

## Una mirada a la macro en Argentina tras las elecciones de medio término

El pasado domingo se desarrollaron las elecciones legislativas en Argentina en las que oficialismo y oposición se disputaron un tercio de los lugares en la Cámara de Senadores y la mitad de los escaños en la Cámara de Diputados. Los resultados no tuvieron cambios significativos respecto a lo sucedido en las elecciones primarias (PASO) hace dos meses atrás. El hecho más relevante fue la pérdida de la mayoría en el senado por parte del oficialismo luego de muchas décadas manteniendo dicha posición.

La elección estuvo marcada en la previa por un clima de descontento hacia el sistema político todo, pero principalmente con una mirada crítica de una amplia mayoría de ciudadanos respecto de la gestión sanitaria y económica del gobierno. En este sentido, a continuación, profundizamos en algunos aspectos de la realidad económica argentina y sus desequilibrios macro, así como analizamos las perspectivas para los próximos meses.

- **Una década sin crecimiento y rebote tras la pandemia**

La pandemia del COVID-19 no hizo más que exacerbar la compleja situación económica por la que atravesaba nuestro vecino.

Desde 2011 la economía argentina incursionó en un proceso de sucesivos y acotados ciclos de expansión y recesión. El último de ellos fue en 2017-2018, etapa tras el cual comenzó un largo período recesivo caracterizado por las crisis financieras de 2018 y 2019 y la crisis de la pandemia en 2020.

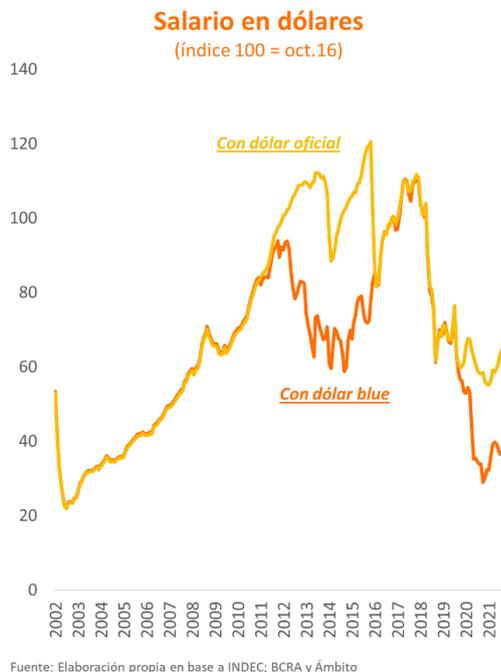
En esa línea, desde la segunda mitad del año pasado, la economía argentina evidenció una recuperación pronunciada más producto de la muy baja base de comparación que de un crecimiento más genuino y robusto. Considerando el

Indicador Mensual de Actividad Económica calculado por el INDEC, en agosto del presente año la economía argentina habría retomado los niveles de actividad pre-pandemia, un punto de partida poco ambicioso si se tiene en cuenta los años de recesión previos y la década perdida en materia de crecimiento.

Indicador Mensual de Actividad Económica  
(serie desestacionalizada; índice 100=2004)



Por su parte, los constantes procesos de devaluación y aceleración inflacionaria han socavado los salarios medidos en dólares, que su ubican en los niveles más bajos desde fines del proceso de convertibilidad.



Esto no hace más que poner en evidencia la ausencia de políticas de mediano plazo y la aplicación de malas recetas para combatir problemas conocidos con independencia de los gobiernos de turno.

- **Una economía con permanentes desequilibrios**

En los últimos años los desequilibrios macroeconómicos se han potenciado haciendo que la economía argentina ingrese en un círculo vicioso de muy compleja resolución. Repasamos brevemente algunos de ellos:

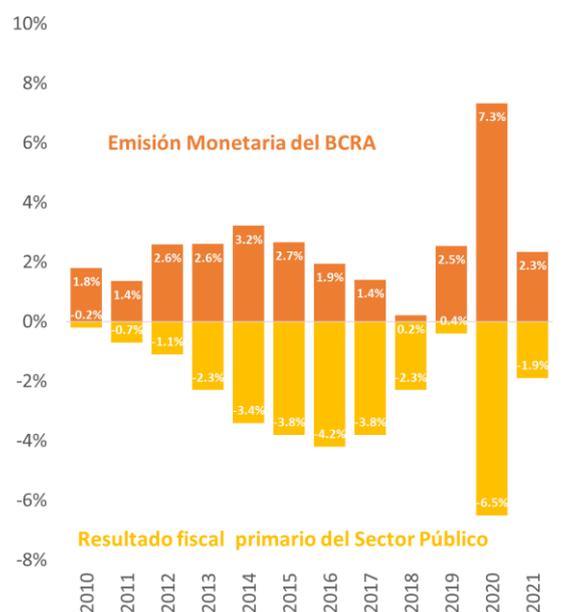
- i) **Desequilibrios macro fiscales:**

La falta de conducta fiscal ha sido uno de los problemas recurrentes de la economía argentina. De hecho, la persistencia de desequilibrios fiscales ha sido la gran causa del desorden macroeconómico de la última década. Por un lado, se destaca el notorio

aumento del gasto público, así como el establecimiento de múltiples subsidios a los servicios públicos. Por su parte, la presión tributaria presentó un notorio incremento, aunque la debilidad del crecimiento determinó un escaso dinamismo de la recaudación que no compensó el aumento del gasto.

En los años previos a las crisis financieras de 2018 y 2019, el déficit fiscal primario rondaba el 4% del producto, ratio que convergió a cero una vez aprobado el acuerdo con el FMI en 2018, el cual tenía como contrapartida un plan fiscal para alcanzar el equilibrio presupuestario en 2019. En 2020 la puesta en marcha de diversas medidas para mitigar los efectos de la pandemia generó un importante incremento del déficit primario que alcanzó el 6,5% del PIB. Por último, en 2021 el gobierno implementó un importante ajuste, en parte por la no mantención de algunos planes y en parte por la vía de la licuación de salarios y pasividades dado el aumento de la inflación.

**Argentina: Monetización del déficit fiscal**  
(porcentaje del PIB)



\*2021: DF Acumulado Enero-Ago; Emisión Monetaria acumulado Enero-Noviembre  
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, Ministerio de Economía de Arg e INDEC

Al respecto, ante la falta de acceso a los mercados internacionales de capitales, las necesidades de financiamiento para hacer frente al desequilibrio fiscal han sido cubiertas por la asistencia del Banco Central de la República Argentina (BCRA) mediante emisión monetaria. Como se observa en el gráfico la relación entre déficit fiscal primario y la emisión monetaria para financiarlo ha sido cercana a uno en los últimos años.

A su vez, la emisión de dinero ha generado un notorio aumento del déficit parafiscal del Banco Central al colocar instrumentos de deuda que tienen como objetivo esterilizar ese exceso de pesos volcado para financiar al Tesoro. De hecho, dicha bola de deuda en poder de la autoridad monetaria constituye uno de los grandes riesgos financieros de corto plazo porque el BCRA carece de reservas internacionales líquidas para poder pagarlas y debe constantemente renovarlas pagando altas tasas de interés (38%), pero negativas en términos reales.

En resumen, no solo se trata de emitir para financiar el déficit fiscal sino emitir como costo derivado de sacar los pesos que se vuelcan al mercado para financiar ese déficit.

## ii) Desequilibrios monetarios:

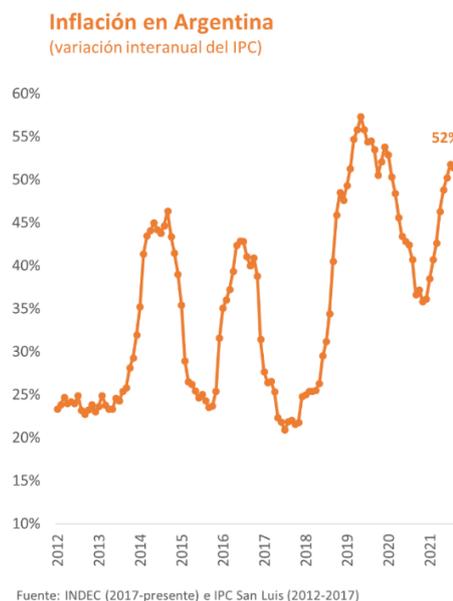
El exceso de pesos producto de la emisión por parte del BCRA para financiar el déficit público impone asimismo presión sobre los precios, incrementando las presiones inflacionarias.

En el año móvil cerrado a octubre, la inflación se consolidó en el entorno del 50% a pesar de algunos factores que

reprimen artificialmente las presiones en el corto plazo. Dichas anclas inflacionarias refieren al congelamiento de las tarifas públicas y la contención del tipo de cambio oficial dadas las restricciones cambiarias impuestas. Por su parte, también se han establecido acuerdos de precios; primero vía Precios Cuidados y luego directamente a través de la congelación de precios de productos de la canasta básica.

