamente bajo crecimiento real del crédito (en pesos) al sector privado de 88% interanual.
- Los desequilibrios monetarios y fiscales, la falta de reservas y el desborde inflacionario se traducen en el comportamiento de los tipos de cambios financieros y en el blue. El blue saltó 6% en el mes, la brecha se consolida entre 105% y 110% y el valor de 500 pesos está muy próximo, con la carga psicológica que esta cifra supone. Con la alternativa del CCL ocurre algo similar.

Informe Mensual Económico Financiero es una publicación del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. Tucumán 612, Piso 4° (C1049AAN), Buenos Aires, Argentina. Teléfono 4322-6222 – Fax 4322-4710 – *Website*: www.iaef.org.ar. E-mail: webmaster@iaef.org.ar. Producido por su Departamento de Investigaciones. Economista Jefe Alfredo Gutiérrez Girault. Editor Responsable: Dr. Diego Calvete. Se autoriza la reproducción si es citada la fuente.

EXECUTIVE SUMMARY

- Negotiations around the “debt ceiling” for the US public debt reached a good result based on the agreement between Biden and McCarthy, discussed and later approved in Congress.
- Two important events in the international economy for Argentina in May are: i) the fall in the prices of some raw materials that is supposed to be transitory, but confirms that the best possible scenario is stability at the levels of the first months of 2023 ; ii) the entry into recession in Germany.
- The Latin American economy shows, at the beginning of June 2023: i) a sharp slowdown in economic growth compared to 2022; (particularly in Brazil, Chile, Colombia and Uruguay); ii) a moderate drop in the inflation rate; iii) a general reduction in external imbalances; iv) a deterioration of the fiscal accounts (particularly in Brazil and Chile).
- At the beginning of June, the difficulties faced by the Argentine economy worsen: i) the level of gross reserves fell to around 33.0 billion dollars and the net reserves have evaporated; ii) the monthly inflation rate has an increasing trajectory; iii) monetary expansion of fiscal and quasi-fiscal origin has overflowed; iv) the 2023 trade balance is headed for a meager result; v) the real economy slows down and the financial situation of companies is complicated.
- The inflation rate for April, 8.4% measured by the CPI, which would have been exceeded in May, shows a deepening of inflationary inertia, which complicates the stabilization alternatives that the next administration will have to face, when it is introduced, generalized way in contracts of all kinds (salaries, rents).
- The economic policy runs behind the acceleration of inflation. The official exchange rate lags about 2 percentage points per month; the passive interest rate is negative and only the salary of the formal worker follows inflation, one month behind.
- But, at the same time, the relative prices show important asymmetries, due to various factors: i) the policy of public service tariffs, which affects, among others, the items of transportation, energy, fuel and communication; ii) the exchange gap of more than 100%, which reflects the existence of multiple exchange rates when combined with the restrictions implied by the cepo and the SIRA (at what exchange rate do they establish the "pricing" of the products they produce or sell the companies that use their own dollars to import or have delayed payments with suppliers?).
- The necessary realignment of relative prices must be articulated with the treatment of inflationary inertia et the moment of design the stabilization component of a future government program. This articulation is not simple and surely explains the lack of greater precision on the part of the political forces.

- The agreement with the IMF follows a renegotiation process in a context of general non-compliance with the goals for the month of March (which is the one that determines the June disbursement) that continued to worsen in April and May.
- The primary fiscal deficit for April was 331 billion pesos and consumed the 83% margin for the entire second quarter goal. Resources grew 87.9% year-on-year and primary spending 88.7%, below the inflation rate, but without closing the gap.
- However, the main problem for the IMF is the lack of liquid reserves. It is feasible that the "matching" between payments and disbursements will be adjusted, but it is not so evident that there is an addition of fresh funds to use into the exchange market, among other reasons due to the lack of a "legal umbrella" in the IMF regulations. This is without prejudice to the political pressure that the US government can exert. That is why Argentina is exploring not only renewing but also expanding the Chinese swap and looking for alternatives in the region.
- The monetary expansion in April and May, before sterilization, is of the order of 1.0 million million per month, 60% explained by the interests of Pases and Leliq. After sterilization, the Monetary Base has remained relatively stable. However, the money supply (M3) grew around 6% in May. Note that: i) the growth of M3 is lower than that of the inflation rate, which confirms that the real demand for money is falling; ii) at the same time, the monetary multiplier increased in the last twelve months from 3.83 to 5.18, which is explained by the increase in the speed of money circulation; iii) the propensity of the public to retain cash has decreased from 0.175 to 0.140 in the same period.
- The fall in the real demand for money is aggravated by the fact that in May, both transactional deposits and time deposits grew less than the inflation rate and the passive nominal interest rate, which supposes a cash drain for the banks.
- In any case, the funds that banks keep immobilized (deposits in the BCRA, Pases and Leliq) have gone from 55.7% to 64.5% of deposits in the last twelve months. If we add to this the funds that banks hold in different types of Treasury bonds, the extremely low real growth of credit (in pesos) to the private sector of 88% year-on-year is explained.
- The monetary and fiscal imbalances, the lack of reserves and the inflationary overflow translate into the behavior of financial and blue exchange rates. The blue jumped 6% in the month, the gap is consolidated between 105% and 110% and the value of 500 pesos is very close, with the psychological burden that this figure implies. Something similar occurs with the CCL alternative.

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL

1. Luego de semanas de negociaciones respecto a la **cuestión del techo del endeudamiento (debt ceiling)**, Estados Unidos eludirá caer en un default de deuda a aprobarse en el Congreso acuerdo alcanzado por el presidente, Joe Biden, y el presidente de la Cámara de Representantes, el republicano Kevin McCarthy, planteó dejar en suspenso el techo de deuda en USD 31.38 billones, dando espacio al Gobierno Federal para continuar tomando financiamiento.

Considerando que la secretaria del Tesoro Janet Yellen, había señalado a la segunda semana de junio como el “día D” en el cual el Tesoro agotaba su capacidad de endeudamiento, la aprobación a comienzos de mes resultó oportuna.

Sin ajuste fiscal, la Reserva Federal mantendrá su política de tasa de interés, al no mediar un ajuste—se especulaba que podría haber alcanzado 0.5% del PBI sin afectar gastos de defensa— que contribuya a contener el sostenimiento de la actividad económica fiscal.

2. Dos novedades de la economía mundial:

i) **Los precios de las materias primas bajaron a mediados de mayo.** En el caso del petróleo debajo de 80 dólares el barril y en el caso del trigo y soja a 61 y 13,2 dólares/bushel. Las expectativas son de una moderada recuperación ya en junio y julio. En el caso del petróleo es de recortes de producción y una demanda estable. En el caso de los metales, la demanda china luce débil.

ii) **Alemania entró en recesión (dos trimestres consecutivos de caída del PIB)** y ello priva al mundo de una locomotora.

3. Un vistazo a América Latina.

i) **En términos de PIB, una desaceleración fuerte.** En Brasil el crecimiento pasó de 2,9% a 0,9%, en Chile de 2,4% a 0,1%, en Colombia de 7,3% a 1,8% y en Uruguay de 4,9% a 0,4% (el primer dato corresponde al crecimiento 22/21 y el segundo a la proyección 23/22).

ii) **En materia de inflación (IPC “entre puntas”), también desaceleración.** Leve en Brasil (de 5,8% a 5,4%) y Uruguay (de 8,3% a 7,1%) y más fuertes en Chile (12,8% a 5,1%), Colombia (13,1% a 8,6%) y Perú (8,5% a 4,8%). La única suba es Argentina.

iii) **Reducción generalizada de desequilibrios externos.** El déficit de cuenta corriente (en términos del PIB) baja fuertemente en Chile (-9,0% a -3,9%) y Perú (de -4,4% a -2,9%) y más suavemente en Brasil (de -2,9% a -2,7%).

iv) **Los resultados fiscales en general se deterioran.** Fuertemente en Brasil (de -4,6% a -7,5), Chile (de +1,1% a -1,9%), Perú (de -1,6% a -2,5%).

