



GPS [↗]  
ECONOMÍA EN RED

# PANORAMA ECONÓMICO MENSUAL

## Editorial

### Primer mes de Massa como ministro de Economía

**A inicios de agosto, la conducción de la economía fue dotada de mayor volumen político y un mayor grado de cohesión.** Desde el comienzo, el equipo económico liderado por el ministro Massa busca proporcionarle mayor efectividad, coordinación y contundencia a la gestión mediante una mayor centralidad en la toma de decisiones de política económica. De esta forma, el Gobierno procura dar una respuesta definitiva a los conflictos de origen político y a la falta de coordinación de las decisiones económicas que dificultaron la gestión, motivaron la renuncia de Martín Guzmán, y finalmente explicaron parte de la gravedad del escenario económico actual.

**Al asumir, las principales prioridades de la actual gestión económica se concentraron centralmente en evitar una corrección discreta del tipo de cambio y en reencauzar la situación fiscal-monetaria.** Sobre este último plano es donde se detectan los mayores avances concretos, reflejados principalmente en la fuerte suba de tasas de interés, señales de mayor austeridad fiscal, un exitoso canje de deuda -que le permitió al Tesoro despejar importantes vencimientos de los próximos tres meses- y una menor asistencia monetaria del BCRA al Tesoro.

**Con estas medidas, el Gobierno busca reducir la presión sobre la brecha cambiaria, moderar expectativas de devaluación e inflación y brindar una mayor calma financiera** que contribuya asimismo a captar los fondos que necesita para financiar sus gastos programados.
















**En este marco, en el mes distintos indicadores dieron cuenta de una mayor calma en el frente cambiario-financiero que podría estar reflejando una mejora en las expectativas del mercado.** Las cotizaciones de los dólares libres tendieron a estabilizarse, propiciando una importante reducción de la brecha cambiaria, mientras que el BCRA logró frenar la pérdida de reservas. Además, hubo un repunte en las acciones y una baja del Riesgo País.

**El desafío más urgente sigue siendo fortalecer un escaso nivel de reservas netas del BCRA.** En esta línea recientemente el gobierno ha acordado con los principales exportadores un esquema de incentivos diferenciado y específico con el propósito de conseguir liquidaciones por un valor total de USD 5.000 millones para el presente mes. La respuesta de los exportadores y el mercado a estas iniciativas marcará la capacidad de sostener el esquema económico actual.

**El plan del Gobierno continúa alineado con la idea de seguir sosteniendo el deslizamiento progresivo del tipo de cambio -que se acelera mes a mes- y reconstituir los pilares fundamentales del programa con el FMI** (déficit primario de 2,5% del PIB y tasas de interés reales positivas). No obstante, aún logrando enderezar el rumbo el segundo semestre estará caracterizado por un menor volumen de la actividad y una inflación superior al del primer semestre. El mayor control sobre las importaciones, la suba en las tasas de interés, un gasto público con menores chances de incentivar la actividad y una inflación con mayor impacto sobre los ingresos son los principales factores que condicionarán la expansión de la economía en lo que resta del año.

## Índice

1. Principales medidas y resultados del primer mes de Massa
2. Los principales desafíos refieren al plano cambiario
3. ¿Desdoblamiento? ¿Tipos de cambio múltiples?
4. Perspectivas para la economía real

