



**F**UNDACION DE  
**I**NVESTIGACIONES  
**E**CONOMICAS  
**L**ATINOAMERICANAS

*La coyuntura vista desde la coyuntura  
Leyendo 2023 sin el diario del lunes*

*Enero, 2024*

***Fernando Navajas***

Un resumen de las presentaciones realizadas durante 2023 en las reuniones de Coyuntura y de Consejos de FIEL

# Indice

- *Prólogo*

I. *Febrero : “Empieza un año complicado”*

II. *Marzo : “ Una macroeconomía muy cambiante”*

III. *Abril : “Jaque Massa y la caja de Pandora”*

IV. *Mayo : “Algo convencional a mitad de camino”*

V. *Junio : “Incertidumbre, overshooting y horizonte”*

VI. *Julio: “¿Qué está anclando esta coyuntura?”*

VII. *Agosto: “PASO, FMI y el camino a diciembre 10”*

VIII. *Septiembre: “Subsidios a la energía: Otra perspectiva”*

IX. *Octubre: “Camino a Terra Incognita”*

X. *Noviembre: “Programa y equipo: se busca ! ”*

XI. *Diciembre: “La esencia del programa de LLA”*

- *Epílogo*

# Prólogo

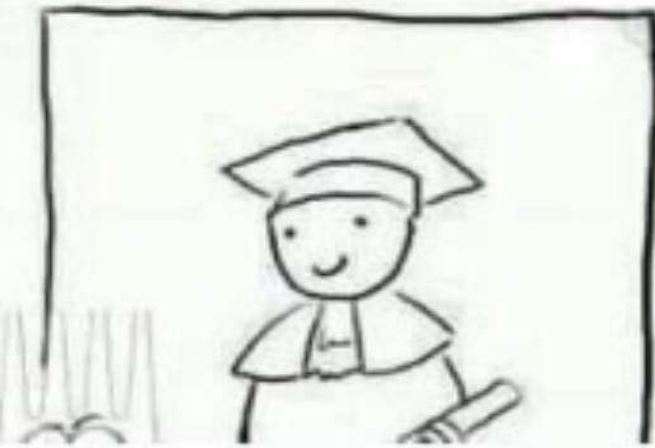
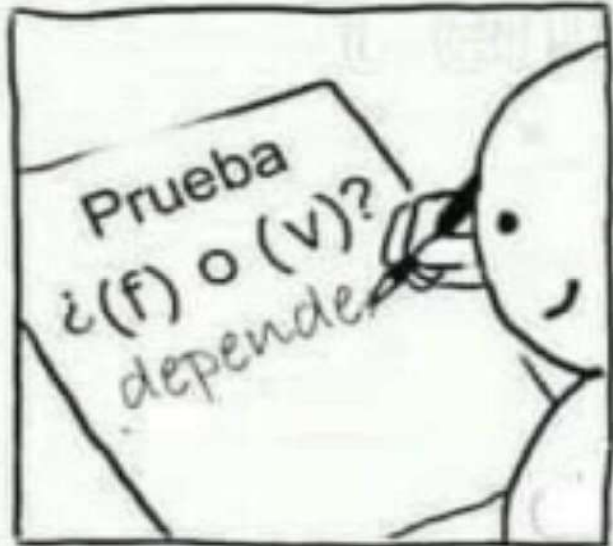
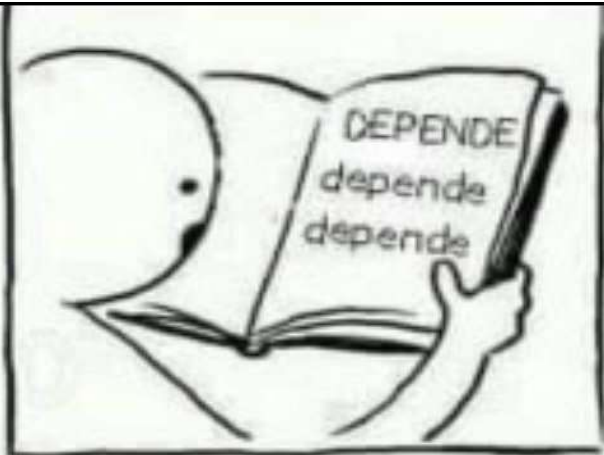
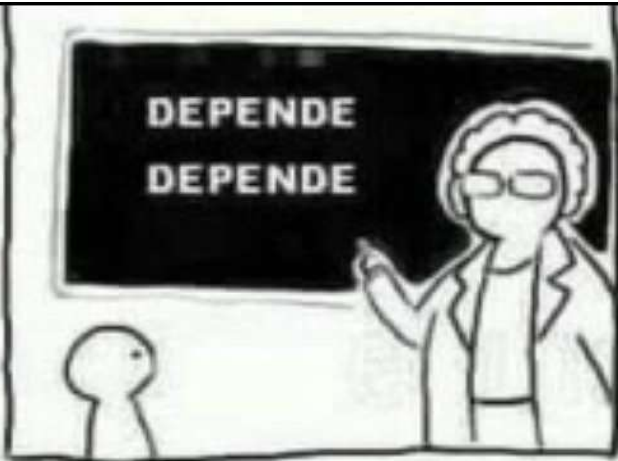
- La idea de esta recopilación de presentaciones es evitar la tentación habitual de hacer análisis retrospectivo de 2023 con el diario del lunes. Más bien es reflexionar sobre cómo se vió, desde una charla de coyuntura económica mensual, un año tan difícil como 2023 que nos dejó un péndulo pocas veces visto. El año empezó con el exitismo de Massa y terminó con Milei en el sillón de Rivadavia.
- Son todas presentaciones de Coyuntura para el Consejo Directivo de FIEL, es decir deben ser vistas como “ayuda-charlas” que “leen” algo a destacar de la coyuntura económica.
- Sesgo. Tienen un sesgo a temas en dónde quien expone ha trabajado. Lo que falta (ejemplo: desempeño fiscal / monetario) no está no porque no sea importante. No es un compendio de datos de coyuntura, son ideas apoyadas en datos, para discusión.
- **Manos atadas**: no fueron reeditadas para ser fiel a lo que se pensó y dijo en el momento. Una pequeña edición es reducir su tamaño a la idea en palabras y a pocas figuras.
- Responsabilidad: las interpretaciones son de exclusiva responsabilidad de quien expone, no reflejan la visión de FIEL, sus directores o su staff.

# Febrero 27, 2023: Empieza un año complicado

Frente a un comienzo de año entre la propaganda de la “hazaña” del “mago” (dixit en diciembre: “en Abril empieza con 3....”), el shock del agro y las señales de salida de empresas. Mientras los “pirotécnicos” ya presagiaban la hiperinflación.

¿Qué mensaje pasar?





# “empieza” un año complicado; ¿muy complicado? Respuesta: Depende

---

- Ni magia ni explosión: Una lectura de la dinámica inflacionaria
  - Pero, ¿Podría haber “magia” o “explosión”?  
Respuesta: Depende
- El shock energético se atenúa (el del agro se agrava...mal), el “Outlook” productivo del sector va a prometer un mejor punto de arranque que en diciembre de 2015.
  - Pero ¿Es suficiente para hacer un “growth case” para la Argentina post 2023?  
Respuesta: Depende
- En cambio, la salida de EDESUR, con un cambio de gobierno a sólo 10 meses, es un (muy mal) mensaje del resto del mundo
  - Pero ¿Podremos revertir esto?  
Respuesta: Depende

¿Cómo le terminará yendo al “plan” Massa? Lean la nota (invitada) en el blog de UCEMA de Septiembre, 2022

PERSPECTIVAS (CEA)

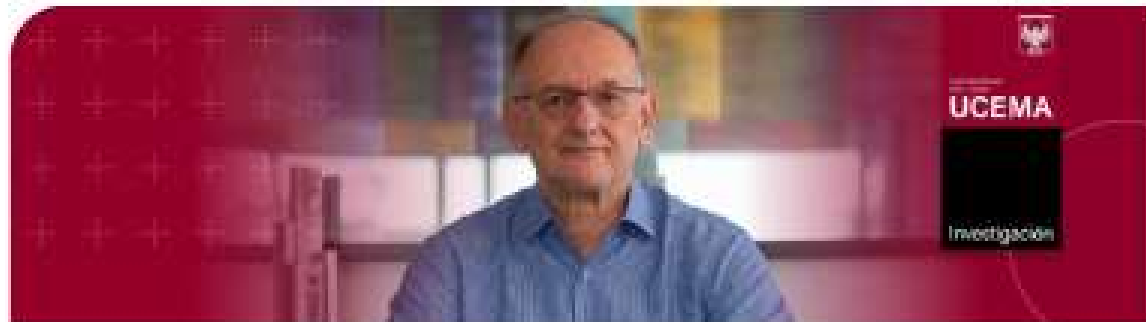
# ¿Cuáles son las posibilidades de “éxito” del “Plan Massa”?

AUTOR

Fernando Navajas

MES/AÑO

09/2022



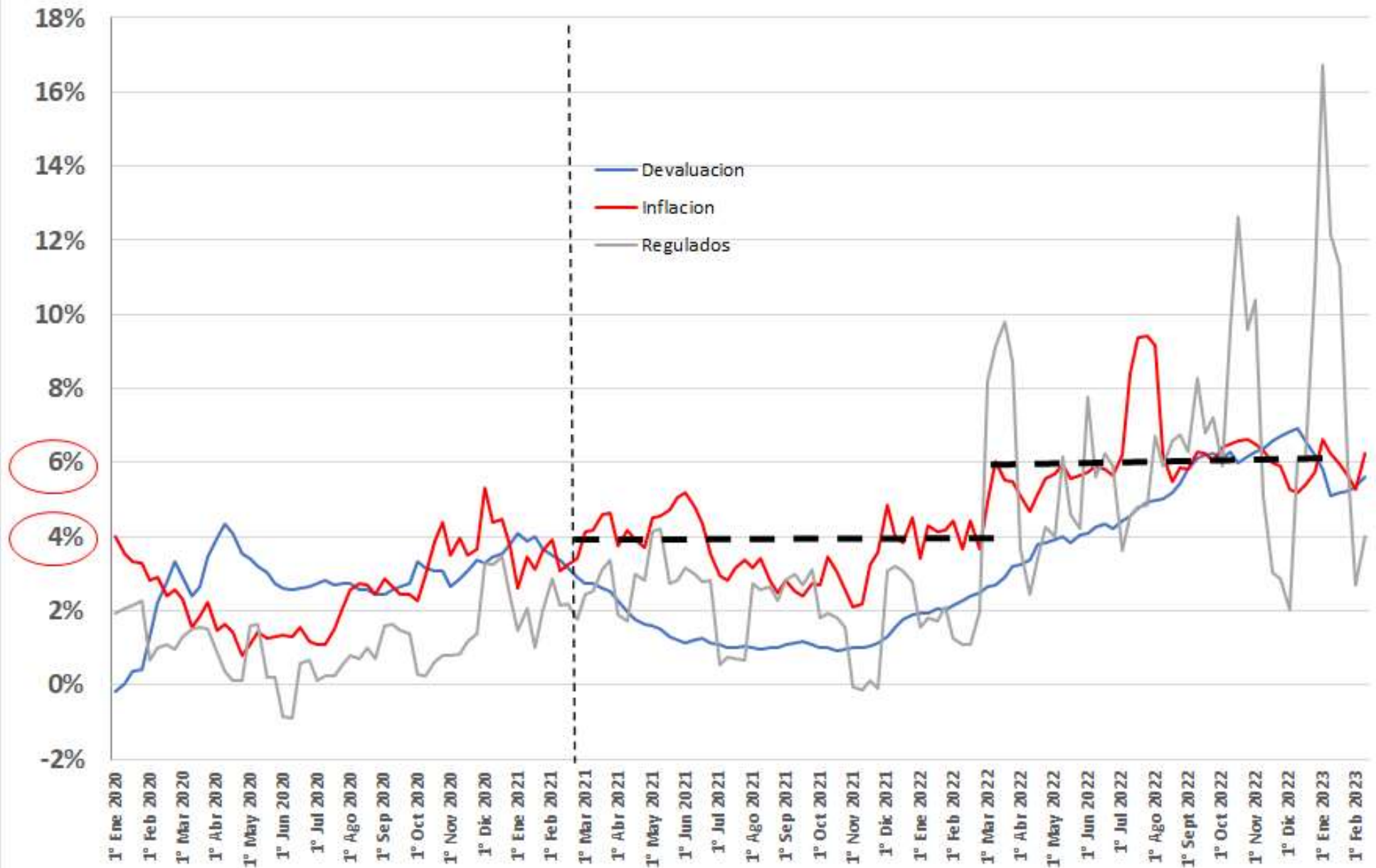
En los últimos días y al calor de una tenue recuperación del precio de los activos internos, incluyendo el peso, han empezado a aparecer preguntas, en voz baja o alta, sobre si el cambio en la conducción económica, con la asunción de Sergio Massa del Ministerio de Economía, no estaría generando un período de estabilidad y recuperación que sea suficiente para llegar bien a las elecciones generales del año próximo, lo cual sería la “métrica” que esta visión usa para definir “éxito”. Los datos económicos vienen muy mal en materia de inflación y si bien todavía no han tenido un punto de inflexión en cuanto a actividad y empleo, lo relevante es que todo este desempeño se monta sobre datos de fundamentales fiscales y financieros muy precarios. Frente a estos fundamentales, la “función de reacción” de política económica que ahora se ensaya –más allá de estar mejor basada en un apoyo político que no pudieron tener los dos ministros anteriores– se basa en un diagnóstico sacado del manual del cepo cambiario, un esquema de represión cambiaria y financiera que fue una marca distintiva del kirchnerismo tardío. Según este diagnóstico, faltan dólares porque los comportamientos especulativos que llevan a una alta brecha cambiaria impiden una correcta liquidación de divisas del sector exportador.

Desde un punto de vista analítico, la conclusión es que el plan Massa es muy endeble. ¿No podrá matizarse con una evidencia histórica que le asigne mejores chances que las que dicta el pizarrón? ¿No será la envidia de los economistas académicos sobre cómo la política puede resolver las cosas lo que los sesga a darle una baja nota al Plan Massa? ¿No ven que estamos en un nuevo contexto en que los datos van a mejorar? Lamentablemente, la historia tampoco ayuda a calificar este buen momento de corto plazo que se quiere ver. En rigor, la historia de los episodios, sub-episodios o aun incidentes de la política económica de, digamos, los últimos 75 años tienen muchos de esos momentos en donde efectos de corto plazo producen señales tales que, dado el sesgo cortoplacista prevaleciente, hacen creer a muchos observadores que las cosas están corriéndose o yendo bien cuando en realidad la tendencia subyacente es muy mala. Esta suerte de hipótesis de mejoría o estabilización termina siendo luego falsificada, a veces violentamente, por una dinámica o patología subyacente que, de manera silenciosa o no tanto, va haciendo su trabajo para dejar al desnudo desequilibrios insalvables, dentro del “régimen” de política económica prevaleciente. Libros de narrativa histórica y análisis económico como el que acaban de editar Gerchunoff, Heymann y Jauregui: *Medio siglo entre tormentas. Fluctuaciones, crisis y políticas macroeconómicas en la Argentina 1948-2002* (2022), con 11 capítulos dedicados al análisis de diversos programas para enfrentar distintas coyunturas globales y locales, ilustran -más allá de que uno esté o no de acuerdo con el enfoque, diagnóstico, método o contenido de los capítulos- muchos de esos momentos fugaces en lo que se cree que todo va bien cuando en realidad va muy mal. De hecho, uno podría decir que esa es una de las líneas nítidas que conectan a todos los capítulos del libro, que contiene una colección de momentos fugaces. **Este del plan Massa luce cómo que va a engrosar esa lista.**

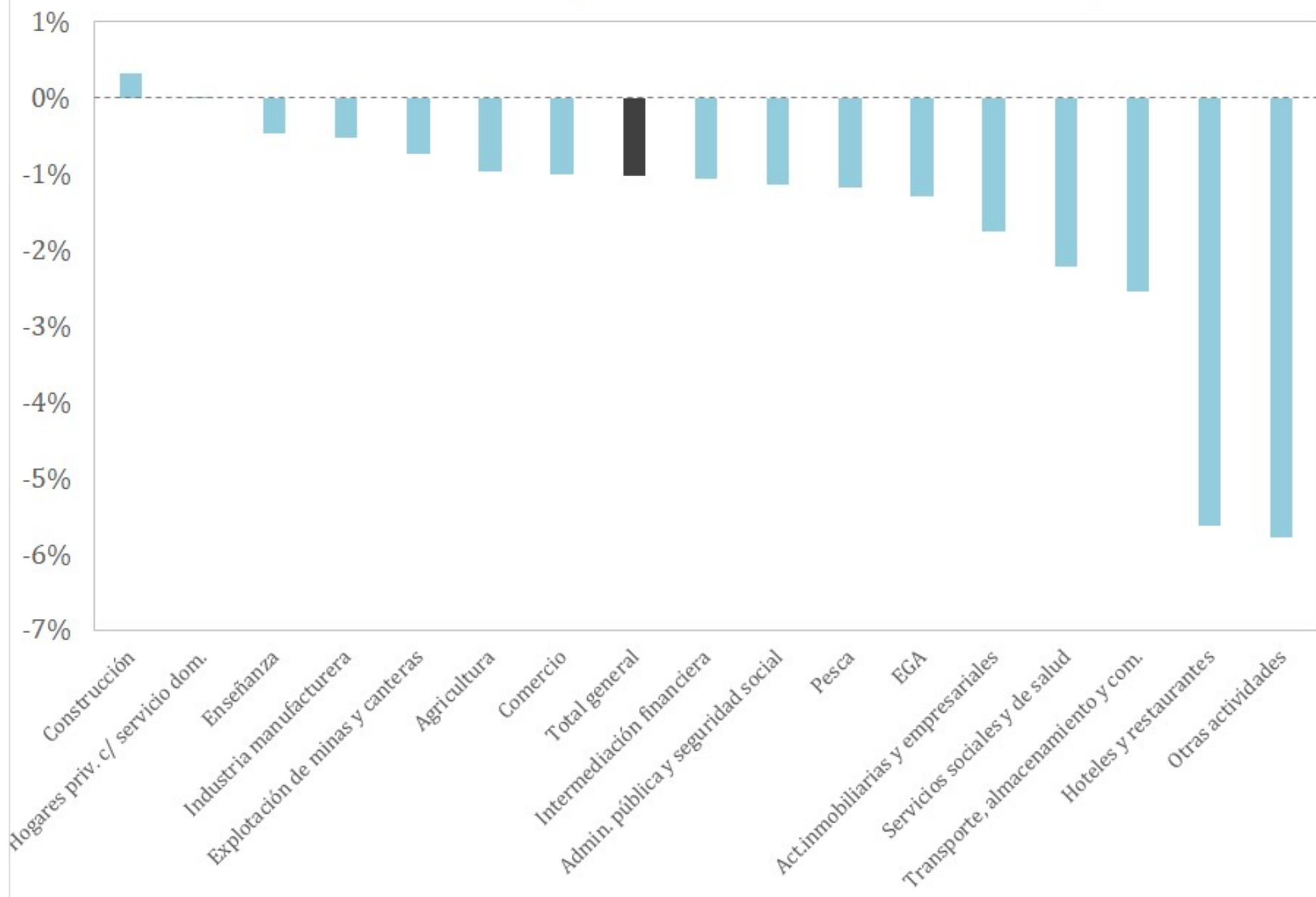
# Argentina: Monthly (WOW) rate of devaluation and CPI inflation