El panorama regional, en suma no favorece a Argentina, en particular por la desaceleración de las economías vecinas unida a un ajuste externo.

4. En mayo se agudizaron las dificultades que viene enfrentando la economía argentina. A continuación, un índice abreviado que se desarrollará en los puntos subsiguientes.

i) El **bajo nivel de reservas internacionales brutas** que ya descendió debajo de los 33,0 miles de millones de dólares, en tanto las netas se han evaporado.

ii) **La tasa mensual de inflación ha tomado el rumbo de una rampa ascendente.** La economía está “desanclada” y las estimaciones de mayo son de un guarismo similar o aún más alto del 8,4% de abril, con una aceleración en las últimas semanas.

iii) **La fuerte expansión monetaria de origen fiscal y cuasi fiscal en abril y mayo se contrapone con una caída de la demanda real de dinero** y, en un contexto de aumento de la velocidad de circulación del dinero, agrega presión en los mercados de bienes y de cambios.

iv) **El déficit fiscal primario, excede los límites acordados con el FMI.** Más allá que los resultados de las licitaciones de Letras del Tesoro en abril y mayo permitieran un exceso sobre el monto necesario para el rollover, la situación es compleja.

v) **El balance comercial en 2023 se encamina a un resultado adverso.**

vi) **La economía real se sigue frenando.**

vii) **La situación financiera de las empresas comienza a complejizarse:** le sobran pesos (que no saben cómo aplicar) y le faltan dólares para importar.

5. **Al mismo tiempo, el ciclo político avanza en la última etapa antes del cierre de listas, paso previo a las PASO y la cuenta regresiva de cara a las elecciones de octubre se acota. Eso provoca definiciones de candidaturas que profundizan, como es esperable, la incertidumbre y las tensiones.**

Esta es una consecuencia previsible de cualquier proceso electoral que en Argentina y en las presentes circunstancias, se ve potenciado por la debilidad que exhibe la economía de la que da cuenta el listado de problemas y carencias enumeradas en el punto anterior. Los realineamientos internos, tanto en la coalición de gobierno como en la oposición y el surgimiento de emergentes políticos novedosos también agregan incertidumbre. Poco a poco empiezan a cobrar importancia las preguntas de ¿qué quieren hacer (cuál es el objetivo del plan de gobierno)?, ¿cómo lo harán (medidas)?, ¿podrán hacerlo?, etc.

Los potenciales candidatos dejan entrever de manera difusa las respuestas a la primera pregunta.

6. **La tasa de inflación de abril, 8,4% (por el IPC) significó una bisagra en los aspectos de los agentes económicos;** i) fue el quinto mes consecutivo de aumento de la tasa mensual; ii) significa un 108,8% interanual (abril 2023 versus abril 2022); iii) la tasa anual equivalente es de 163,2%; iv) queda un arrastre estadístico muy significativo (entre 3 y 4 puntos porcentuales según las mediciones) que contribuyen a que en mayo la inflación oscile en valores similares (digamos entre 8% y 9%).

Es una bisagra porque la figura de la secuencia de la inflación como una sucesión de mesetas cada vez más altas y cada vez más cortas que se utilizó hasta ahora en este Informe Mensual ha quedado obsoleta. Ahora se ha transformado en una rampa ascendente, que con el correr de los meses se torna cada vez más empinada.

7. **Con el correr de los meses, aumenta también la “inercia inflacionaria”. No es lo mismo estabilizar una inflación al 50% (2021), 100% (2022) ó 170% (2023).** La inercia se introduce en los contratos de todo tipo, formales e informales, como alquileres, salarios, servicios privados (educación y salud) que toman el IPC como referencia y, con cierto rezago en jubilaciones, planes sociales, además del costo en términos de la remuneración de las deudas del Tesoro y del BCRA.

La intensidad de la inercia limita las posibilidades de soluciones gradualistas. La experiencia argentina de 1976 fue que se logró “estabilizar” la tasa de inflación en el 160% anual, evitando la hiperinflación que se insinuaba en los meses previos, con un programa gradualista pero sin poder quebrar ese nivel. El Plan Austral permitió en 1985 efímero período de calma, pese al uso de un instrumento “innovador” como el desagio. La experiencia de la Convertibilidad tuvo mejores resultados. De todas maneras, estas experiencias deben considerarse con cuidado dado que las condiciones iniciales y el contexto político y social son diferentes en cada caso.

8. La tabla 1 muestra la dinámica de los precios y la aceleración experimentada. Se observa que:
- i) Pese a que el BCRA acelera el ritmo de devaluación del tipo de cambios oficiales, **este corre por detrás del avance del IPC, por lo que el tipo de cambio real bilateral sigue atrasándose.**
 - ii) Los ajustes a la tasa de interés nominal no evitaron que **la tasa de interés real sigue siendo fuertemente negativa en términos reales.**
 - iii) **El salario real del trabajador formal privado en líneas generales se ha mantenido;** en cambio el salario real del trabajador no registrado (no incluido en la Tabla 2) muestra una caída significativa.
 - iv) **La dinámica de los precios mayoristas también muestra aceleración; 6,9% en abril respecto de marzo, 103,9% interanual.**

TABLA 1
LA EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES PRECIOS DE LA ECONOMÍA
Tasa de variación mensual – (%)

	2019	2020	2021	I 2022	II 2022	III 2022	IV 2022	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23
IPC	52,9	34,1	50,9	5,1	5,5	6,9	5,4	6,0	6,6	7,7	8,4
Sal Priv. Reg.	44,3	34,4	55,3	4,6	5,9	6,4	5,7	4,6	6,9	7,9	s/d
TC Oficial	58,4	40,4	22,1	3,2	4,3	5,6	6,2	5,8	5,5	5,8	6,5
Tasa Badlar	47,0	30,0	34,0	3,3	3,7	5,2	5,8	5,8	5,8	6,0	6,1
IPIM	59,1	41,3	56,4	4,9	5,3	6,9	5,7	6,3	7,0	5,1	6,9
IPIM Agro	71,4	49,8	56,4	8,3	2,2	6,3	5,2	13,0	10,3	-0,1	9,4
IPIM Ind.	60,7	44,7	55,8	4,6	6,0	7,2	5,3	5,3	6,2	5,9	6,4
IPIM Elec.	62,3	8,5	41,0	5,1	13,9	2,8	2,3	1,8	10,8	7,4	7,7
IPIM Imp.	64,4	44,6	56,0	3,5	4,6	8,0	6,9	8,6	9,2	6,9	9,2

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA e INDEC.

9. **Junto con la inercia inflacionaria, los precios relativos muestran asimetrías importantes.** En la Tabla 2, se muestra la evolución de los precios de los distintos ítems que componen la canasta del IPC. La información tiene base diciembre 2016=100 y se muestran los datos para diciembre 2019 y abril 2023 (dato más reciente al momento de elaboración de este Informe).

Entre 2016 y 2019 los precios de los distintos ítems varían en forma relativamente similar con una excepción clara en el caso de Electricidad y Gas reflejo de la recomposición tarifaria (no ocurre lo mismo con Transporte Público). Indumentaria y Alimentos aumentan algo menos que el promedio general.

Pero la mayoría de los ítems varió, en ese período más de lo que crecieron los salarios nominales de los trabajadores privados registrados y no registrados.

