



INFORME MACROECONÓMICO

24 de Septiembre de 2024

Panorama Macroeconómico





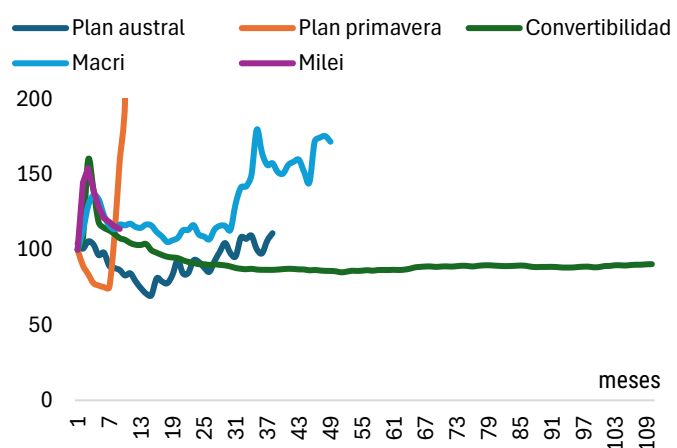
LOS PRIMEROS MESES DEL PLAN DE ESTABILIDAD

Con el primer año de mandato prácticamente transcurrido, es posible hacer una primera evaluación sobre el plan de estabilización impulsado por el Gobierno para hacer frente a la compleja herencia recibida. En ese sentido, la turbulenta historia macroeconómica de Argentina permite tener una referencia con la cual comparar a la actual gestión económica del gobierno. Así, es posible observar las virtudes y las falencias de los resultados alcanzados hasta el momento, el camino y los desafíos por delante.

Comenzando con el análisis, a partir del cambio de Gobierno, el inicio del plan se vio marcado por una importante corrección del tipo de cambio (118%) que permitió, por un lado, salir del segundo tipo de cambio real más bajo en los últimos 20 años y, por el otro, un primer acomodamiento de precios relativos. A partir de ello, se pasó a un esquema de micro-devaluaciones diarias a un ritmo del 2%, de manera que la cotización oficial del dólar, que es utilizada como referencia en momentos de inestabilidad, se mantuviera estable y predecible. Además, dada la continuidad del cepo cambiario, la mayor parte de la inestabilidad se expresaba en las cotizaciones paralelas, por lo que, a la par se implementaron diferentes esquemas de intervención (“dólar blend”) para suavizar los vaivenes de la brecha e impedir que nuevamente vuelva a ampliarse tras la contracción derivada de la devaluación inicial del programa.

De manera similar, la utilización del dólar como “ancla” antiinflacionaria fue adoptada por los cuatro planes de estabilización implementados desde la vuelta a la democracia. Sin embargo, no todos lograron sostener el progresivo retraso del tipo de cambio y la mayoría eventualmente terminó en devaluaciones que llevaron al fracaso del programa. De hecho, el único que tuvo éxito en estabilizar la economía en el corto-mediano plazo fue la convertibilidad, que logró sostener 10 años el tipo de cambio fijo, pero al costo de acumular inconsistencias que finalmente llevaron a la crisis de 2001. Si comparamos la evolución del tipo de cambio actual con los intentos anteriores, se puede observar que es el segundo que más competitividad perdió en los primeros 8 meses, un

Tipo de cambio real – mes anterior al inicio = 100.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA, Mecon e INDEC.



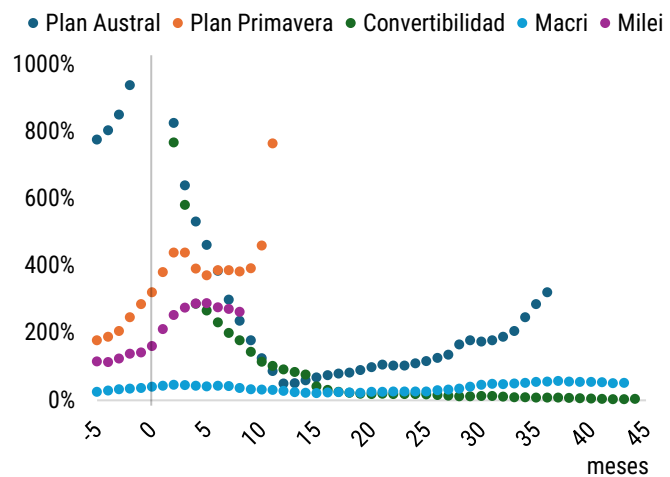
27%, solo superado por la convertibilidad¹ (con un 33%). En los otros casos, los primeros 8 meses tuvieron una apreciación de 7% (Primavera), 10% (Macri) y 16% (Austral).