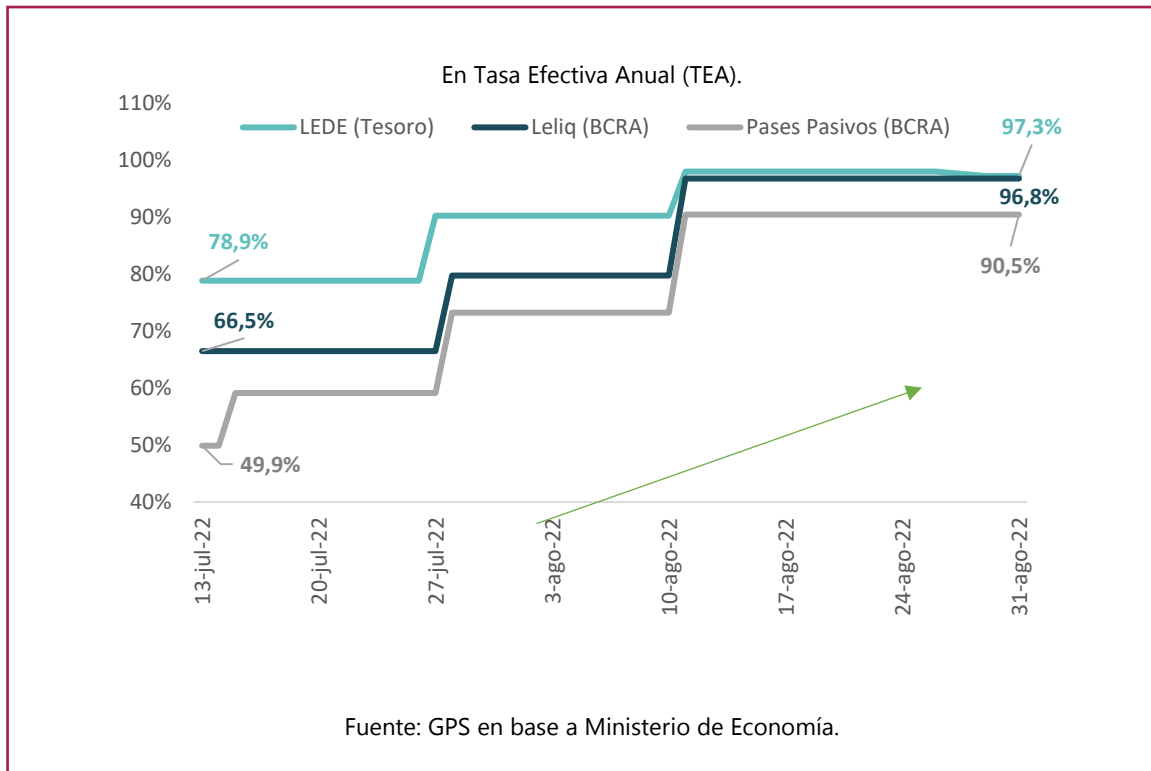
INDICADORES				
(últ. dato)				
 <b>+1,1%</b> Var. m/m (desest.) Jun-22	 <b>+7,4%</b> Var. m/m Jul-22	 <b>+5,3%</b> Var. m/m Ago-22 Promedio	 <b>+9,5 p.p.</b> Var. m/m Ago-22	 <b>+1,9%</b> Var. m/m Ago-22 Promedio
<b>EMAE</b>	<b>IPC</b>	<b>Dólar (oficial)</b>	<b>Tasa PolMon</b>	<b>Materias Primas (Agro)</b>
 <b>+2,6%</b> Var. m/m (desest.) Jun-22	 <b>+0,5%</b> Var. m/m (desest.) May-22	 <b>-20 p.p.</b> Var. m/m Ago-22 Promedio	 <b>-51,7%</b> Var. m/m Ago-22 Promedio	 <b>+25,3%</b> Var. m/m Ago-22 Promedio
<b>Industria</b>	<b>Empleo formal</b>	<b>Brecha cambiaria (CCL)</b>	<b>Reservas Netas (FMI)</b>	<b>Merval USD (CCL)</b>
 <b>-1,8%</b> Var. m/m (desest.) Jun-22	 <b>+0,4%</b> Var. m/m Jun-22	 <b>+0,6%</b> Var. m/m Ago-22 Promedio	 <b>1,1%</b> (s/PIB) Ene-Jul	 <b>-10,0%</b> Var. m/m Ago-22 Promedio
<b>Construcción</b>	<b>Salario real (RIPTE)</b>	<b>ITCRM</b>	<b>Déficit Fiscal</b>	<b>Riesgo país</b>

