



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 46 - Edición N° 1105 - 10 de Junio de 2024

### ¿Cerca o lejos de una bifurcación de caminos?

Jorge Vasconcelos

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

Con la inflación de mayo en torno al 5,0 % que habrá de publicar el INDEC en pocos días, los datos de meses subsiguientes estarán muy lejos de la rutina, dada la importancia de esta variable para la marcha del plan económico. La "inflación en dólares", junto con la caída del precio internacional de la soja, de 25 % desde julio 2023, han quitado poder adquisitivo interno a los productores agropecuarios, y la ralentización de la liquidación de la cosecha 2023/24 se hace sentir, con una merma apreciable de las compras netas de divisas por parte del Banco Central. Como telón de fondo, el "ancla fiscal" es desafiada por una oposición multicolor en el Congreso, que busca los 2/3 de los votos para blindar el proyecto de actualización de jubilaciones que agregaría 0,4 puntos del PIB al gasto público. Una pulseada que puede contaminar las negociaciones en curso por la ley bases y la reforma tributaria. Las urgencias de la economía tendrían otro color si el gobierno tuviera chances cercanas de eliminar los cepos al cambio y al comercio exterior, pero ese paso requiere un contexto de mayor acumulación de reservas, de menor riesgo país y de inflación perforando nuevos pisos. Son condiciones de las que todavía se carece.

#### 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

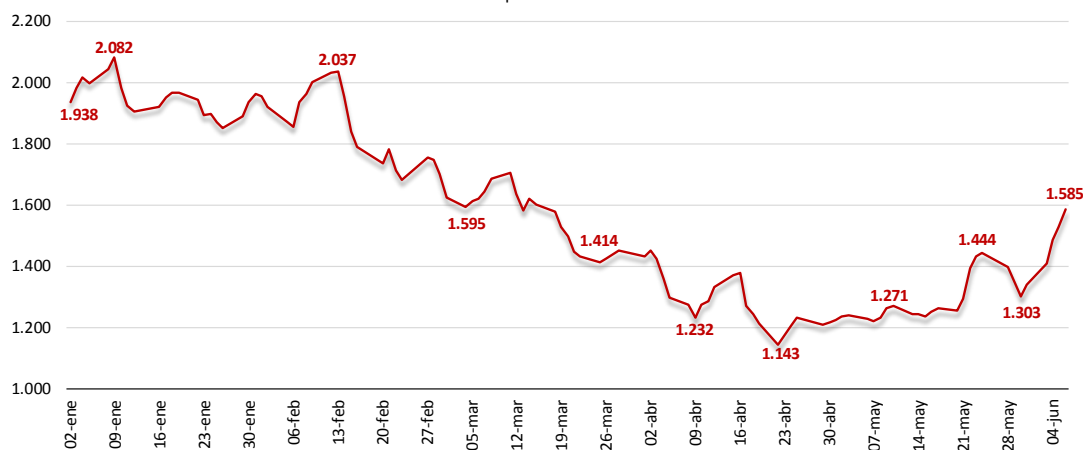
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## ¿Cerca o lejos de una bifurcación de caminos? <sup>1</sup>

Con la inflación de mayo en torno al 5,0 % que habrá de publicar el INDEC en pocos días, los datos de meses subsiguientes estarán muy lejos de la rutina, dada la importancia de esta variable para la marcha del plan económico. La "inflación en dólares", junto con la caída del precio internacional de la soja, de 25 % desde julio 2023, han quitado poder adquisitivo interno a los productores agropecuarios, y la ralentización de la liquidación de la cosecha 2023/24 se hace sentir, con una merma apreciable de las compras netas de divisas por parte del Banco Central. Como telón de fondo, el "ancla fiscal" es desafiada por una oposición multicolor en el Congreso, que busca los 2/3 de los votos para blindar el proyecto de actualización de jubilaciones que agregaría 0,4 puntos del PIB al gasto público. Una pulseada que puede contaminar las negociaciones en curso por la ley bases y la reforma tributaria. Las urgencias de la economía tendrían otro color si el gobierno tuviera chances cercanas de eliminar los cepos al cambio y al comercio exterior, pero ese paso requiere un contexto de mayor acumulación de reservas, de menor riesgo país y de inflación perforando nuevos pisos. Son condiciones de las que todavía se carece.