TABLA 2
Componentes del IPC
(Diciembre 2016 = 100)

	Dic'19 (a)	Abr'23 (b)	(b)/(a)
Nivel General	281,2	1.475,1	424,9
Alimentos y bebidas	266,8	1.673,9	527,3
Bebidas Alcohólicas	240,8	1.194,8	396,2
Prendas de vestir y cuero	239,9	1.873,7	681,0
Alquiler de vivienda	219,7	882,6	301,7
Mantenimiento de vivienda	273,2	1.768,2	547,1
* Electricidad y Gas	479,7	1.284,3	167,7
Salud	321,2	1.449,8	351,0
Transporte	286,5	1.357,3	371,5
* Transporte Público	256,1	915,1	257,4
Comunicación	339,7	1.045,0	207,6
Recreación y Cultura	259,1	1.354,8	423,1
Educación	272,0	1.376,2	405,9
Restaurants y Hoteles	252,0	1.608,8	538,5
Otros	277,8	1.301,2	367,8
<i>Memo Items</i>			
Tipo de cambio oficial	378,0	1.404,2	271,4
Salario Trabajador registrado	239,5	1.168,2 (*)	387,8
Salario trabajador no registrado	218,2	855,5	292,0

(*) A marzo.

Fuente: Elaboración propia con datos de INDEC.

Entre diciembre 2019 y abril 2023 (tercera columna de la Tabla 3), es evidente que la dispersión de las variaciones de los ítems del IPC es mayor que en el período precedente.

En primer lugar, las tarifas de electricidad y gas, las comunicaciones y también el Transporte Público crecen mucho menos que el promedio general.

En segundo lugar, **cuatro ítems aumentan mucho más que el promedio; Prendas de vestir y cuero** (las restricciones a las importaciones conllevan una protección de facto más allá de las arancelarias), **Alimentos** (efecto precio de commodities, sequía y ciclo ganadero), **Mantenimiento de vivienda** (efecto aumentos a porteros en expansión) y **Restaurants y Hoteles** (efectos salida de la pandemia).

Cabe señalar qué en este sub período, la evolución del salario del trabajador registrado (y más aún del no registrado) estuvo por debajo de la variación con Alimentos y Bebidas, Mantenimiento de la vivienda, Recreación y Cultura, Educación y Restaurants y Hoteles.

10. El análisis de los puntos precedentes conduce a reflexionar respecto de un realineamiento de precios relativos, de una corrección tarifaria y de un eventual ajuste cambiario.

Comenzando por las tarifas de Electricidad y Gas, el aumento debería duplicar el del IPC agregado para reestablecer la situación de precios relativos de fin de 2019. Parte de este aumento se daría en la segunda parte de 2023 con los incrementos en curso. Claramente, este ajuste reduciría significativamente la capacidad de gasto de los hogares en otros bienes y servicios, dada la baja elasticidad precio de electricidad y gas.

En relación con una corrección cambiaria, es plausible que ella esté ya en parte incorporada en Prendas de vestir e indumentaria, en Mantenimiento a la Vivienda y en Restaurants y Hoteles, cuyas variaciones respecto de diciembre 20/9 exceden la del tipo de cambio oficial. En otros términos, algunos precios están incorporando la cotización del dólar blue, sin perjuicio del caveat que se menciona en el punto siguiente.

11. Al desafío de frenar la inercia inflacionaria se agrega, entonces, que ello deberá convivir con la corrección de precios relativos y ello será uno de los principales desafíos para el gobierno que asuma el próximo 10 de diciembre. Es difícil que las plataformas de los partidos que compitan “anuncien” de manera detallada los instrumentos y medidas a implementar en el plano económico que ejecutarían, pero es importante que existan dado que el tiempo será un factor escaso y la “luna de miel”, si existiera, será corta. **Esa falta de precisiones en los enunciados, más allá de los objetivos generales y que pueda ser comprensible, aumentará la incertidumbre en el corto plazo.**

Resulta claro que las propuestas, ya lanzado el programa, deberán ser integrales, articulando el corto con el largo plazo para fortalecer la credibilidad y disminuir los costos políticos y sociales.

Por caso, que el passthrough a precios de la corrección cambiaria, más allá que algunos precios estén descontando parte de la corrección cambiaria futura dependerá de que el programa de corto plazo concite una alta credibilidad y que los anuncios y primeros pasos en materia de medidas estructurales tengan un claro sesgo “pro competitividad”.

Mientras tanto y hasta el 10 de diciembre, el desafío para la política económica es evitar que la pendiente de la “rampa ascendente” de la inflación se haga aún más empinada, que las distorsiones de precios relativos se agraven, que las medidas de hoy no bloqueen los cambios requeridos en el 2024 y que la incertidumbre no ahonde la recesión.

12. Al iniciar junio, también es evidente que las metas asumidas con el FMI para el segundo trimestre de 2023 serán incumplidas. Desde ya la que corresponde al aumento de las reservas internacionales pero también las fiscales y de expansión monetaria. En el fondo del incumplimiento está el hecho que la hipótesis inflacionaria y de sector externo asumidas en el acuerdo no se han verificado.

El gobierno argentino argumenta que renegociará el programa para obtener alguna flexibilización en esas metas y adelantos en los desembolsos para reforzar la situación de reservas.

El punto es que el desvío fiscal en el segundo trimestre será muy grande: el déficit primario de abril fue 331,4 miles de millones de pesos (79,2 miles de millones en igual período de 2022) y de esa manera el acumulado del primer cuatrimestre ya asciende a 1.021 miles de millones de pesos contra una meta para todo el primer semestre de 1.232 miles de millones. En otros términos, llevamos consumidos el 83% de la meta.

Esto se agrega a un incumplimiento ya en el primer trimestre: (690 contra 442 miles de millones). Por lo tanto, la negociación con el FMI debe cubrir los incumplimientos en las metas de reservas y también la fiscal.

Como se señaló en los Informes 398 y 399 el “blanqueo” de la proyección inflacionaria (de 60% entre puntas a un número que rondará entre 100% y 120%) eleva la nominalidad de las cifras en pesos al “inflar” el PIB nominal (pese a que el blanqueo implicará asumir una caída real de 2,5% al 4,0%, dado que en la revisión anterior del acuerdo se asumía un módico crecimiento).

Esta alternativa significa un mero paliativo, dada la magnitud de los desvíos fiscales. **Aún computándolos, el déficit primario probable oscila entre 2,5% y 3,0% del PIB, contra una meta de 1,9% de la cuarta revisión que es la vigente.**

Pero el foco de la tensión de la negociación está en la cuestión de las reservas. Si se alcanza un acuerdo fiscal y monetario razonable es probable que el FMI acepte calzar desembolsos con vencimientos de capital, es decir liberar al BCRA de la tarea de reunir previamente los dólares lo que con el ritmo actual de compras luce imposible.

Un poco más allá, la negociación podría involucrar que el FMI devolviera los intereses pagados por Argentina (750 millones de dólares en abril/mayo); el problema es bajo que paraguas jurídico podría hacerlo.

En síntesis, la negociación será tensa y se superpone con un momento político complejo de la transición electoral: el cierre de listas y la definición de candidaturas de cara a las PASO. Más complejo todavía cuando el Ministro de Economía (y principal negociador con el FMI) puede ser candidato.

13. El resultado fiscal de abril, como se mencionó en 12 arrojó un déficit de 331 miles de millones de pesos, cuadruplicando el del mismo mes de 2022. **En la Tabla 3 se presenta la información. Los recursos tributarios (línea 1.1) crecieron 87,9% interanual, incremento levemente inferior al 88,7% en que creció el gasto primario.** Ambas variaciones resultan inferiores a las del IPC en ese período (108,8%) y reflejan caídas reales importantes. Pero los recursos totales crecieron “solo” 71,9% por cuanto las rentas de la propiedad (en este caso ganancias contables por ventas de bonos) cayeran en términos nominales.

