



Centro de  
Investigación de  
Economía  
Nacional

## **Entre el sostenimiento de la actividad, la (in)estabilidad cambiaria y el desafío electoral**

Informe de coyuntura semanal 13/10

A menos de dos semanas de las elecciones, el ministro de Economía redobla los esfuerzos para contener la situación económica en este clima de fuerte inestabilidad y dificultad del sector externo. Esta semana se produjo una corrida cambiaria sobre los tipos de cambio paralelos. Recordemos que además del dólar oficial (que está fijo en \$350 hasta las elecciones) hay otros tres tipos de cambio paralelos: BLUE, MEP y CCL. Como hay cepo, la corrida no ocurre contra el dólar oficial, sino que ocurre en los paralelos.

El mercado del dólar BLUE es el más “chico” y el más sensible ante una corrida, por eso fue el que más se disparó. El dólar CCL es el que mayormente utilizan las empresas para dolarizarse y también se disparó fuertemente en la corrida, mientras que el dólar MEP no se disparó ya que además el gobierno interviene en el mercado para mantener su cotización “baja”, lo que involucra gastar dólares de las reservas.

Esta corrida, a su vez, tuvo su origen en un “desarme” de posiciones en pesos. La gente se apuró a comprar dólares, y para eso no renovó sus plazos fijos en pesos o rescató dinero de fondos comunes de inversión en pesos o vendió títulos del tesoro en pesos (en caso de inversores más sofisticados).

El candidato de LLA contribuyó a la corrida cambiaria de dos maneras. Primero, a través de su propuesta de dolarizar: al dolarizar hay que cambiar todos los pesos que hay en la economía por los dólares, y el tipo de cambio surge de ese cociente,

lo que daría un tipo de cambio muchísimo más alto que el actual. Segundo, este lunes salió a decir en una entrevista de radio que no hay que tener pesos, que son un “excremento” y llamó abiertamente a no renovar los plazos fijos. A su vez Ramiro Marra, candidato a Jefe de Gobierno Porteño del partido de Milei, salió a tuitear en medio de la corrida “Hoy más que nunca: NO AHORRES EN PESOS”.

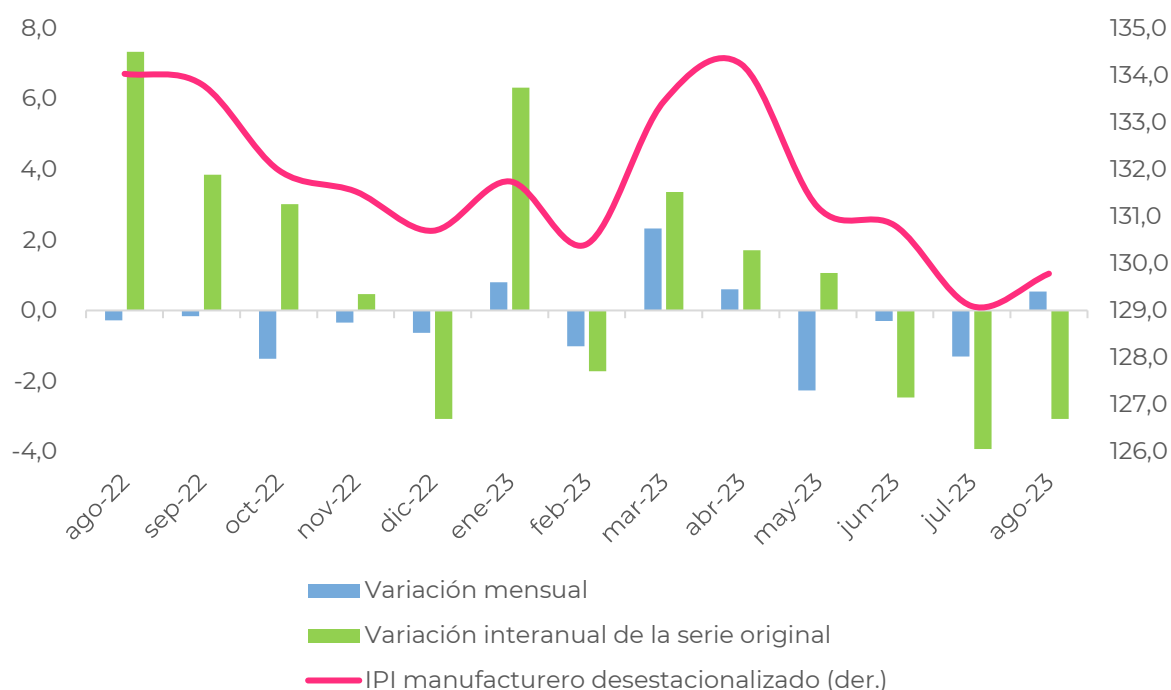
En este informe repasamos los últimos datos y analizamos cómo viene la actividad, la acumulación de dólares del BCRA, los resultados del último dólar soja y el impacto del impuesto PAIS y la sequía en la recaudación.