En un escenario de incontrovertida tendencia descendente de la inflación y, sin las complicaciones del frente externo y fiscal de las últimas semanas, el gobierno podría aspirar a una ampliación del "crédito" de la población y de los mercados, a la espera de resultados más tangibles. Con ese activo podría demorar la salida del cepo, terminando de configurar el régimen monetario-cambiario en el que se habrá de desembocar. Sin embargo, la suba de la brecha cambiaria y, sobre todo, un riesgo país que ha vuelto a superar los 1500 puntos, están abriendo signos de interrogación sobre la factibilidad de este escenario. Los riesgos han ampliado su volumen.

Evolución del Riesgo País de Argentina en 2024  
En puntos básicos



Fuente: IERAL en base a Invenómica y JPMorgan

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el Diario La Voz del Interior el 9 de Junio de 2024

Si junio y julio amenazaran con una tasa de inflación superior a la de mayo, entonces la actual tasa de interés del 3,3 % y el deslizamiento del tipo de cambio al 2 % pasarían a ser monitoreados con lupa por el mercado.

Los datos de inflación de mayo de CABA son ambivalentes en ese sentido. Porque el IPC registró una variación de 4,4 % mensual, pero con precios regulados "pisados". A su vez, confirmaron que los servicios intensivos en mano de obra están lejos de converger a la pauta cambiaria. En mayo aumentaron 7,8 %, luego del 10,1 % de abril. Se incluyen en esta medición de IERAL ítems como corte de pelo, plomería, ciertos servicios médicos y domésticos.

Inflación en pesos  
Var % Mensual

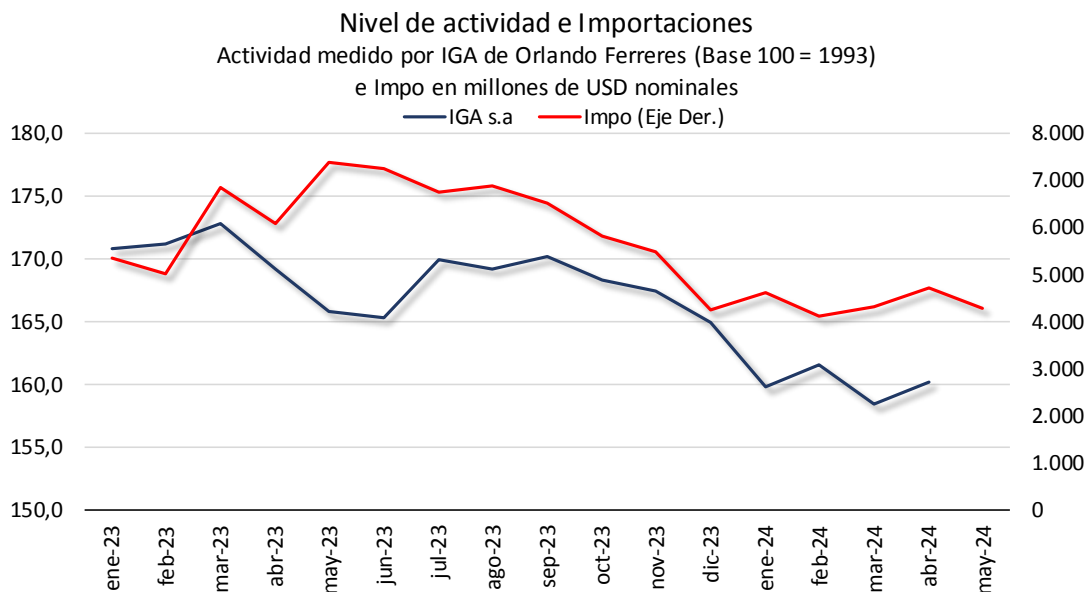
	mar-24	abr-24	may-24
IPC Nivel General	13,2%	9,8%	4,4%
Servicios Intensivos en Mano de Obra	16,3%	10,1%	7,8%

Fuente: IERAL en base a BCRA y Dirección General de Estadísticas y Censos de CABA

Para el IPC INDEC, que podría ubicarse debajo del 5% en mayo, no debe ignorarse que el aporte a la variación del índice de los precios regulados pasaría a ser de sólo 0,4 puntos porcentuales, cuando esa contribución fue cercana a 3,0 puntos en abril. Y en junio este rubro habrá de recuperar incidencia.

