

CONTENIDO

Resumen

Las cuentas fiscales

La tasa mensual de inflación en julio y en el mes y medio que falta para las PASO

Se está desmoronando el argumento del crecimiento pregonado por el secretario de la producción.

ARGENTINA

## Es posible que se evite caer en hiperinflación, pero la estanflación es cada vez más evidente y tiende a agravarse

### Resumen

El gasto público durante los cinco primeros meses del año creció mucho más de lo que había sido presupuestado. En un contexto de ajustes del tipo de cambio oficial al ritmo de la inflación (crawling peg pasivo) esa expansión del gasto público explica que la inflación mensual haya saltado del 6% a alrededor del 8% en los últimos meses. Es probable que, hasta las PASO, incluido el mes de junio que está finalizando, los registros mensuales de inflación vuelvan a retroceder a alrededor del 7%, o incluso del 6% mensual.

Para lograr esta atenuación transitoria de la tasa de inflación el Banco Central ha reducido el ritmo de devaluación del peso en el mercado oficial desde principios de junio y seguramente acentuará esta tendencia hasta el 15 de agosto. Además, el secretario de comercio ha dispuesto reducir del 3,2% mensual a 0 el ritmo de ajuste de los precios acordados con empresas líderes de varios rubros.

La consecuencia inmediata de esta política será la acentuación de las distorsiones de precios relativos por lo que difícilmente pueda ser continuada luego de las PASO. No hay que descartar que luego del 15 de agosto la tasa de inflación salte nuevamente al 8 o incluso al 9% mensual, especialmente si el acuerdo con el FMI impone un ajuste mayor del tipo de cambio oficial.

La decisión del Ministro de Economía de pagar con reservas el vencimiento de 2.700 millones de dólares con el FMI significa que ha recibido una señal de que finalmente esa institución hará el desembolso planeado a pesar de que no se cumplieron, ni se van a cumplir, las metas fiscales y de acumulación de reservas originalmente negociadas.

El financiamiento del déficit fiscal de los próximos meses también aparece cubierto con la colocación de deuda en pesos a plazos cortos y con ajuste por inflación o por tipo de cambio oficial. Esta política también crea un problema futuro por la concentración de vencimientos a comienzos del año 2024. Pero por el momento el objetivo del gobierno es evitar que una excesiva emisión monetaria agrave aún más el panorama inflacionario antes de las elecciones de octubre y noviembre.

Con estas salvedades, puede afirmarse que el riesgo de explosión inflacionaria parece atenuado, por lo menos hasta las PASO.

## Las cuentas fiscales

El gasto, los ingresos y el déficit primario aumentaron durante los cinco primeros meses a un ritmo 50% más alto del que se había previsto en el presupuesto aprobado para 2023.

A su vez, el déficit total se triplicó con respecto al registrado en los cinco primeros meses de 2022. Esto se puede ver claramente en el cuadro 1.

Cuadro 1: Incrementos de las cuentas fiscales nacionales durante 2021, 2022 y 2023				
	Incremento durante 2022 con respecto a 2021	Incremento durante 2023 (según proyecto de presupuesto) con respecto al 2022	Incremento durante los cinco primeros meses de 2023 con respecto al mismo período de 2022	Incremento durante mayo 2023 con respecto al mismo mes de 2022
<b>Gastos totales</b>	70%	62%	98%	215%
Intereses pagados por el Tesoro	64%	57%	157%	416%
Gastos Primarios (se sustraen los intereses)	70%	63%	92%	198%
<b>Ingresos Fiscales sin transferencias del Banco Central ni de ANSES</b>	71%	64%	83%	204%
<b>Déficit fiscal primario</b>	70%	57%	172%	165%
<b>Deficit fiscal</b>	67%	57%	164%	258%

Para ayudar a interpretar los números del cuadro, fijemos la vista en el primer renglón que informa el aumento de los gastos totales. En el presupuesto se preveía un aumento del 62% (el dato en rojo) inferior al que se había producido durante 2022 (70%), pero durante los cinco primeros meses de 2023 el aumento, con respecto a los mismos meses de 2022, fue de 98%. Si se observa el comportamiento para mayo, mes en el que el aumento con respecto a mayo de 2022 fue del 215%, se debe concluir no sólo que el gasto total está aumentando mucho, sino que lo hace a un ritmo que se acelera.

### La tasa mensual de inflación en junio y en el mes y medio que falta para las PASO

El indicador de la evolución de los precios comercializados online que venimos siguiendo en estos informes, marca una pequeña desaceleración durante el mes de junio. Esto se puede ver en el gráfico 1.