## 1. Medidas y resultados del primer mes de Massa

Las principales prioridades de la actual gestión económica se han venido concentrando en evitar un salto abrupto del tipo de cambio y en reencauzar la situación fiscal-monetaria. Sobre este último plano es donde se detectan los mayores avances concretos:

- **Fuerte suba de tasas.** En agosto el BCRA instrumentó una significativa alza en la tasa de interés de política monetaria (+9,5 puntos), mientras que el Tesoro elevó con fuerza la tasa que paga por sus Letras (+15 puntos), dando cuenta de una mejor coordinación. Para septiembre se espera una nueva suba de tasas por parte del BCRA.

### El BCRA y el Tesoro han subido con fuerza las tasas de interés



- Menor asistencia del BCRA al Tesoro.** El Tesoro le devolvió al BCRA \$10.000 M en concepto de Adelantos Transitorios, reforzando la promesa de no volver a solicitar giros a la autoridad monetaria en lo que resta del año.
- Señales de una mayor austeridad fiscal.** La segmentación de tarifas de luz, gas y agua implicará una mayor suba de tarifas y una mayor reducción en la cuenta de subsidios. Sumado a esto, se anunció un recorte de gastos presupuestados en \$128.000 M. En la misma dirección apunta la designación del viceministro Rubinstein, que, además de introducir un cuadro técnico que aporta *expertise* macroeconómica, considera prioritario el equilibrio de las cuentas fiscales.
- Primeros resultados concretos.** Se conoció que el déficit fiscal primario se redujo en julio 55% en términos reales respecto al año anterior, con un Gasto Primario que mostró una merma en términos reales (descontando la inflación) por primera vez en 10 meses.

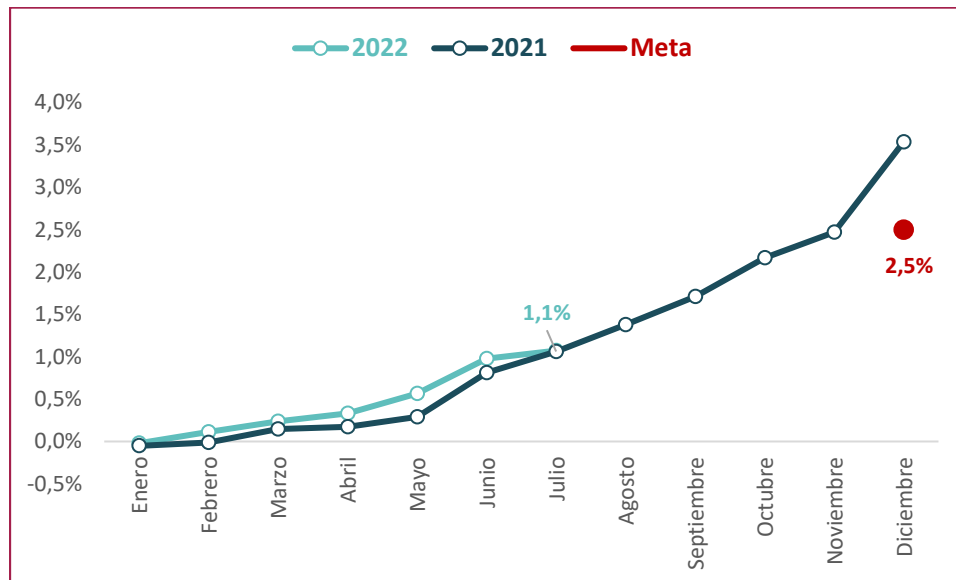
**SMS- San Martín Suarez y Asociados**

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

### Primeras señales de austeridad fiscal en Julio | Déficit primario

En % del PIB. Excl. DEGs y Aporte Solidario en 2021, sin rentas de la propiedad excluidas por FMI en 2022.