De esta manera, luego del shock inicial y con la estabilidad posterior, se logró el primer paso de descenso en la dinámica inflacionaria en los primeros meses. Justamente la inflación alcanzó el 25,5% (dic-23) para luego disminuir al 4,2% (ago-24), con un proceso de adecuación de tarifas, de eliminación de la emisión y con una inercia inflacionaria que impidieron una mayor desaceleración en los últimos meses. Así, la inflación no tuvo un freno tan súbito, como sucedió en la convertibilidad o en el Plan Austral, que también venían de niveles de inflación elevados. Comúnmente, en estos casos inflacionarios argentinos, el dólar funcionó como referencia de los precios y su estabilización generó rápidos resultados. Así y todo, incluso la convertibilidad demoró 12 meses en alcanzar un ritmo mensual de inflación compatible con un registro anual de un dígito. Una rápida desaceleración tampoco es garantía. En el caso del Austral, la inflación solo tardó un año en volver a los tres dígitos.

Aún en el caso de los planes exitosos, el uso del “ancla cambiaria” no es inocua. Como vimos anteriormente, la inflación no baja inmediatamente, sino que permanece elevada varios meses,

por lo que, corre por encima del tipo de cambio y deteriora la competitividad cambiaria. Así, inicialmente, el tipo de cambio competitivo permite un superávit y un escenario de acumulación de reservas, pero la progresiva recuperación de la actividad y la apreciación del tipo de cambio llevan al deterioro de la balanza comercial a lo largo del tiempo. Por ejemplo, durante la convertibilidad, la fijación del tipo de cambio fue abaratando e impulsando las importaciones (+97% en 1991 y +74% en 1992), que rápidamente tornaron a la balanza comercial en deficitaria (USD 8.460 millones en 1991 y - USD 5.850 millones en 1992), haciendo al esquema dependiente de los flujos de capitales internacionales. Algo similar ocurrió durante el gobierno de Macri, en el cual el mantenimiento del tipo de cambio en niveles relativamente bajos otorgó una balanza comercial negativa (USD 2.530 millones en 2016 y - USD 10.455 millones en 2017) que fue suplementada con ingresos de capitales. En ambos casos, el agotamiento de los flujos de capitales hacia el país derivó en una crisis. En cambio, en el plan austral y primavera no existía la posibilidad de financiarse en el exterior

Inflación interanual – 5 meses previos y 45 posteriores.



Fuente: elaboración propia a base de INDEC.

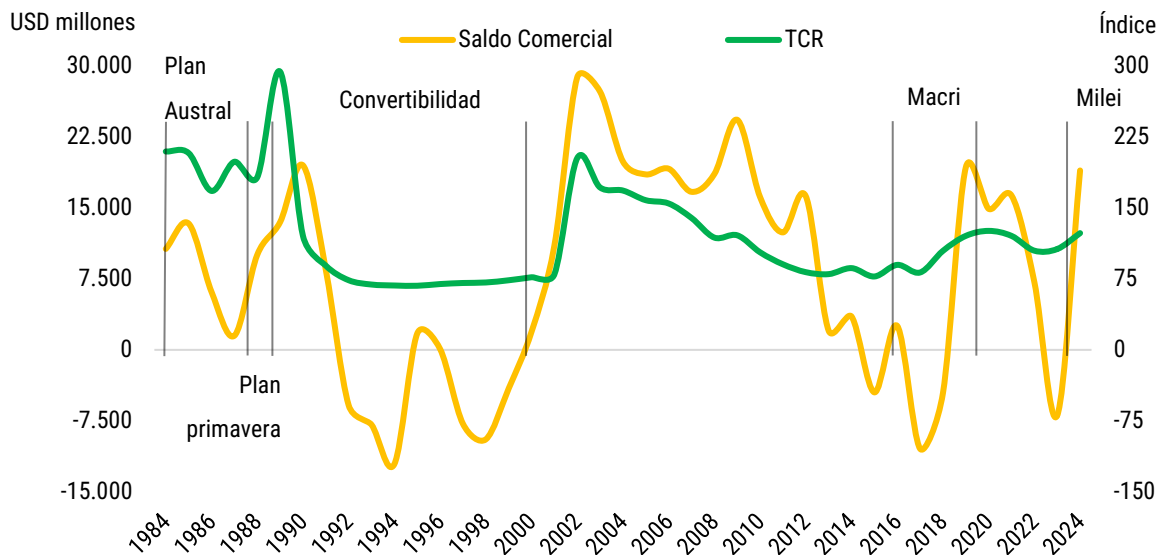
¹ Para el análisis se va a tomar como mes de inicio del plan nov-90, momento previo a la devaluación del 99%, que generó las condiciones para la posterior implementación de la Ley de Convertibilidad en mar-91.