El sesgo contractivo de la política fiscal no está en duda hasta mayo, ya que la recaudación del consolidado de Administración Nacional y Sistema de Seguridad Social aumentó un 4,4 % en términos reales el mes pasado. Pero, de aquí en adelante, puede haber déficit por razones estacionales en junio y un segundo semestre en el que puede pesar el costo fiscal de 0,4 puntos del PIB del cambio de la fórmula jubilaciones que avanza en el Congreso, en caso que el Ejecutivo no pueda vetarlo. De igual modo, resta por confirmar el apoyo legislativo a la restitución de Ganancias para personas físicas.

Aunque el control sobre la emisión monetaria de origen fiscal es estricto, hay expansión vía el multiplicador bancario. En mayo el crédito se incrementó casi un 10 %, el doble de la inflación, un fenómeno asociado al descenso de la tasa de interés.

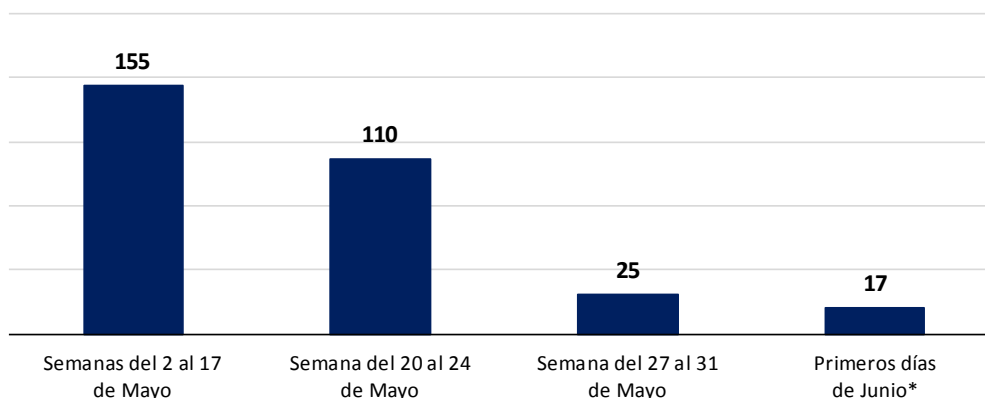


Fuente: IERAL en base a Secretaría de Ingresos Públicos, INDEC, BCRA, Orlando Ferreres y estimaciones propias

A su vez, ya se ha abusado de la recesión como instrumento antiinflacionario. Más del 85 % del PIB (excluyendo agro y minería) se contrajo 6,5 % interanual en el primer trimestre y, todo indica que esa caída se profundizó hasta el 7,5 % interanual en el segundo trimestre. Ese PIB "resto" incluye a sectores de la economía como la construcción, el comercio, otros servicios y la industria, con impacto significativo sobre el empleo.

Por su parte, la "inflación de alimentos" puede estar rebotando por la suba del dólar de exportación, que incluye un 20 % de tipo de cambio libre. Por la ampliación de la brecha cambiaria, en 30 días el dólar de exportación se incrementó 5,7 %, versus el 2 % de la pauta oficial.

Promedio de compras netas de divisas del BCRA  
En Millones de USD diarios



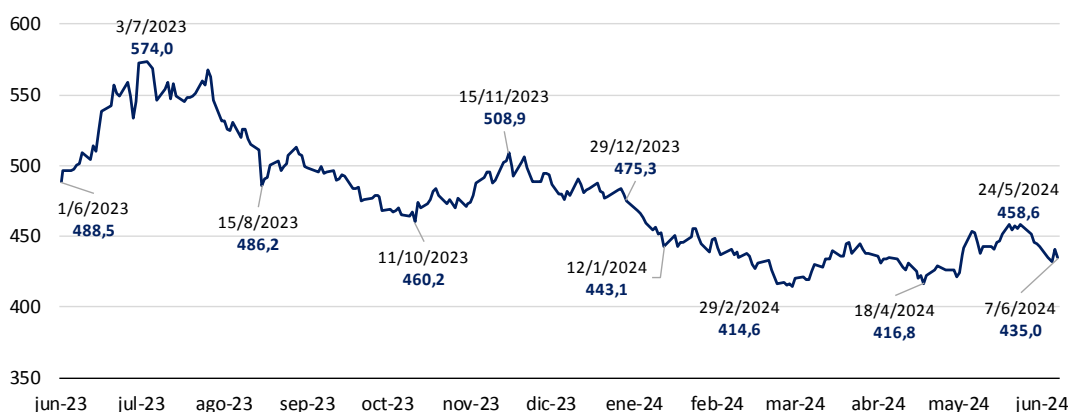
\* Promedio del 3 al 6 de junio

Fuente: IERAL en base a BCRA

Pese a la variación mencionada para el dólar de exportación, las compras netas de divisas por parte del Central pasaron de un promedio de 155 millones de dólares/día en la primera quincena de mayo a menos de 20 millones en el arranque de junio. Esto en la época del año más abundante en materia de agrodólares.