WOW: week against same week previous month, Official Rate, CPI-FIEL (CABA)

units: percentage sample: 1st week January 2020 2nd week February 2023

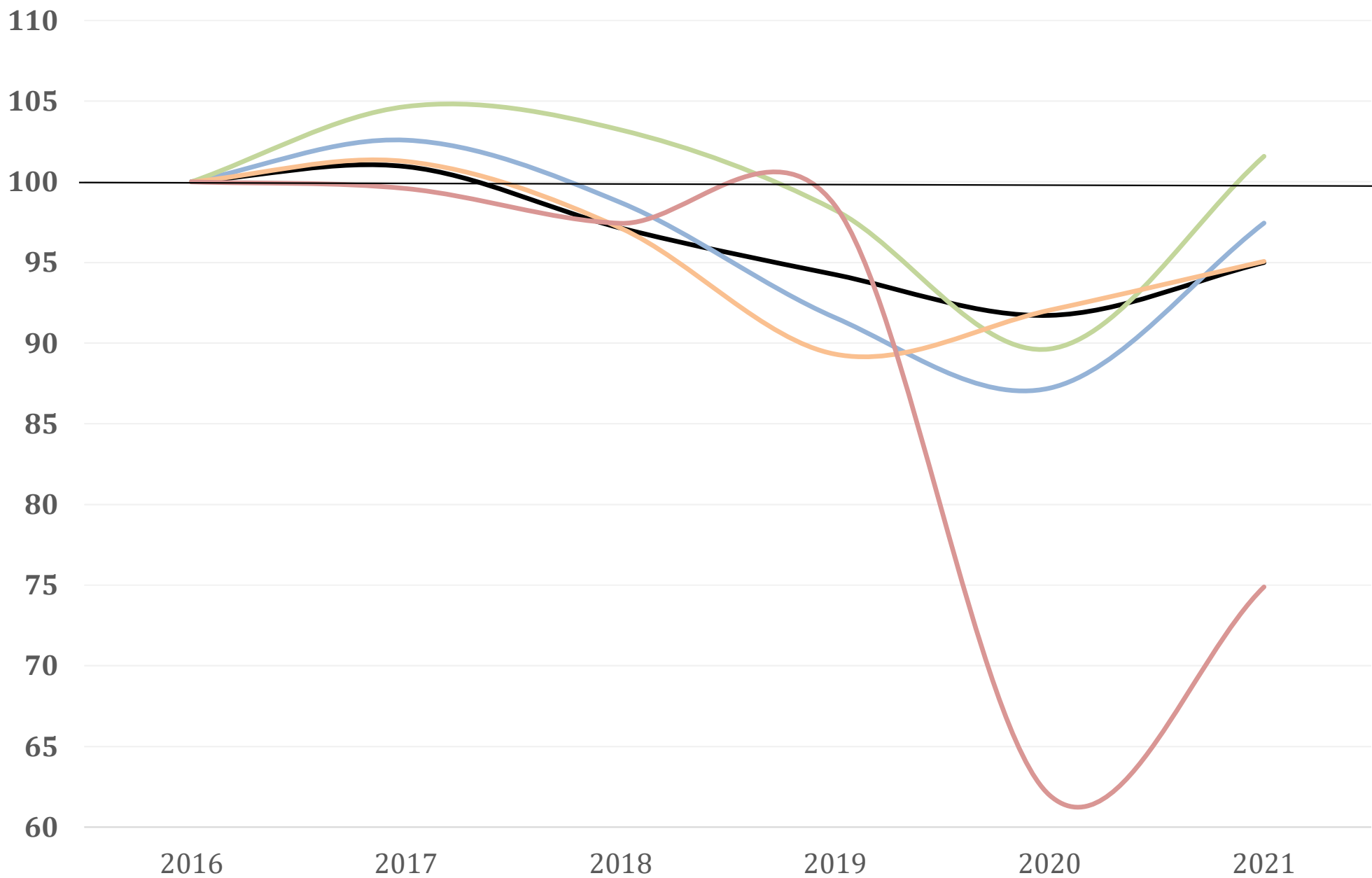


## Crecimiento anual (%) de la productividad laboral entre 2016 y 2021



## Productividad laboral (VAB por trabajador, 2016=100)

— Total — Industria manufacturera — Construcción — Comercio — Hoteles y restaurantes





# Pregunta al CEO de ENEL en un Seminario de Harvard; Enero 11, 2023

- Robert Stavins: And now Fernando.
- Fernando Navajas: Thank you, Robert. Mr Starace, I was going to ask about the future of electricity pricing from the utility point of view that you have, but I think that will take long and my question will be short and perhaps uncomfortable if you take it. **Why did you quit Argentina as an investor?** Is it because the stupid model you mentioned of going for natural gas lead generation (for Europe) or because you saw another things within a rebalancing of your assets? **Why did you go away, is my question?** I'm from Buenos Aires, I'm chief economist at FIEL.



# Respuesta

- Why quit Argentina? I think Fernando, Argentina is a fantastic place. We've been there for more than 12 years at this point, even more, actually. The point is that the regulatory framework of Argentina is really, really, really hostile to us. I mean, it is not reflective of costs. It is a very complex and **broke system** that does not, how can I say, allow you to plan the needed investments you would've to do. And we waited and tried to change that and it's still not there. So we are not leaving Argentina because we don't like Argentina. **We simply found other investors that see this less of a risk. They are Argentina investors.** So for them, perhaps this perception is different. **For us, it's really complex to justify the investment from abroad into Argentina knowing that it is mostly impossible to get the money back.** That's basically, it's a very, very, very, very short answer to that

# ¿Cómo se sale de la crisis estructural de EDESUR?

- Con un buen diagnóstico y plan de acción, que le diga la verdad a la gente y le muestre la luz al final del tunel.
  - Lo opuesto a la intervención actual, que es la frutilla del postre de una gestión populista, mala (y malvada) iniciada en Diciembre 2019 al “entregar” la política del sector eléctrico a un grupo que sólo cree en la destrucción de todo lo que suene a 90s. Responsable: AF. No quiso escuchar la advertencia. Dicha a la cara en dic 20, 2019. Ese día Guzmán tampoco quiso oír a su ex profesor. Le salió caro.
- Se requiere cambio institucional regulatorio, una reforma tarifaria moderna, inversiones públicas (sí, públicas) y un muy buen management privado, con incentivos.
- Debate reciente: ¿Sería eficiente “provincializar” la empresa?: lo dudo mucho. El AMBA requiere explotar economías de escala y tener un Ente Nacional moderno en energía.
  - Pero el reclamo de que se subsidia al AMBA via distribuidoras está ahí. A diferencia (de la equivocación) de que se subsidia la energía, este es válido
- ¿Y cual es la reforma tarifaria que habría que hacer para EDESUR?. Respuesta: Lean un próximo Documento de Trabajo. No se apuren, no se va agotar.

## Diseño de estructura tarifaria eléctrica en América Latina:

¿En dónde estamos? ¿Adónde deberíamos ir? <sup>#</sup>

Fernando Navajas\*

Marzo 24, 2023

### Resumen

Este documento revisa algunos temas críticos de la estructura de las tarifas eléctricas para contribuir a una agenda de investigación de políticas. A partir de los principios económicos detrás del diseño de tarifas eléctricas, este documento pregunta qué opciones tiene América Latina en términos de mejorar el diseño de tarifas eléctricas a partir de un statu quo heterogéneo, donde se destacan las disyuntivas entre la recuperación de costos, la reflectividad de los mismos en la estructura de precios y la asequibilidad de los hogares. Las opciones sugieren una vía para mejorar la recuperación de costos a través de un mejor diseño y regulación del mercado mayorista; evitar precios volumétricos excesivos y adoptar cargos fijos y de capacidad; reducir o eliminar la forma creciente de los precios por bloques; promover la flexibilidad regulatoria y de medición para precios de menú con esquemas opcionales y facturas garantizadas; promover la flexibilidad para agrupar usuarios y adaptarse a la innovación en la transición energética; atender la asequibilidad a través de esquemas tarifarios y de transferencias y avanzar hacia un formato de suma fija en los esquemas de tarifas sociales a través de un diseño de cargos fijos diferenciados; introducir devoluciones de impuestos para los hogares con ingresos medios y reformar la tributación para coordinar entre diferentes jurisdicciones. Por encima de todas estas dimensiones, los países deben coordinar entre sí sobre estándares comunes de información acerca del nivel, la estructura y las definiciones y contenidos de las tarifas eléctricas.

**Clas. JEL:** L51, L94, L98, Q41, Q48

**Palabras clave:** tarifas eléctricas, formato tarifario, bloques crecientes, cargos fijos, estructura de costos de suministro, definición de clientes, impuestos.

---

<sup>#</sup> Se agradecen varios intercambios fructíferos con Michelle Hallack, Thomas Serebrisky, Lenin Balza, Mariana Weiss, Edilberto Matias, Sofia Olguin y Santos Espina Mairal. Algunos temas de este trabajo fueron expuestos en un seminario en la Academia Nacional de Ciencias Económicas (ANCE), Argentina en Octubre de 2022 y en el 8º Encuentro Latinoamericano de Economía de la Energía ELAEE/IAEE, en la Universidad TADEO, Bogotá, Colombia en Noviembre de 2022. Agradezco los comentarios de los participantes de ambas reuniones.

\* Profesor Titular del Departamento de Economía, FCE-UBA y Economista Jefe de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas FIEL, Av. Córdoba 637, Buenos Aires C1054AAF, [navajas@fiel.org.ar](mailto:navajas@fiel.org.ar)

# Marzo 27, 2023: Una macroeconomía muy cambiante

La magia se termina y hay que decir si uno ve, o no ve (como el REM en ese momento) un nuevo “escalón” inflacionario. Hablar de escalón es una vieja práctica de coyuntura inflacionario de trabajos anteriores, pero no les gusta a unos porque dice que se desestabiliza, ni a otros porque supone alguna estabilidad por escalones cuando ellos ven espiral.

Entonces ¿En qué términos ponerlo?

# Estamos en una macroeconomía muy cambiante


---

## 5 Fases de Diciembre a Marzo

### EEUU

1. Debate recesión 2023
2. Expectativa Soft Landing y el 0.25% de suba de tasa
3. Recalentamiento y preparación para la vuelta a 0.5%
4. Crisis SVB y amenaza crisis financiera
5. Desarmado de la crisis y regreso a 0.25%

### Argentina

1. La magia esta contigo y la escalera camino al 3% mensual
2. El lado oscuro está contigo: shock sequia es peor
3. Ops ! ´Nuevo escalón inflacionario al 8% a la vista
4. Decreto venta forzada títulos
5. Camino a un segundo trimestre de aquellos 



Hay un escalón del 8% en la inflación proceso de definición...o falso positivo (lo que hoy supone el REM)

Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires

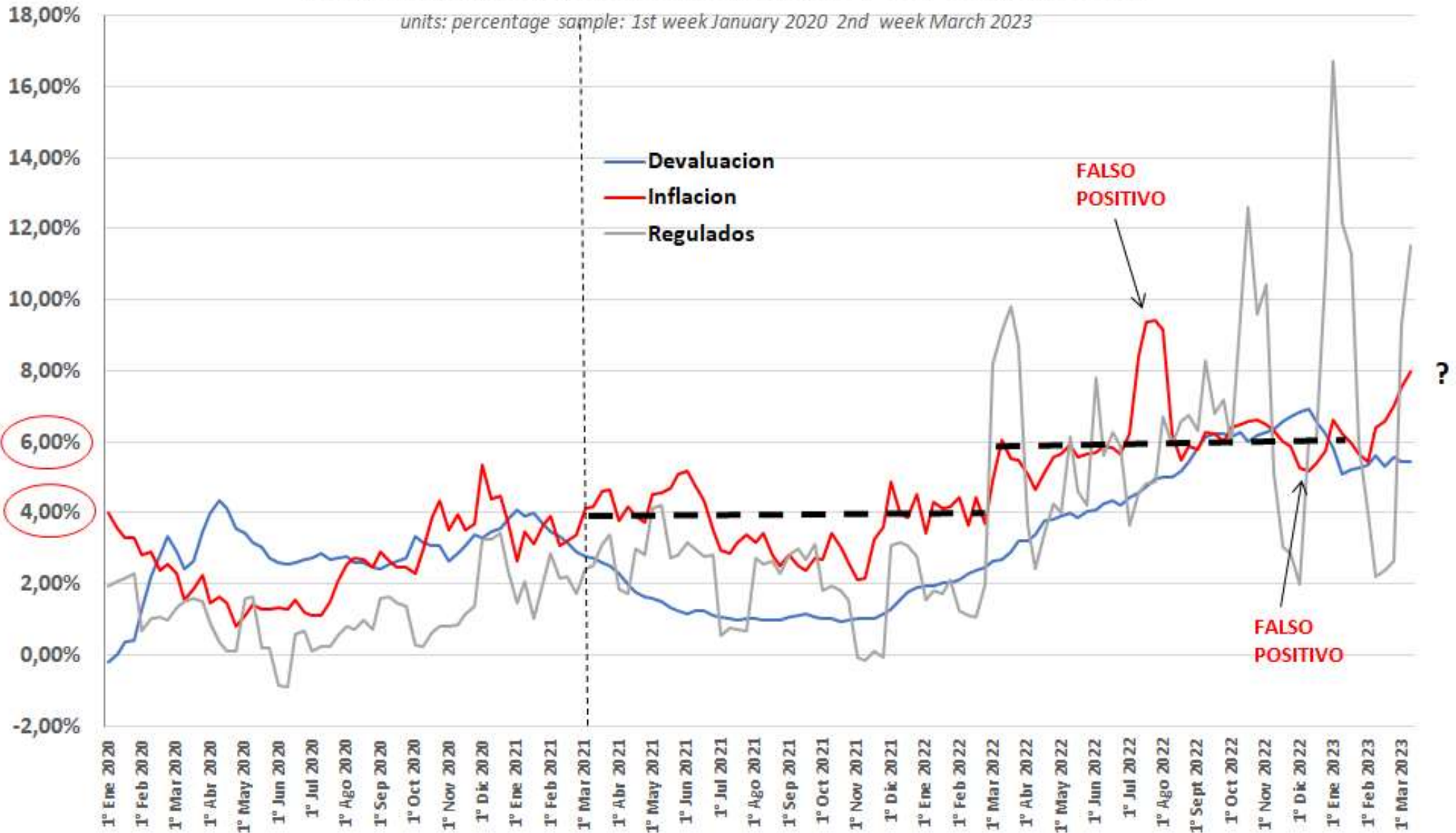
2023	Enero				Febrero				Marzo			
	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta Sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem
<b>Nivel General</b>	3,4%	0,7%	0,7%	0,7%	3,2%	1,7%	0,8%	1,1%	3,7%	2,1%		
Estacionales	6,7%	0,1%	0,1%	-0,9%	3,4%	1,4%	0,2%	-0,3%	1,9%	1,5%		
Regulados Fiel	7,2%	1,6%	0,3%	0,2%	1,9%	-0,1%	0,5%	0,4%	8,5%	1,9%		
Núcleo	1,9%	0,6%	0,9%	1,1%	3,5%	2,2%	1,1%	1,5%	3,0%	2,2%		
Alimentos y Bebidas	2,7%	0,7%	1,0%	1,1%	3,5%	3,3%	2,6%	2,0%	2,0%	1,8%		
Bienes	2,2%	1,7%	0,9%	0,9%	3,3%	2,4%	1,4%	1,8%	2,2%	2,4%		
Servicios	4,8%	-0,3%	0,6%	0,5%	3,1%	0,9%	0,2%	0,3%	5,5%	1,6%		
<b>Variación Mensual</b>												
<b>Nivel General</b>	6,6%	6,2%	6,0%	5,6%	5,5%	6,4%	6,6%	7,0%	7,6%	8,0%		
Estacionales	16,7%	12,2%	11,3%	5,9%	2,7%	4,0%	4,1%	4,8%	3,2%	3,3%		
Regulados Fiel	7,8%	9,4%	9,3%	9,4%	4,0%	2,2%	2,4%	2,6%	9,3%	11,5%		
Núcleo	4,6%	4,4%	4,2%	4,7%	6,3%	7,9%	8,1%	8,5%	8,0%	8,0%		
Alimentos y Bebidas	8,1%	7,8%	6,8%	5,6%	6,4%	9,1%	10,9%	11,9%	10,3%	8,8%		
<b>Media (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	7,7%	4,4%	3,6%	4,3%	7,1%	5,8%	6,2%	7,4%	6,1%	6,7%		
Núcleo	4,4%	3,5%	3,2%	3,8%	6,5%	5,4%	4,6%	5,3%	5,0%	6,0%		
<b>Mediana (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	3,8%	2,6%	2,2%	2,9%	4,1%	4,0%	3,3%	3,3%	3,8%	3,6%		
Núcleo	3,7%	2,5%	2,0%	2,7%	3,9%	3,8%	2,6%	3,1%	3,2%	3,2%		

(\*) Variación respecto a igual semana del mes anterior

# Argentina: Monthly (WOW) rate of devaluation and CPI inflation

WOW: week against same week previous month, Official Rate, CPI-FIEL (CABA)

units: percentage sample: 1st week January 2020 2nd week March 2023



# Abril 24, 2023: Jaque Massa y la caja de Pandora

Se confirma la evidencia del escalón al 8%. Pero, eso abre interrogantes sobre si lo que estamos viendo es el comienzo o no de un Rodrigazo, algo que se pone de moda decir en los medios. Una analogía breve con 1975, 1988 y 2001, para decir porqué no es ninguno de los tres.

¿Cómo contarlos?



# Jaque Massa y la caja de Pandora

- La evolución de esta coyuntura macroeconómica no contiene ninguna sorpresa; todo esto era perfectamente anticipable
  - Estamos en un nuevo escalón estanflacionario, manejando una transición política agravada por un shock de oferta transable
  - No hay otra que remar y rezar. Porque no hay “oferta” de estabilización.
- ¿1975, 1988, 2001? ¿Acaso en alguno de esos nos preguntamos a qué se parecían? Respuesta: NO. Los episodios macro son idiosincráticos ¿Qué tiene de especial este? ¿Qué no debe hacerse para parecerse a uno de ellos? Esa es la pregunta.
- No se puede devaluar sin plan de estabilización y no hay plan sin horizonte político y reformas. El “RodriAracrazo” era una forma de abrir la caja de Pandora.
  - Otra forma, para mi, es desdoblar el tipo de cambio ahora.
- Massa no es imprescindible en economía, es mentira eso de que el último es Massa. Un equipo de transición puede hacerlo mejor

# 1975, 1988, 2001

- **¿Porque no estamos en 1975?** Entre otras cosas porque el conflicto distributivo (a la Werning, se dice ahora !) se trasladó desde fijadores de salarios (sindicatos) a tomadores de salarios (piqueteros). Los primeros están ajustando de atrás y los segundos se están comiendo un ajuste de aquellos.
- **¿Porqué no estamos en 2001?** Entre otras cosas porque los depósitos en pesos solo pueden convertirse a un dólar libre, porque si pudieran hacerlo al oficial tendríamos corralito.
- **¿Porqué no estamos en 1988?** En parte porque la dinámica de la deuda interna no hizo eclosionar el dólar libre y porque el sistema de fijación de precios no depende tanto del dólar libre, como en 1988.