Cabe destacar que en los últimos meses este indicador subestimó significativamente la tasa de inflación publicada por INDEC, pero en general predijo adecuadamente la tendencia de la tasa mensual de inflación.

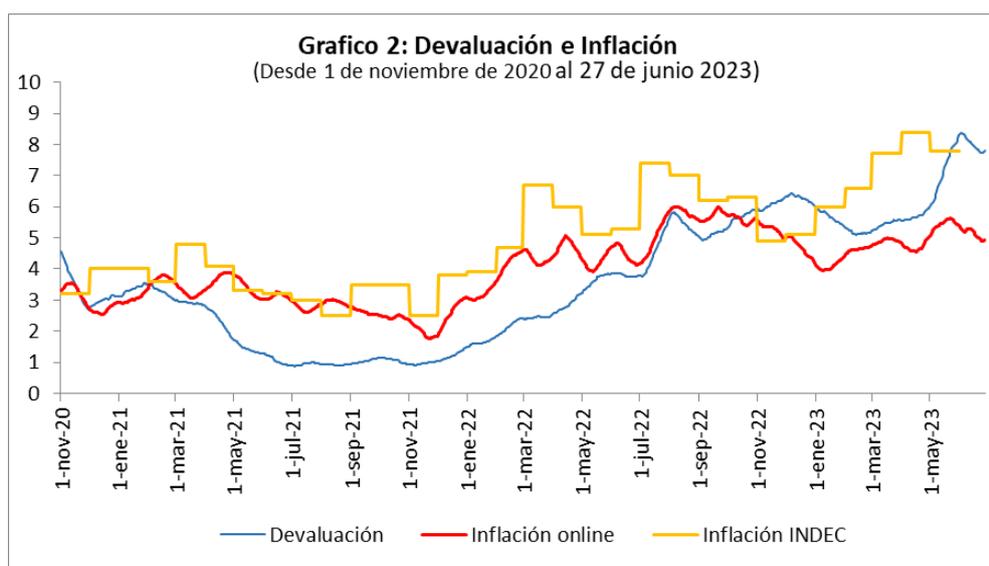


La diferencia de nivel con los índices del INDEC probablemente tienen que ver con mayores aumentos de precios en negocios

de cercanía que no publican sus precios online y también con algunos precios de servicios que tampoco se pueden seguir online. Pero los precios online son todavía indicativos de la tendencia de la tasa mensual de inflación.

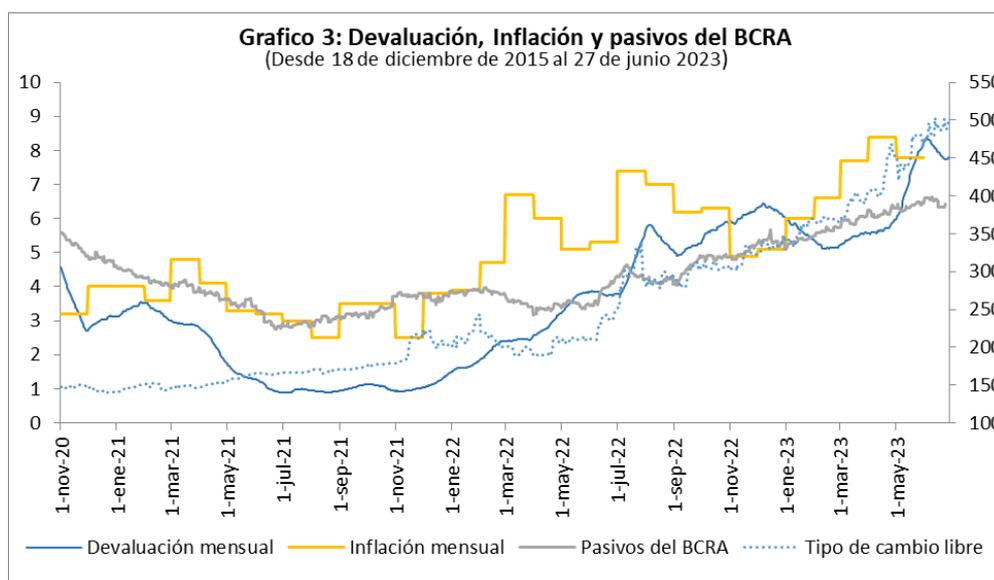
En el Gráfico 2 se compara la tasa de variación del tipo de cambio oficial con la tasa de inflación. Se puede observar claramente la desaceleración durante junio de la tasa de devaluación y su paralelo descenso en la tasa de inflación mensual medida por los precios online. El dato del INDEC para junio recién se publicará en la segunda semana de julio, pero es probable que esté en el entorno del 7% mensual y no sería raro que comience con 6.

