

La Economía Argentina en el 2022. Diagnóstico y Desafíos

Por Dr. Darío Ezequiel Díaz

La aparición del COVID-19, tuvo un claro impacto negativo, en primer lugar, sobre la oferta agregada de bienes y servicios de la economía, es decir, de la producción, y, en segundo lugar, a la demanda agregada, ya que la velocidad en la que se propagó conjuntamente con la cantidad de muertes, generó un aumento del nivel de aversión al riesgo de las personas.

Esto significa, menor oferta y menor demanda. Por el lado de la oferta, el aislamiento implica una caída transitoria de la fuerza laboral, que se traduce en una caída transitoria del ingreso. No obstante, frente a un nivel de consumo guiado por el ingreso permanente (esto significa que puede ser financiado), el primero debería permanecer constante. En consecuencia, el ahorro debe caer.

La inversión puede estar determinada por el efecto conjunto de dos fuerzas al menos: a) la perspectiva de largo plazo, b) los animal spirits, el “optimismo espontáneo” de los seres humanos en los negocios, el cual influye en el nivel y en el ritmo de la inversión.

Si domina la primera fuerza, esta caída transitoria del ingreso, frente a un nivel de consumo que esté determinado por el ingreso permanente, ello conlleva a una caída en el ahorro, pero la inversión no varía, por lo que el desequilibrio interno entre el ahorro y la inversión, ajusta con un mayor déficit de cuenta corriente, dada una tasa de interés internacional. Además, la demanda de dinero no disminuye por el motivo especulativo, aunque sí lo hace por el menor ingreso por lo que el nivel de precios debería subir. Y por último, la demanda de factores solo se ajusta siguiendo a la contracción de la oferta de trabajo, por lo que habrá capacidad instalada ociosa sin desempleo, puesto que la menor demanda laboral estará alineada con la retracción de la oferta, por lo que los salarios nominales no caerán, mientras que los reales, sí lo harían en función del comportamiento de la demanda de dinero respecto al ingreso, es decir, si lo considera corriente o permanente.

Ahora bien, si la inversión cae al mismo nivel del ahorro, debido a la segunda fuerza, en este caso pesimista de la situación hacia el futuro, el resultado de la cuenta corriente seguiría siendo el mismo que del inicio; en el mercado monetario, el menor ingreso haría caer la demanda de dinero y por ende se incrementaría el nivel de precios, y en el mercado de factores, habría una mayor capacidad instalada ociosa junto con mayor desempleo y/o una mayor caída del salario real.

Otra situación distinta, es cuando la caída de la inversión es mucho mayor que la del ahorro, explicado por una situación de pánico, en la cual, habría una mejora en la cuenta corriente, un incremento de la demanda de dinero, y por consecuencia, un nivel de precios menor, y por último respecto a las condiciones del mercado de factores, habría mayor ociosidad de la capacidad instalada y una menor demanda de trabajo, generando menores salarios reales y/o desempleo, dependiendo del grado de rigidez del mercado de trabajo.

Respecto al tipo de cambio, cuando la tasa de interés correspondiente al equilibrio interno está por encima de la internacional, ello trae como consecuencia un ingreso de capitales que aprecia la moneda doméstica y genera una caída en las exportaciones netas, y un deterioro de la cuenta corriente. Lo contrario sucede cuando la tasa de interés del equilibrio interno está por debajo de la internacional.

El impacto desde la teoría económica a los países fue heterogéneo dependiendo si se trataba de países avanzados, emergentes con posibilidad de financiamiento o emergentes sin dicha posibilidad, como Argentina.

El nivel de actividad económica de Argentina (medido por la variación del PBI real, es decir, el producto bruto interno a precios de 2004) al segundo trimestre del año 2021, subió un 17,9% frente al mismo trimestre del año anterior. El consumo privado, un 21,9%; la inversión privada (formación bruta de capital) un 76,6%; el consumo público un 8,2%; las exportaciones un 6,3% y las importaciones un 36,6%. De los 16 sectores económicos que conforman el PBI, en 15 de ellos se observó un incremento de su actividad. Sin embargo, al comparar respecto al primer trimestre del año 2021, el PBI desestacionalizado cayó un 1,4%. Sin embargo, el consumo privado se incrementó un 1,1%; el público un 0,5%; las exportaciones un 5,7% y las importaciones un 5,4%. En cambio, la inversión privada se mantuvo sin cambios.