Dentro del gasto primario se observó que Prestaciones Sociales (Jubilaciones y planes) crecieron al 90% y los Gastos de Funcionamiento (salarios) al 95%, en tanto el gasto en capital (inversión) lo

hacia al 100%, en todos los casos levemente debajo de la inflación. Los rubros que se rezagaron fueron subsidios económicos y transferencias a provincias.

TABLE 3
LA SITUACIÓN FISCAL EN EL PRIMER CUATRIMESTRE DE 2023
(Miles de millones de pesos)

	ABRIL			ENERO-ABRIL		
	2023	2022	Δ%	2023	2022	Δ%
1. Ingresos	1.866,3	1.085,6	71,9	6.886,5	3.901,6	76,5
1.1 Tributarios	1.697,6	903,6	87,9	6.254,6	3.388,1	84,5
1.2 Renta Propiedad	88,3	134,8	-34,8	316,5	363,5	-23,0
1.3 Otros	80,5	47,2	70,6	311,9	150,2	108,0
2. Gasto Primario	2.197,7	1.164,8	88,7	7.907,8	4.174,6	89,4
2.1. Gasto Corriente	2.020,7	1.076	87,8	7.230,7	3.904,4	85,2
2.1.1. Prestaciones Sociales	1.211,5	639,0	89,6	4.483,0	2.294,3	95,4
2.1.2. Gastos de Funcionamiento	341,6	175,3	94,8	1.296,5	653,3	98,4
2.1.3. Transferencias a Provincias	65,6	50,1	30,9	229,0	150,0	52,7
2.1.4. Subsidios Económicos	284,8	162,1	75,7	814,4	580,8	40,3
2.1.5. Otros	117,2	49,7	135,8	408,5	227,6	80,0
2.2. Gasto de Capital	177,0	88,7	99,4	677,1	269,8	150,9
3. Resultado Primario	-331,4	-79,2	-	-1.021,3	-273,0	-
4. Intereses	76,0	67,1	13,3	797,7	334,5	138,4
5. Resultado Financiero	-407,4	-146,3	-	-1.819,0	-607,5	-

FUENTE: elaboración propia con datos del Ministerio de Economía.

Considerando el cuatrimestre, el déficit primario acumulado es de 1.021 miles de millones y casi cuadruplica a los 273,0 miles de millones del período homólogo de 2022. Allí el gasto primario crece 89,4% interanual frente al aumento de 84,5% de los ingresos tributarios y 76,5% de los ingresos totales. Daría la impresión, comparando los datos del cuatrimestre y los de abril, que la brecha a favor del gasto se cerró un poco. De todas maneras, Prestaciones Sociales y Gastos de funcionamiento, dos ítems claves, crecen muy por encima del aumento de los ingresos tributarios.

14. El aumento del déficit se refleja en las cuentas monetarias, al igual que la caída de las reservas y la incidencia del pago de los intereses de Leliq y Pases Pasivos.

La Tabla 4 Muestra el cierre de abril y la marcha de mayo con datos hasta el día 19/5.

Abril concluyó con una Base Monetaria estabilizada en los niveles de principios de mes (línea 9). Ello oculta una expansión de 1.169 miles de millones (línea 6), atribuible a intereses de Leliq y Pases en dos tercios y al rubro Otros el tercio restante (atribuible a la compra de bonos del BCRA), con un sector externo privado moderadamente expansivo.

Esta expansión fue neutralizada por la colocación de Pases y Leliq por unos 1.172 miles de millones (línea 8 + 9) a expensas del aumento del stock (línea 11).

TABLA 4
LA EXPANSIÓN MONETARIA EN MAYO
(Miles de millones de pesos)

	2021	2022	Enero-Marzo 2023	Abril 2023	Mayo al 19/5
1. Base Monetaria inicial	2,470	3,654	5,204	5,369	5,366
2. Pases Pasivos inicial	1,141	2,896	2,031	2,694	3,438
3. Leliq inicial	1,700	1,834	8,056	9,282	9,710
4. Pasivos Remunerados (2+3)	2,841	4,730	10,087	11,976	13,148
5. Pasivos Monetarios BCRA (1+4)	5,312	8,384	15,291	17,345	18,514
6. Expansión	3,072	6,524	1,982	1,169	936
6.1 S.Externo	540	1,244	(885)	144	(42)
· Privado	452	1,479	(593)	144	105
· Gobierno	88	(235)	(292)	-	(147)
6.2 Tesoro	1,675	246	364	(2)	647
· Adelantos	913	620	130	100	440
· Utilidades	788	-	-	-	-
· Otros	(25)	(374)	234	(102)	207
6.3 Intereses	1,346	3,386	2,100	696	561
6.4 Otros	(489)	1,648	403	331	(230)
7. Variación Pases (a)	(1,754)	865	(662)	(744)	162
8. Variación Leliq (b)	(134)	(5,839)	(1,152)	(428)	(1,180)
9. Aumento de Base (6+7+8)	1,184	1,550	165	(3)	(82)
10. Base Monetaria final	3,654	5,204	5,369	5,366	5,285
11. Stock Pases + Leliq final	4,730	9,704	11,901	13,148	14,166
12. Pasivos Monetarios	8,384	14,908	17,270	18,514	19,451

FUENTE: Elaboración propia con datos del BCRA, con datos hasta el 19/5.

La dinámica monetaria muestra en los primeros 19 días de mayo una significativa expansión de origen fiscal vía Adelantos y Otros (línea 6.2) que se correlaciona con el elevado déficit fiscal de abril que se habría mantenido en mayo. El sector externo fue, de nuevo, moderadamente expansivo pero, al final del día, la Base Monetaria sigue estabilizada pese a que la expansión bruta (línea 6) se aproxima nuevamente, al 1,0 millones de millones.

Obviamente, la esterilización vía Leliq y Pases siguió aumentando en mayo, y ya representa el 264% de la Base Monetaria.

15. **La creciente necesidad de esterilización coincide con una caída marcada, en términos reales, de la demanda de dinero.** Los signos preocupantes son cuatro, dos bastante conocidos y otros dos no tanto y novedoso.

- i) El multiplicador aumentó de 3,83 en mayo 2022 a 5,18 en mayo 2023.
- ii) La propensión del público a retener efectivo bajó de 0,175 a 0,140.
- iii) **El ratio de Inmovilizaciones (suma de encajes, Pases y Leliq respecto del total de depósitos) pasó de 55,7% a 64,5%, lo que implica un crowding out notable a expensas del crédito al sector privado**, que el crecimiento interanual de 84% del crédito en pesos al sector privado confirma. Además, la exposición de los principales bancos al Sector Público (BCRA y Tesoro) ha sido creciente y en la actualidad varía entre el 30% y el 44% del activo y entre el 150% y el 257% del patrimonio neto de las principales entidades bancarias.
- iv) **Si bien la variación interanual al mes de mayo de los depósitos totales es de 104%, en abril y en mayo los depósitos totales en pesos crecieron “solo” 6,4% y 6,3% respectivamente, es decir bien por debajo de la tasa de inflación y de la tasa de interés Badlar (ver Tabla 1).**

En la sección dedicada al mercado monetario se profundiza en el análisis de los distintos tipos de depósitos.

16. Los datos monetarios explican que la incertidumbre aumenta. Hay una seguidilla de fechas que actúan como hitos: la presentación de candidaturas y las PASO las dos más importantes antes de las elecciones de octubre y cuando los plazos se acortan las tensiones suelen aumentar.