# Escalón inflacionario va al 8% en la nucleo

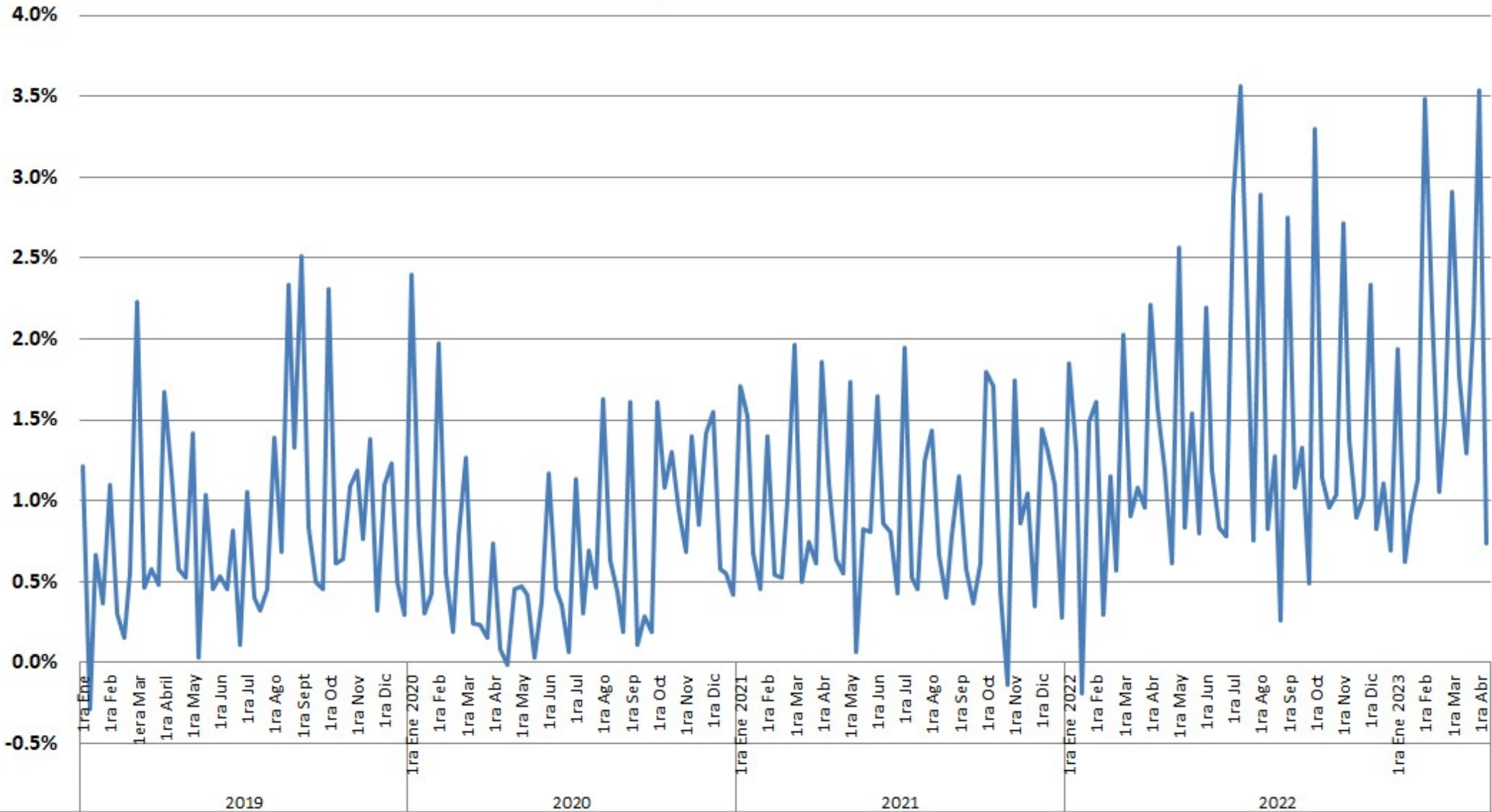
## Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires

2023	Febrero				Marzo				Abril			
	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta Sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta se
<b>Nivel General</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>0,6%</b>		
Estacionales	3,4%	1,4%	0,2%	-0,3%	1,9%	1,5%	1,9%	-1,2%	2,8%	0,8%		
Regulados Fiel	1,9%	-0,1%	0,5%	0,4%	8,5%	1,9%	0,1%	0,2%	4,6%	0,2%		
Núcleo	3,5%	2,2%	1,1%	1,5%	2,9%	1,8%	1,3%	2,1%	3,5%	0,7%		
Alimentos y Bebidas	3,5%	3,3%	2,6%	2,0%	2,0%	1,8%	1,4%	3,5%	3,1%	1,4%		
Bienes	3,3%	2,4%	1,4%	1,8%	2,2%	2,4%	2,1%	1,4%	3,1%	1,0%		
Servicios	3,1%	0,9%	0,2%	0,3%	5,4%	1,0%	0,2%	1,4%	4,3%	0,2%		
<b>Variación Mensual</b>												
<b>Nivel General</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,0%</b>		
Estacionales	2,7%	4,0%	4,1%	4,8%	3,2%	3,3%	5,1%	4,1%	5,0%	4,3%		
Regulados Fiel	4,0%	2,2%	2,4%	2,6%	9,3%	11,5%	11,1%	10,9%	7,0%	5,2%		
Núcleo	6,3%	7,9%	8,1%	8,5%	7,9%	7,5%	7,7%	8,3%	9,0%	7,9%		
Alimentos y Bebidas	6,4%	9,1%	10,9%	11,9%	10,3%	8,8%	7,5%	9,0%	10,2%	9,7%		
<b>Media (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	<b>7,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,8%</b>		
Núcleo	6,5%	5,4%	4,6%	5,3%	5,0%	5,9%	4,7%	5,0%	5,0%	3,5%		
<b>Mediana (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>2,2%</b>		
Núcleo	3,9%	3,8%	2,6%	3,1%	3,2%	3,2%	2,5%	2,9%	3,8%	2,0%		

(\*) Variación respecto a igual semana del mes anterior

# Weekly rate of CORE inflation

1st week January 2019 to 3rd week April 2023



# Una presentación original del IDI (índice difusión de la inflación)

---

## Tarifas, subsidios e inflación

Fernando Navajas

FIEL

CEA 2017, Buenos Aires

Miércoles 8 de Marzo, 2017



# Indice de difusión semanal

## Porcentaje de precios que cambian

- En cada momento hay precios que suben (“1”), precios que bajan (“-1”) y precios que no cambian (“0”).
- La diferencia entre el % de los que suben y bajan se conoce como “Indice de Difusión inflacionario” (IDI)
- Este IDI (y el % de aumentos) depende de la frecuencia y la desagregación.
- Ejemplo: El IPC aumenta siempre (IDI =100%) en un año, pero si uno trabaja a 6-dígitos y sobre datos semanales el IDI baja al 10-20% y los aumentos al 15-30%. El grueso de los precios no sube en la semana, muchos en el mes, todos en el año.
- Se necesita “Big Data” para estudiar bien esto.

15

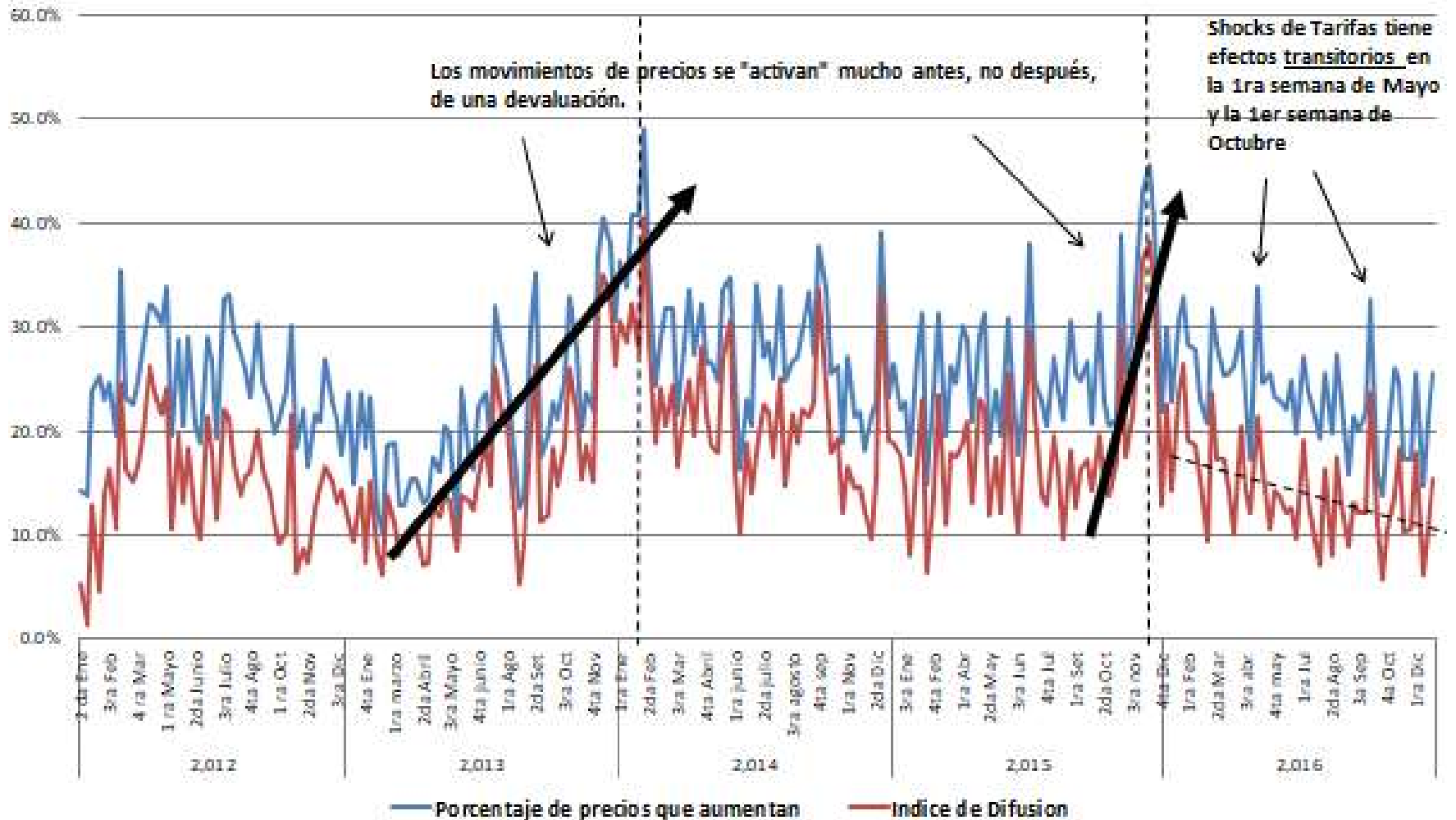
## Patrones del IDI

- Trabajando sobre el IDI de la inflación núcleo semanal de FIEL a 6 dígitos desde la 2da Enero 2012 hasta la 3ra Febrero 2017.
- Exploramos la hipótesis de que las devaluaciones “activan” (como a neuronas !) los cambios en los precios núcleo y elevan el IDI o los aumentos. Testeamos esto sobre la devaluación de Enero de 2014 y la de Diciembre de 2015.
  - Estudiar esto es relevante para entender el genoma del elevado passthrough a precios de una devaluación en la Argentina.
- Pero encontramos que el IDI y el % de precios núcleo que aumentan se “activan” muchas semanas en 2015 (meses en 2013 !!) antes que la devaluación. Esto establece un escalón en el IDI que se mantiene luego de la devaluación.
  - Es decir responden a la expectativa de que el tipo de cambio va a modificarse en algún momento y crean una inercia en el IDI.

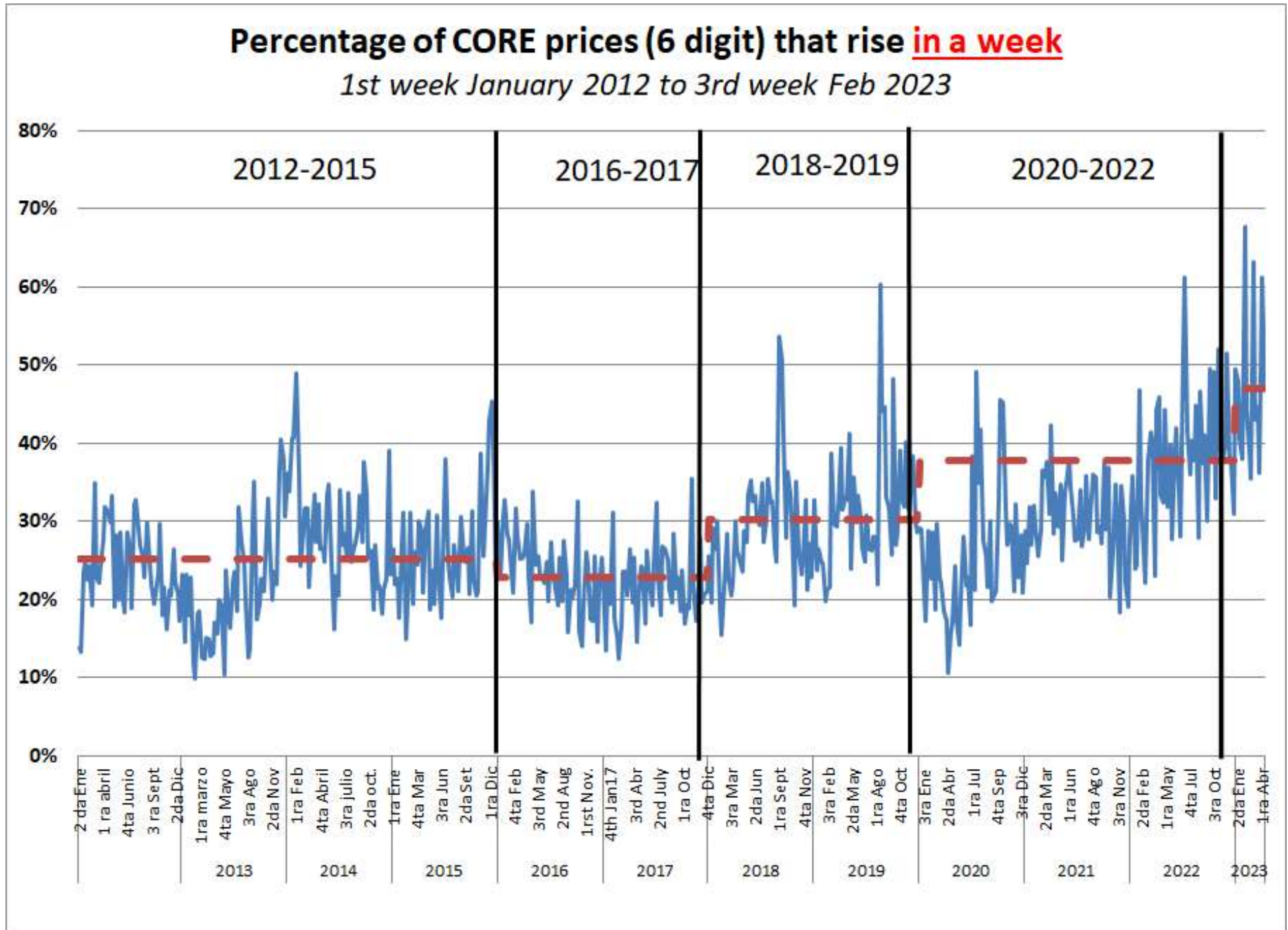
17

# Evidencia previa a devaluación y luego de aumentos tarifarios

Indice de Difusión y Porcentaje de precios NUCLEO que suben  
*datos semanales Enero 2012 - Enero 2016*



# El gráfico que hay que mirar ahora





# Mayo 29, 2023: Algo convencional a mitad de camino

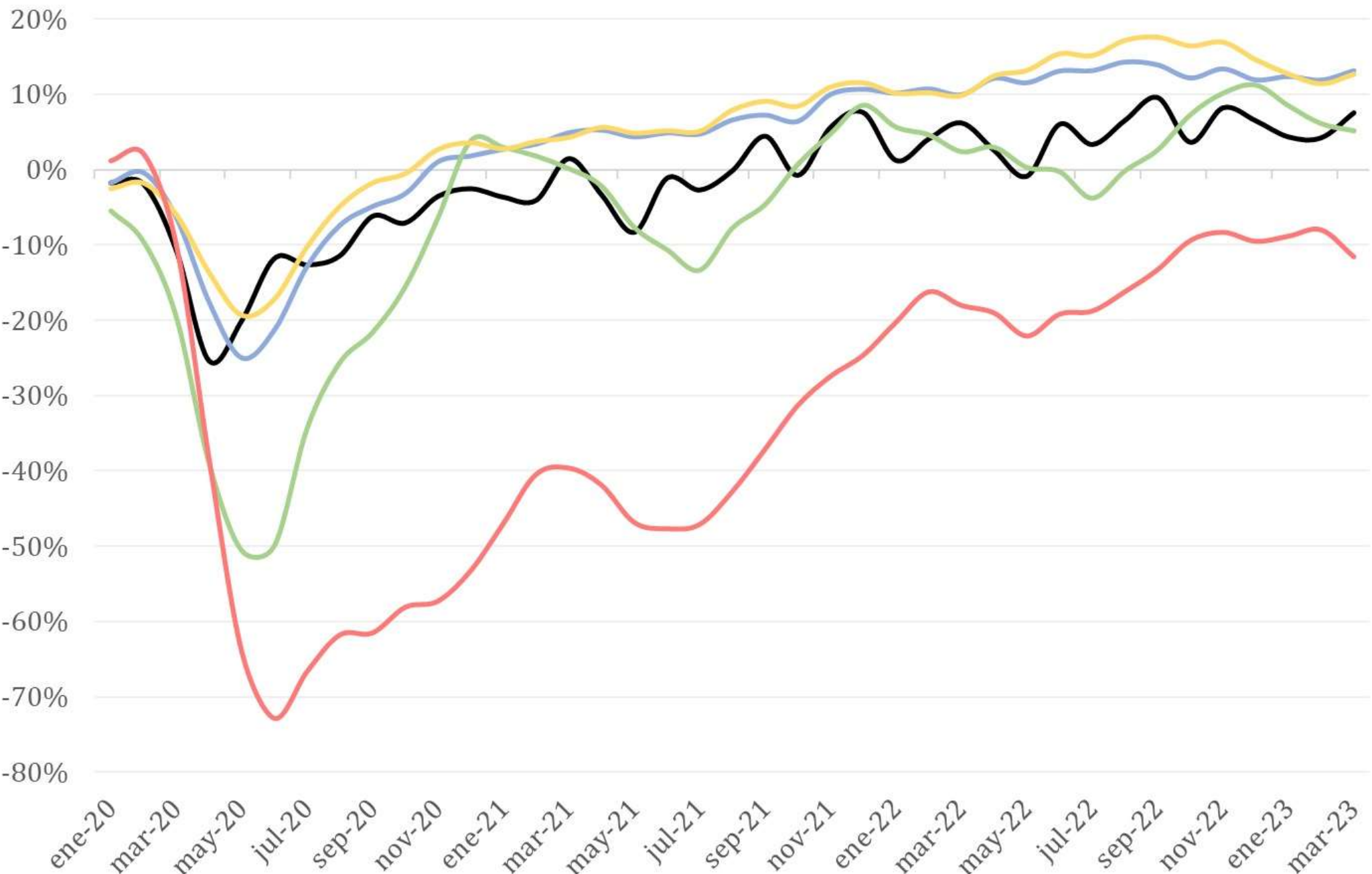
Parados en el escalón inflacionario que se confirma, una mirada convencional a actividad y precios relativos, dice que la actividad no se viene a pique y que se manifiestan grandes problemas de precios relativos que van a ser un dolor de cabeza a futuro al momento de corregirlos

# Actividad, inflación y precios relativos: reflexiones

- El último EMAE es un dato de historia pasada OK ¿Cuándo y a qué ritmo se desacelera la actividad?
  - Hay data de muy alta frecuencia que debería empezar a mostrar eso. Transporte, peajes y el volumen de commuting post-pandemia.
- Inflación: Un sólido escalón del 8+%. Difusión semanal record.
- ¿Precios sobreajustados?: Una hipótesis que regresa de fines de 2015 (cuando no funcionó)
  - Hipótesis: Existe un overshooting del tipo de cambio por incertidumbre que lleva a una brecha muy grande, que a su vez alimenta ajustes de precios y márgenes. Este ajuste hace que el nivel de precios quede “barato” en términos del blue, “carísimo” en términos del oficial y demasiado cerca o aún por arriba de un futuro dólar real de equilibrio. Esto haría que el “passthrough” o traslado de la futura corrección del tipo de cambio no sea muy grande.
  - Problemas con la hipótesis: Depende del recupero del salario real y de precios que quedaron más atados al tipo de cambio oficial (alimentos y energía).
- Precios relativos y la corrección que viene. ¿Se pueden anticipar impactos (distributivos) sobre el bienestar? Alimentos y energía

# EMAE - var. % respecto a mismo mes 2019, MA(3)

— EMAE    — Manufactura    — Comercio    — Construcción    — Hoteles y restaurantes



# Colectivo - Miles de pasajeros transportados al mes en AMBA

— INDEC (ISSP) - Viajes totales

— SUBE - Usuarios totales



# Tren - Miles de pasajeros transportados al mes

— INDEC (ISSP, AMBA + Interior urbano) - Viajes totales      — SUBE (AMBA) - Usuarios totales



# Subte - Miles de pasajeros transportados al mes en AMBA

INDEC (ISSP) - Viajes totales

SUBE - Usuarios totales





# Escalón inflacionario va al 8+% en la nucleo

## Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires

2023	Marzo				Abril				Mayo			
	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta Sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem
<b>Nivel General</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>5,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,4%</b>	
Estacionales	1,9%	1,5%	1,9%	-1,2%	2,0%	2,3%	1,2%	0,7%	2,9%	-0,2%	0,7%	
Regulados Fiel	8,5%	1,9%	0,1%	0,2%	4,6%	0,2%	0,4%	0,1%	13,3%	0,3%	0,5%	
Núcleo	2,9%	1,8%	1,3%	2,1%	3,6%	0,8%	1,0%	2,2%	3,4%	1,2%	1,7%	
Alimentos y Bebidas	2,0%	1,8%	1,4%	3,5%	2,8%	1,8%	0,8%	2,5%	2,9%	0,7%	1,7%	
Bienes	2,2%	2,4%	2,1%	1,4%	2,9%	1,3%	1,4%	2,6%	3,9%	0,8%	1,5%	
Servicios	5,4%	1,0%	0,2%	1,4%	4,4%	0,3%	0,3%	0,6%	6,2%	1,0%	1,1%	