El último dato disponible de actividad, que en realidad consiste en un estimador mensual de la actividad económica (EMAE), corresponde a septiembre del año 2021, que exhibe un aumento interanual del 11,6%, pero una variación positiva del 1,2% respecto a agosto. Cuando se compara el acumulado, es decir, los 9 primeros meses del año, se exhibe un incremento del 10,9% respecto al mismo período de 2020. El nivel de actividad desestacionalizada de septiembre, es levemente superior (un 3,0% y 1,7%) al existente en septiembre de los años 2019 y 2018, respectivamente, aunque menor que septiembre del año 2017 un 3,9%.

En el primer semestre de 2021 y comparando siempre frente a los primeros semestres de cada año, el PBI argentino se encuentra un 3,5% por debajo de 2019, pero al comparar con los años 2018, 2017 y 2015, el mismo se encuentra un -6,0%, -6,3% y un 6,5% por debajo respectivamente.

Volviendo al EMAE, de los 15 sectores económicos que lo conforma, sólo la Industria Manufacturera, Electricidad Gas y Agua y las Actividades Inmobiliarias, empresariales y de alquiler, presentan guarismos positivos (del +5,3%; +4,6%, y +1,5%, respectivamente) cuando se compara 2021 frente a 2019. En cambio, si se comparan variaciones interanuales 2021 versus 2018, sólo un sector económico presenta valores positivos (la Agricultura, ganadería, caza y silvicultura, con un +19,9%).

Si se analizan los principales componentes del PBI, como ser el consumo privado y el consumo público, el primero cae un 16,4% frente al punto máximo de 2018. En cambio, el segundo solo cae un 1,8% frente al valor más alto de 2017. La inversión bruta en el año 2021 es más baja que en el año 2008 (132.320 millones de pesos constantes de 2004 versus 138.919 millones de pesos constantes de 2004). Esto también se corresponde con el porcentaje de formación bruta de capital fijo (que comprende construcciones (edificios y obras civiles), maquinaria y equipos, investigación y desarrollo, recursos biológicos cultivados y exploración minera, entre otros) que se encuentra en un 15,6% del Producto Bruto Interno, siendo que se requiere 16,0% solo para reponer stock de capital existente, y así mantener la capacidad (frontera de posibilidades) de producción constante, es decir, solo para compensar la depreciación (la pérdida de valor de un bien como consecuencia de su desgaste con el paso del tiempo), por lo que no hay inversión tendiente a ampliar el stock de capital para poder producir más. En los últimos años, el promedio de participación fue del 14,5% (2020-2021); 15,0% (2016-2019); 16,3% (2011-2015); 16,7% (2007-2010) y 17,8% (2003-2006). Esto genera un desplazamiento hacia abajo de la frontera de posibilidades de la producción, menores tasas de ahorro e inversión, menor capacidad de producción, un achicamiento de la economía.

Un menor nivel de inversión, se traduce en un crecimiento económico menor, entendido como el incremento del producto bruto interno per cápita, es decir, el PBI por habitante. El PBI per cápita que cierra este año 2021, se encuentra un 0,4% por debajo del año 2004 (12.643 pesos vs 12.691 pesos, ambos medidos al poder adquisitivo de 2004)

Antes de la pandemia, se le puso fin a la austeridad fiscal, ya que había intención de crear algún “espacio fiscal” con la suba de impuestos y la reestructuración de deuda para incrementar el gasto. Respecto a la política monetaria, la misma era expansiva (bajando la tasa de interés e incrementando la expansión de moneda) con el fin de reanimar el crédito al sector privado. La política cambiaria era un “crawling peg” para mantener constante el tipo de cambio real y con el cepo a la demanda de dólares para comprar el exceso de oferta de divisas del mercado cambiario (producto del alto superávit comercial) e incrementar las reservas del BCRA.