## Actividad

En nuestros últimos informes, veníamos haciendo especial hincapié en que, a pesar de los efectos de la sequía, el gobierno estaba logrando evitar una recesión pronunciada de la actividad económica. Esto se debía a que el tipo de cambio real oficial seguía en niveles estables, producto de que el gobierno estaba logrando evitar un salto cambiario abrupto, causa principal de las últimas recesiones económicas atravesadas por la economía argentina con excepción de la caída en 2020, causada por la pandemia.

El INDEC publicó recientemente los datos de actividad económica del mes de agosto, afectados por la devaluación ocurrida el 14 de agosto. El Índice de producción industrial manufacturero (IPIIM) experimentó un crecimiento intermensual del 0,5% en agosto de 2023 en la serie desestacionalizada y la caída interanual se desaceleró del -3,9% al -3,1%.

**IPI manufacturero (agosto de 2022 a agosto de 2023).**



Fuente: INDEC.

Los sectores con mayor expansión de acuerdo a la variación mensual y que traccionaron la actividad industrial en agosto fueron vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes (+22%), otros equipos, aparatos e instrumentos (+17%), maquinaria y equipo (+13,4%), productos del metal (+10,6%), productos minerales no metálicos (+8,9%), otro equipo de transporte (6,8%), madera, papel de edición e impresión (+6,7%), industrias metálicas básicas (5+,6%) y alimentos y bebidas (+3,4%).

De estos, algunos presentan variaciones interanuales negativas, como maquinaria y equipo, productos minerales no metálicos, otro equipo de transporte y fundamentalmente industrias metálicas básicas y alimentos y bebidas. Otros, como vehículos, automotores, carrocerías, remolques y autopartes u otros equipos, aparatos e instrumentos presentan variaciones interanuales positivas.

#### **Variación mensual e interanual del IPI manufacturero por sector.**

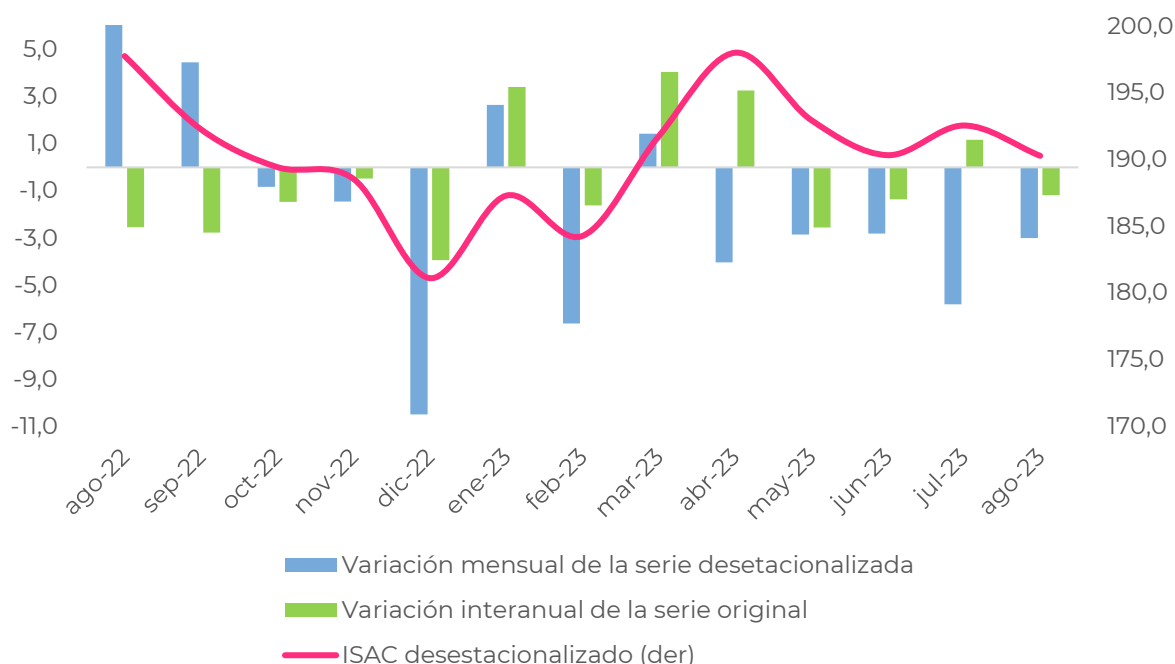
| Sector                                                     | Variación interanual agosto | Variación mensual agosto |
|------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| Vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes | 3,9%                        | 22,0%                    |
| Otros equipos, aparatos e instrumentos                     | 10,6%                       | 17,0%                    |
| Maquinaria y equipo                                        | -1,6%                       | 13,4%                    |
| Productos de metal                                         | 0,1%                        | 10,6%                    |
| Productos minerales no metálicos                           | -0,9%                       | 8,9%                     |
| Otro equipo de transporte                                  | -3,1%                       | 6,8%                     |
| Madera, papel, edición e impresión                         | -1,2%                       | 6,7%                     |
| Industrias metálicas básicas                               | -7,4%                       | 5,6%                     |
| <b>IPI Manufacturero</b>                                   | <b>-3,1%</b>                | <b>4,5%</b>              |
| Alimentos y bebidas                                        | -7,3%                       | 3,4%                     |
| Productos de caucho y plástico                             | -0,8%                       | 2,8%                     |
| Productos de tabaco                                        | 2,3%                        | -0,2%                    |
| Prendas de vestir, cuero y calzado                         | 4,5%                        | -0,3%                    |
| Sustancias y productos químicos                            | -3,4%                       | -0,7%                    |
| Productos textiles                                         | -5,1%                       | -5,2%                    |
| Muebles y colchones, y otras industrias manufactureras     | -2,8%                       | -7,8%                    |
| Refinación del petróleo, coque y combustible nuclear       | -6,7%                       | -7,8%                    |