dado que Argentina y América Latina transitaban en ese momento una severa crisis derivada de la imposibilidad de pagar la deuda externa contraída en periodos anteriores. Por ese motivo, la estabilidad del dólar se logró en niveles relativamente altos, que mantuvieron superavitaria a la balanza comercial (USD 13.354 millones en 1985 y USD 10.040 millones en 1988).

En la actualidad, todavía transitamos la fase donde el nivel de exportaciones es mayor que las importaciones, con un superávit de USD 10.724 millones en los primeros 6 meses. Como ahondamos en el Informe Macroeconómico 319, las exportaciones se vieron impulsadas por la recuperación de la agroindustria y por la contribución del sector energético (+14%). De manera contraria, las importaciones (-28%) se redujeron por el retroceso de la actividad económica y el autoabastecimiento energético. Por otro lado, la apertura gradual del comercio exterior, con impuestos y regulaciones de las formas de pago, puede no haber generado el efecto de presión hacia abajo los precios nacionales. De esta forma, el promedio del tipo de cambio real para 2024 se proyecta en 123 (+16%), un nivel alto teniendo en cuenta los últimos 10 años, pero no así si se lo compara con los últimos 40. En ese sentido, otorgaría un superávit estimado en USD 18,965 millones² (+374%, teniendo en cuenta que 2023 fue un año de sequía).

Saldo Comercial y TCR – últimos 40 años y proyecciones para 2024.



Fuente: elaboración propia a base de INDEC, BCRA, Ferreres y estimaciones propias y del REM del BCRA.

Hacia adelante, de mantenerse el *crawling peg* en 2% para 2025, la competitividad vía tipo de cambio es un tema a seguir. La incorporación de Vaca Muerta puede amortiguar el efecto del menor tipo de cambio real sobre la balanza comercial, pero es esperable que se deteriore si la inflación continúa siendo superior al 2%. La recuperación económica y el mayor atractivo de los productos

² Según el Relevamiento de Expectativas del Mercado del Banco Central.



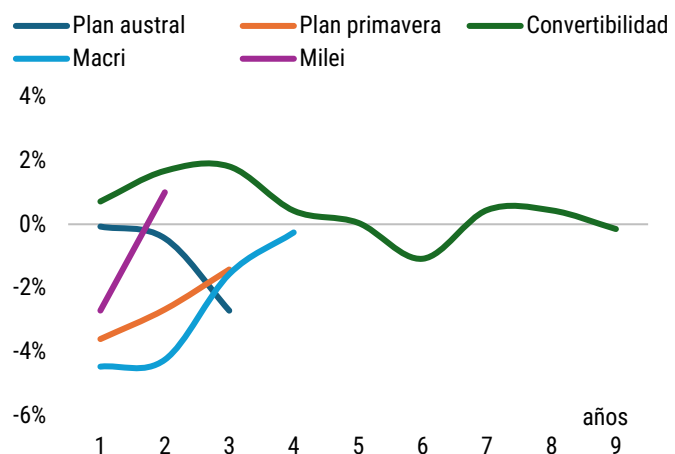
importados podrían ser dos factores que hagan crecer el volumen de importaciones. A diferencia de otros momentos, actualmente no se cuenta con la posibilidad de acceder a los mercados internacionales de deuda para sostener una balanza comercial negativa. Al contrario, la necesidad de afrontar compromisos de deuda (alrededor de USD 5.000 millones con privados en 2025) presiona al gobierno a que sea superavitaria.