Dichas recetas no hacen otra cosa que ganar tiempo a las autoridades, aunque en el fondo no solo no resuelven los desequilibrios, sino que terminan exacerbando las consecuencias negativas de los ajustes o las correcciones futuras (los haga el propio gobierno o lo imponga la realidad).

Por último, es importante notar en el marco de la realidad argentina el rol de la inflación en la licuación del gasto público real, en tanto gran parte de las erogaciones fiscales están indexadas a la inflación pasada. Por tanto, postergar medidas de fondo para combatir la inflación podría ser tomado como parte de la política económica del gobierno en tanto no corrija sus desequilibrios fiscales.



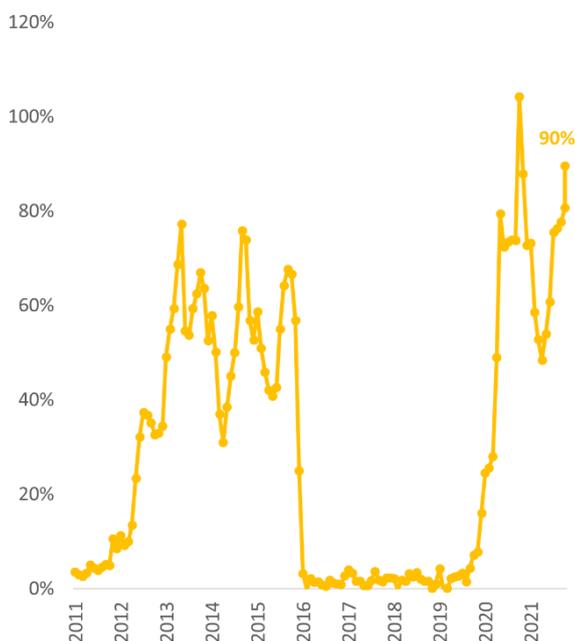
### iii) Desequilibrios cambiarios:

Con niveles y expectativas inflacionarias crecientes, el dólar en Argentina es considerado un “termómetro del riesgo” de la economía y un activo de cobertura seguro para los agentes. En el fondo, la presión compradora de divisas y su consecuente “escasez” no responde a otra cosa que al exceso de pesos comentado anteriormente.

En esa línea, la imposición de controles cambiarios (cepo) por parte del BCRA como forma de amortiguar la caída de –las escasas– reservas internacionales, así como la proliferación de múltiples tipos de cambio, han incrementado la brecha cambiaria entre el valor del dólar oficial y el transado en mercados paralelos, en particular el mercado minorista informal (dólar blue). Al respecto, la brecha cambiaria actualmente alcanza el 90%, lo que se traduce en mayores expectativas de devaluación futura y por ende mayores expectativas de aceleración inflacionaria.

#### Brecha cambiaria

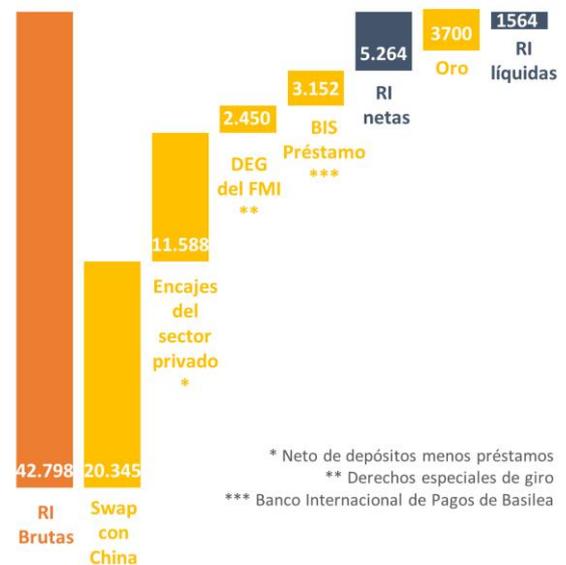
(diferencia entre el dólar oficial y el dólar blue)



Fuente: Banco Central de Argentina y Ámbito Financiero

#### Composición de reservas del BCRA

(en millones de dólares; al 11/11/21)



\* Neto de depósitos menos préstamos  
\*\* Derechos especiales de giro  
\*\*\* Banco Internacional de Pagos de Basilea

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, Ámbito Financiero e Investing

- **En el acuerdo con el FMI se juega gran parte del partido: escenarios y perspectivas**