### Variación Mensual

<b>Nivel General</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,1%</b>	
Estacionales	3,2%	3,3%	5,1%	4,1%	4,2%	5,0%	4,3%	6,3%	7,2%	4,6%	4,1%	
Regulados Fiel	9,3%	11,5%	11,1%	10,9%	7,0%	5,2%	5,5%	5,4%	14,1%	14,2%	14,2%	
Núcleo	7,9%	7,5%	7,7%	8,3%	9,1%	8,0%	7,7%	7,8%	7,5%	8,0%	8,8%	
Alimentos y Bebidas	10,3%	8,8%	7,5%	9,0%	9,9%	9,9%	9,2%	8,2%	8,4%	7,2%	8,0%	

### Media (de Aumentos Positivos)

<b>Nivel General</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,9%</b>	
Núcleo	5,0%	5,9%	4,7%	5,0%	5,3%	3,8%	3,8%	5,5%	5,8%	3,7%	4,4%	

### Mediana (de Aumentos Positivos)

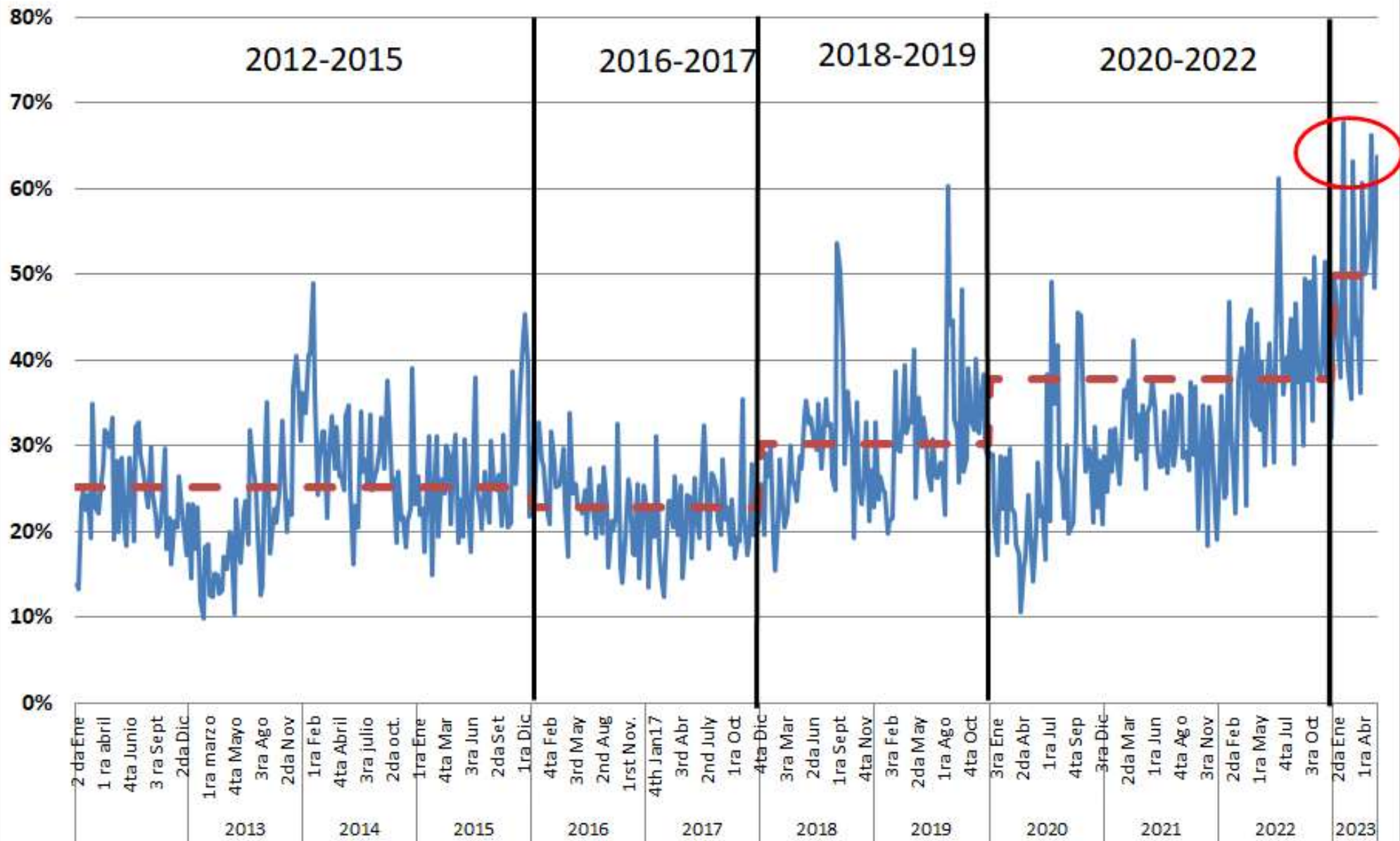
<b>Nivel General</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,2%</b>	
Núcleo	3,2%	3,2%	2,5%	2,9%	3,9%	1,9%	3,2%	4,0%	4,8%	2,6%	2,9%	

(\*) Variación respecto a igual semana del mes anterior

# Record de la serie

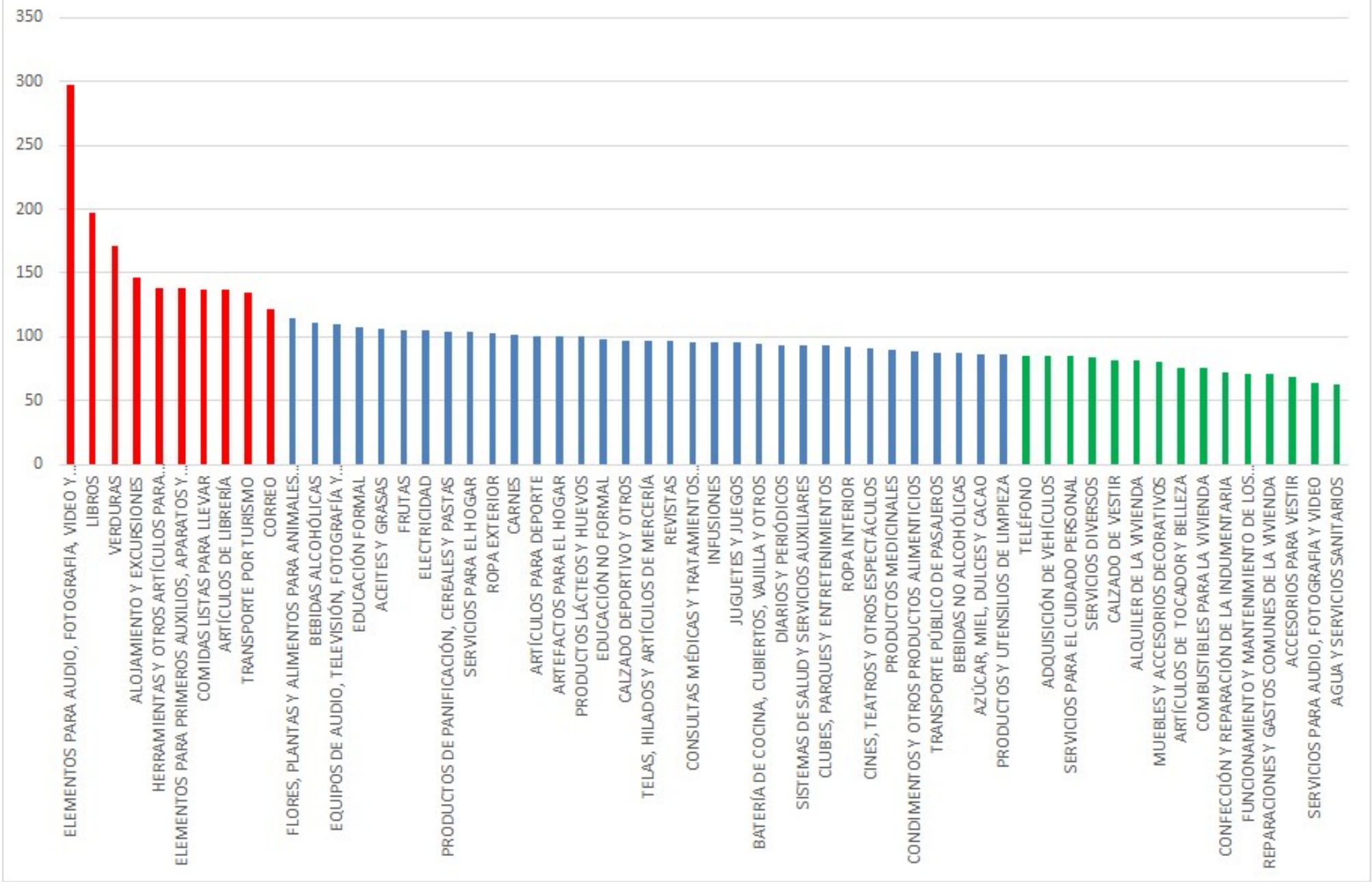
## Percentage of CORE prices (6 digit) that rise in a week

*1st week January 2012 to 3rd week May 2023*





## Cambios de precios relativos al IPC Nivel General Mayo 2023 Enero 2021 (base=100)



# Junio 26, 2023: Incertidumbre, overshooting y horizonte

Mientras la fórmula Fernandez-Fernandez hace diagnósticos de porqué tenemos inflación, empieza a ocurrir un desajuste entre precios en dólares y en pesos que interpela a la programación macroeconómica que se va a adoptar en Diciembre 2023.

¿Cómo explicar su relevancia?

# The Fernandez-Fernandez arithmetic of inflation

AF frente a un grupo de alumnos del Colegio Nacional Buenos Aires

PAÍS

## VIDEO | “Alemania multiplicó la inflación por 10, España por 6 y Argentina por 2” dijo Alberto

El Presidente habló sobre la inflación, y argumentó que por el contexto mundial en países que tenían índices muy bajos, se han multiplicado mucho más que en la Argentina.

Publicado 2 semanas atrás en junio 14, 2023

En el mundo digital actual, los podcasts se han convertido en una forma popular de transmitir información y generar contenido. En esta ocasión, un grupo de estudiantes del Colegio Nacional de Buenos Aires realiza su propio podcast titulado «Oligarcas de la Nada», el cual está disponible en las plataformas digitales.

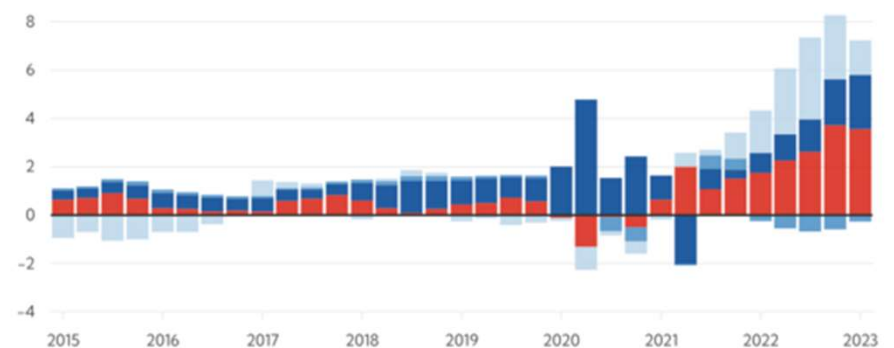
CFK hace un rato (hablándole a Massa): “EL FMI dice que la mayor parte de la inflación es por aumento de beneficios”

### Inflation drivers

Corporate profits now account for nearly half of all euro area inflation.

#### Contribution to annual change in consumption deflator (percentage points)

■ Profits ■ Labor costs ■ Taxes ■ Import prices



Sources: Eurostat, OECD, IMF staff calculations. • Notes: Profits, labor costs, and taxes refer to the total contributions from their nominal values per unit of real value added summed up from sectoral level, and import prices refers to the contribution from foreign value added. See Hansen, Toscani, and Zhou (2023) for details.

IMF

## El paper de hoy del FMI

INTERNATIONAL MONETARY FUND

### **Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages**

Niels-Jakob Hansen, Frederik Toscani, and Jing Zhou

WP/23/131

## Conclusiones

*“Sobre la base de los datos disponibles, el aumento de los beneficios representa que las empresas transfieren más que el impacto del costo nominal, pero no necesariamente aumentan la rentabilidad. Las restricciones de datos y medición cobran gran importancia al evaluar la rentabilidad, pero **nuestra lectura de los indicadores basados en las cuentas nacionales disponibles, así como el trabajo de otros estudios publicados recientemente, no muestran un veredicto concluyente sobre si la rentabilidad ha aumentado o no. Dado que no hay signos de un aumento marcado y generalizado en la rentabilidad, no encontramos evidencia que justifique preocupaciones sustanciales o intervenciones políticas en términos de política de competencia**”.*

## *Incertidumbre, overshooting y horizonte*

---

- Hoy existe un overshooting del tipo de cambio libre por incertidumbre que hace que el nivel de precios quede “barato” en términos del blue, “carísimo” en términos del oficial y, no sabemos, respecto de un futuro dólar real de equilibrio.
- El problema es ¿de qué corrección estamos hablando? ¿Por qué es importante saber esto?

## *Un vacío en la programación de Dic23*

---

- Uno de los "vacíos" que yo observo en el debate sobre la política económica a partir de diciembre es que mientras se apoya correctamente en principios generales y lineamientos operativos para lograr una consolidación fiscal y estabilidad monetaria, no aporta elementos concretos respecto a la configuración resultante de precios relativos.
- **El principal de ellos es la idea, en la programación de un plan, de dónde va a estar el tipo de cambio real.**



## *Incertidumbre de régimen: no ayuda*

---

- El debate sobre el régimen monetario, la dolarización y/o el bimonetarismo no ayudan, sino que más bien complican este punto, porque dan la idea de que, al ser endógeno, el tipo de cambio real puede tener un rango amplio, que incluya a un overshooting. Y ahí viene el problema. Este rango amplio o posibilidad de overshooting tiene consecuencias que complican expectativas en más de un sentido.
- En el distributivo y de la sostenibilidad política de la transición a la estabilidad es uno de ellos.
- Aún con la idea de que es transitorio, existen efectos de actividad y precios relativos en la transición que habría que simular.
  - No conviene suponer como en el Titanic, que los materiales van a aguantar la presión.

## *Programa Tarifario en programación macro*

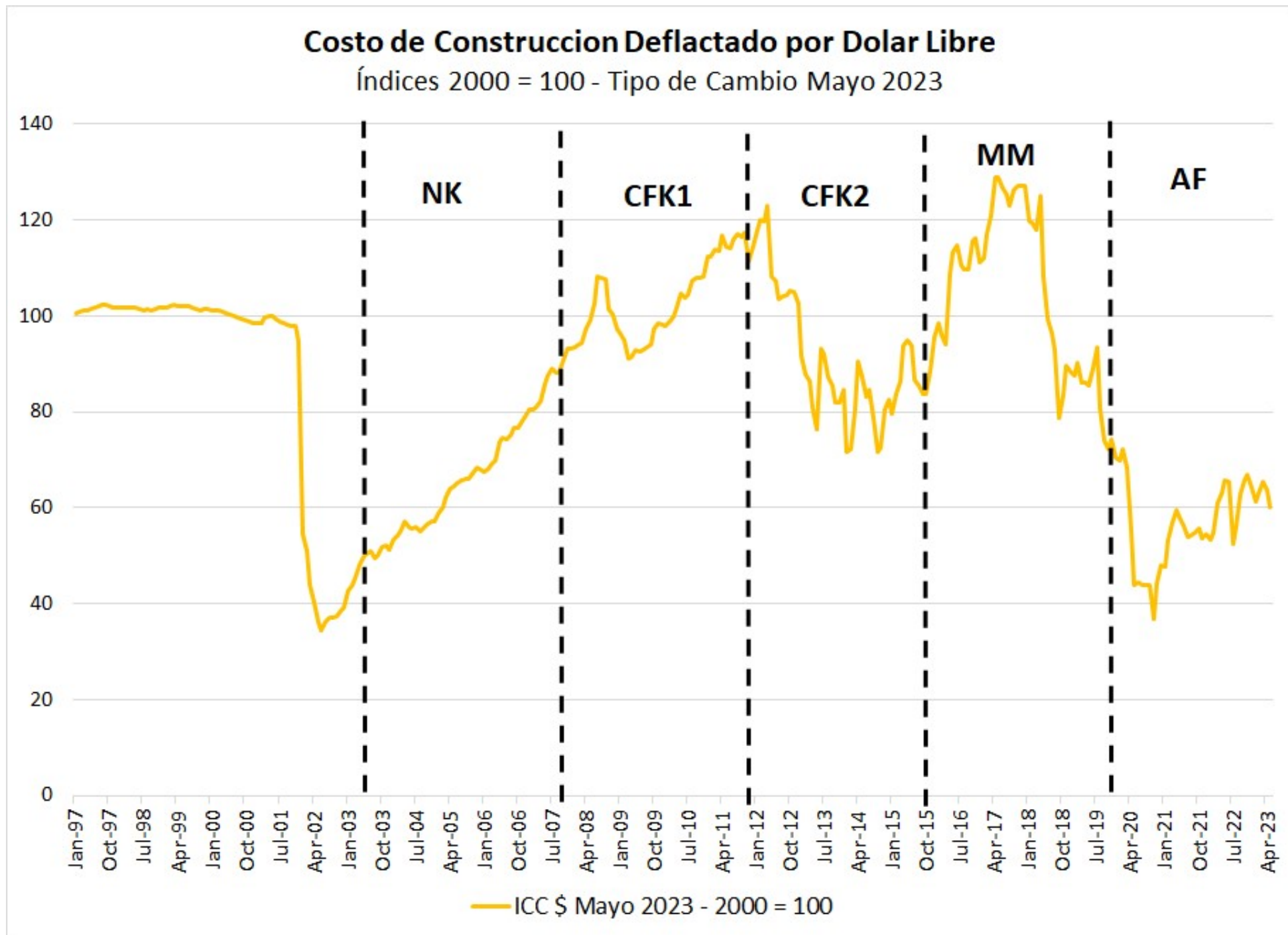
---

- Pero también en la misma "programación" de un programa tarifario, que tiene que aportar -es decir es insumo- al programa macrofiscal. Sin idea de tipo de cambio real de equilibrio no podemos calcular bien los costos de la energía que entra en la tarifas y no podemos entonces saber si el nivel resultante de las tarifas es sostenible o no en un sentido de respetar condiciones de asequibilidad en una operación que, al mismo tiempo reduzca muy fuerte los subsidios.
  - Simulaciones de una tarifa eléctrica o de gas resultante de niveles elevados de tipo de cambio real en la salida del programa muestran valores, en relación a la canasta de pobreza, que están en porcentajes demasiado elevados para decir al mismo tiempo que va a ser pagado por la demanda y que los subsidios se van a reducir drásticamente dada la magnitud de la tarifa social que va a emerger