Los depósitos privados en dólares que cayeron en abril mantuvieron un precario equilibrio en mayo. Pero la brecha entre el dólar oficial (que se depreció 6.1% en el mes) y los dólares alternativos se ubica entre 100% Y 110%; parece inminente que el blue atraviese la barrera de los 500 pesos.

A su vez, la prima de riesgo oscila entre 2.500-2.700 puntos básicos. El dato más positivo es que el rollover de la deuda pública que se venía colocando entre el 15%-20% por encima de los vencimientos, en mayo aumento holgadamente. En efecto, con marcada participación de privados, a fines de mayo el Ministerio de Economía logró la mayor tasa de rollover en el año, con colocaciones cercanas a los 774 miles de millones de pesos frente a vencimientos del orden de los 478 millones de pesos, estirando a 162% el fondeo neto, superando al anterior llamado de mayo que había alcanzado el 130%.

El equipo económico busca calmar las expectativas con anuncios de ampliación de oferta de dólares no solo con la renegociación del acuerdo con el FMI (ver punto 12), sino también con anuncios sobre una ampliación del swap chino y la negociación de un acuerdo con Brasil (esto último todavía sin éxito).

Al respecto del swap de monedas con China, merece mencionarse que el intercambio comercial con ese país en 2022 significó exportaciones por unos USD 7.9 mil millones, junto con importaciones por USD 17.5 mil millones, arrojando un déficit en el comercio de USD 9.6 mil millones, superior a los USD 7.3 mil millones del año anterior.

En el intercambio con China, en materia de exportaciones, los principales rubros correspondieron a semillas oleaginosas (USD 2.9 mil millones), carnes (USD 2.4 mil millones) y cereales (USD 1.1 mil millones). Puede especularse que varias empresas exportadoras de esos bienes corresponden a empresas de presencia global, quizás en menor medida en el caso de las carnes, que difícilmente estén dispuestas a aceptar yuanes como moneda de cancelación en lugar de dólares. En materia de importaciones, la maquinaria y productos químicos explican la mayor parte, pudiendo suponerse que la mayor participación corresponde a corporaciones estatales chinas. Entre ellas, la aceptación del yuan como moneda de cobro por sus exportaciones, puede suponerse generalizada.

Lo anterior viene a poner en perspectiva la posición de las autoridades locales respecto a la insistencia respecto a la ampliación del intercambio de monedas con China. Al respecto, hasta el mes de abril, la activación del intercambio habría acumulado unos USD 5 mil millones, lo cual resulta insuficiente para compensar, no el desbalance de comercio, sino un monto mucho mayor que corresponde a gran parte de las importaciones con aquel origen.

Otra medida en la misma dirección es el envío al Congreso de un proyecto de Ley impulsando un nuevo blanqueo; esto último parece que no llegará a tiempo.

El dólar maíz, en cambio, es factible si se acepta el impacto sobre costos en algunos sectores.

En conjunto, parecen medidas conectadas por un solo objetivo (la obtención de divisas), con dificultades de implementación. Mientras tanto, el cepo aprieta las importaciones.

17. En esa línea, el balance comercial de abril mostró sendas caídas interanuales de exportaciones e importaciones de 29,3% y 12,6% respectivamente; si se considera el primer cuatrimestre las caídas son de 21,3% y 6,4% según el caso.

Así, con exportaciones por 21.790 e importaciones por 23.259 millones de dólares, el resultado comercial del cuatrimestre marca un déficit de 1.469 millones.

Si se descompone la caída de las exportaciones en el cuatrimestre, las de productos primarios cayeron 42,4%, las de MOA disminuyeron 21,6% y las MOI “solo” cayeron 4,4% (con aumentos de 28,3% en material de transporte, o sea autos). En las importaciones, las de bienes de capital bajaron 18,0%, las de combustibles 21%, pero las de bienes intermedios disminuyeron “solo” 2,4%, y las de bienes de consumo 9,4%, en tanto las piezas y partes de bienes de capital aumentaron 9,0%.

Cuando se “abre” las importaciones de bienes intermedios, las de alimentos y bebidas básicos para la industria crecieron fuertemente (174%) mientras las de medicamentos caían 36%, las de alimentos y bebidas elaborados bajaban 26%, y el resto de insumos alrededor de 12%.

Esta enumeración sugiere que la dinámica de las importaciones se comparece, aún a pesar del cepo, con la evolución de la actividad. Una referencia importante, los datos de intercambio

comercial son base devengada, es decir las importaciones que pagaron los importadores con crédito de proveedores o dólares propios están incluidas.

18. Esto explica porque la actividad económica se contrae pero a un ritmo menor al esperado. En el primer trimestre de 2023 el EMAE aumentó 1,5% respecto del período homólogo de 2022. Si la comparación se hace respecto del mes previo, en enero aumentó 1,1%, en febrero 0,5% y en marzo 0,1%. Así, marzo arroja el valor absoluto más alto del índice desde septiembre del año pasado.

La foto es: el agro se derrumba, la industria “aguanta” y los servicios empujan algo, los atados a la demanda vegetativa (crecimiento poblacional) porque ésta crece al 1,5% anual y los servicios asociados al esparcimiento por el efecto post pandemia. Ciertamente, los asociados al sector agropecuario (Transporte y Comercio del interior) están afectados.

Pero que la actividad no se derrumbe no implica que haya sectores con problemas de rentabilidad y que sean vulnerables a un deterioro en la cadena de pagos. Esto es un problema todavía silencioso que puede complicarse de la mano del aumento de las tensiones en el mercado financiero y cambiario.

MONEDA Y MERCADO FINANCIERO Y CAMBIARIO

1. **En mayo y como promedio mensual de saldos diarios la Base Monetaria creció 2,0% respecto de abril (45,0% interanual) y acumula una variación de 12,1% en los primeros cinco meses del año.** El circulante en poder del público se incrementa en mayo 1,6% luego de haberlo hecho 4,2% en abril, lo que representa una significativa caída en términos reales. Respecto de doce meses atrás, el aumento es de 56,7%, que compara con un aumento de precios del 110% aproximadamente.
2. **En cambio, los Pasivos Financieros Amplios del BCRA (Base Monetaria + Pases Pasivos + Leliq) aumentaron 7,7%, con un incremento de 11% en el stock de Leliq. En términos interanuales el aumento de los Pasivos es de 114,1%.**

Como se desarrolla en el punto 15 y 16, la esterilización se vio potenciada por la necesidad de neutralizar la fuerte expansión de mayo, impulsada por el pago de intereses de las propias Leliq, el déficit fiscal y la expansión originada en el dólar soja 3.

3. **Los depósitos, en pesos a su turno aumentaron en mayo 6,3% respecto de abril, mes en el cual el aumento fue de 6,4% respecto de marzo. Cabe señalar en el punto 15 de la sección anterior, ello implica dos caídas consecutivas en términos reales.**

Discriminando por tipo de depósitos, los depósitos vista aumentaron 8,2%, las colocaciones en caja de ahorro 6,3% y los depósitos a plazo fijo 5,7%, lo que implica, dadas las previsiones respecto de la variación del IPC de mayo, que todos los tipos de depósitos cayeron en términos reales.

En términos interanuales los depósitos vista aumentaron 68,3%, las colocaciones en caja de ahorro 123,3 y los depósitos a plazo fijo 121,4%.

4. **Un dato no menor es que el ratio inmovilizaciones (Depósitos de bancos en el BCRA, Circulante en bancos, Pases y Leliq) representa el 64,5% de los depósitos en pesos, con un incremento interanual de 141,6%.**

Como los depósitos totales aumentaron 104% interanual, es claro que hay una reducción en la capacidad prestable de los bancos. Si además se computa que aumentó el stock de bonos públicos en poder de los bancos, el efecto crowding out se hace más notorio. Es así que el crédito al sector privado aumentó 80% interanual.