Fuente: INDEC.

Por otra parte, fue publicado para ese mismo mes el Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC), que arrojó una reducción mensual del -3% y una caída interanual del -1,2%. Si bien es cierto que la industria representó en 2022 aproximadamente el 20,2% del valor agregado bruto (VAB) de la producción a nivel

nacional, al tiempo que la construcción solo el 3,6%, este mal dato para el índice de la construcción empeora las perspectivas del EMAE de cara a agosto.

### ISAC, variación mensual y variación interanual (en porcentaje).



Fuente: INDEC.

Al contexto de inflación elevada y sequía se le sumó en agosto por primera vez un salto abrupto del tipo de cambio oficial. Sin embargo, también es cierto que una vez consumada la devaluación, el nivel de precios aumentó su ritmo. Esto último, en conjunto con la decisión oficial de mantener el tipo de cambio fijo hasta por lo menos el 22 de octubre, está dando lugar a un proceso de apreciación cambiaria. En ese sentido, si el gobierno después de las elecciones consigue estabilizar el tipo de cambio real y evitar un nuevo salto cambiario no deberíamos observar sobresaltos en el nivel de actividad.

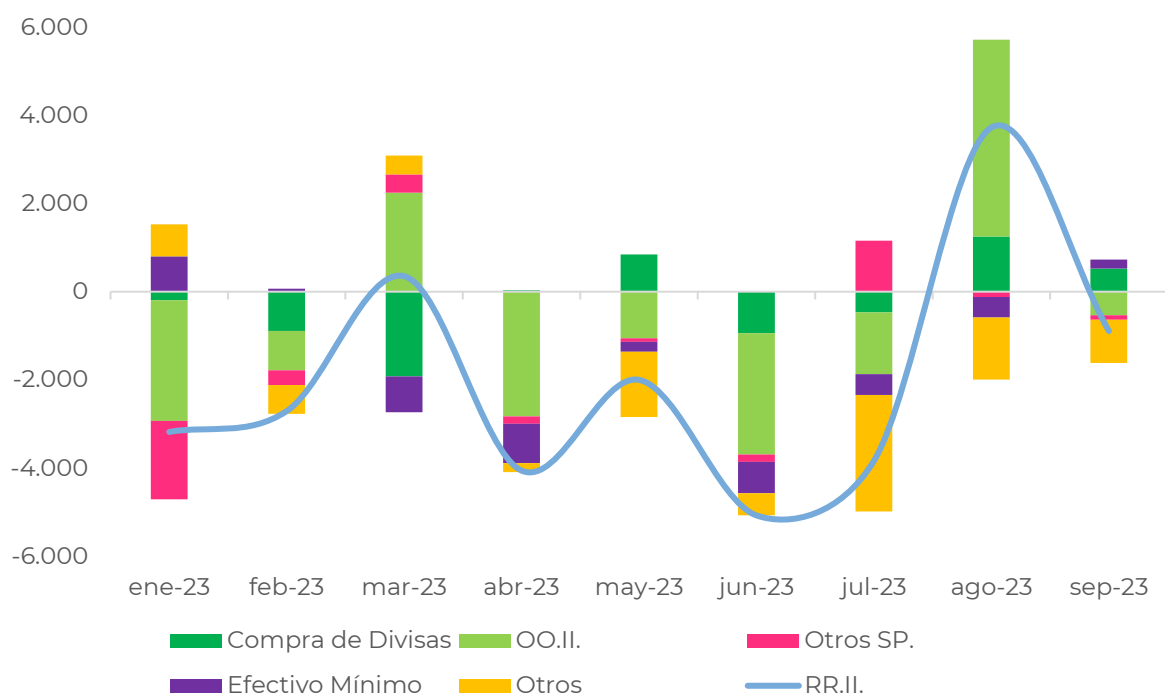
Sin embargo, es importante destacar que las perspectivas hacia diciembre y el primer trimestre del año que viene probablemente sean algo menos alentadoras. De cara a una posible corrección del tipo de cambio o dolarización, esto último en caso de que llegara a efectivizar la victoria de Javier Milei, los impactos sobre el nivel de actividad podrían ser más severos, producto del salto cambiario que dicho programa económico conllevaría.