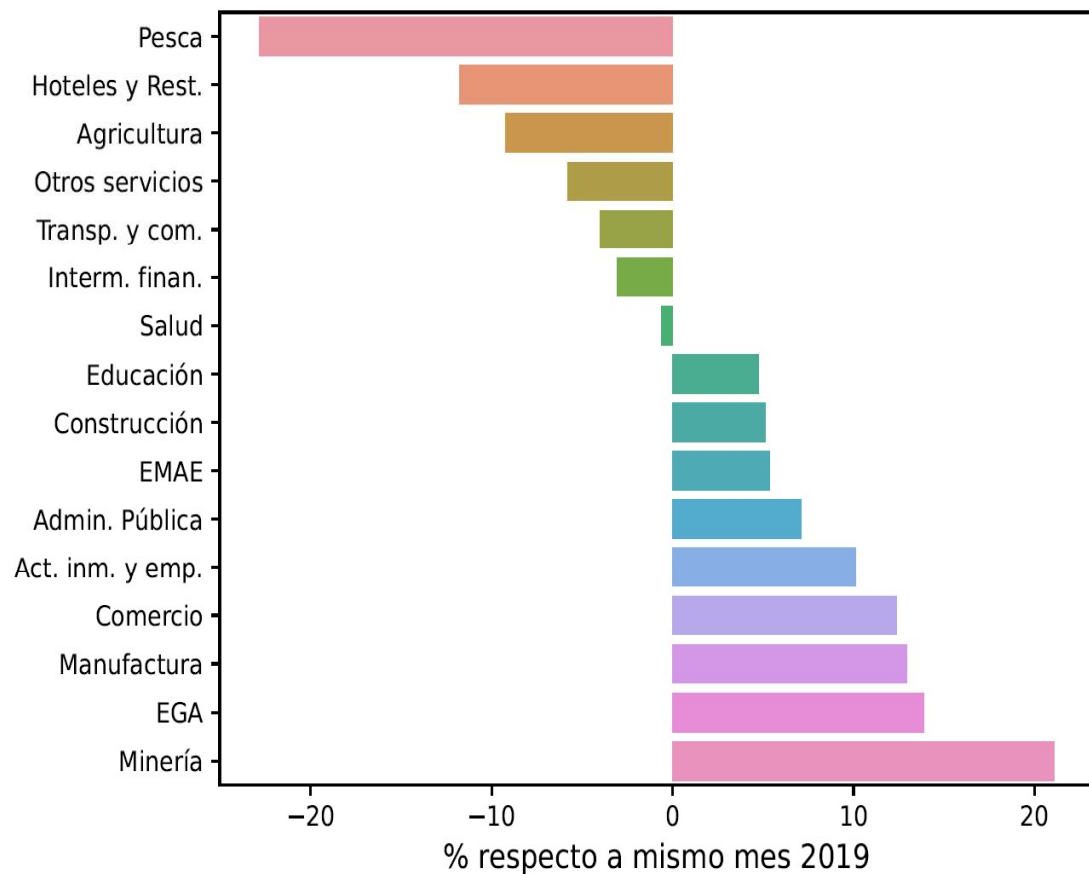
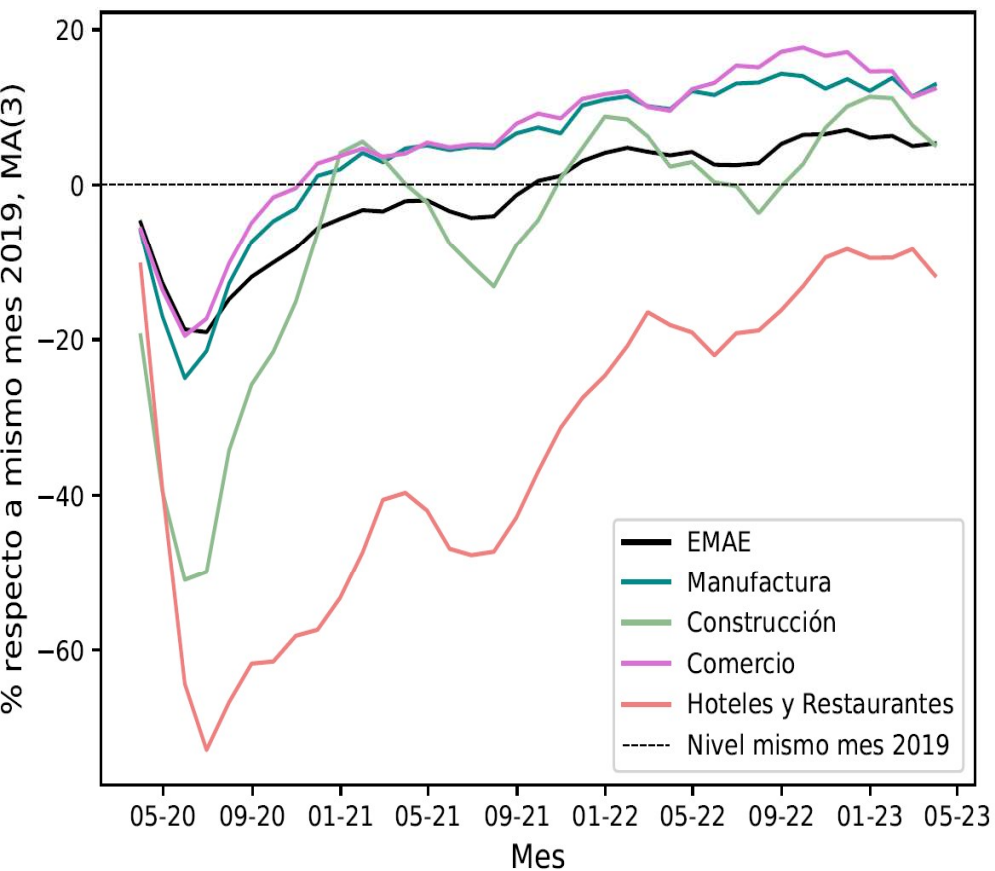
## *Programa Tarifario en programación macro (2)*

- Existen cinco márgenes de incertidumbre en el armado de una reforma tarifaria sostenible.
  1. Precios mayoristas del gas y la energía eléctrica que provienen de formaciones de precios competitivos.
  2. Tarifas de transporte y distribución que reflejan costos y rentabilidad justa hacia adelante.
  3. Tipo de cambio real de referencia estable/no overshooting
  4. Costo de capital bajo
  5. Impuestos reformados con carga reducida en especial respecto a componentes volumétricos
- Dado esto la tarea es definir una estructura tarifaria que sea costo recuperativa y costo reflexiva y maneje asequibilidad con tarifa social. La transición importa, no funciona cualquier transición en especial de overshooting

# Una forma de ver el tipo de cambio real: ICC/Dólar libre



## EMAE - Niveles respecto a pre-pandemia hasta Marzo de 2023



# Julio 31, 2023: ¿Qué ancla esta coyuntura?

Resulta un poco sorprendente que la economía no se haya desestabilizado a lo largo de 2023 en medio de la incertidumbre del proceso político electoral. Se decía a comienzos de año que en ausencia de reservas la sequía nos dejaba mal en el triángulo Actividad/Devaluación/Reservas. Sin embargo, no se pensó que podíamos “usar” tantas reservas que no teníamos.

Más allá de esto ¿Qué puede estar actuando como “ancla”?

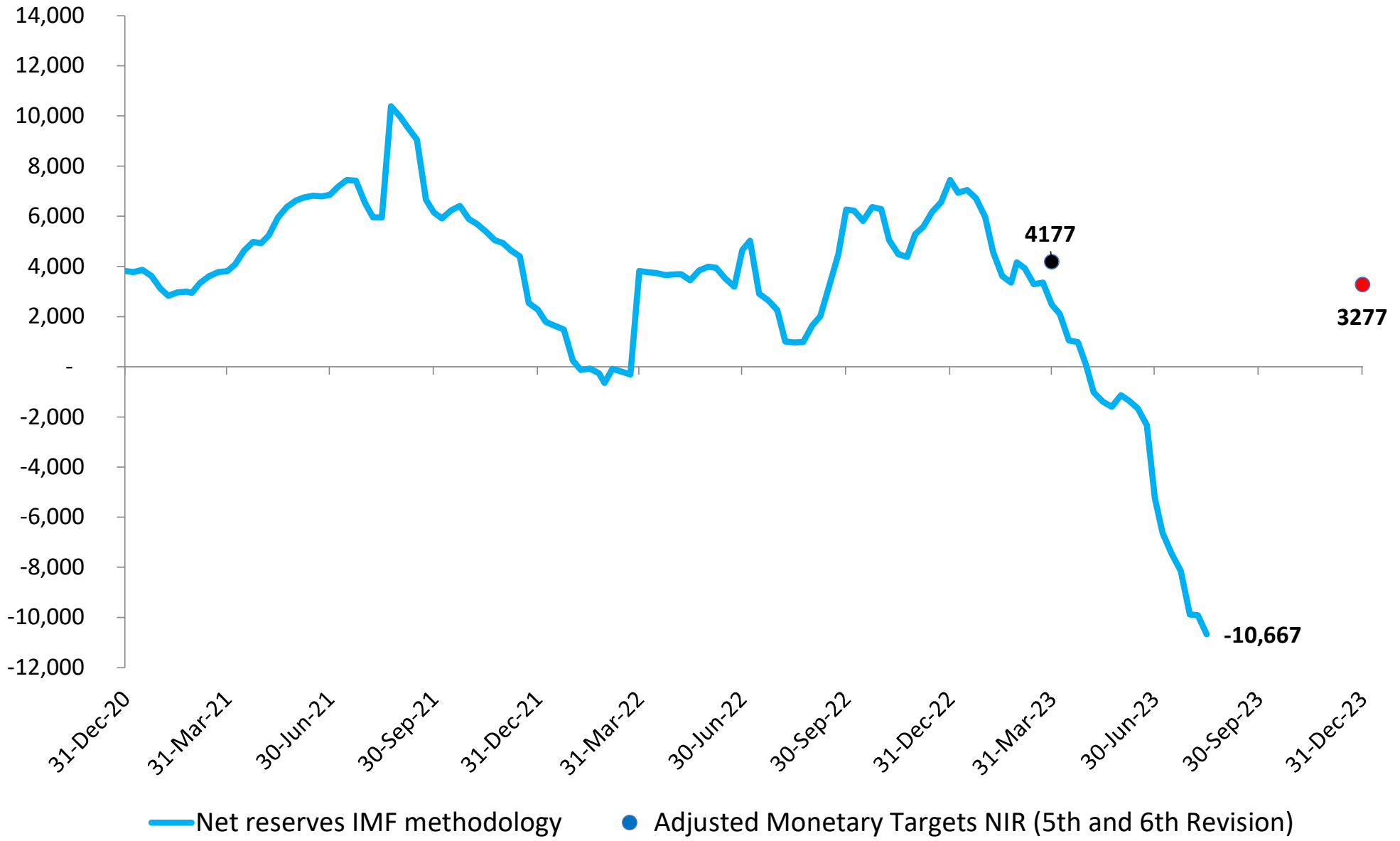


# *Las anclas de una transición atípica*

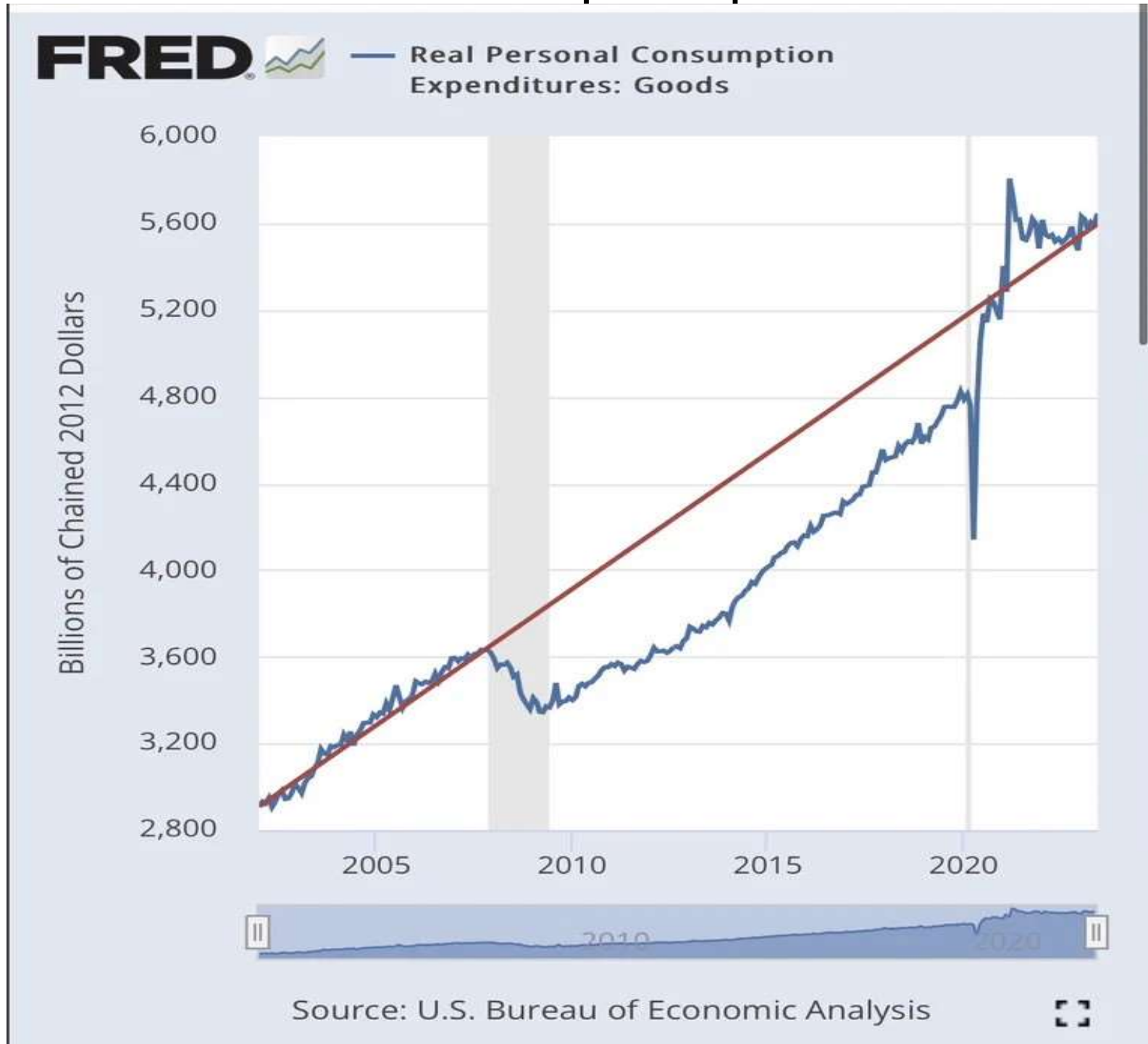
---

- Nivel de actividad que no se derrumba, inflación que no espiraliza, activos (acciones y bonos) que no se hundan sino recuperan, en una macro precaria, con shock por sequía histórica y transición electoral. ¿Porqué?
- Dos hipótesis: Traslado a futuro de efectos (“*Vota Hoy, Paga Mañana*”) versus Ancla de expectativas.
- ¿Qué puede estar anclándonos del desastre? OK, la expectativa del “futuro”, pero ¿cuál? ¿basado en qué? ¿Alcanza con decir que “se van”, que vuelve JxC, que va a haber más racionalidad económica aún con UxP?
- Outlook del lado real de la economía: shocks de productividad sectorial positivos, inéditos. Agro y Minería (energía) en condiciones de salir fuerte.
- *El jardín de los senderos que se bifurcan*. Hay al menos dos o tres senderos. Pero uno de ellos (shock de productividad con ancla fiscal) es suficientemente bueno, al menos existe lo que en 2015 no estaba. Esa es el ancla.

## Reservas netas (metodología FMI en US\$ millones)



# El consumo en la postpandemia: USA



# El consumo en el post cepo: ARG



# Escalón inflacionario ¿vuelve al 8% en agosto?

Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires

2023	Mayo				Junio				Julio			
	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem
<b>Nivel General</b>	<b>5,1%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,1%</b>	
Estacionales	3,0%	-0,1%	0,8%	2,5%	1,3%	3,6%	0,9%	0,8%	2,2%	0,7%	4,3%	
Regulados	13,3%	0,3%	0,5%	0,4%	6,3%	0,1%	0,3%	0,2%	4,0%	0,9%	0,1%	
Núcleo	3,5%	1,2%	1,7%	1,4%	3,3%	1,3%	1,3%	1,2%	3,3%	0,8%	0,9%	
Alimentos y Bebidas	3,0%	0,7%	1,8%	1,8%	1,0%	1,3%	1,6%	2,3%	1,8%	0,4%	1,8%	
Bienes	4,0%	0,8%	1,6%	1,7%	2,3%	1,2%	1,7%	0,5%	2,4%	0,9%	1,5%	
Servicios	6,4%	1,0%	1,1%	1,0%	5,1%	1,4%	0,3%	1,5%	4,3%	0,8%	0,8%	
<b>Variación Mensual</b>												
<b>Nivel General</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>	
Estacionales	7,4%	4,9%	4,5%	6,4%	4,6%	8,6%	8,6%	6,8%	7,7%	4,6%	8,2%	
Regulados Fiel	14,1%	14,2%	14,2%	14,6%	7,5%	7,3%	7,2%	6,9%	4,6%	5,4%	5,2%	
Núcleo	7,7%	8,2%	9,0%	8,1%	7,9%	7,9%	7,5%	7,2%	7,2%	6,7%	6,3%	
Alimentos y Bebidas	9,6%	9,0%	9,2%	8,3%	6,5%	7,0%	7,1%	5,9%	6,0%	5,6%	5,3%	
<b>Media (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,1%</b>	
Núcleo	5,7%	3,6%	4,2%	4,3%	5,2%	3,8%	4,1%	3,6%	5,6%	3,9%	3,6%	
<b>Mediana (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	<b>4,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,8%</b>	
Núcleo	4,7%	2,5%	2,9%	2,9%	4,2%	2,7%	2,8%	2,4%	4,5%	2,6%	2,6%	

(\*) Variación respecto a igual semana del mes anterior



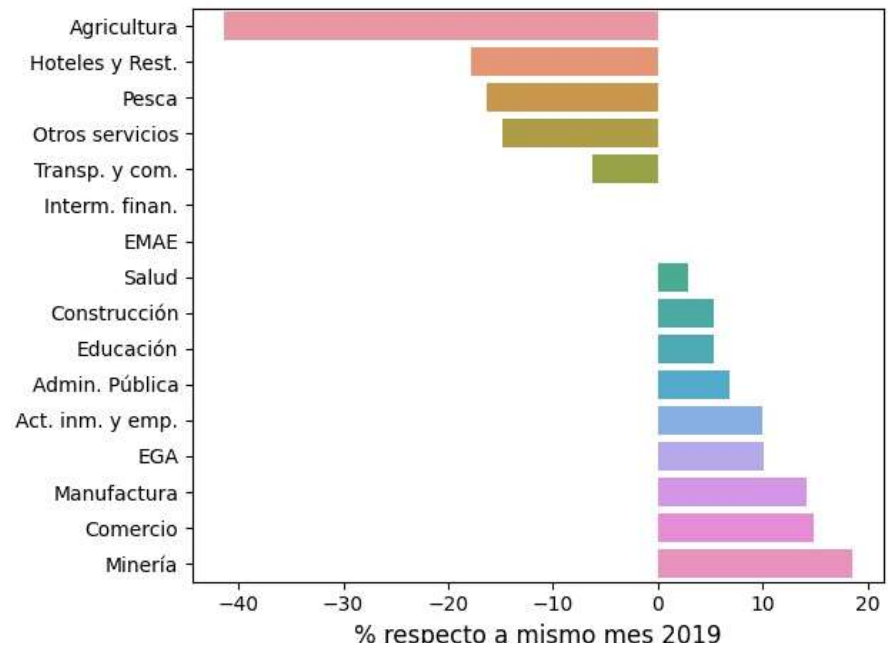
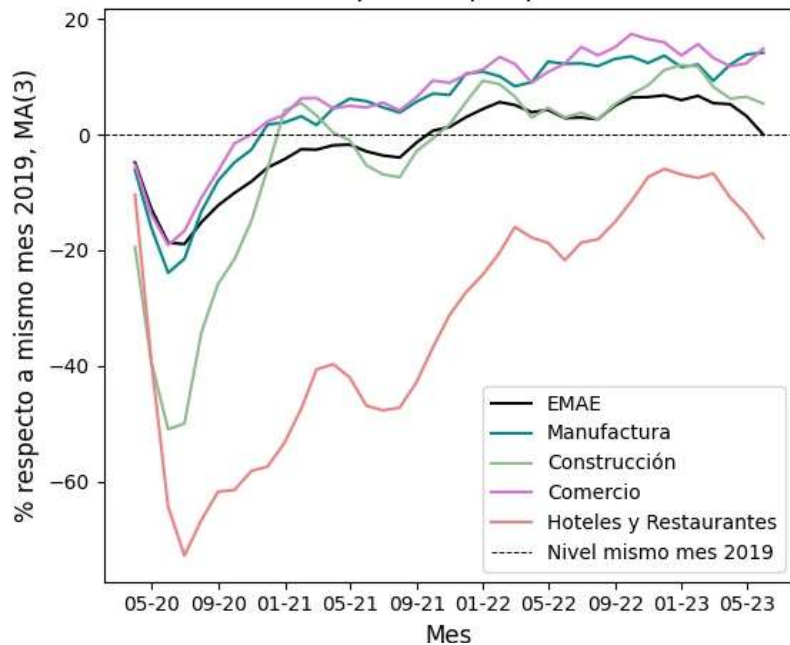
# EMAE hacia abajo, sin desbarranco

## EMAE - Datos hasta Mayo de 2023

EMAE s.a.