5. El BCRA compró en mayo algo más de 200 millones de dólares en un rush a fin de mes en el marco del PIE 3 (dólar soja 3). Las reservas brutas terminaban el mes en el entorno de 33 mil millones de dólares, con una pérdida de unos 2 mil millones a lo largo del mes.

De esta manera, el ratio Pasivos/Reservas trepó a 590, triplicando el valor de un año atrás (216); este es otro indicador de la vulnerabilidad que provoca el bajo nivel de reservas.

NOTAS SOBRE TIPOS DE CAMBIO Y PRECIOS

En el cuerpo principal del presente informe del Departamento de Investigaciones del Instituto se ha realizado, en la sección referida a la situación económica internacional y nacional, un pormenorizado repaso sobre la evolución reciente de los precios relativos de la economía, concluyéndose que la dispersión que muestran los distintos ítems del IPC es mayor que en el pasado reciente, con atrasos especialmente en materia de tarifas, y adelantos en rubros diversos a causa de fenómenos particulares como el del impacto de las restricciones a las importaciones en materia de textiles, entre otros. El análisis también observó la pérdida de poder adquisitivo de los salarios frente a rubros relevantes de la canasta de consumo de los hogares, tal el caso de los alimentos y bebidas.

El análisis de aquella sección ponía la atención en el potencial impacto sobre los precios relativos de una adecuación tarifaria y de un eventual ajuste cambiario. Respecto a lo primero, como se mencionó, la baja elasticidad precio de la demanda de los hogares para con los combustibles consumidos el hogar, supondrá un más marcado impacto sobre el poder adquisitivo del público resultante de un ajuste de tarifas. Mientras que en cuanto al impacto de una corrección cambiaria, se hizo mención a la posibilidad de que una parte de los bienes y servicios consumidos por el público, ya haya encontrado en la actualidad un nivel de precios alineado con las cotizaciones de los dólares alternativos, de modo que el *passthrough* de la corrección cambiaria podría resultar limitado, contando que las estructuras de costo ya incorporarían aquellas correcciones.

Antes de comenzar, hagamos mención a los programas de precios acordados entre el Estado y las empresas para la región del Gran Buenos Aires. Al respecto, el INDEC presenta mensualmente junto la publicación del IPC, la evolución del porcentaje de precios relevados de un conjunto seleccionado de bienes que se encuentran dentro de programas de precios acordados desde 2016 a la actualidad. Es interesante notar que la información presentada no refleja la ponderación de los bienes en la canasta, sino el porcentaje de los precios relevados, al tiempo que la información presentada se corresponde casi con exclusividad al rubro de alimentos y bebidas. Por caso, mientras que a comienzos de 2016 el porcentaje de precios acordados alcanzaba el 3.1% del total de los relevados, en la actualidad esa participación no ha variado marcadamente, alcanzando el 3.3% en promedio para el primer cuatrimestre del año, habiendo marcado el pico de la serie en noviembre de 2021 cuando superó el 13% del total de precios. Entre los rubros de gasto y en el tiempo, la participación de los precios acordados fue variable, teniéndose en la actualidad la mayor participación (29.2%) para el producto galletitas de agua envasadas. A priori la información anterior parece sugerir que es baja la participación de los precios acordados en el IPC, de modo que podría existir un margen acotado para un pasaje a precios a partir de una corrección cambiaria, suponiendo que entre estos acuerdos se encuentran los bienes del programa de precios cuidados, que permiten a las empresas participantes el acceso a un dólar oficial. No obstante, la información disponible no permite argumentos concluyentes, por cuanto corresponde a una selección de ítems de la canasta de consumo de los hogares, al tiempo que no se dispone de datos referidos a la ponderación en el total del índice.

En cambio, en la presente sección se presenta una somera exploración sobre la evolución de precios, minoristas y mayoristas, junto con los salarios, en relación al movimiento de los tipos de cambio oficial

y financiero (contado con liquidación), de modo de sumar elementos a la discusión sobre el impacto que podría tener una corrección cambiaria sobre la evolución de aquellas variables. En el gráfico N° 1 a continuación, se presenta la evolución de la tasa anual de variación para ese conjunto de precios. La ventana de observación se corresponde con el fin de 2017, en el primer año posterior a la unificación cambiaria, y hasta mayo de 2023 en el caso de los datos de tipo de cambio.

El gráfico muestra una evolución acompasada de los tipos de cambio oficial y paralelo, con un ritmo superior de los precios mayoristas, los precios al consumidor, y los salarios, hasta fines de 2019 con la reimposición del cepo cambiario. Previamente, hacia el pico de la devaluación entre agosto y septiembre de 2018, los tipos de cambio llegaron a acumular una depreciación del orden del 120% en el año, mientras que los mayoristas mostraron una variación acumulada del 74%, los minoristas del 40.5% -continuando con su desliz en los meses siguientes retroalimentados por el alza de precios mayoristas-, mientras que los salarios acumularon en promedio algo más del 23%. Así, los precios mayoristas “copiaron” un 60% de la devaluación acumulada y los minoristas un tercio. Lo anterior, sin que ello implique la postulación de relaciones de causalidad, aunque la secuencia esperable es de un ajuste cambiario, impacto sobre precios mayoristas y luego pasaje a precios al consumidor. Claro es que en la magnitud del traspaso entre los distintos grupos de precios gravitó el deterioro de la actividad económica que siguió a pico alcanzado hacia finales del 2007.

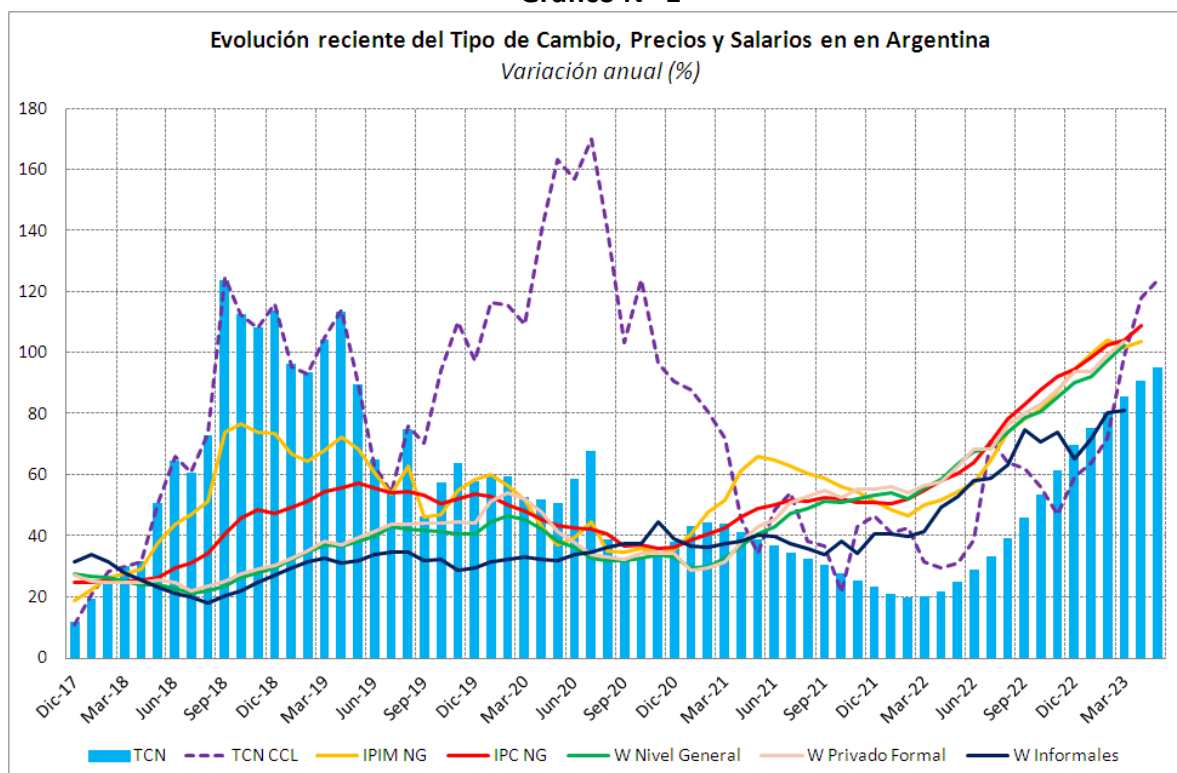
Desde fines de 2019, con la reaparición de la brecha de cambio y las trayectorias divergentes entre la tasa de devaluación del tipo de cambio financiero paralelo y el oficial, la evolución de los precios mayoristas y minoristas mostró un paso cercano al último, sin copiar las turbulencias que se manifestaron en el mercado de ambos tipos de cambio en los primeros meses del aislamiento social obligatorio, y que llevaron a la devaluación anual del tipo de cambio oficial cerca del 70% en julio de 2020, y del paralelo hasta 170% en el mismo mes. Caídas de actividad producto del aislamiento a escala global, con interrupción de las cadenas logísticas, aumento de la demanda de dinero por motivo precautorio, y otros factores explican un menor ritmo de crecimiento de los precios, que mostraron cierta velocidad crucero hasta el primer trimestre de 2021, a partir de cuando los precios mayoristas muestran un despegue, seguidos luego de los minoristas, y más tarde los salarios, excepto por los informales.