Fuente: GPS en base a Ministerio de Economía.

- Canje de deuda exitoso.** A principios de mes el Tesoro había logrado instrumentar un exitoso canje voluntario de deuda en pesos que despejó gran parte de los vencimientos de los próximos 3 meses. Asimismo, en el mes volvió a mostrar una buena tasa de refinanciamiento de su deuda (+180%).

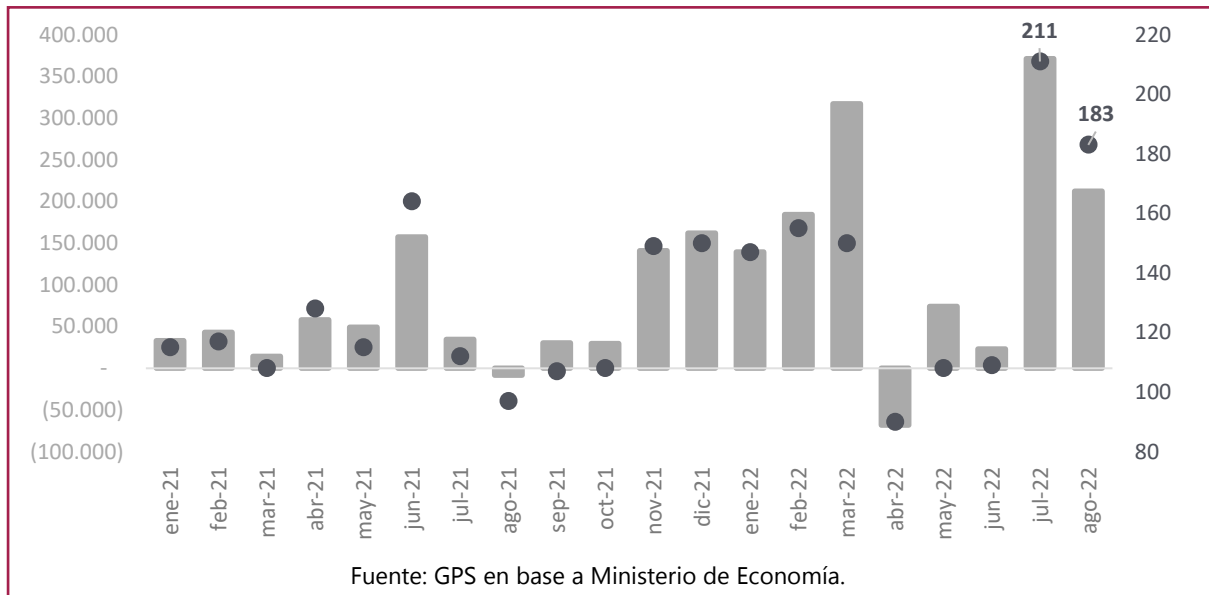
#### SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
 C1072AAT Buenos Aires  
 Argentina  
 Tel (+54 11) 5275-8000  
 info@sms.com.ar  
 www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

## La captación de fondos del Tesoro mejoró en Julio y Agosto

Financiamiento neto (\$ millones) y tasa de refinanciamiento (en %).



**¿Qué busca el Gobierno con estas medidas?** La necesidad de consolidar las cuentas públicas - reduciendo la presión sobre la emisión, el endeudamiento y la brecha cambiaria- constituye una de las claves para comenzar a estabilizar la economía, buscando en última instancia moderar las expectativas de devaluación y brindar una mayor calma financiera. Por otro lado, la suba de las tasas de interés -buscando llevarlas a terreno positivo en relación a la inflación- resulta fundamental para poder conseguir fondos destinados a cubrir el déficit fiscal programado, mantener a raya los dólares financieros, contener las expectativas de inflación y contribuir a mejorar la liquidación de agrodivisas. En relación a esto último, los incrementos recientes son positivos, dado que alinean las tasas con el ritmo de devaluación, desalentando estrategias de postergación de exportaciones.