### Nivel respecto a pre-pandemia





# Agosto 28: PASO, FMI y el camino a Diciembre 10.

El shock de las PASO fue seguido por el acuerdo con el FMI y se empezaron a abrir interrogantes sobre si la economía se desestabiliza antes de las elecciones.

¿Cómo leerlo?

# *Shocks de política (ajuste FMI) y PASO*

---

- El acuerdo con el FMI conlleva un shock en el tipo de cambio y la estructura de precios, concomitante con una innovación política en las PASO. Es una típica “deva sin plan”.
- Ese shock puede coordinar expectativas para la estabilización (ancla a un escalón, aunque sea más alto) o para la desestabilización (espiraliza). Muy agravado por las PASO y las expectativas que esta agrega.
- Primera semana muy difícil. Ajuste de precios de bienes bastante completo a la devaluación solo anclado por servicios y salarios. Suba de TdC, brecha y tasas, combo. Leliq bomb.
- Siguiendo 2/3 semanas cruciales para ver proceso. En curso. **Luce que chances de coordinación en un escalón más alto son mayores que las de espiralización.**
  - ¿Razón? Sistema de formación de precios contiene todavía suficiente inercia (anclas precarias) como para que tenedores de dinero y depósitos no corran.
- Pero todo precario y con golpe al nivel de actividad. Firmas deben decidir producir, stockear o vender (pricear) en un contexto de incertidumbre de precios de insumos. Puede llevar a actitud preventiva y aumentar contracción. Y con riesgos de interrupciones en abastecimiento y corridas (saqueos).

## *El camino a diciembre 10*

---

- La economía se debate entre “*el fatalismo del fracaso*” y “*el fracaso del fatalismo*”.
- *Fatalismo del fracaso (de Massa)*: Coordinación hacia espiralización/hiper/desorden. Es un diagnóstico acorde a la propuesta de dolarización natural o como salida inevitable.
- *Fracaso del fatalismo (de los dolarizadores)*: Coordinación hacia un escalón alto con estanflación más aguda pero sin desorden terminal. Permite hacer “docking” a un plan de estabilización no dolarizador.
- Dolarización preanunciada post Octubre 22, pero no de entrada. Genera varios problemas de coordinación pues va a requerir de una primera etapa que no puede evitar un plan de estabilización no dolarizador. No hay espacio para el escapismo dolarizador (electoralista), hay que definir un plan macro.

# Base Monetaria y BM amplia en Pesos constantes



# Escalón inflacionario ¿podrá sostenerse en otro nivel de dos dígitos?

## IPC FIEL 3ra semana



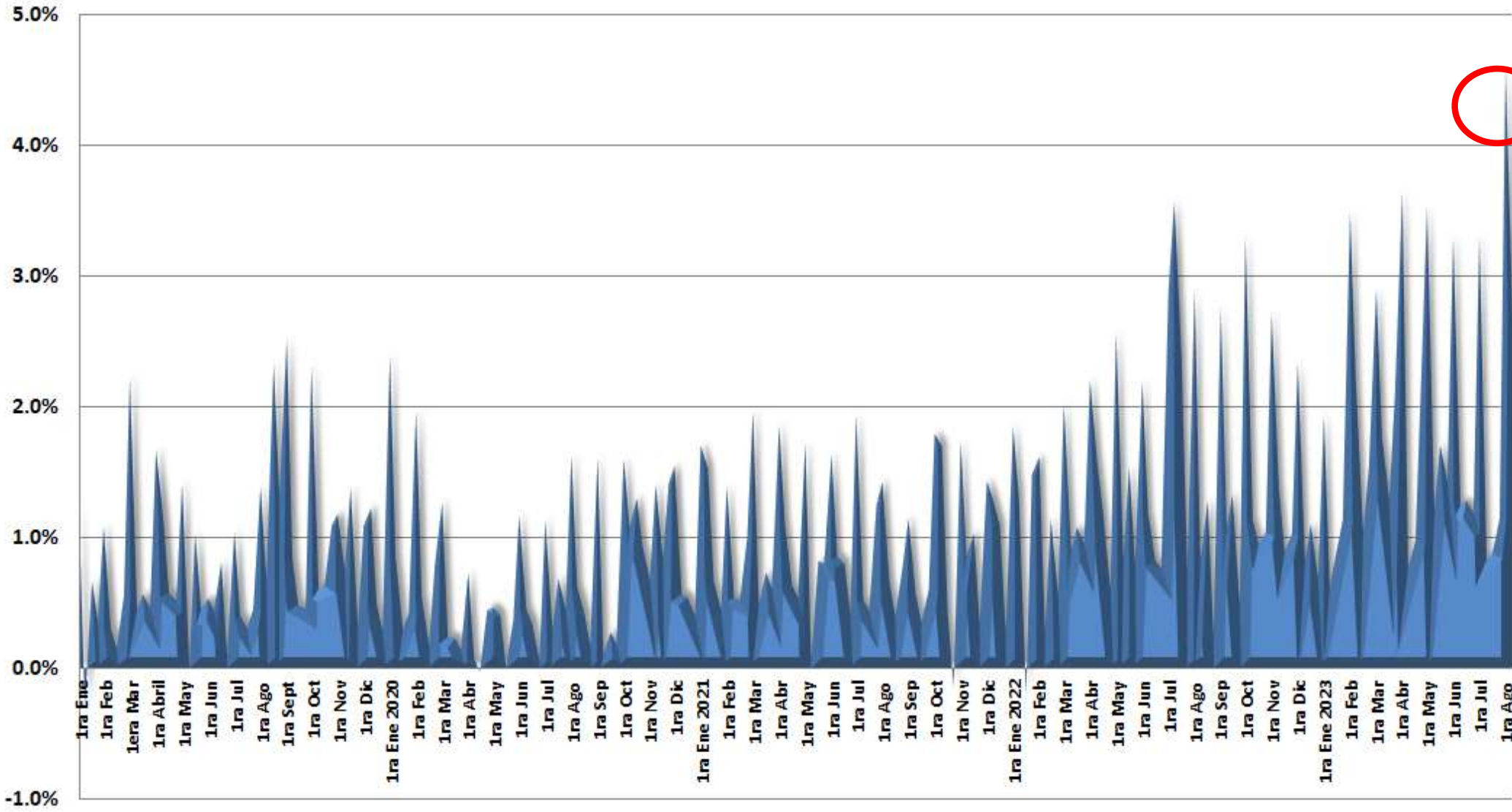
Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires

(\*) Variación respecto a igual semana del mes anterior

2023	Junio				Julio				Agosto			
	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem	1ra Sem	2da Sem	3ra Sem	4ta sem
<b>Nivel General</b>	3,6%	1,3%	1,1%	1,0%	3,3%	0,8%	1,1%	1,5%	3,9%	2,8%	6,0%	
<b>Estacionales</b>	1,3%	3,6%	0,9%	0,8%	2,3%	0,6%	4,2%	5,9%	-0,1%	7,4%	6,1%	
<b>Regulados</b>	6,3%	0,1%	0,3%	0,2%	4,0%	0,9%	0,1%	0,0%	3,8%	0,1%	3,0%	
<b>Núcleo</b>	3,3%	1,3%	1,3%	1,2%	3,3%	0,8%	0,9%	1,1%	4,6%	2,7%	6,7%	
<b>Alimentos y Bebidas</b>	1,0%	1,3%	1,6%	2,3%	1,9%	0,4%	1,7%	2,1%	2,2%	3,2%	8,0%	
<b>Bienes</b>	2,3%	1,2%	1,7%	0,5%	2,4%	0,9%	1,4%	2,4%	2,8%	4,4%	8,9%	
<b>Servicios</b>	5,1%	1,4%	0,3%	1,5%	4,3%	0,8%	0,8%	0,6%	5,1%	1,0%	2,6%	
<b>Variación Mensual</b>												
<b>Nivel General</b>	7,5%	7,9%	7,5%	7,1%	6,8%	6,3%	6,3%	6,9%	7,5%	9,6%	14,9%	
<b>Estacionales</b>	4,6%	8,6%	8,6%	6,8%	7,8%	4,6%	8,0%	13,5%	10,8%	18,3%	20,5%	
<b>Regulados Fiel</b>	7,5%	7,3%	7,2%	6,9%	4,6%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,1%	7,1%	
<b>Núcleo</b>	7,9%	7,9%	7,5%	7,2%	7,2%	6,8%	6,3%	6,3%	7,6%	9,6%	15,9%	
<b>Alimentos y Bebidas</b>	6,5%	7,0%	7,1%	5,9%	6,0%	5,6%	5,3%	7,2%	7,6%	11,3%	19,6%	
<b>Media (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	5,9%	4,5%	4,2%	4,4%	5,9%	4,6%	3,9%	6,0%	6,3%	7,4%	11,3%	
<b>Núcleo</b>	5,2%	3,8%	4,1%	3,6%	5,4%	3,9%	3,4%	4,2%	5,6%	6,2%	10,9%	
<b>Mediana (de Aumentos Positivos)</b>												
<b>Nivel General</b>	4,9%	3,0%	2,8%	2,5%	4,7%	3,3%	2,6%	3,7%	4,6%	5,0%	9,4%	
<b>Núcleo</b>	4,2%	2,7%	2,8%	2,4%	4,4%	2,6%	2,5%	3,4%	4,6%	4,4%	8,7%	

# Weekly rate of CORE inflation

## 1st week January 2019 to 2nd week Aug 2023





# Septiembre 25, 2023: Subsidios a la energía: Otra perspectiva

Durante 2022 afloró un fenómeno de subsidios a la energía, distinto al discutido normalmente en el atraso tarifario en gas y electricidad y en cambio escondido en los ingresos tributarios perdidos por no actualizar el impuesto a los combustibles. Un trabajo de FMI desnuda este problema que, curiosamente, no aparece en los planes de la oposición y es crucial para un programa de estabilización.

¿Cómo se puede explicar?

# *Subsidios a la energía: Otra perspectiva*

---

- La división fiscal del FMI acaba de publicar el informe global de subsidios a los combustibles fósiles en 130 países, con datos a 2022.
- Es impactante leerlo sin precaución: los subsidios a la energía fosil ascendieron a ....7% del PBI global
- Esto llevó hace algunos años al periodista económico jefe de P12 (ganador del Konex en periodismo económico en 2017, yo en el jurado) a afirmar algo así
  - *“Los que se escandalizan con los subsidios a la energía en la Argentina no leyeron al FMI. Comparativamente no son altos”*
- Pero se olvido de leer bien y comparó peras con manzanas. O subsidios fiscales versus subsidios económicos por el CO2. El FMI mide ambos: llama **explícitos** a los fiscales e **implícitos** al resto.
- Para la Argentina en 2022 el informe del FMI dice que los subsidios fueron 10% del PIB, o 50 billones de dólares. De esos 10, el 25% son subsidios fiscales

INTERNATIONAL MONETARY FUND

# IMF Fossil Fuel Subsidies Data: 2023 Update

Simon Black, Antung A. Liu, Ian Parry, and Nate Vernon

WP/23/169

*IMF Working Papers* describe research in progress by the author(s) and are published to elicit comments and to encourage debate.

The views expressed in IMF Working Papers are those of the author(s) and do not necessarily represent the views of the IMF, its Executive Board, or IMF management.

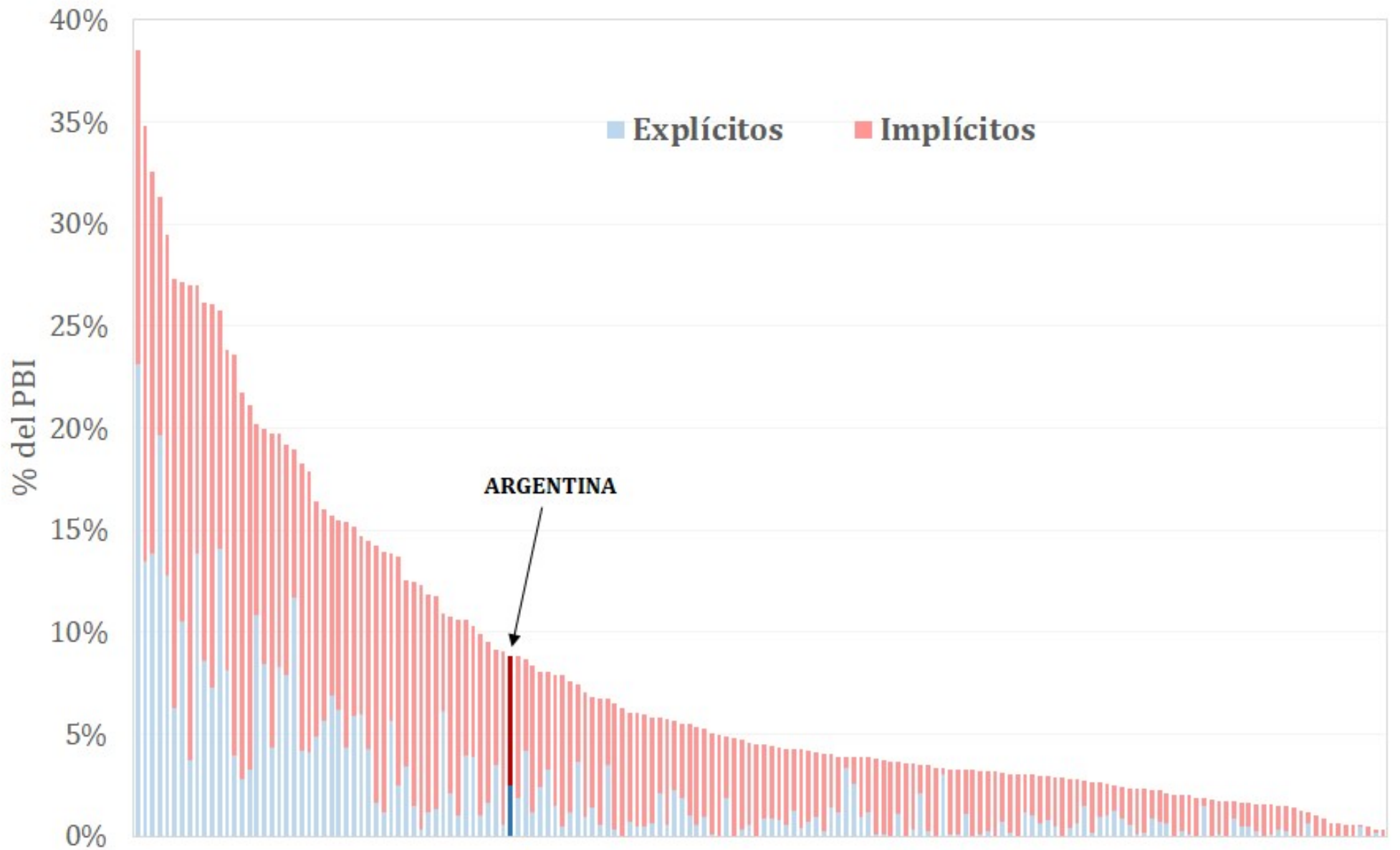
**2023  
AUG**



WORKING PAPER

# 2022 - Ranking de subsidios a la energía

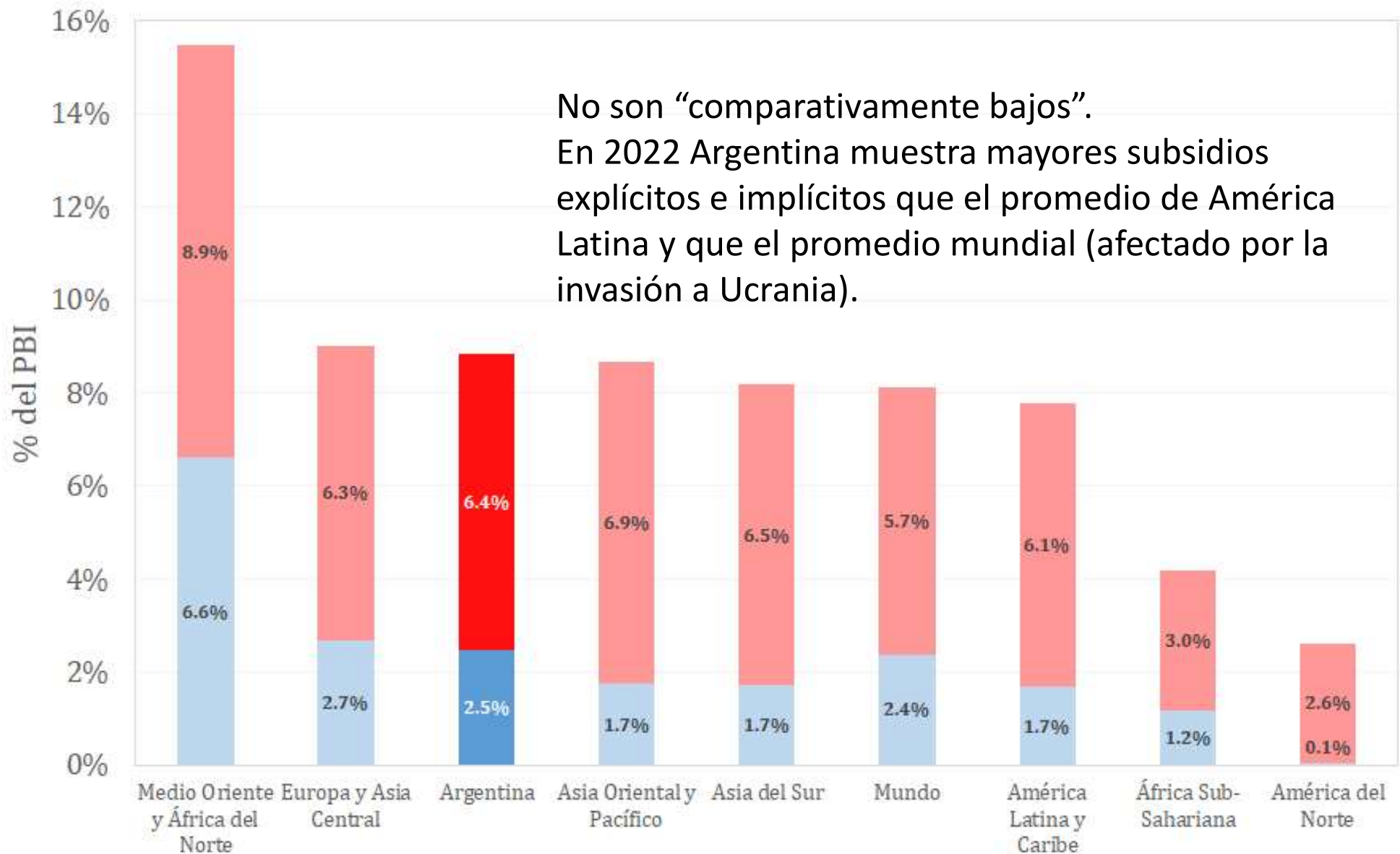
Fuente: IMF Energy Fossil Fuels Subsidy Data 2023



## 2022 - Ranking de subsidios a la energía

IMF Energy Fossil Fuels Subsidy Data 2023

■ Explícitos ■ Implícitos



No son “comparativamente bajos”.

En 2022 Argentina muestra mayores subsidios explícitos e implícitos que el promedio de América Latina y que el promedio mundial (afectado por la invasión a Ucrania).