La estrategia oficial para dar respuesta a esta situación sería brindar competitividad a través de la baja de la inflación, del menor costo del capital y de la reducción de impuestos. En el primer caso la estabilidad de precios afecta positivamente a la economía y los negocios en general, brindando previsibilidad y con ellos opciones de inversión y negocio. Con precios relativos que no están en constante movimiento mejora la previsibilidad del negocio agropecuario. En segunda instancia, la baja de la tasa de interés (del 133% al 40%) permite menores costos de financiamiento y mayor acceso al crédito (+7% de aumento de créditos). Un efecto positivo que el gobierno busca que se dé a partir del desarme de la deuda con el Estado (ARS 8,2 billones en LEFIs) y un vuelco hacia los privados con mayor demanda de dinero. También la mayor oferta de dólares por el blanqueo (esperada en USD 40 mil millones) podría abaratar el costo del financiamiento en dólares.

Por último, se encuentra la reducción de impuestos, como es el caso de bienes personales (elevación del piso impositivo y otras reducciones) y del impuesto país (17,5% al 7,5%). Aunque la mejora de la competitividad a través de la reducción impositiva no parece abarcar los derechos de exportación. Si bien Milei ha mencionado la convicción de reducirlos, la prioridad del Gobierno es con el superávit financiero. Entonces, una mayor reducción de impuestos solo se podría dar en el caso de una compensación por otra partida, con la incorporación de un ingreso o disminución de un gasto. Por ello no aparecería como una política a implementar en el corto plazo.

De hecho, la razón por la cual la sostenibilidad fiscal es uno de los pilares fundamentales del programa es por su relación con la dinámica inflacionaria. En ese sentido, los primeros ocho meses del año

Resultado Primario devengado – en % del PBI.



Fuente: Ministerio de Economía y estimaciones propias.

arrojaron un superávit primario del 1,5% del PBI, traccionados por la importante reducción del gasto público (-30%). Al evitar el financiamiento vía emisión monetaria o toma de nueva deuda se robustecieron las cuentas fiscales y se mostró la fortaleza del planteo económico. Haciendo un racconto histórico no es casualidad que de los programas estabilizadores del '83 en adelante, el



único con estabilidad a corto-mediano plazo también mantuvo el equilibrio fiscal (la convertibilidad). El resto no tomaron o no pudieron tomar a las cuentas del estado como una de las variables centrales, lo que les hizo perder consistencia.

Más en detalle, según un reciente trabajo de Palazzo, Rapetti y Waldman³, los procesos de estabilización tienen más chances de ser exitosos si parten de superávits comerciales y situación fiscal robustas. En ambos casos, se trata de precondiciones inexistentes al momento de asumir la actual administración que debió fabricarlas, acelerando la tasa de inflación previo al lanzamiento del plan. En ese sentido, en los primeros 8 meses del año logró “superávits gemelos”, situación que no ocurría desde el 2008. El año se

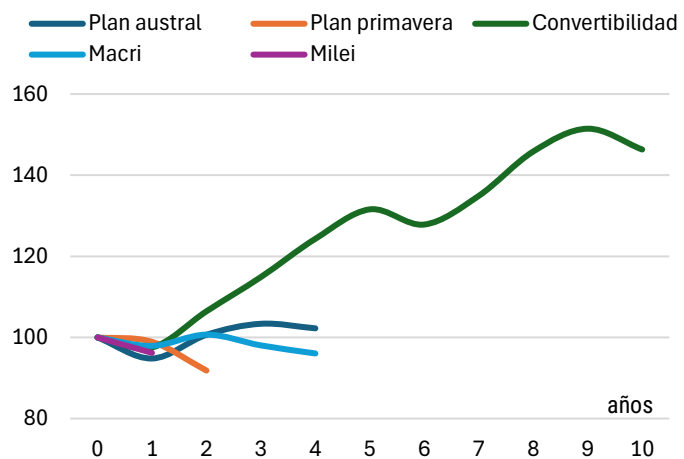
perfila para continuar con esta dinámica y el objetivo, según el presupuesto enviado al congreso, es mantenerlo para 2025, (con USD 20.748 millones de balanza comercial y 1,3% del PBI de superávit primario).