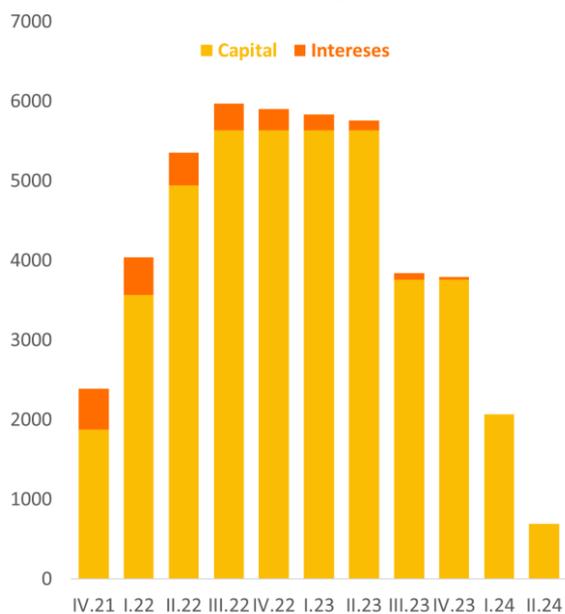
Gran parte de las perspectivas para Argentina están ligadas a la posibilidad de un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) a los efectos de cancelar el préstamo Stand By otorgado por el organismo en 2018 (que implicó un auxilio financiero de USD 56.300 millones, de los cuales finalmente se desembolsaron USD 44.200 millones).

El FMI mantiene la disposición de llegar a un acuerdo de Facilidades Extendidas, en el cual el vecino país tendría un período más largo (de entre 4 y 10 años) para repagar la deuda. Dicho acuerdo tendría como contraprestación la exigencia de un programa económico sólido que tenga un explícito respaldo político en el Congreso.

En 2022 Argentina afrontará pagos por USD 21.200 millones considerando capital e intereses, mientras que en 2023 unos USD 19.200 millones.

## Calendario de pagos de Argentina con el FMI

(en millones de dólares por trimestre)



Fuente: Tomado de análisis de consultora Econviews

El domingo de la elección el Pte. Fernández anunció el envío al Parlamento en los primeros días de diciembre de un proyecto de ley que explicita el “programa económico plurianual” basada en las conversaciones con el staff del FMI en los últimos meses.

En este sentido, si bien los acuerdos con el organismo internacional no necesariamente deben tener aprobación parlamentaria, tanto gobierno como FMI pretenden que tenga amplio apoyo político. Por lo tanto, las negociaciones estarán muy marcadas por la economía política llevada adelante por el gobierno y la predisposición o no de la oposición para respaldar el plan económico.

Al respecto, podrían conjeturarse diversas hipótesis y escenarios, aunque la incertidumbre es elevada dada la fragmentación política y la complejidad de la situación económica.

Un **primer escenario** podría contemplar la posibilidad de un **acuerdo en el corto plazo**,

aunque con riesgos latentes de que no se cumplan las metas fijadas para reducir los **desequilibrios macroeconómicos**. En este escenario será clave la articulación a la interna de la propia coalición de gobierno, parte de la cual tendrá incentivos a desviarse (y radicalizarse) con miras en la instancia electoral de 2023.

Un **segundo escenario**, menos probable, resulta de un **acuerdo entre oficialismo y oposición** para la puesta en marcha de un **plan económico creíble y sostenible** que implique un ajuste fiscal y una aceleración del ritmo de devaluación del dólar (crawling peg) para reducir la brecha cambiar y fortalecer las reservas del BCRA. Un escenario de este tipo no está exento de tensiones: aumentar el ritmo devaluatorio tendría consecuencias inflacionarias que ayudarían a continuar licuando gasto en términos reales, pero complejizarían la recuperación salarial.

Un **tercero escenario**, podría contemplar directamente la **posibilidad de un default** con el organismo en tanto no se llegue a un acuerdo o las negociaciones se prolonguen por todo el 2022. **El mismo podría exacerbar la incertidumbre y generar mayores problemas en la posición de reservas del BCRA, con posibilidad de devaluación más bruscas y niveles de inflación más elevados.**

De este modo, se destaca que gran parte del futuro de la economía argentina se juega en la posibilidad de un acuerdo con el FMI. **Según el REM, en 2021 la economía cerraría el año con un crecimiento promedio de 8,3% tras el efecto rebote, y un tímido crecimiento de 2,3% y 2,1% en 2022 y 2023 respectivamente.**