El gobierno seguramente lo festejará como un logro importante, pero si esta tendencia continúa durante julio y las dos primeras semanas de agosto, será como consecuencia de una acentuación del rezago cambiario y el congelamiento de los precios dispuesto hasta el 15 de agosto por la secretaría de comercio, prácticas que no podrán continuarse luego de las PASO, so pena de acentuar peligrosamente los desajustes de precios relativos.

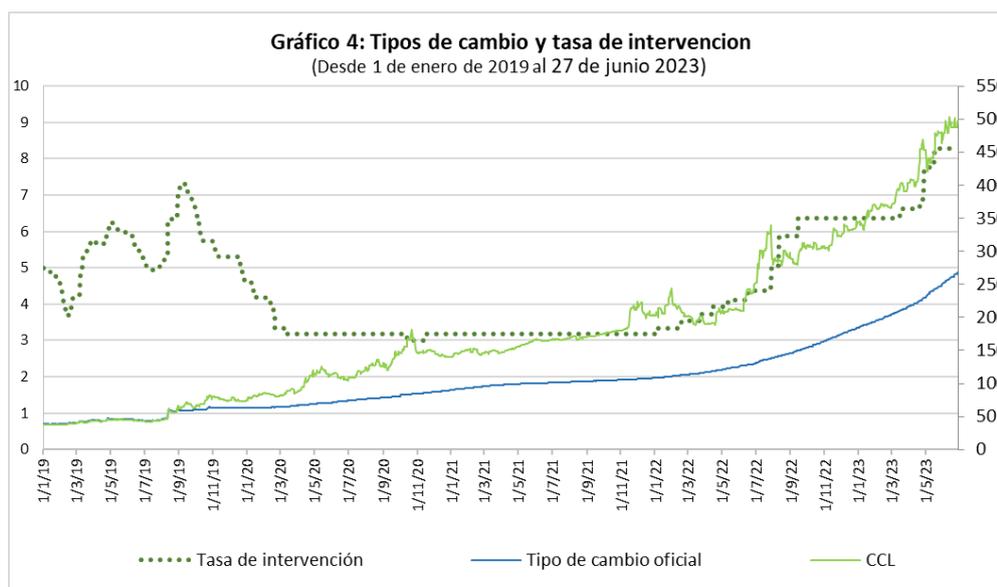


Más allá de la influencia del tipo de cambio y de los controles de precios sobre la tasa de inflación, en el Gráfico 3 se puede

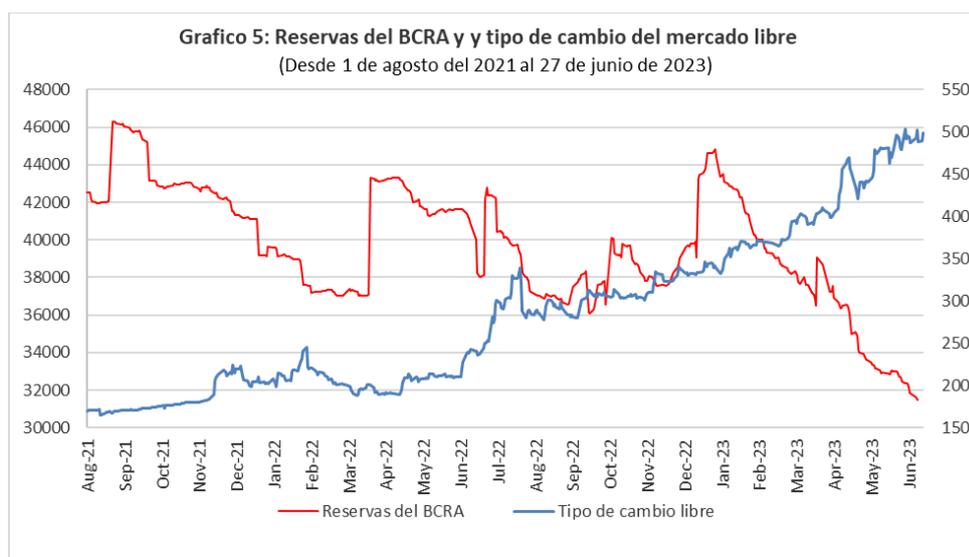
observar que la tendencia creciente de la tasa de inflación desde marzo de 2022 viene también explicada por el aumento continuo de los pasivos monetarios del Banco Central que aún sin los sobresaltos de los otros indicadores, marca un aumento persistente. No podría ser de otra forma, porque los pasivos monetarios incluyen tanto la base monetaria como el stock de LELIQs y éste aumenta al ritmo de la tasa de interés fijada por el Banco Central.