Luego de la pandemia, hubo grandes cambios. En lo referente a la política fiscal, el déficit primario pasó al 6,5%-8,4% del PBI en 2020; y en 2021, puede cerrar en un 4,5% del PBI. La política monetaria, sin crédito externo e interno y con escasas reservas, hubo que recurrir a la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal (particularmente, el 35% del mismo). En cuanto a la política cambiaria, por el exceso de pesos, saltaron las brechas, y se generó una crisis cambiaria con el BCRA perdiendo reservas.

Respecto a la reestructuración de deuda, si bien fue tardía, resultó parcialmente exitosa, puesto que no logró frenar la crisis de confianza y se acumularon muchos vencimientos de deuda para la gestión que le suceda al actual gobierno.

El gasto público de los tres niveles (total nación, total provincias y total municipios) como porcentaje del PBI se estima que cierre del año 2021, con el 50,0%. Para financiar al mismo, no solo se incrementaron la cantidad de tributos vigentes (pasó de 163 en el 2019 a 167 en el 2021) aumentando claramente la presión tributaria; sino que también la emisión monetaria, a niveles muy significativos.

Pero volviendo a la parte fiscal. Con solo 11 tributos, se recaudaría más del 90%; con 6, más del 70%. La ineficiencia y el costo de administración tributario es notable en nuestro país. Una empresa tendrá obligaciones tributarias de acuerdo a su rama de actividad, tamaño, sede administrativa, cantidad de jurisdicciones donde realiza su actividad, etc. Por ejemplo, una empresa que se dedique a la venta mayorista y minorista de productos electrónicos nacionales e importados; de tamaño mediano, sociedad anónima, con personal en relación de dependencia, con sede en la provincia de Córdoba, pero en distribución en varias provincias, se verá alcanzado directa o indirectamente por 47 impuestos, regímenes o normas procedimentales. Esto muestra la complejidad del sistema tributario argentino desde el punto de vista de los sujetos pasivos del mismo en lo referido al cúmulo de legislación tributaria que deben conocer, a la permanente actualización de las mismas que deben contemplar, a la cantidad de declaraciones juradas que deben presentar periódicamente y al número de liquidaciones de pago mensuales o anuales que deben realizar.

Por consecuencia, esto se refleja también en el peso de los impuestos en el precio de los bienes. Tomemos, el rubro alimentos y bebidas, considerando IVA, Ganancias, impuesto al cheque, internos y las cargas de la seguridad social; impuesto a los ingresos brutos; tasas de inspección, seguridad e higiene. Por ejemplo, 1 litro de leche entera armonía. En el precio final promedio, el componente fiscal es el 38,4%. Un aceite de girasol puede llegar a tener el 41,9% de componente tributario en el precio final del mismo..

El Instituto Argentino de Análisis Fiscal (IARAF) calcula todos los años la carga tributaria que recae sobre familias asalariadas tipo en Argentina. La característica central es que el jefe de hogar trabaja formalmente (en blanco) y que luego el ingreso de bolsillo obtenido se consume también formalmente (en blanco). Es decir que se calculan los tributos tanto al momento de generar sus ingresos como al momento de consumir los bienes y servicios. Un trabajador asalariado formal en Argentina debió trabajar en el año 2019 entre 180 y 212 días para cumplir con las obligaciones tributarias de los tres niveles de gobierno, dependiendo de sus ingresos. En consecuencia, el “Día de la independencia tributaria” se ubica en Argentina entre el 28 de junio y el 31 de julio, en función de cuáles sean sus ingresos.

Esto se relaciona con el PBI per cápita, porque este último se desploma todos los años, porque cada vez se agranda más al Estado, ahogando más al sector privado.

¿Qué pasará con el dólar? Es clave observar el poder adquisitivo del peso. Para que el dólar “baje” (técnicamente, el tipo de cambio nominal disminuya), el peso debería incrementar su poder adquisitivo. Esto se lograría: o bien, que haya una disminución de la oferta monetaria (a partir de una demanda de dinero constante, es decir, sin que los argentinos huyan del peso o quieran más pesos), o un incremento de la demanda de dinero (mientras la oferta monetaria permanece constante, es decir, sin que el BCRA emita), o bien, una combinación de ambas, un incremento de la demanda de dinero y una disminución de la oferta monetaria.