## Sector externo

En septiembre, las reservas descendieron levemente, en alrededor de USD 894 millones. En este caso, fueron negativamente afectadas por las operaciones con los Organismos Internacionales. En sentido opuesto, incidieron positivamente las compras netas en el MULC, que alcanzaron un saldo superavitario de USD 527 millones.

Como comentamos hace algunas semanas, en agosto, las reservas internacionales del BCRA habían repuntado en alrededor de USD 3.727 millones. El dato era alentador dado que se trataba del segundo mes del año en que las reservas mostraban un incremento mensual. El principal factor de este flujo positivo habían sido las operaciones con los Organismos Internacionales (USD 4.463 millones). Dentro de estas, se destacan las realizadas con el FMI, que, en términos netos, habían aportado USD 5.629 millones. Pero también había sido importante la contribución de las compras netas de divisas realizadas por el BCRA en el MULC, que habían alcanzado USD 1.254 millones.

### **Variación mensual de reservas internacionales según factores de variación. Enero-septiembre de 2023.**



Fuente: BCRA.

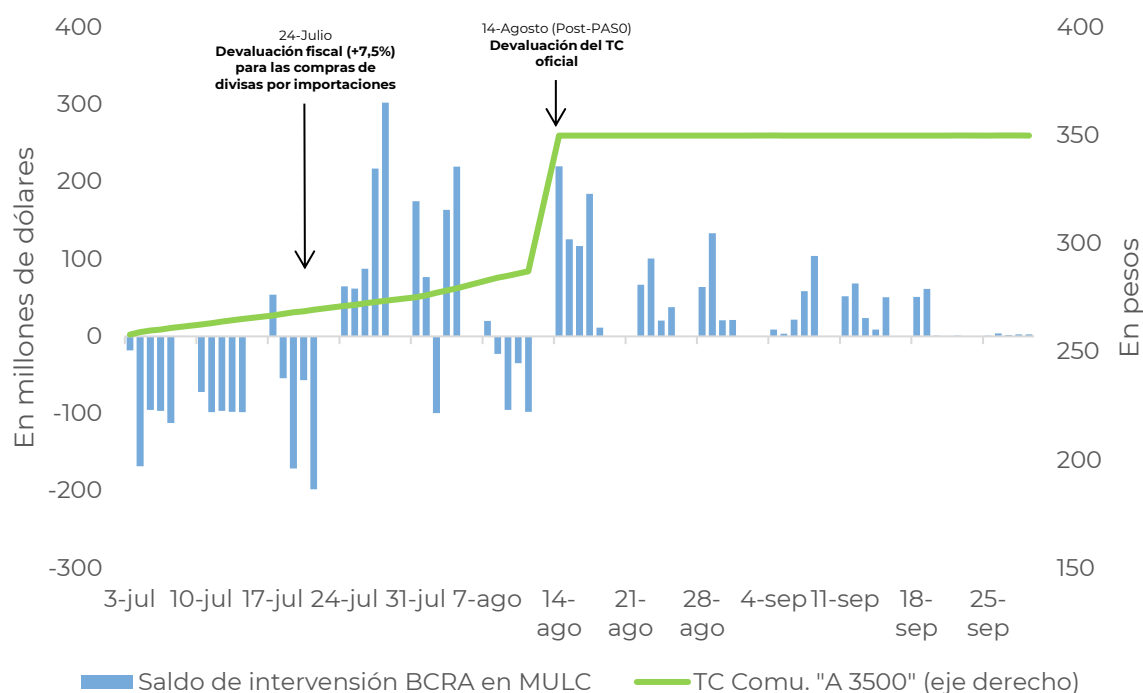
Entre los dos últimos meses, las compras netas de divisas del BCRA ascendieron a USD 1.782 millones. La variación positiva de este concepto es auspiciosa, dado que, hasta agosto, sólo en mayo se había registrado un saldo comprador neto, estando el mismo fuertemente asociado a la liquidación de divisas provenientes de las exportaciones de soja -promovida por la tercera edición del Programa de Incremento Exportador.

De la misma manera en que había ocurrido en mayo (con el "dólar soja 3"), el saldo comprador neto de la intervención de la autoridad monetaria de los dos últimos meses está claramente vinculado a medidas que, en pos de frenar la reducción constante del acervo de reservas internacionales registrada durante el año, buscaron incrementar la oferta de divisas en el MULC, y retraer su demanda.