La tasa de interés de intervención del Banco Central ha procurado no quedar demasiado retrasada en relación a la evolución del tipo de cambio contado con liquidación (CCL). Esto se puede ver en el Gráfico 4.



El tipo de cambio CCL tiene un comportamiento inverso al de las reservas del Banco Central. Esto se aprecia en el Gráfico 5.



Toda esta cadena de relaciones constituye la causa de la inercia inflacionaria que es imposible de quebrar sin un plan de estabilización como el descrito en mis informes anteriores.

**Se está desmoronando el argumento del crecimiento pregonado por el secretario de la producción.**

Ignacio De Mendiguren sigue publicitando cifras del nivel de actividad económica que no se condicen con la realidad.

En el Cuadro 3 se puede ver que, el índice Mensual de Actividad Económica publicado por INDEC hasta abril da -0,1%, comprando el mes de abril de 2023 con el mismo mes del año anterior, la caída es del -4.2%. A su vez, la actualización de Orlando Ferreres hasta el mes de mayo da una caída acumulada del -0,7 % y comparando el mes de mayo de 2023 con mayo de 2022 la caída es del -3%.

La actividad de la construcción también está cayendo según el índice del INDEC hasta abril (-1,7%) y mucho más según el índice construya que llega hasta el mes de mayo (-8,3%)

El índice de la producción manufacturera del INDEC, que es el que destaca De Mendiguren, creció el 2,4 % hasta abril (en comparación con los mismos meses de 2022), pero la actualización de FIEL que llega hasta mayo ya registra una caída del (-0,1%) para los primeros cinco meses de 2023 en comparación con los mismos meses de 2022 debido a una caída de -3,4% de mayo 2023 contra mayo de 2022.

Los aumentos de producción y venta de automóviles, así como las ventas de supermercados y shoppings y de los impuestos ligados al nivel de actividad, son indicadores del aumento del consumo de los sectores de ingresos medios que tratan de protegerse de la inflación, comprando productos que tienen una gran componente de insumos importados. No es muy diferente a la tendencia a comprar dólares para atesoramiento y de ninguna manera pueden considerarse índices de crecimiento económico.

Todos los indicadores del nivel de los salarios reales pagados por el sector privado disponibles hasta abril registran caídas que van del -1,7 % (asalariados registrados) al -12,9% (asalariados no registrados).

Las importaciones y las exportaciones registran caídas del -9,6% y del -22,2% respectivamente para los primeros cinco meses de 2023 con respecto al mismo período del año anterior.

Todos estos indicadores que pueden verse en detalle en el cuadro 3 demuestran que el país ya se encuentra en plena estanflación, como lo ha estado desde 2011 en adelante. Lejos está la realidad de poder describirse como en crecimiento sostenido.

Cuadro 3: Algunos indicadores del nivel de actividad económica				
	Fuente:	Datos disponibles hasta:	Variación acumulada durante el año con respecto al mismo período del año anterior	Variación último mes respecto mismo mes del año anterior
Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Abril	-0,1%	-4,2%
Índice General de Actividad	OJF	Mayo	-0,7%	-3,0%
Actividad de la Construcción	INDEC	Abril	-1,7%	-4,0%
Producción de Cemento	PORTLAND	Mayo	1,6%	-1,5%
Índice Construya	CONSTRUYA	Mayo	-8,3%	-9,2%
Índice de producción industrial manufacturero	INDEC	Abril	2,4%	1,6%
Índice de Producción Industrial	FIEL	Mayo	-0,1%	-3,4%
Producción Automóviles	ADEFA	Mayo	24,0%	14,8%
Ventas Automóviles	ADEFA	Mayo	13,0%	14,5%
Impuestos ligados nivel de actividad	MECON	Mayo	1,4%	10,6%
Ventas Reales Supermercados	INDEC	Abril	3,7%	4,1%
Ventas Reales Shoppings	INDEC	Abril	16,9%	15,4%
Salarios Reales	INDEC	Abril	-2,6%	-2,9%
Salarios Reales Sector Privado Registrado	INDEC	Abril	-1,7%	-1,6%
Salarios Reales Sector Privado No Registrado	INDEC	Abril	-12,9%	-15,5%
Salarios Reales Sector Publico	INDEC	Abril	1,8%	2,3%
Importaciones	INDEC	Mayo	-9,6%	-6,5%
Exportaciones	INDEC	Mayo	-22,2%	-24,6%

**DFC ASSOCIATES**  
 Domingo Cavallo  
[domingo@cavallo.com.ar](mailto:domingo@cavallo.com.ar)  
[joseluis@cavallo.com.ar](mailto:joseluis@cavallo.com.ar)

Tagle 2810  
 Buenos Aires, Argentina  
 +54-11-48040862  
 +1-646-290-8779