## *¿Qué implicancias de macro y política energética tiene el informe del FMI?*

---

- Varias, tanto en el plano macro fiscal como en el micro-sectorial del sector energético.
  - Pero entenderlas va más allá del campo visual-conceptual que hoy tienen los candidatos y sus potenciales equipos
- Si el déficit fiscal provocado por los subsidios es sólo 25% de los subsidios a corregir, existe un potencial margen fiscal muy sustantivo por la vía de impuestos correctivos
- Dado que los combustibles líquidos son un porcentaje muy elevado de los subsidios explícitos, la operación fiscal crucial es elevar estos impuestos.
- El impacto fiscal de esta operación es muy grande y superior al de aumento de tarifas en gas y electricidad. Complementario a esto, lleva a asegurar una consolidación fiscal rápida. Pero no es free-lunch, requiere otro manejo por su incidencia en los subsidios al transporte y el shock a la economía.
  - Los impuestos implícitos cambian precios relativos entre combustibles líquidos, gas natural y electricidad



# Argentina en la Energy Fossil Fuels Subsidy Data IMF

## Estructura de subsidios implícitos

*billones de dólares 2022*

<b>Gasoline</b>	<b>8.0</b>	
<b>Diesel</b>	<b>16.9</b>	
<b>LPG</b>	<b>0.5</b>	
<b>Kerosene</b>	<b>0.6</b>	
<b>Other oil products</b>	<b>1.3</b>	
<b>Petroleum</b>		<b>27.3</b>
<b>Natural gas</b>	<b>8.6</b>	
<b>Coal</b>	<b>0.4</b>	
<b>Electricity</b>	<b>0.0</b>	
<b>Total</b>	<b>36.3</b>	

## Impuesto implícito

*dólares por unidad medida*

1.3 por litro

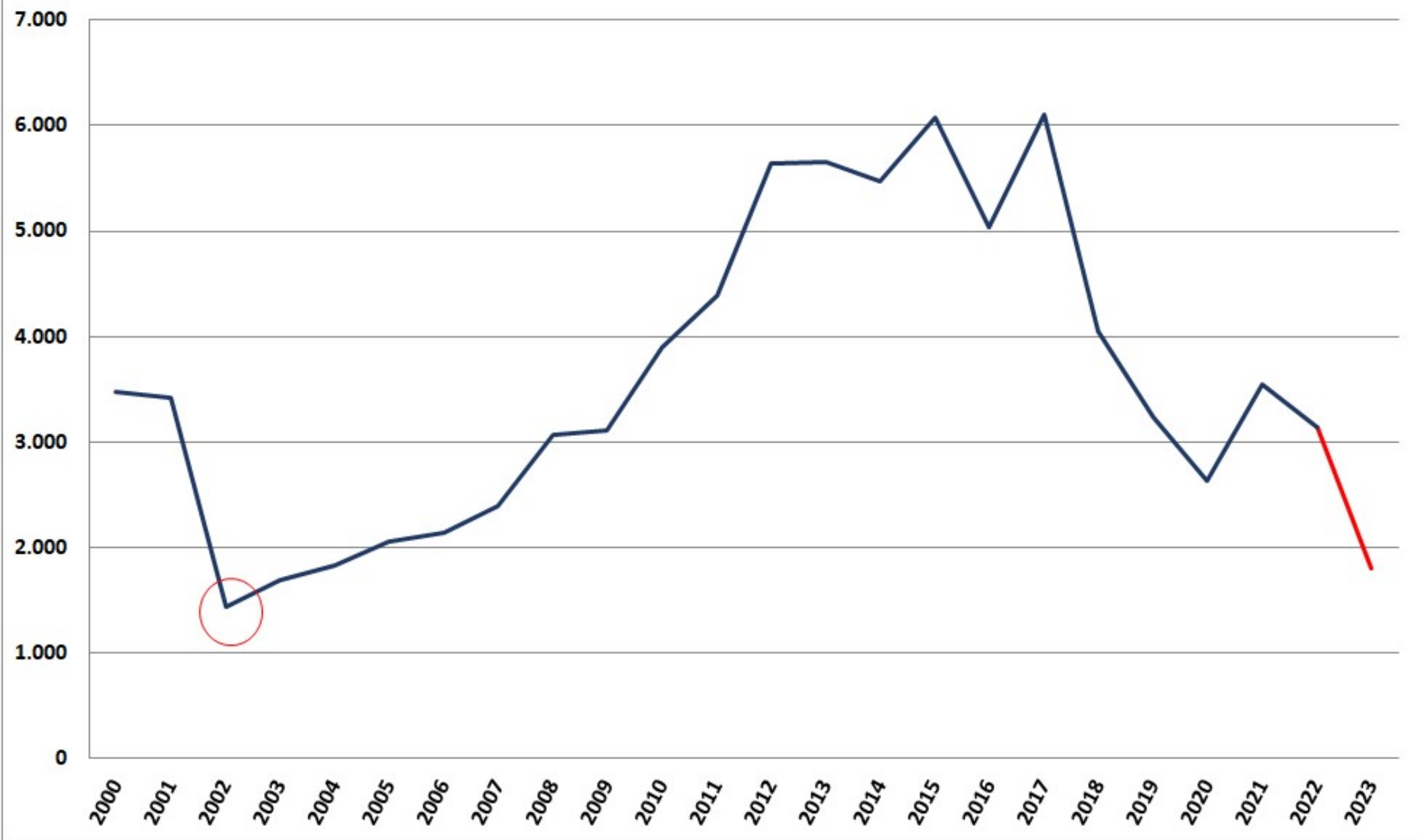
1.2 por litro

0.2 por m3

Más que  
duplica los  
valores actuales

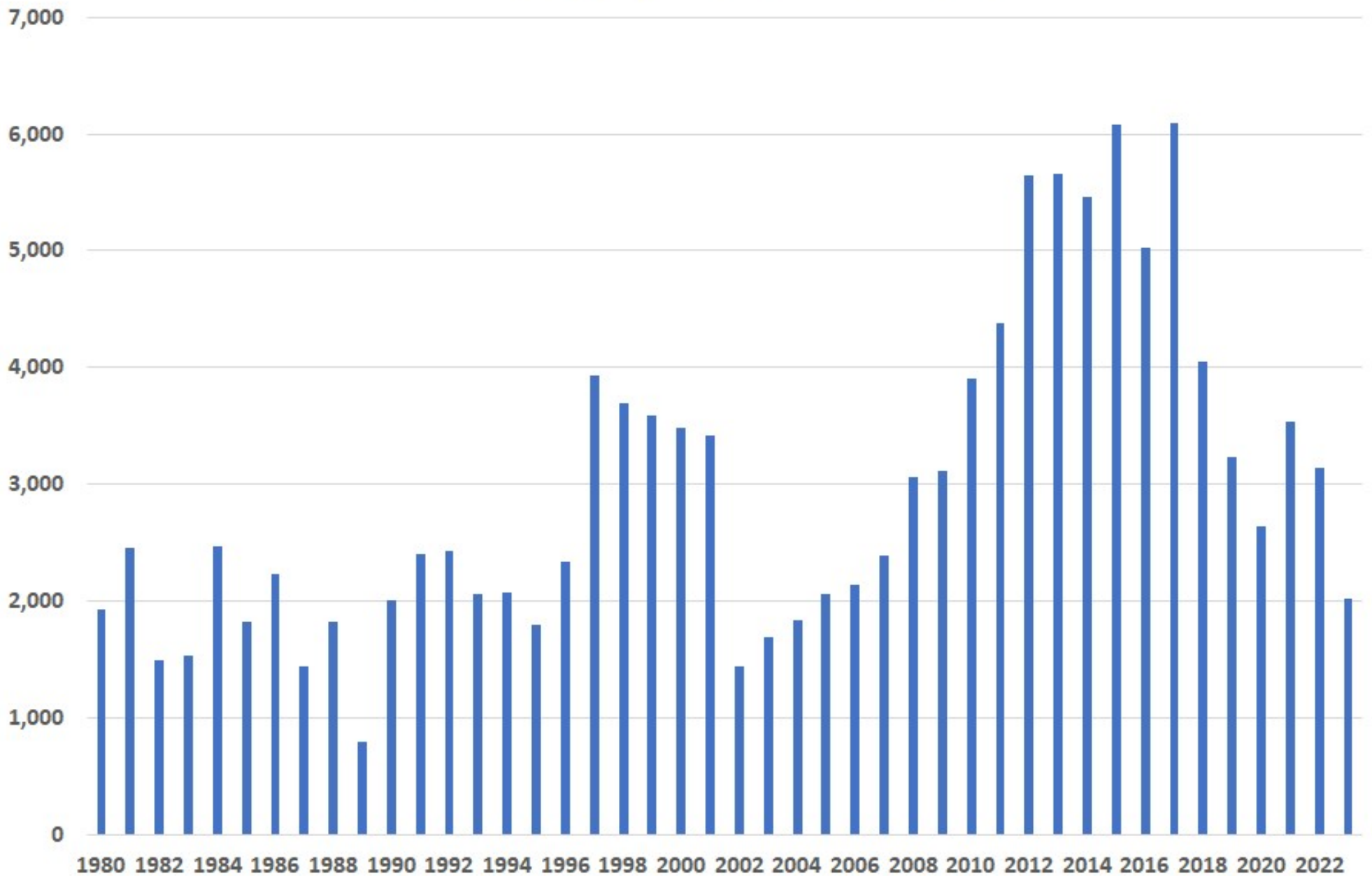
# Recaudación del impuesto a los combustibles

*en millones de USD 2000-2022*



# Argentina: Recaudación del impuesto a los combustibles

1980 - 2023 (est) en millones de dólares



# Octubre 30, 2023: Camino a Terra Incognita

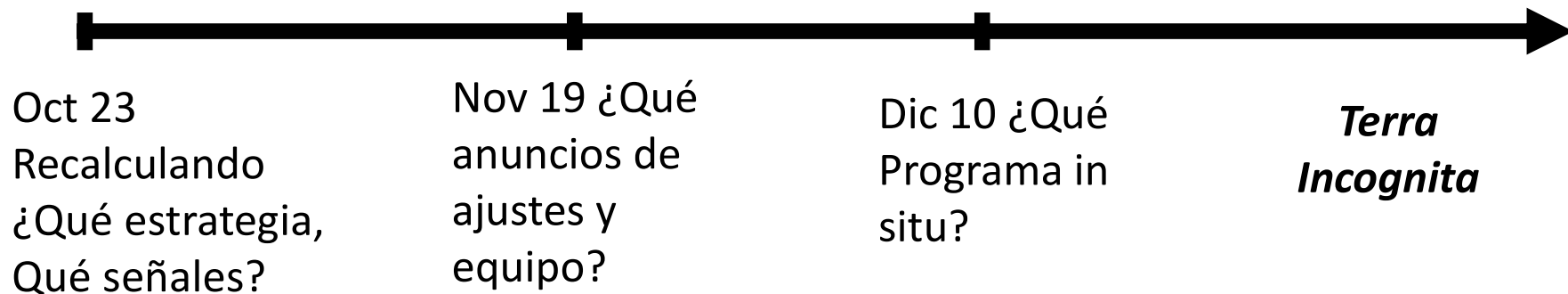
El “triunfo” de Massa en primera vuelta y la proximidad del desenlace electoral empezaron a hacer cada vez más acuciantes las preguntas sobre hacia dónde vala macroeconomía y la política económica. Existe una secuencia de anuncios y decisiones que se abre en el horizonte

¿Qué interpretación le dabamos?

# Camino a Terra Incognita

---

- “Massazo” electoral y sesgo hacia el status quo. Pero,...los fundamentales están ahí, waiting.
- Anclaje político versus desanclaje fundamental. El rol de las expectativas de lo que viene. Vale para ambos, pero más para Massa porque ahora es el líder que maneja (o desmaneja) la política económica



- **Data:** Inflación, escalones versus espiralización
- ***Terra incognita:*** Desde ¿cómo ajustamos?, hasta ¿cuánto dura el baile (Cavallo dixit)? La semejanza con los ciclos del COVID-19

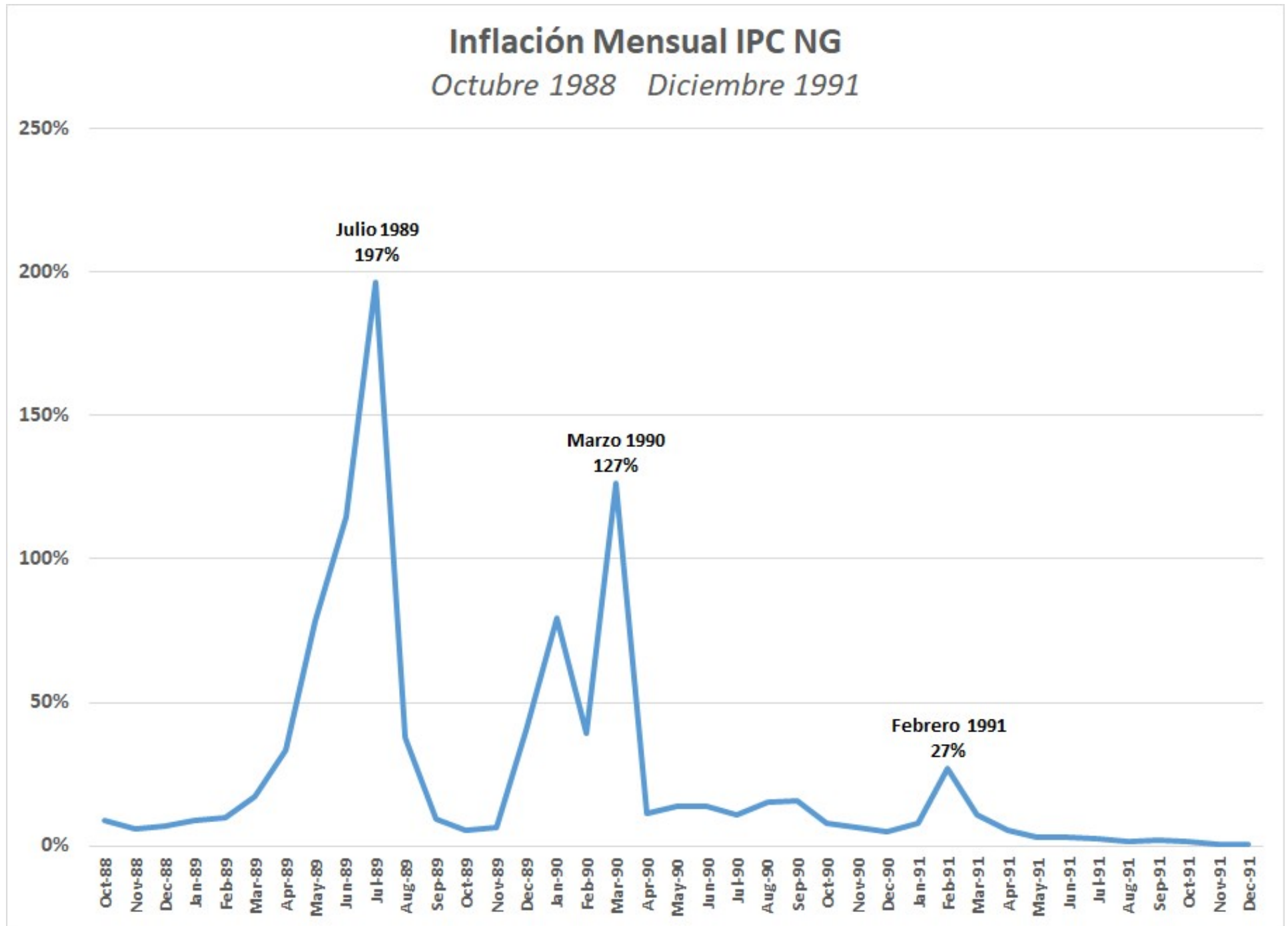
## *El camino a la estabilización*

---

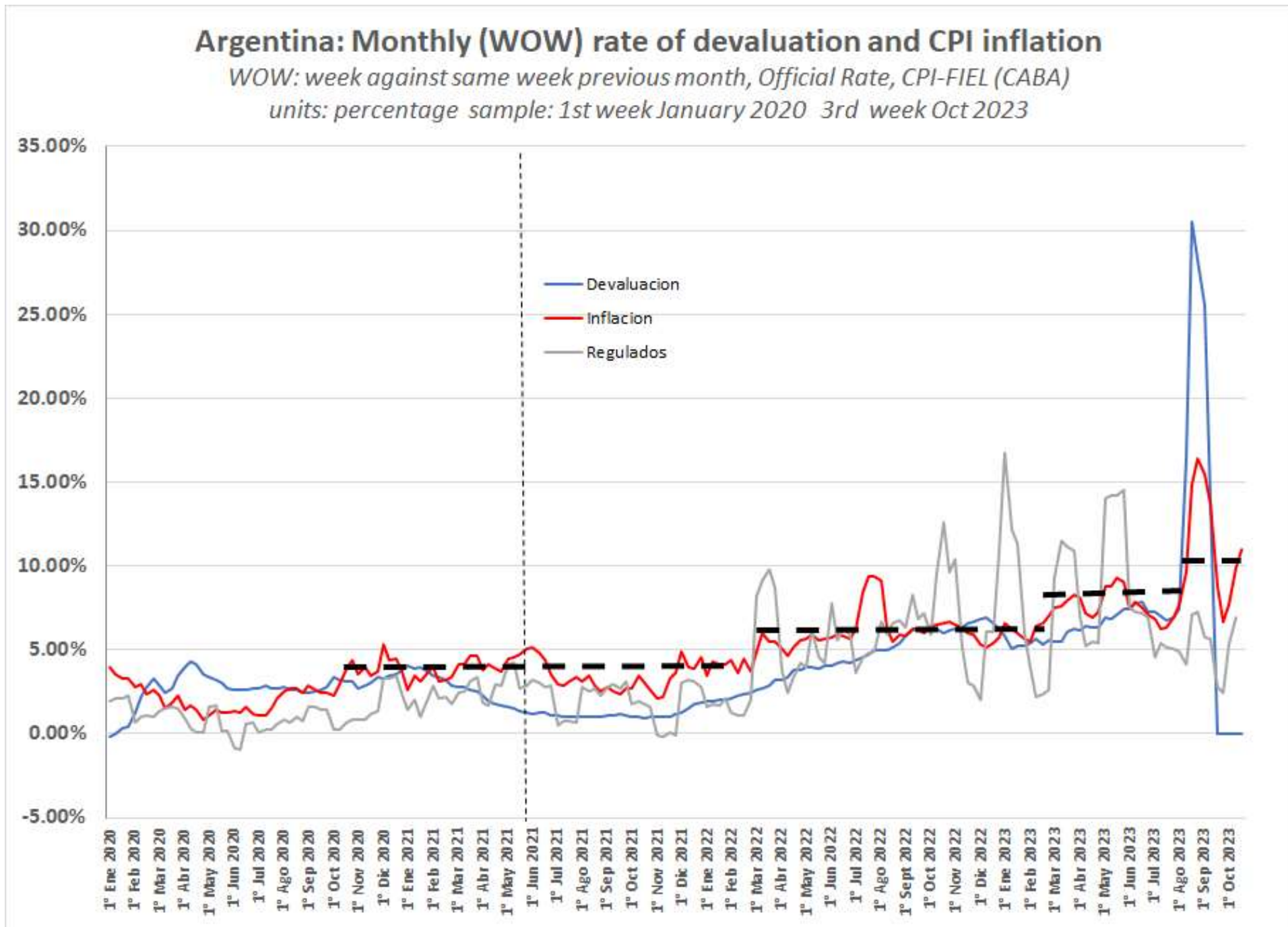
- El debate de la dolarización y la “muerte al o del peso” ha traído a escena la experiencia/evidencia de la hiper camino a la estabilidad de 1989/1991.
- Algunos economistas han señalado que no existe tal cosa como una hiperinflación controlada camino a la estabilidad y que la experiencia fue larga e improvisada. Ver por ej. E. Levy Yeyati y S. Katz <https://www.infobae.com/opinion/2023/10/21/las-lecciones-olvidadas-del-primer-menem/>
- La evidencia de las series de tiempo da lugar a un paralelismo con los ciclos de la pandemia. Ahumada *et al* (2020) “COVID-19 with uncertain phases” [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3633500](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3633500)
- La pregunta no es sólo ¿Qué va a hacer el próximo gobierno en diciembre? Es también ¿Cuál va a ser la función de reacción de política de Massa/Milei frente a inconsistencias?