Como se aprecia en el gráfico, la ampliación del "impuesto país" para (casi) la totalidad de las importaciones marca un cambio de tendencia en el saldo

interventor del gobierno en el MULC. En efecto, desde el lunes 24 de julio -fecha de establecimiento de la conocida “devaluación fiscal”- hasta el 4 de agosto, hubo nueve ruedas y sólo en una el BCRA registró un saldo vendedor.

### Saldo neto de la intervención del BCRA en el MULC y evolución de la cotización del dólar “A 3500”. Julio- septiembre.



Fuente: BCRA.

Por otro lado, el freno a la demanda de divisas por motivos de importaciones ocurrió en paralelo al incremento de la entrada de dólares provenientes de la comercialización del maíz y de los productos de las economías regionales que, en un contexto en el que el dólar oficial estaba lejos de los \$300, se vieron incentivados por un contravalor de \$340/USD (en el marco de la cuarta edición del Programa de Incremento Exportador).

La semana previa a las PASO se presenta como la excepción a la posición compradora del BCRA -que hizo de regla durante los dos últimos meses. No obstante, luego de cuatro jornadas en que el BCRA registró un saldo vendedor -afectadas por la incertidumbre típica que impregna los días previos a las elecciones, el aumento en el precio de los dólares paralelos y la consecuente disminución de los incentivos a liquidar-, la devaluación del peso del 14 de agosto sentó las bases para una importante racha compradora. En efecto, desde esa fecha hasta el 29 de septiembre, el BCRA registró 34 ruedas con saldo comprador de divisas.

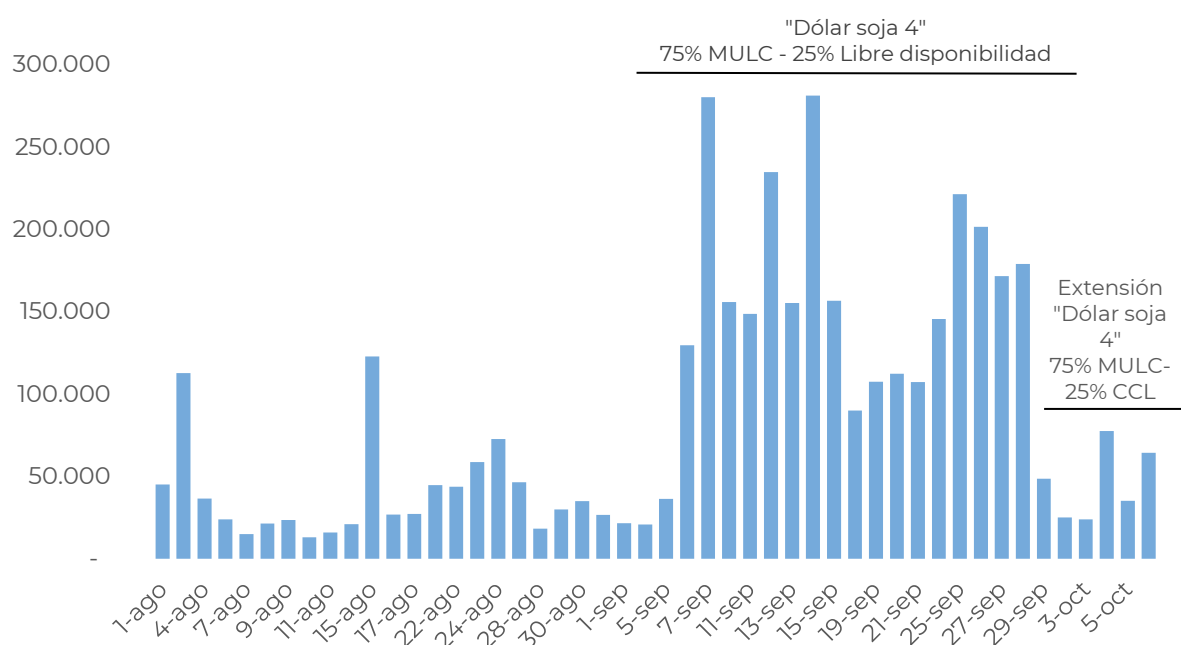
Es evidente, entonces, que el encarecimiento de las compras en el mercado externo, tanto por la implementación del “impuesto país” como por el salto cambiario post-PASO, fue, por lo menos en el cortísimo plazo, una forma efectiva de frenar el drenaje de divisas por el lado de la demanda.

Al mismo tiempo, la devaluación del peso, además de incrementar el precio de las importaciones, incentiva la liquidación de divisas, al aumentar el contravalor real en pesos de las divisas originadas en las ventas al mercado externo. No obstante, el gobierno se viene viendo obligado a tomar medidas complementarias, que, por el lado de la oferta, le permitan elevar su acervo de reservas. Puntualmente, sobresalen las últimas ediciones del Programa de Incremento Exportador, y la extensión de este programa a un mayor número de sectores.