No obstante, la generación de las precondiciones para abordar el plan de estabilización tuvo un costo sobre la actividad económica. Al reducirse la injerencia del gasto público sobre la economía y sumarle el shock devaluatorio inicial, el primer

semestre del año arrojó una contracción de la actividad económica. El PBI retrocedió un 3,4%, principalmente impulsado por la caída del consumo privado (-8,2%) y de la inversión (-26,7%). Más específicamente, los sectores que experimentaron un retroceso importante fueron la industria manufacturera (-16%) y la construcción (-21%). Mientras, aquellos que más traccionaron positivamente la economía fueron la agroindustria (+50%), la pesca (+22%) y la explotación de minas y canteras (+7%). Nuevamente, se trata de un elemento común en los casos analizados, que tuvieron un primer año marcado de contracción de la actividad seguido por una recuperación. Ya en adelante, dependiendo del éxito del plan macroeconómico se tuvo la posibilidad de la continuidad del crecimiento o del retroceso. Para 2025 las proyecciones del presupuesto anticipan un 5% de crecimiento.

En una sintonía similar, se encontraron los salarios, que retrocedieron un 4,7% desde la asunción de la actual administración, pero que vienen experimentando cierta mejoría en los últimos meses (desde diciembre a junio +7,7% real). La proyección es que, al igual que la actividad económica, la

PBI – base 100 = año previo al inicio del plan.



Fuente: elaboración propia a base de INDEC y estimaciones propias.

³ “Planes de estabilización: Evidencia de América Latina”, (2023).



estabilidad lleve a una recuperación del poder de compra de los mismos. Observando los planes de estabilización pasados no es concluyente la relación de causalidad entre la recuperación económica y la recuperación salarial. En algunos casos (Austral y Primavera) la mejoría económica no sirvió para retornar a las remuneraciones a valores previos, mientras que en otros casos sí (Convertibilidad y Macri).

En síntesis, teniendo en cuenta las experiencias anteriores, nos encontraríamos transitando el año más complejo del plan, en el cual se busca robustecer las variables macroeconómicas y sentar las bases para un posterior crecimiento. En un principio el gobierno ha sabido mantener el apoyo popular a pesar del deterioro de las variables sociales, pero últimamente el Índice de Confianza en el Gobierno⁴ se viene retrayendo (-15% i/m) y no basta con mostrar logros relacionados con la baja de la inflación. Con niveles elevados de pobreza (51,9%⁵), las variables sociales y políticas dejan un margen acotado para el error. La competitividad cambiaria, el financiamiento externo y la balanza comercial son otros de los factores claves para la continuidad del plan en el tiempo. En ese sentido, el único de los planes analizados que logro bajar la inflación en el corto-mediano plazo fue la convertibilidad, que se distinguió por sostener el ancla cambiaria hasta lograr la estabilización. Hacia adelante, la gran incógnita es si el Gobierno puede o no lograr esa trayectoria. De momento, el equipo económico ha logrado torcer parcialmente a su favor las dificultades y los sucesivos riesgos. Ciertamente, los antecedentes de los últimos planes no crean expectativas muy favorables hacia el éxito del actual. Pero el balance de estos primeros meses muestra similitudes con los puntos destacables de los planes que mejor resultaron, el superávit fiscal (Convertibilidad) y el superávit comercial (Austral). Desde luego, el desafío es lograr una macroeconomía robusta sostenible en el tiempo.

¿Te interesan los datos macroeconómicos? ¿Buscas insumos para tu análisis o reunión CREA? Te invitamos a ingresar a nuestra presentación interactiva, que se actualiza automáticamente, en la plataforma Alphacast haciendo [click aca](#)

¿Querés puntuar el reporte o dejarnos comentarios? Hace [click acá](#)

⁴ Según estimaciones de la Universidad Torcuato Di Tella.

⁵ Según estimaciones de la Universidad Torcuato Di Tella.



Informe Macroeconómico
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:
Santiago Giraud

Economista a Cargo:
Francisco Anzoategui

Visite nuestra página web: www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. economia@crea.org.ar
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación y trabajan para el desarrollo sostenible de las empresas, las localidades de las que forman parte y el país. Para mayor información <http://www.crea.org.ar/>