Tablita cambiaria, precios internacionales en caída y persistencia de elevadas retenciones se conjugan para hundir el poder adquisitivo de la soja en el mercado interno, un 20 % por debajo del promedio de 25 años. El volumen de la cosecha mejoró sustancialmente, pero está predominando la preferencia por el ahorro (silobolsas) de los chacareros.

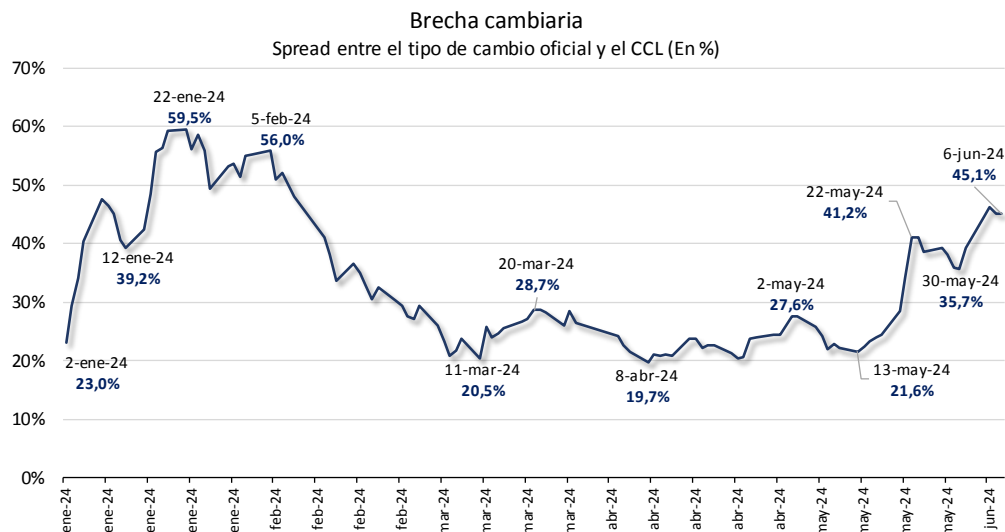
Evolución precio spot Soja Chicago  
USD por Tonelada



Fuente: IERAL en base a fuentes de mercado

Frente a estos desafíos, hay una restricción para la política económica: de los cepos y de la "tablita cambiaria" es muy difícil salir "gradualmente". Habría que hacerlo con un "cambio de régimen" pero, en ese caso, la limitación viene por condiciones incumplidas: nivel de reservas del BCRA, sustentabilidad fiscal, inflación de un dígito

bajo lograda en forma genuina, riesgo país por debajo de los 800 puntos, brecha cambiaria cambiaria contenida.



Fuente: IERAL, con base en BCRA y Ámbito Financiero.

Con un riesgo país por encima de 1500 puntos, se complica la refinanciación de los vencimientos de deuda, justo cuando el gobierno ha venido traspasando pasivos desde el BCRA al Tesoro. Una movida que no impidió que la deuda consolidada en manos de privados aumentara 20 mil millones de dólares (al CCL) desde noviembre 2023. En un contexto en el que se apeló masivamente a los “puts”, un seguro tomado por las entidades financieras para cubrirse frente a la eventual caída de paridad de los títulos públicos. Se estima que esos contratos involucran una emisión potencial de pesos por parte del BCRA, equivalente a 17,0 mil millones de dólares. No hay forma de despejar el horizonte de la macro bajo estas condiciones.

Y los vencimientos de deuda externa, de aquí a fin de 2025, ocurrirán a un ritmo de mil millones de dólares/mes, considerando títulos públicos de nación y provincias, junto con el Bopreal. Sin contar los 5,0 mil millones de dólares pendientes de definición del swap con China.

Se necesita oxigenación de expectativas y mayor horizonte. Pero esto no podrá ser logrado por el gobierno con el slogan de la “dolarización endógena”. Este modelo fue introducido por El Salvador a principios de los 2000, llevando la moneda local a un carácter residual. En términos de inflación esperada, este esquema puede llevar a “equilibrios múltiples”, con aceleración de la suba de precios u su opuesto, la deflación. Se abrirían de ese modo interrogantes acerca del cumplimiento de los compromisos de deuda pública.