A principios de septiembre, se reestableció el Programa de Incremento Exportador (PIE), esta vez, para las exportaciones de soja y de algunos de sus derivados. La nueva edición vino con un nuevo formato: a diferencia de los anteriores, el “dólar soja 4” no ofrece un precio diferencial para las divisas provenientes de la comercialización de soja, sino que le da libre disponibilidad al 25% de las divisas obtenidas por la venta de la oleaginosa en el mercado externo, debiendo a liquidarse el restante 75% en MULC. En los hechos, no obstante, esto sí implica un precio diferencial, en la medida en que los comercializadores pueden cambiar los dólares de libre disponibilidad a un contravalor equivalente al ofrecido por el dólar Contado con Liquidación (CCL), o por el dólar MEP. En este sentido, la medida no sólo tiene el objetivo de incrementar la liquidación de divisas en el MULC, sino, además, se propone inducir una mayor oferta de dólares en los mercados financieros y, de esa manera, estabilizar el precio de los dólares paralelos.

En principio, el nuevo PIE tuvo un efecto positivo en la comercialización de la oleaginosa. Como se observa en el gráfico, el salto es evidente, y se traduce, además, en una mayor entrada de divisas en el MULC.

### Comercialización de soja (cámara y fábrica en toneladas) según Monitor SIO-Granos. 1 agosto-6 de octubre.



Fuente: Monitor SIO-Granos.

Si bien la medida dio libre disponibilidad a la cuarta parte de las divisas obtenidas por el valor exportado, el incentivo que otorga el mayor contravalor implícito (equivalente a la suma del 25% del dólar contado con liquidación y el 75% del dólar oficial) induce un incremento en las cantidades comercializadas que más que compensa los efectos negativos en la liquidación de divisas producidos por el nuevo formato.

En cuanto a la estabilización de los dólares financieros, el éxito de la medida fue moderado. El 4 de septiembre, el dólar CCL cotizaba \$770, mientras que al 29 de septiembre se ubicaba en \$822. Si bien esto implica un incremento nominal del 6,75% (y un aumento consecuente de la brecha con el dólar oficial), dicha variación se ubicaría por debajo de la tasa de inflación de septiembre -que, según estiman consultoras privadas, estaría cercana al 12%.

Lo cierto es que el gobierno decidió extender el “dólar soja 4” hasta el 20 de octubre, esta vez, obligando a los comercializadores de soja a liquidar el 25% de sus divisas en el mercado CCL. Uno de los motivos que podría haber inducido al gobierno a regular de forma más estricta los dólares no liquidados en el MULC es la proximidad de las elecciones. La especulación respecto a un resultado electoral que fuerce al gobierno a devaluar podría inducir la dolarización de cartera de una porción significativa de los ahorristas, tal como había ocurrido antes de las PASO.

En este escenario, a fines de septiembre y principios del mes en que se publica este informe, el gobierno decidió complementar el “dólar soja 4”, otorgando el mismo beneficio a las exportaciones de otros sectores como las PYME, economías regionales, hidrocarburífero, minero y automotrices. En principio, por lo que va de octubre, las medidas no alcanzarían a cumplir sus objetivos, tanto de acumulación de reservas como de estabilización en los tipos de cambio financieros.

En lo que lleva transcurrido el mes, el precio del dólar CCL pasó de \$830 al 2/10 a \$954 al 10/10, lo cual representa un incremento del 15%. En el mismo período, el dólar blue se elevó un 26%, alcanzando los \$1.010. El hecho de que el dólar blue, cuyo mercado no se ve afectado por el nuevo formato del PIE V, registre una mayor variación que el CCL, podría indicar que el incremento de los dólares financieros tiene su origen, en parte, en una mayor dolarización de cartera. Por otro lado, como se observa en el gráfico expuesto más arriba, la comercialización de soja de octubre viene cayendo respecto a septiembre, lo cual implica una menor liquidación. Esto último, además, podría sugerir una menor preferencia de los exportadores por la condición obligatoria de liquidar el 25% de las divisas en el CCL que impone la extensión del PIE V.