**En este marco, en el mes distintos indicadores dieron cuenta de una mayor calma en el frente cambiario-financiero que podría estar reflejando una mejora en las expectativas del mercado.**

Las cotizaciones de los dólares libres tendieron a estabilizarse, propiciando una importante reducción de la brecha cambiaria que dejó atrás el pico de 160% en medio del recambio ministerial y descendió a la zona del 110%.

**Asimismo, el BCRA logró en las últimas semanas frenar el drenaje de reservas** producto de 16 ruedas consecutivas con compras netas en el mercado cambiario, donde los menores pagos por importaciones de energía y un repunte parcial en la liquidación de divisas del *agro* jugaron a favor.

**SMS- San Martín Suarez y Asociados**

Bernardo de Irigoyen 972  
 C1072AAT Buenos Aires  
 Argentina  
 Tel (+54 11) 5275-8000  
 info@sms.com.ar  
 www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.



Miembro de  
SMS Latinoamérica



Cabe recordar que en julio se registró un segundo mes consecutivo de déficit comercial, de la mano del fuerte crecimiento en las compras externas de energía y un menor dinamismo de las exportaciones.

Finalmente, se ha visto una **recuperación en las acciones y los precios de los bonos** de deuda soberana (bajó el Riesgo País).

## 2. Los principales desafíos refieren al plano cambiario

**Los principales desafíos aparecen en el frente cambiario -el más acuciante en el corto plazo- y se refleja en la escasez de dólares.** Aún con su fuerte caída reciente, la brecha cambiaria continúa en niveles que dificultan lograr un escenario de estabilidad económica hacia adelante frente a un exiguo stock de reservas netas que reduce la capacidad del Gobierno para evitar un salto discreto del tipo de cambio oficial en medio de las crecientes presiones devaluatorias.

**En este sentido, el reciente anuncio de un “dólar soja” a \$200 durante septiembre -propuesta superadora al programa previo- constituye la principal medida destinada a robustecer el nivel de reservas.** La oportunidad de vender a un precio casi 45% superior al actual debería derivar en mayores incentivos a la liquidación y relajar -al menos temporalmente- las presiones cambiarias. Asimismo, el hecho que sea más clara y simple y que no limite la compra de dólares financieros aumenta las chances de que sea más efectiva que su predecesora. Por su parte, los préstamos de organismos y bancos internacionales siguen demorados. El viaje del ministro a EE.UU. durante los primeros días de septiembre será clave para avanzar en este punto.

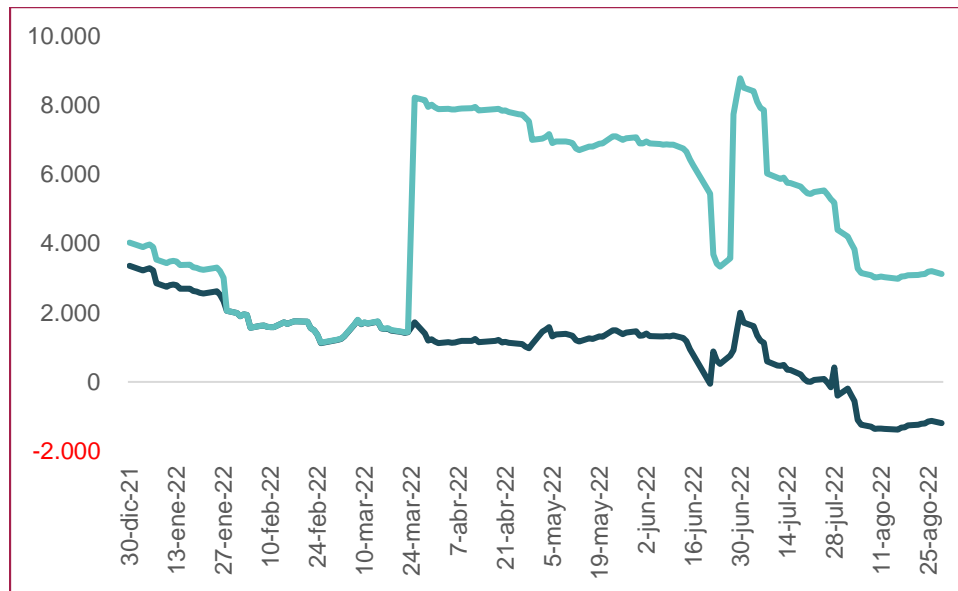
### SMS- San Martín Suárez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suárez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