Desde marzo de 2022 la nominalidad se despliega en otro escenario, con el abandono del tipo de cambio oficial como ancla nominal en un marco de escasez de divisas, y de crecientes turbulencias en el mercado del dólar financiero, pero con precios y salarios (excepto por los informales) marchando en los primeros meses a una velocidad tres veces a la del cambio oficial, brecha que comenzaría a cerrarse desde fines de año. En efecto, en la actualidad, mientras los precios y los salarios (excepto los informales) marchan a un ritmo del orden del 100% anual, el cambio oficial se coloca por encima del 95%, mientras que el contado con liquidación, que ha mostrado una fuerte aceleración, en mayo muestra una devaluación acumulada en el año superior al 120%.

Es interesante notar que desde inicios de 2022, los cambios de ritmo en la devaluación del dólar financiero no mostraron un correlato en los restantes precios y salarios. Precisamente, a diferencia de lo ocurrido entre 2018 y 2019 cuando los precios incorporaron solo parcialmente el avance del tipo de

cambio, en la actualidad avanzan holgadamente por delante, tanto en materia de mayoristas como al consumidor, y tomando cualquier alternativa de tipo de cambio.

Gráfico N° 1



Sabido es que el escenario económico actual se caracteriza por una situación crítica de reservas, la mencionada aceleración inflacionaria –la rampa ascendente dejando atrás las mesetas de los meses previos-, junto con un nivel de actividad que ha mostrado transitoriamente un moderado ritmo de recorte, del que se espera se profundice a partir del segundo trimestre del año comenzado, por el impacto de la sequía sobre las actividades conexas partiendo de la industria y siguiendo por la logística y el comercio.

Con lo anterior, luce poco prudente desconocer el desempeño real de la economía, actual y por venir, para alcanzar conclusiones sobre la magnitud del *passthrough* a precios derivado de un ajuste cambiario. En efecto, la literatura considera la incorporación de otros determinantes tales como la situación del ciclo que atraviesa la economía, el grado de apertura, el atraso cambiario y la inercia inflacionaria al comienzo del episodio, entre otros¹.

Por caso, el episodio de la salida de Convertibilidad deja marcada evidencia referida a como la magnitud de la corrección cambiaria es solo parcialmente incorporada a los precios en virtud de la

¹ Al respecto puede revisarse el trabajo clásico de Goldfajn, I. y S. Werlang. (2000). *The passthrough from depreciation to inflation: a Panel Study*. Banco Central de Brasil.

caída de la actividad. Precisamente, a diciembre de 2022 la devaluación había alcanzado 249% en la comparación anual, luego del pico de 266% en octubre, pero los precios mayoristas habían avanzado sólo 118% y los minoristas 41%. En aquel episodio el pasaje a precios, mayoristas y minoristas, resultó inferior al observado en 2017 tras la unificación cambiaria, cuando la actividad económica aún se sostenía. Lo anterior, en parte es producto de que en la salida de la Convertibilidad, el PBI en 2002 alcanzó una caída de 10.9%.

La diferencia con el escenario actual, es que el abandono de la Convertibilidad no se asoció a una corrección cambiaria derivada de una salida de cepo (o unificación), aunque si también estuvo caracterizado por la sostenida pérdida de divisas por parte del BCRA que le quitó sustento al programa. Lo anterior sin perder de vista que la expectativas actuales del crecimiento del PBI, según el REM de abril del BCRA, son de una caída de 3.1% en 2023 y de 0.2% en 2024. Así, excepto por un mayor retroceso del producto bruto, el impacto de la corrección cambiaria podría resultar muy superior a la del evento de salida de la Convertibilidad.

En síntesis. En el escenario actual, precios y salarios avanzan a un ritmo superior al del dólar oficial, que ha comenzado a cerrar la brecha en los últimos meses. La evolución reciente de precios y salarios no ha copiado las turbulencias cambiarias en el mercado del dólar financiero. De acuerdo a la somera revisión de la evidencia y la literatura, la magnitud del pasaje a precios de correcciones cambiarias se asocia a una multiplicidad de factores, comenzando por la fase del ciclo económico que transita la economía. Momentáneamente, la expectativa de contracción de la actividad para el presente año y el 2024, arroja una caída moderada, de lo que podría inferirse un mayor impacto sobre precios resultante de un ordenamiento cambiario en la comparación con, p.e., el episodio de salida de la Convertibilidad.