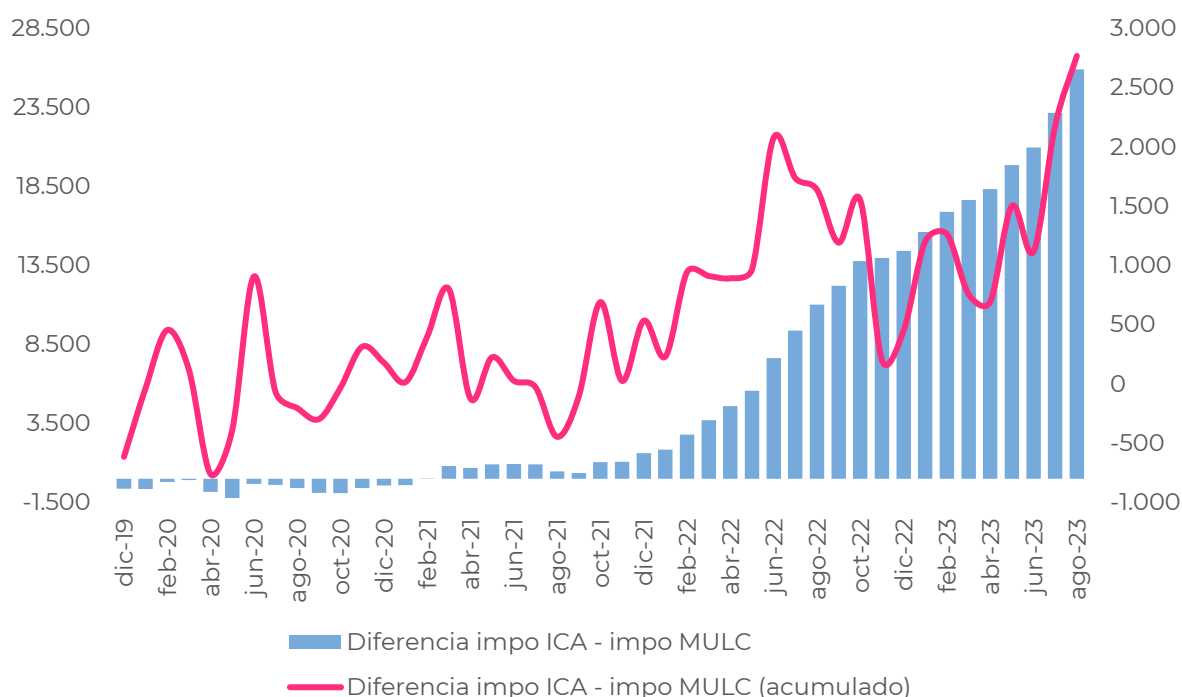
Respecto a la acumulación de reservas, el más importante de los objetivos del programa, el saldo también es negativo, dado que la menor liquidación de granos también se refleja en una menor oferta de divisas en el MULC. En efecto, con datos al día 5 de este mes, el saldo del BCRA en el MULC es de vendedor neto.

## Balance cambiario de agosto

Por último, a fines de septiembre, el BCRA publicó los datos del balance cambiario de agosto. Este balance descompone la variación mensual de las reservas según los conceptos de la balanza de pagos, lo cual nos permite visualizar los resultados de otra de las herramientas utilizadas por el gobierno para amortiguar la salida de reservas del BCRA, y sostener la paridad cambiaria: el Sistema de Importaciones de la República Argentina. En la práctica, este sistema dota al gobierno con la capacidad de posponer la compra de divisas por aquellas importaciones que considera menos esenciales, o cuya demanda proviene de empresas de envergadura suficiente como para financiar sus compras en el mercado externo mediante acuerdos con sus proveedores.

En el mes de agosto, el balance cambiario de bienes fue superavitario en USD 1.292 millones. Casi como a la inversa de lo que sucede con las exportaciones e importaciones devengadas, este fue el sexto mes del año con saldo positivo en el balance cambiario de bienes; mientras que la balanza comercial publicada por ICA-INDEC presentó déficit en siete de los últimos ocho meses del año. La diferencia se explica por la discrecionalidad que las SIRA le otorgan al gobierno para administrar las divisas que el sector privado requiere para realizar sus compras en el mercado externo. En efecto, la diferencia entre la balanza comercial devengada y la percibida es explicada, en mayor medida, por la diferencia positiva entre las importaciones efectivamente realizadas y el requerimiento de las divisas necesarias para su pago, reflejadas en las compras de particulares en el MULC. Como se puede observar en el gráfico, en agosto, esta diferencia fue la mayor en lo que va de la gestión de Alberto Fernández.

## Diferencia entre importaciones devengadas y demanda de divisas por importaciones en el MULC. Administración de Alberto Fernández.



Fuente: INDEC y BCRA.

La contracara es el incremento de la deuda comercial. Una parte del sector productivo que requiere de insumos o maquinarias extranjeras, y/o adquiere bienes finales en el mercado externo para luego vender en el mercado local, pospone el pago de sus importaciones.