Mientras exista “el cepo” (las restricciones a la libre compra de dólares al tipo de cambio oficial), es de esperar que la demanda de dinero caiga, por lo que disminuye el poder adquisitivo del peso, y por ende mayor incremento del dólar y de la inflación; luego un nuevo descenso del poder adquisitivo del dinero (nuevamente mayor dólar e inflación) por la política monetaria expansiva del BCRA; y por último, nueva caída adicional del poder adquisitivo del dinero por la nueva caída de demanda de dinero. Y además, otros efectos del cepo cambiario, son los relacionados al exceso de oferta en los mercados de bonos (generando un menor precio de los bonos e incrementando el costo del capital, y disminuyendo la inversión), de bienes, con menor producción y actividad, y de trabajo, con menor empleo y menores salarios.

Al mes de agosto de 2021, la asistencia al tesoro acumulada en porcentaje de incremento de la base monetaria de fines de octubre de 2019 acumuló un 195%; la asistencia al tesoro acumulada desde noviembre de 2019 fue de 3.035.393 miles de millones de pesos, y la base monetaria neta acumulada, varió en 1.541.430 miles de millones de pesos. Claramente, el instrumento utilizado para esterilizar esta asistencia al tesoro nacional lo constituyen los pases y las letras de liquidez (LELIQS). Sin embargo, las mismas cada vez tienen menos capacidad de absorber pesos.

La asistencia del BCRA al tesoro nacional rompió un récord histórico en los últimos años, constituyendo para el año 2020, un 8,3% del producto bruto interno, siendo que, en el año 2019, solo fue del 2,5%; en el año 2018 (0,2%), 2017 (1,4%), 2016 (2,0%) y 2015 (2,7%). Entre los años 2003-2020, el segundo valor más alto de asistencia al tesoro por parte del BCRA respecto al PBI, fue en el año 2014, con un 3,2%.

El riesgo monetario (que lo constituye la sumatoria de la base monetaria, las leliqs y los pases) al mes de septiembre de 2021 ascendía a 7.097.202 miles de millones de pesos según el Banco Central de la República Argentina, por lo que las leliqs y los pases, constituían el 141,6% de la base monetaria. Cuanto mayor es el indicador, mayor es el riesgo de una expansión monetaria que se traduzca en presiones devaluatorias e inflacionarias. En otras palabras, la promesa de

emisión latente, puede más que duplicar la base monetaria, generando una mayor oferta monetaria, y siempre que no se incremente la demanda de dinero en la misma proporción (debido a una menor velocidad de circulación del dinero o una mayor actividad económica), una mayor presión en los precios.

Esta fuerte monetización trae aparejado más inflación y expectativas de depreciación del tipo de cambio. En el año 2020 no existió una fuerte inflación debido al cepo cambiario, y la cuarentena estricta (el ASPO, aislamiento social, preventivo y obligatorio), esta última generando un incremento involuntario de la tenencia de pesos, por ende, una demanda monetaria forzosa, ante la imposibilidad de gastar con negocios cerrados y por el incremento del ahorro precautorio. Sumado también a los límites de extracción en cajero automático, la solicitud de turnos por internet, la imposibilidad de cobrar cheques por ventanilla y obligación a depositar, imposibilidad de realizar operaciones como el contado con liqui a aquellos que recibieron subsidios del Estado por la cuarentena, etc. Para el mes de abril de 2020 el dinero resguardado en los bancos en términos reales como depósitos, representaba el 94% de la cantidad de “dinero en poder del público”. Esto fue reduciéndose a medida que transcurrieron los meses en la flexibilización de actividades mediante el uso de protocolos sanitarios.