## Reservas internacionales detienen su caída, pero siguen en niveles reducidos

En millones de US\$. Con y sin Derechos Especiales de Giro (DEGs).



Fuente: GPS en base a BCRA y cálculos propios.

**El actual esquema cambiario hasta 2023 conlleva elevados riesgos** que podrían desembocar en el escenario que se busca evitar a toda costa. El reducido poder de fuego para intervenir en el mercado cambiario (defendiendo una cotización determinada), junto a un posible desanclaje de expectativas constituyen vulnerabilidades que mantienen elevada la probabilidad de una corrección cambiaria desordenada, con costos por demás elevados en materia de actividad, inflación y situación social.

**En suma, a los efectos de que la calma reciente se extienda en el tiempo deberá avanzarse rápidamente con medidas concretas en términos de la corrección de los principales desequilibrios: el frente fiscal-monetario y la acumulación de reservas.** El más acuciante en el corto plazo es el segundo. no sólo debe trabajarse sobre las expectativas -para lo cual son auspiciosas las distintas señales y medidas tomadas durante agosto - sino también engrosar la "billetera" (stock de reservas) asegurando el flujo de liquidación de exportaciones, mediante esquemas como el "dólar soja" y buscando promover acuerdos multilaterales y otros esquemas de financiamiento externo. Esto es clave para desactivar expectativas de devaluación y evitar una corrección desordenada del tipo de cambio en el corto plazo.

### SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
 C1072AAT Buenos Aires  
 Argentina  
 Tel (+54 11) 5275-8000  
 info@sms.com.ar  
 www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.





Miembro de  
SMS Latinoamérica



### 3. ¿Desdoblamiento? ¿Tipos de cambio múltiples?

En este marco, **es una posibilidad que el Gobierno decida reorientar su política cambiaria para lo que resta del mandato**. Por un lado, una mejora del *stock* de reservas, resultados concretos en materia de reducción del déficit fiscal, tasas más elevadas y una mayor confianza en la gestión económica podrían reducir las probabilidades de un salto cambiario desordenado y generar incentivos a continuar con el esquema actual.

Sin embargo, un mayor poder de fuego y expectativas más alineadas, junto a la búsqueda por minimizar tensiones en el año electoral **ampliarían el abanico de esquemas cambiarios a instrumentar hacia adelante**: una corrección ordenada, tipos de cambio diferenciales o un desdoblamiento ganarían probabilidad de ocurrencia como medios para reducir desequilibrios que impliquen menores costos en términos de actividad e inflación que los que implicaría una devaluación forzada por el mercado.

En este sentido, durante las próximas semanas será importante monitorear la aceptación e impacto del "dólar soja" ya que trazará la **capacidad del Gobierno para recomponer el poder de fuego del BCRA** y recrear una mayor **calma financiera**.

### 4. Perspectivas para la economía real

**Aún si el Gobierno logra ir enderezando el rumbo, el segundo semestre estará caracterizado por una inflación consolidada en niveles más elevados y un menor nivel de actividad al de la primera parte del año**. En primer lugar, pese a la tregua de los dólares financieros, la inflación no da indicios de descenso pronunciado. Luego del 7,4% mensual registrado en julio, para agosto las estimaciones privadas vienen situando a la inflación alrededor del 6,5% (algunas incluso rozan el 7%), algo mayor a la prevista previamente. Durante el mes impactaron particularmente los aumentos en colectivos y trenes (AMBA), prepagas, expensas, combustibles y colegios en PBA.