ANEXO ESTADÍSTICO

Anexo. Marcha de los Indicadores - Argentina 2023

Variable	Unidad de Medida	Fuente	May-23 (*)	abr-23	mar-23	feb-23	ene-23	dic-22	nov-22	2.022	Observaciones
Institucionales											
Riesgo País	Puntos básicos	Ámbito Financiero	2.581	2.506	2.283	1.969	1.949	2.222	2.445	2.222	2022 Corresponde a diciembre
Confianza del Consumidor	%	UTDT	3,3	-2,9	5,6	-6,1	7,3	2,2	-1,4	-4,9	2022 Corresponde a la variación dic.-dic.
Condiciones Financieras	Puntos	IAEF	sd	-130,6	-111,7	-85,8	-72,9	-110,7	-137,7	-111	2022 Corresponde a diciembre
Precios											
IPC. Total Nacional	Var. % Interanual	INDEC	sd	108,8	104,3	102,4	98,8	94,8	92,4	94,8	2022 Corresponde a diciembre
IPC Núcleo. Total Nacional	Var. % Interanual	INDEC	sd	105,2	102,0	100,4	94,4	90,6	89,2	90,6	2022 Corresponde a diciembre
IPC. Total Nacional - Diciembre de cada año	Var. % Anual	BCRA - REM	sd	126,4	110,0	99,9	97,6	101,8	99,0	n.c	
Tipo de Cambio Real (Bilateral US)	Índice 12/2001=1	IAEF - BCRA	1,29	1,27	1,28	1,29	1,30	1,30	1,28	1,3	Datos a fin de mes. 2022 al 30/12/2022
Tipo de Cambio Nominal por dólar	\$/USD	BCRA	235,8	222,7	209,0	197,2	187,0	177,2	167,3	177,2	Datos a fin de mes. 2022 al 30/12/2022
Tipo de Cambio Nominal Paralelo por dólar	\$/USD	Ámbito Financiero	492,0	469,0	393,0	377,0	383,0	346,0	314,0	346,0	Datos a fin de mes. 2022 al 30/12/2022
Brecha CCL/ TCN \$/USD	%	Ámbito Financiero	103,5	103,5	94,5	85,9	96,5	94,2	92,9	94,2	Datos a fin de mes. 2022 al 30/12/2022
Tipo de Cambio Real (Bilateral Brasil)	Índice 12/2001=1	IAEF - BCRA	1,40	1,37	1,35	1,32	1,36	1,31	1,30	1,3	Datos a fin de mes. 2022 al 30/12/2022
Tipo de Cambio Nominal (\$/Real)	\$/Real	BCRA	47,6	44,7	41,2	37,8	36,7	33,5	31,9	33,5	Datos a fin de mes. 2022 al 30/12/2022
Moneda											
Base Monetaria Amplia (BMA)	Miles de Millones de \$	IAEF	19.494,3	18.100,5	17.021,0	16.323,6	15.771,9	14.856,8	13.573,3	14.856,8	2022 Corresponde a diciembre
Reservas Brutas (RB)	Miles de Millones de USD	IAEF	33,0	37,0	37,9	39,9	43,2	40,8	37,9	40,8	2022 Corresponde a diciembre
BMA/RB	Unidades	IAEF	590,7	489,6	448,6	409,1	365,4	364,0	357,9	364,0	2022 Corresponde a diciembre
BMA	Var. % mensual	IAEF	7,7	6,3	4,3	3,5	6,2	9,5	4,6	9,5	2022 Corresponde a diciembre
M1	Var. % mensual	IAEF	4,3	(0,4)	0,6	1,6	6,0	11,2	1,5	11,2	2022 Corresponde a diciembre
M3	Var. % mensual	IAEF	6,3	5,7	4,5	3,0	6,2	8,5	4,2	8,5	2022 Corresponde a diciembre
Tasa de Interés Activa	% Nominal anual	BCRA	92,0	80,9	79,6	79,6	79,4	81,0	78,8	81,0	2022 Corresponde a diciembre
Tasa de Interés Leliq 28 días	% Nominal anual	BCRA	93,9	79,6	76,5	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	2022 Corresponde a diciembre
Tasa de Interés Pasiva	% Nominal anual	BCRA	88,3	73,7	70,3	69,0	69,0	68,8	68,4	68,8	2022 Corresponde a diciembre
Actividad											
EMAE	Var. % mensual SA	INDEC	sd	sd	0,1	0,5	1,1	-0,6	-0,7	sd	2022 Corresponde al acumulado anual
Crecimiento del PBI - Proyectado fin de año	Var. % anual	BCRA - REM	sd	-3,1	-2,7	0,0	0,5	0,6	5,3	n.c	
IPI Manufacturero - INDEC	Var. % anual	INDEC	sd	sd	3,1	-1,7	6,4	-3,0	0,5	sd	2022 Corresponde al acumulado anual
IPI - FIEL	Var. % anual	FIEL	sd	-1,0	-2,7	-0,9	3,8	-3,8	0,1	sd	2022 Corresponde al acumulado anual
Exportaciones	Millones de USD	INDEC	sd	5.891	5.735	5.239	4.925	6.119	7.122	88.445	2022 Corresponde al acumulado anual
Importaciones	Millones de USD	INDEC	sd	6.017	6.846	5.029	5.368	5.017	5.762	81.522	2022 Corresponde al acumulado anual
Exportaciones - Proyección anual	Miles de Millones de USD	BCRA - REM	sd	72,0	74,4	80,1	80,7	84,6	89,4	n.c	
Importaciones - Proyección anual	Miles de Millones de USD	BCRA - REM	sd	70,5	71,2	75,0	75,3	78,4	83,4	n.c	
Balanza Comercial - Proyección anual	Miles de Millones de USD	BCRA - REM	sd	1,4	3,2	5,1	5,4	6,2	6,0	n.c	
Mercado de Trabajo, Pobreza e Indigencia											
Tasa de Desempleo - Total Aglomerados	% de la PEA	INDEC - EPH Puntual Trimestral	sd	sd	sd	sd	sd	6,30	6,30	7,1	2022 Corresponde al Tercer Trimestre
Tasa de Pobreza - Total Aglomerados	% Población bajo LP	INDEC - EPH	sd	sd	sd	sd	sd	39,20	39,20	36,5	2022 Corresponde al Primer Semestre
Tasa de Indigencia - Total Aglomerados	% Población bajo LI	INDEC - EPH	sd	sd	sd	sd	sd	8,10	8,10	8,8	2022 Corresponde al Primer Semestre
Commodities											
Soja	USD por TM (CBOT)	Sec. Agricultura, Ganadería y Pesca	518,5	546,9	547,2	560,9	553,0	542,8	529,8	542,8	2022 Corresponde a diciembre
Trigo	USD por TM (Kansas)	Sec. Agricultura, Ganadería y Pesca	316,6	312,4	304,7	322,9	309,4	318,8	344,7	318,8	2022 Corresponde a diciembre
Maíz	USD por TM (FOB Golfo)	Sec. Agricultura, Ganadería y Pesca	265,2	293,1	287,4	299,9	303,4	310,2	334,1	310,2	2022 Corresponde a diciembre
Aceite de Soja	USD por TM (Rotterdam)	Sec. Agricultura, Ganadería y Pesca	1.011	1.083	1.124	1.252	1.357	1.403	1.633	1.403,2	2022 Corresponde a diciembre
Petróleo - Spot Crude Oil Price (WTI)	USD por barril	EIA - DOE	71,6	79,4	73,3	76,8	78,1	76,4	84,4	76,4	2022 Corresponde a diciembre
Fiscal											
Recursos Totales	Miles de Millones de \$	Min. Economía. Hacienda. IMIG	sd	1.866,3	1.726,8	1.570,4	1.723,2	1.688,1	1.422,5	15.149,6	2022 Corresponde al acumulado anual
Gastos Primarios	Miles de Millones de \$	Min. Economía. Hacienda. IMIG	sd	2.197,7	1.984,6	1.798,5	1.927,1	2.129,6	1.650,3	16.809,4	2022 Corresponde al acumulado anual
Resultado Primario	Miles de Millones de \$	Min. Economía. Hacienda. IMIG	sd	-331,4	-257,9	-228,1	-203,9	-441,5	-227,8	-1.659,7	2022 Corresponde al acumulado anual
Deuda Bruta. En situación de Pago Normal.	Miles de Millones de USD	Min. Economía. Finanzas	sd	393,7	395,3	391,7	393,3	394,0	382,2	394,0	2022 Corresponde a diciembre
Deuda Bruta. En Moneda Local.	Miles de Millones de USD	Min. Economía. Finanzas	sd	132,4	131,9	131,8	132,5	131,2	125,6	131,2	2022 Corresponde a diciembre
Deuda Bruta. En Moneda Extranjera.	Miles de Millones de USD	Min. Economía. Finanzas	sd	261,3	263,4	259,9	260,7	262,9	256,6	262,9	2022 Corresponde a diciembre

(*) Último dato preliminar sujeto a revisión./ Datos del REM de diciembre 2022 corresponden a la proyección para el año 2023.



Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

www.iaef.org.ar

Sede Central: webmaster@iaef.org.ar
Filial Córdoba: iaefcordoba@iaef.org.ar
Filial Rosario: iaefrosario@iaef.org.ar
Filial Mendoza: iaefmendoza@iaef.org.ar
Filial NOA: iaefnoa@iaef.org.ar