Como consecuencia de “la dominancia fiscal” que implica que la política monetaria está determinada por las necesidades del Tesoro, cuando la base monetaria se expande en forma exponencial, como asimismo los pasivos no monetarios remunerados (LELIQs y pases, antes LEBAC), que son promesa de emisión futura, ambos fenómenos son inflacionarios y minan el poder adquisitivo del peso. Todo esto sumado un patrimonio neto relevante quebrado, lo cual es certeza de más devaluación e inflación a futuro. El dinero, las LELIQs y los pases netos, son un pasivo del Banco Central. Como todo pasivo, se honran con el capital (las reservas “de verdad”) que el deudor (BCRA) tiene en su activo. Cuanto mayor sea el activo en relación al pasivo, mayor será la capacidad de repago y por ende más alto el valor de mercado de la deuda. Por el contrario, a menor activo y mayor pasivo, menor capacidad de repago y consecuentemente menor valor de la deuda. El punto es que la deuda del BCRA no es otra cosa que el dinero. Y el valor del dinero no es otra cosa que su poder adquisitivo. El dinero tiene solo valor instrumental; su valor está expresado en términos relativos, o sea; en términos de su capacidad para comprar bienes y servicios. Si por un lado las reservas (activos relevantes) caen y por el otro, la base monetaria, LELIQs y pases netos (pasivo relevante) crecen, el balance (patrimonio neto) del Central se quiebra cada vez más y consecuentemente, el valor de su deuda se reduce. Esta caída del valor de su deuda no es otra cosa que la pérdida del poder adquisitivo del dinero.

Con el deterioro del balance se necesitan más unidades de peso para comprar la misma cantidad de dólares (devaluación) y de bienes y servicios (inflación).

Al 10 de noviembre de 2021, las reservas brutas, asciende a US\$ 42.790.000.000. Sin embargo, si se descuentan los pasivos que el BCRA debe responder, como ser los encajes (depósitos de la gente, US\$12.097.000.000), los Swap (US\$ 20.313.000.000); BIS (US\$3.158.000.000); y DEG's (US\$2.434.000.000), obtenemos las reservas netas, que ascienden a US\$4.789.000.000. Si a las mismas se les resta el oro, nos queda únicamente US\$1.162.000.000 de reservas líquidas netas.

Para esa misma fecha, la Base monetaria por su parte, asciende a \$3.026.821.000.000 y las LELIQs y pases, \$4.447.900.000.000, por lo que la suma de la Base monetaria y los pasivos monetarios remunerados asciende en total a \$7.474.721.000.000.

A partir de estos valores podemos decir que el tipo de cambio de dolarización (es decir, si se liquidan todos los pasivos monetarios frente a las reservas), ascendería a \$1.561 por dólar.

Siendo que el 30 junio del año 2020, el mismo ascendía a \$601 por dólar; el 31 de diciembre del 2019, a \$312 por dólar, el 31 de diciembre de 2019, a \$312 por dólar.

Los agentes económicos son racionales y no basan sus expectativas de inflación en función a los valores pasados de la inflación, sino que utilizan toda la información disponible para formar sus expectativas sobre los precios y las cantidades futuras. Luego, basándose en estas expectativas racionales, toman sus decisiones con el objeto de maximizar su utilidad esperada a lo largo de la vida. A partir del modelo de expectativas racionales, al formar nuestras expectativas de inflación a partir de la emisión futura, la cantidad de dinero queda siempre antecediendo la suba de precios según el siguiente orden: el Banco Central anuncia la emisión monetaria, los agentes económicos forman sus expectativas de inflación en función del anuncio, y estas expectativas influyen en el aumento del nivel general de precios. El dinero es neutral, por lo que la política monetaria es ineficaz para afectar las variables reales de la economía, y no sirve para acelerar la tasa de crecimiento del PBI y bajar el desempleo. La política intervencionista de estimulación de la demanda agregada con emisión monetaria produce solo inflación y nunca efectos reales.