El incremento de los pasivos en moneda extranjera de las empresas locales no es inocuo: genera una mayor sensibilidad de los precios a las expectativas sobre variaciones futuras en el tipo de cambio. La capacidad financiera con la que cuenten las empresas deudoras al momento de financiar sus pasivos dependerá, en su mayor parte, del nivel del tipo de cambio real. Un salto cambiario podría deteriorar los ingresos de las empresas -si estos dependen en mayor medida del mercado interno (dado el efecto recesivo de una devaluación)- al tiempo que incrementa el valor en pesos de sus pasivos comerciales. En un contexto de marcada incertidumbre respecto a las principales variables macroeconómicas futuras -no sólo del tipo de cambio, sino, además, del nivel de inflación, del consumo y de la inversión-, las empresas pueden verse inducidas, a los fines proteger su capacidad de hacer frente a sus obligaciones de mediano plazo, a incrementar sus recursos a través del aumento de los precios de los bienes que comercializan.

Esto es agravado por el hecho de que son las unidades productivas de mayor tamaño, y de mayor capacidad de fijación de precios, las que más explican el incremento agregado de los pasivos comerciales de la economía. En otras palabras, el incremento de la deuda comercial generado por las mayores regulaciones comerciales, cuyo objetivo principal es preservar la estabilidad cambiaria, podría

elevar el grado de dolarización de la economía, y fortalecer el vínculo entre las expectativas de devaluación, la evolución de la brecha cambiaria y la tasa de inflación.

## Recaudación

Los datos más recientes sobre la recaudación no arrojan aún los efectos de las modificaciones de ganancias y devolución del IVA, ya que corresponden a septiembre, pero sí permiten analizar el impacto de la implementación del impuesto PAIS para las importaciones: del total de los ingresos tributarios pasó a tener un peso del 5,5% en la recaudación, a diferencia del 2% en septiembre de 2022. En términos reales el aumento fue del 155%. Recordemos que se espera que lo recaudado por este impuesto permita compensar la pérdida en la recaudación que significa la eliminación de la cuarta categoría de ganancias, sancionada recientemente en ambas Cámaras del Congreso Nacional. Por otro lado, continúan observándose los efectos de la sequía en la caída de la recaudación por derechos de exportación (retenciones): mientras que en septiembre de 2022 este impuesto fue el 20% del total de la recaudación, ahora tan solo llega al 4% (si bien este número igual se ve afectado por la implementación de nuevos impuestos que modifican “la torta”). La caída en términos reales de este tributo fue el mayor, correspondiendo a una variación del -81%.

| Concepto                                   | Sep. '23         | Sep. '22         | var. % septiembre<br>23 / septiembre<br>22 |
|--------------------------------------------|------------------|------------------|--------------------------------------------|
| <b>Ganancias</b>                           | 800.305          | 430.877          | -12%                                       |
| Ganancias DGI                              | 701.209          | 394.265          | -16%                                       |
| Ganancias DGA                              | 99.097           | 36.612           | 28%                                        |
| <b>IVA</b>                                 | 1.612.390        | 561.656          | 36%                                        |
| IVA DGI                                    | 990.796          | 361.050          | 30%                                        |
| Devoluciones (-)                           | 16.000           | 15.560           | -51%                                       |
| IVA DGA                                    | 637.594          | 216.166          | 40%                                        |
| <b>Reintegros (-)</b>                      | 26.850           | 23.000           | -45%                                       |
| <b>Internos Coparticipados</b>             | 92.449           | 38.351           | 14%                                        |
| <b>Otros coparticipados</b>                | 7.195            | 3.435            | -1%                                        |
| <b>Derechos de Exportación</b>             | 169.859          | 434.033          | -81%                                       |
| <b>Derechos de Importación</b>             | 150.047          | 63.124           | 13%                                        |
| <b>Combustibles Total (2)</b>              | 48.084           | 38.257           | -40%                                       |
| <b>Bienes Personales</b>                   | 57.213           | 26.642           | 2%                                         |
| <b>Créditos y Débitos en Cta. Cte.</b>     | 316.263          | 138.547          | 8%                                         |
| <b>Impuesto P.A.I.S.</b>                   | 236.443          | 44.009           | 155%                                       |
| <b>Otros impuestos (3)</b>                 | 9.078            | 2.074            | 107%                                       |
| <b>Aportes Personales</b>                  | 332.706          | 148.503          | 6%                                         |
| <b>Contribuciones Patronales</b>           | 492.523          | 217.870          | 7%                                         |
| <b>Otros ingresos Seguridad Social (4)</b> | 19.372           | 9.404            | -2%                                        |
| <b>Otros SIPA (-)</b>                      | 13.742           | 6.602            | -1%                                        |
| <b>Subtotal DGI</b>                        | 2.392.578        | 999.054          | 13%                                        |
| <b>Subtotal DGA (5)</b>                    | 1.079.898        | 758.952          | -33%                                       |
| <b>Total DGI-DGA</b>                       | 3.472.476        | 1.758.005        | -6%                                        |
| <b>Sistema Seguridad Social</b>            | 830.859          | 369.175          | 7%                                         |
| <b>Total recursos tributarios</b>          | <b>4.303.335</b> | <b>2.127.181</b> | <b>-4%</b>                                 |