**En septiembre la inflación encuentra dificultades para perforar el 6%**. Para septiembre, sumado al elevado arrastre que dejó la aceleración de la segunda parte de agosto y a un dólar oficial que consolida un ritmo de suba superior al de meses previos, incidirán puntualmente los aumentos en electricidad y gas tendientes a equilibrar las cuentas públicas; el ajuste en la tarifa de subte (+40%) y de taxis (+30%); y los incrementos a empleadas domésticas y en los colegios de PBA. Proyecciones privadas esperan una inflación con un piso del 6%.

**La inflación continuaría en niveles elevados los próximos meses**. La reapertura de paritarias, el sostenido deslizamiento cambiario y los efectos de primera y segunda ronda que tienen los ajustes en tarifas y combustibles se combinarán, haciendo más complejo obtener una inflación por debajo

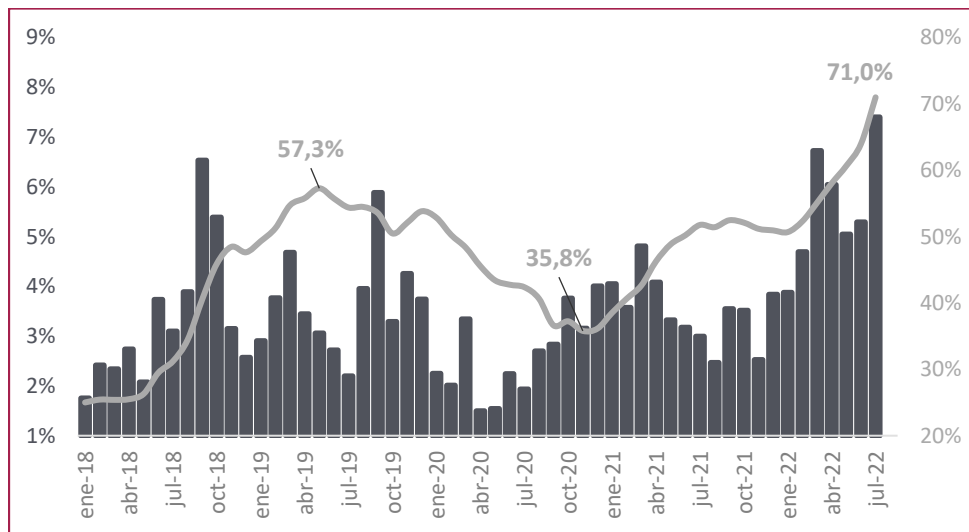
#### SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
C1072AAT Buenos Aires  
Argentina  
Tel (+54 11) 5275-8000  
info@sms.com.ar  
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

del 5% mensual, mientras el Gobierno trabaja para seguir dando señales en pos de coordinar expectativas a la baja.

### La inflación se ha venido acelerando Variaciones mensuales e interanuales.



Fuente: GPS en base a INDEC y proyecciones del mercado.

**En materia de actividad, la economía se enfrentará a distintos focos recesivos en los próximos meses.** Por un lado, dificultad para acceder a dólares para la importación que podrían limitar la expansión del mercado interno. Por otra parte, las perspectivas del último tramo del año estarán teñidas por un mayor impacto de la aceleración inflacionaria sobre los ingresos (principalmente de cuentapropistas, informales y sectores más dependientes de transferencias del Estado), un ajuste de tarifas de servicios públicos que restará ingreso disponible, un encarecimiento del crédito al consumo y la inversión por el ajuste en las tasas y un menor impulso fiscal por la necesidad de acelerar la consolidación fiscal.

#### SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972  
 C1072AAT Buenos Aires  
 Argentina  
 Tel (+54 11) 5275-8000  
 info@sms.com.ar  
 www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.