Según la teoría de las expectativas racionales, la tasa de inflación prevista o expectativa de inflación es igual a la tasa prevista de crecimiento de la oferta monetaria, que se relaciona con la emisión para pagar el déficit fiscal, cuasifiscal y la compra de dólares para pagar la deuda, exceda a la tasa de crecimiento real de la economía en el largo plazo. La inflación prevista es igual a todo lo que el Banco Central emita por encima de la tasa de crecimiento del PBI potencial, que es la tasa de crecimiento de largo plazo. Podría haber efectos reales (en el PBI y empleo) si y solo si hay error en la formación de expectativas de emisión. Una subestimación de la emisión monetaria conduce a que la tasa de desempleo caiga por debajo de la tasa natural de desempleo y el nivel de actividad se acelere por encima del PBI potencial. Con expectativas racionales, no existiría error (promedio) en las expectativas de emisión monetaria; es decir, los agentes económicos predicen correctamente la emisión monetaria. Entonces se puede decir que la política monetaria es neutral, es ineficaz para influir en las variables reales de la economía y no puede hacer que se acelere el nivel de actividad y/o baje la tasa de desempleo, pero a más emisión monetaria, más previsiones de emisión, más inflación esperada y más inflación observada.

Es clave decir que, si se tuviera que comparar 2021 con 2022, el año que viene existen más condicionantes y obstáculos, puesto que existe un alto nivel de pasivos remunerados, por lo que será difícil al Banco Central colocar LELIQs al ritmo del 2020 y 2021. En el mejor de los casos podría absorber el monto de los intereses pagados. Además, las reservas internacionales de libre disponibilidad como lo señalé anteriormente están en valores muy bajos, para poder vender y absorber pesos. Como los encajes están más bajos, no se puede seguir disminuyéndolos más para estimular el crédito, y, por último, lo que la emisión monetaria solo podrá recaudar señoreaje vía el impuesto inflacionario (con una tasa de inflación más alta).

Algunos pronósticos económicos. Respecto a la inflación, se espera que el Índice de Precios al Consumidor, se incremente un 51,8% (Diciembre 2022-Diciembre 2021).

El tipo de cambio nominal oficial para diciembre del 2022 sería de \$161,4; y el crecimiento de la actividad económica un 2,6% promedio anual para el 2022.

El programa económico para que el país vuelva a crecer a tasas más altas y de manera sostenida debería centrarse en crear las condiciones para recuperar la inversión privada y aumentar la productividad de la economía (incentivando a la economía del conocimiento, la tecnología, el capital humano, y la educación).

Es necesario fortalecer el marco institucional, reducir la permanente volatilidad de las reglas, recrear un clima atractivo para la inversión privada, reduciendo la presión tributaria, y para ello primero el gasto público y luego el cuantioso déficit fiscal.

Por último, dejo las reflexiones de los economistas del PLAN FENIX, donde dejaron en un documento, allá por el año 2001, las condiciones para el desarrollo económico y la elevación de la calidad de vida de acuerdo a la teoría y la historia económica

1. Estabilidad institucional y política.
2. Aumento del empleo e incorporación de la fuerza de trabajo al proceso de crecimiento como requisito de integración del tejido social
3. Funcionamiento eficiente y competitivo de los mercados de bienes y servicios, financieros y reales.
4. Equilibrios macroeconómicos sólidos sobre la base de altas tasas de ahorro interno e inversión, financiamiento genuino del sector público, competitividad internacional, reducción drástica del déficit crónico en la cuenta corriente del balance de pagos. Esto requiere, entre otros requisitos, la búsqueda flexible de precios relativos consistentes con el mantenimiento del poder adquisitivo y el equilibrio externo, y una baja tasa de inflación.
5. Competitividad de la producción nacional, limitando el endeudamiento externo a la capacidad de generación de divisas e inversiones privadas directas en actividades transables que, como mínimo, mantengan en equilibrio sus operaciones en divisas.
6. Incorporación generalizada y continua del cambio tecnológico en todo el sistema económico y social, participando de las corrientes dinámicas del comercio internacional compuestas por bienes y servicios altamente diferenciados.
7. Presencia de un Estado que asegure el desarrollo nacional, la integración social, la equidad distributiva y el bienestar.
8. Soberanía monetaria, cambiaria y fiscal, dentro del contexto de la economía internacional.
9. Existencia de mercados de capitales financieros al servicio de la producción y el comercio.
10. Desarrollo de concepciones arraigadas en la realidad nacional y orientadas a dar respuestas a los desafíos y oportunidades de la economía mundial.

Dr. Darío Ezequiel Díaz

Doctor en Ciencias Económicas con Mención en Economía

-Docente e investigador (UGD)