# Hiperinflación con fases inciertas

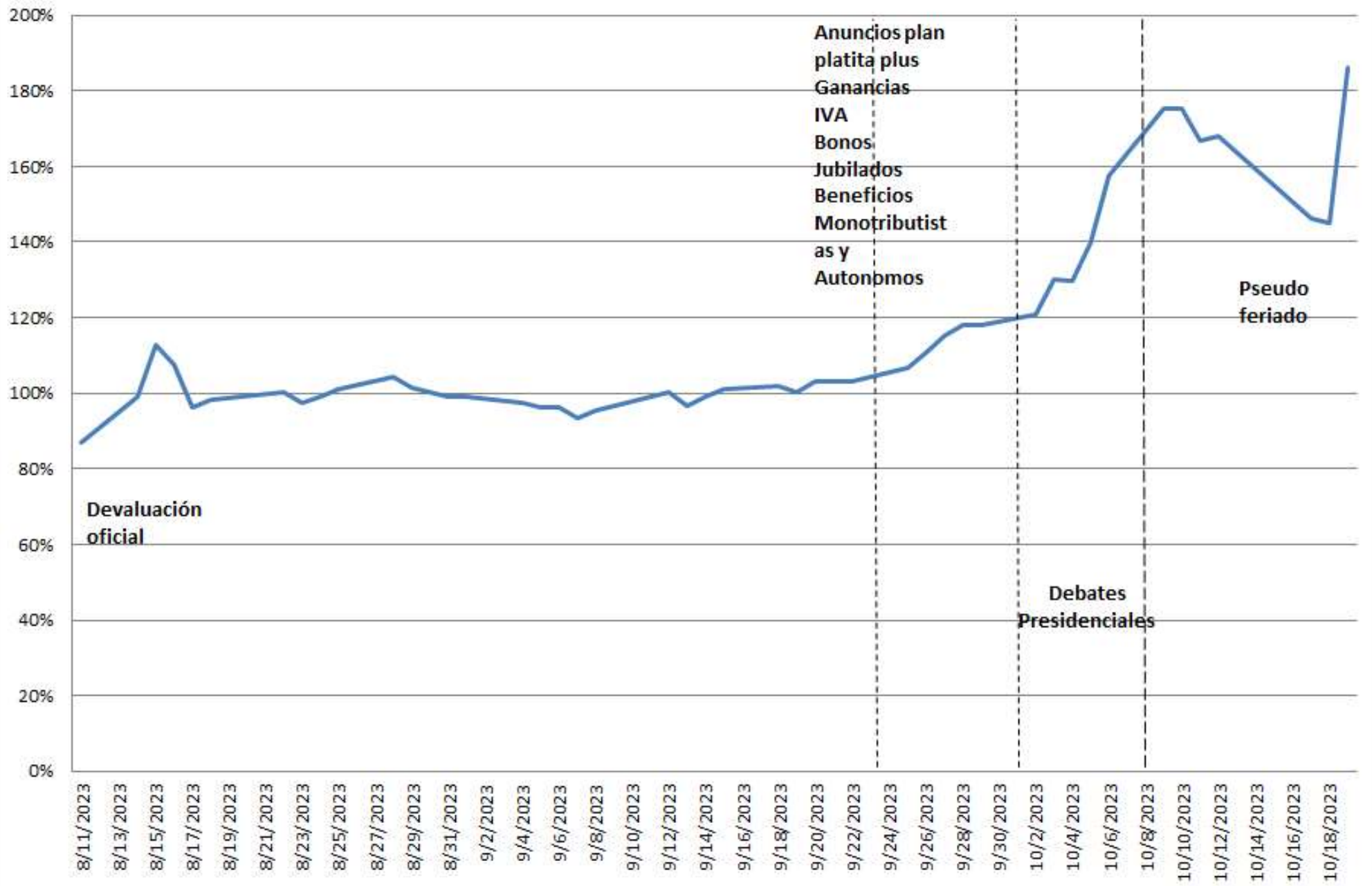


# Desde Oct 2020: 4%, 6%, 8%, 10% ¿Escalones o el comienzo de fases inciertas?



# Brecha Dolar Blue de la PASO al Elección de Octubre

11 Ago 2023 a 23 Oct 2023



# Mas(sa) de lo mismo

## COSTO FISCAL DEL PIE AMPLIADO

TC BNA	366
CCL GD30	982
Nuevo PIE (Dólar 443)	550
Exportaciones mensuales promedio nonestre millones USD	5,682
Costo Fiscal millones de \$	1,050,272
PBI millones de \$	174,232,749
<b>Costo Fiscal (% del PBI)</b>	<b>0.60</b>

### **El Bleff del anuncio de una reforma del gasto tributario**

- Reformar el gasto tributario y la coparticipación implica una reforma de la constitución fiscal. De otro modo luce mucho ruido/pocas nueces
- El equilibrio político detrás de Massa y su inercia/credibilidad van al revés de la consolidación fiscal
- Se va a volver en contra de los taxpayers/empresas. Fuga y CCL

# Noviembre 27: Programa y equipo: se busca

Crecen las incognitas sobre cómo se va a formar el equipo económico después del viraje afuera de la dolarización de Ocampo. El esquema y nivel de fijación del tipo de cambio en el centro de escena

¿Qué preocupaba?

# Highlights

---

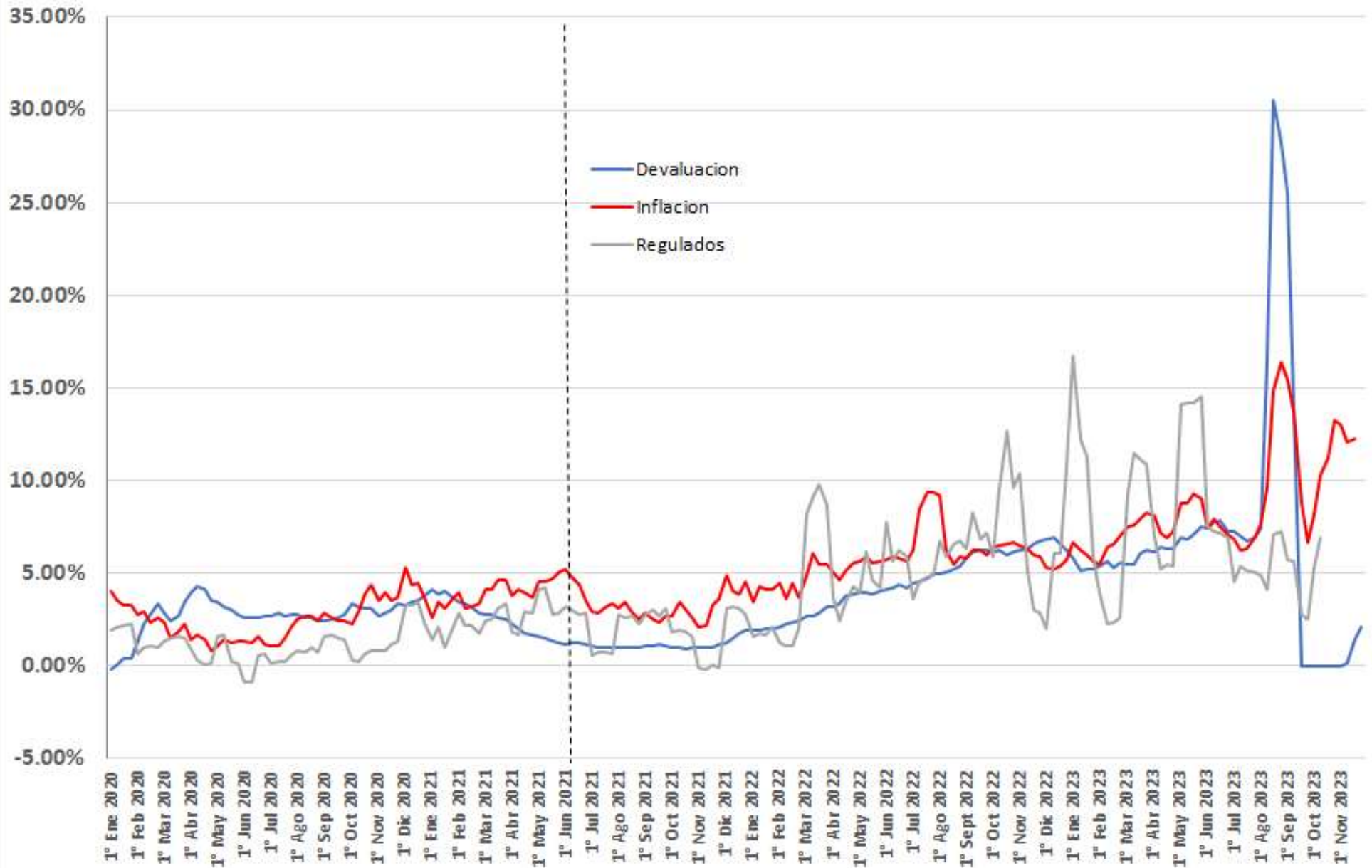
- Datos de inflación semanal replican un patrón de ajustes preventivos, previos a una devaluación.
- Cuidado con expectativas y equilibrios múltiples: Todavía estamos sin programa y equipos en economía. Mucho desorden e incertidumbre.
- Goodbye Mr. Ocampo, Hello Mr. Caputo.
- Tema LELIQs ha dominado el discurso oficial y es el eje de una operación todavía en camino de definición. Existen visiones distintas respecto a su lugar en el “pecking order” de un programa.
- La esencia de un programa fiscal monetario con coordinación centralizada y aceptación del FMI está por verse. Además de la ausencia del comando de Economía existe fragmentación ministerial. Puede terminar en un ajuste desordenado.
- Riesgo de overshooting cambiario va a depender del esquema de salida. Luce que se van a agregar instrumentos para evitar el overshooting, que pueden venir en el modo en que se hace la devaluación y se ajustan las tarifas.



## Argentina: Monthly (WOW) rate of devaluation and CPI inflation

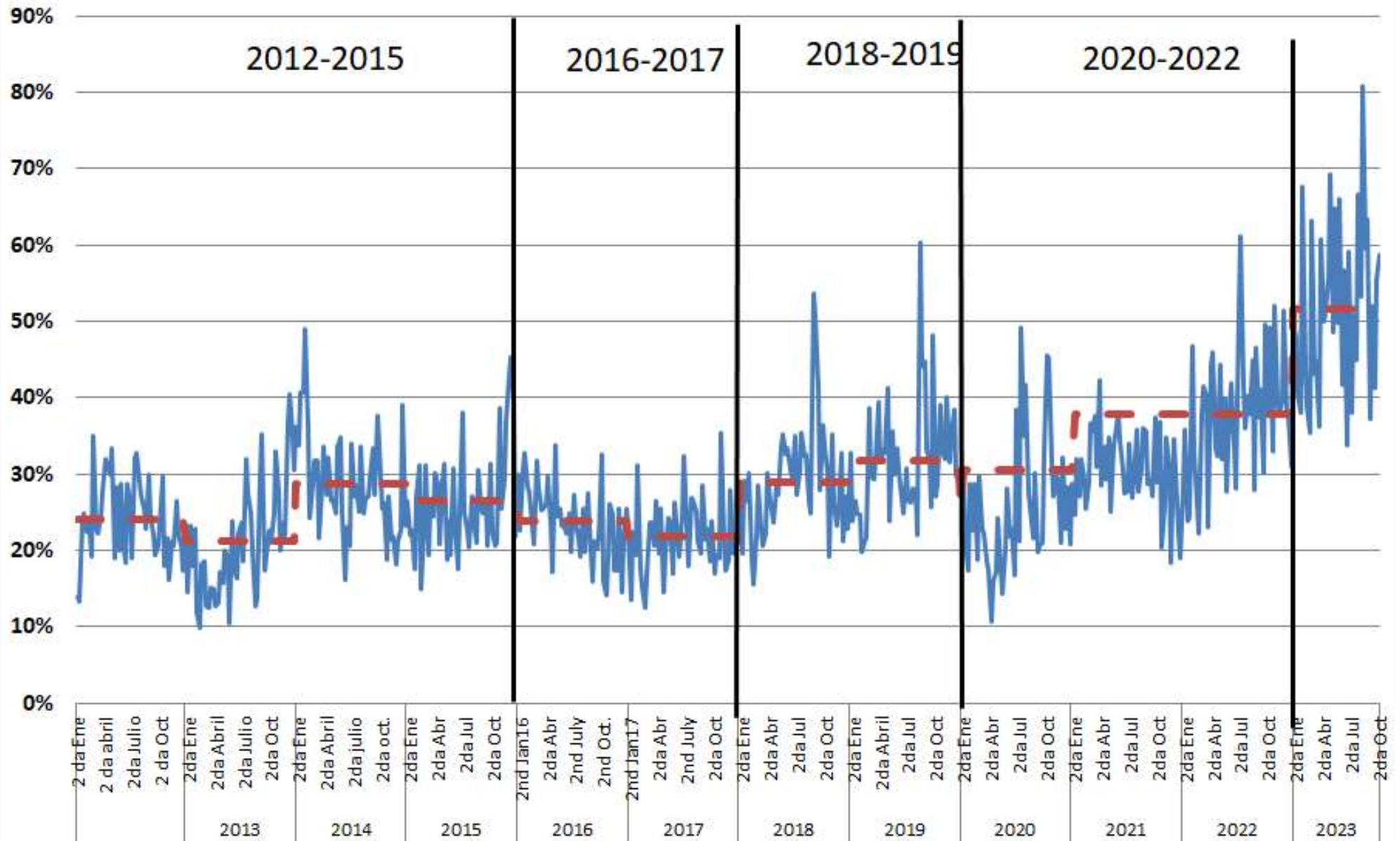
WOW: week against same week previous month, Official Rate, CPI-FIEL (CABA)

units: percentage sample: 1st week January 2020 4th week November 2023



# Percentage of CORE prices (6 digit) that rise in a week

*1st week January 2012 to 2nd week Sept2023*



# Programa y equipo: se busca

---

- En la búsqueda de un programa de estabilización aparecen ahora varios interrogantes, más allá de la desprolijidad con el armado de los equipos.
- Tres elementos centrales para estabilizar pasan por encontrar un equilibrio en el mercado cambiario, un ancla fiscal con un programa de corrección importante y un reacomodamiento de otros precios relativos de un modo que no exacerbe una caída muy fuerte del salario real.
- El discurso de LLA apunta a hacer girar todo alrededor de un programa financiero que tiene a las Leliq como esquema que permita acomodar una devaluación con alguna liberación parcial del cepo, que viene apoyado por un plan fiscal que todavía no conocemos.
- El problema de este esquema es que no funcione de modo creíble y/o que enfrente un overshooting del tipo de cambio con consecuencias muy malas en términos de eficiencia y equidad.

# Manejando el overshooting

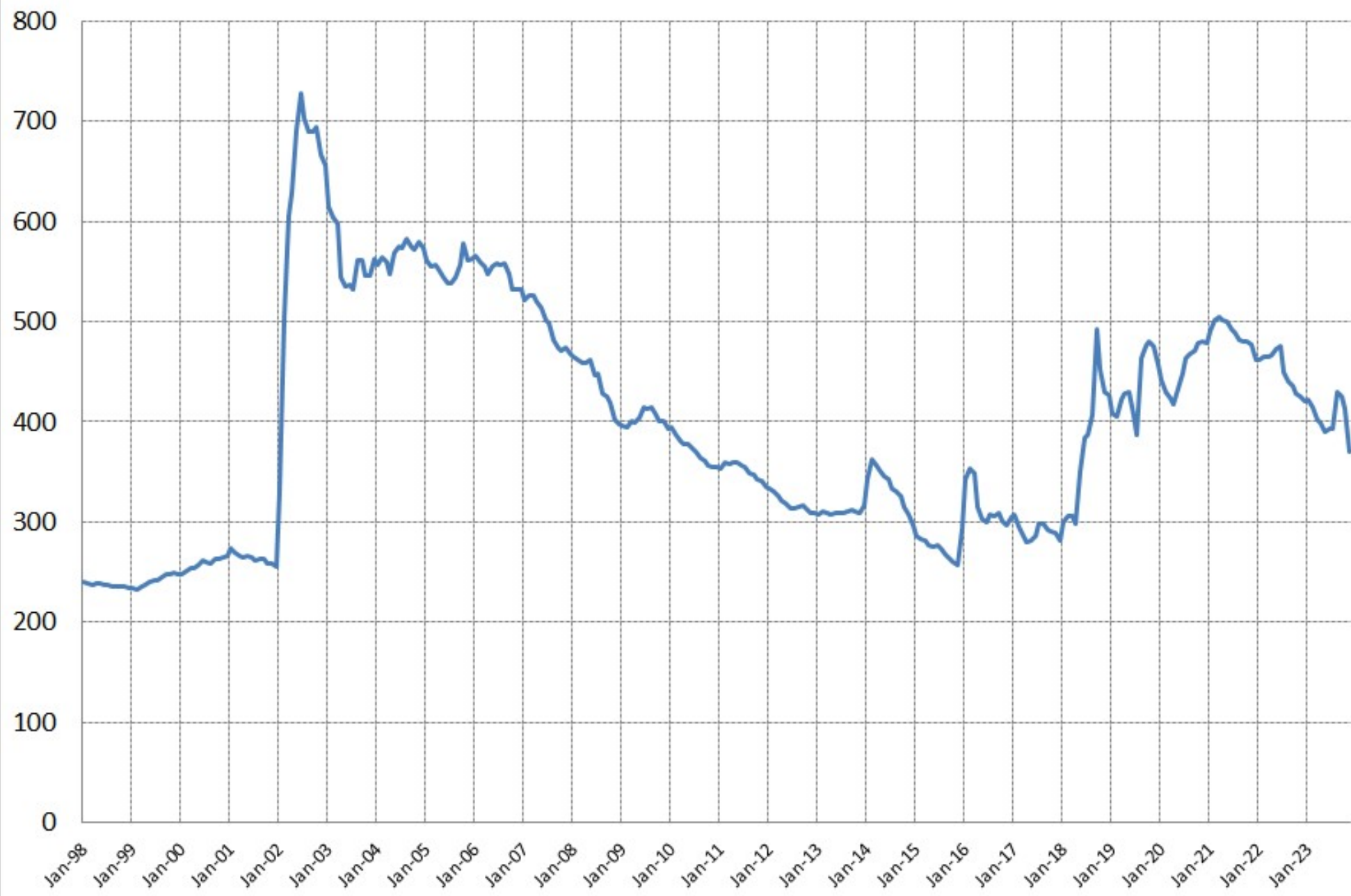
---

- Overshooting es que el tipo de cambio real vaya mucho más alto que el que resulta equilibrio en el mediano plazo y es consistente con el esquema fiscal y de reformas que se va a implementar, porque esto no es creíble en el corto plazo.
  - Ivan Werning entre otros ha advertido las consecuencias de un camino a la dolarización con overshooting tal que crea un problema de demanda efectiva e inflación residual en dólares.
- Los economistas, incluidos Milton Friedman hace mucho, abogamos por el uso de políticas de ingresos para lidiar con problemas de inconsistencias de expectativas en el corto plazo.
  - Es verdad, son mala palabra dado su abuso en la Argentina.
- Problema es que esto no entra en el discurso en el formato convencional (acuerdo precios, salario).
- ¿Podrá entrar de modo no convencional? Instrumentos fiscales, ajuste de tarifas, etc



## Tipo de cambio real bilateral de Argentina con el dólar

*Ene 1998 Nov 2023 en pesos de Noviembre 2023*



# Diciembre 18, 2023: La esencia del programa de LLA

El trípode estabilización, consolidación fiscal y reformas estructurales que todos los equipos de la oposición tenían asumidos procedió en LLA a partir de anuncios y decisiones con algunas sorpresas .

¿Qué caracterización pudimos hacer?



# Highlights

---

- La esencia del “diagnóstico” que hoy guía el “programa” económico de LLA
- La devaluación compensada de LLA
- El esquema fiscal del 12/12
- Estrategia para Leliqs
- La dinámica inflacionaria
- **Implicancias para lo que hay que mirar**
  - **Passthrough precios y salarios**
  - **Avance del paquete fiscal**
  - **Brecha cambiaria**
  - **Éxito del BOPREAL**
  - **Avance del paquete de reforma estructural**

# La esencia del diagnóstico/estrategia

---

- Tres vértices: Estabilización, Reformas, Gobernabilidad.
- En lo estrictamente macro la estabilidad gira en torno a un diagnóstico que en parte es monetarista (exceso de la cantidad de dinero hace explotar la inflación) y en parte se basa en la teoría fiscal del nivel de precios (consolidación fiscal para detener la dinámica de deuda).
- La “proyección” de precios al 1% diario o 3678% anual se apoya en el “monetary overhang” y la “repesión Inflacionaria” del gobierno anterior y a los extensos rezagos de la política monetaria
- Está hecha para hacer signalling de que el passthrough sea bajo y la licuación de la cantidad de dinero y las Leliqs pueda proceder.

# La esencia del diagnóstico/estrategia

---

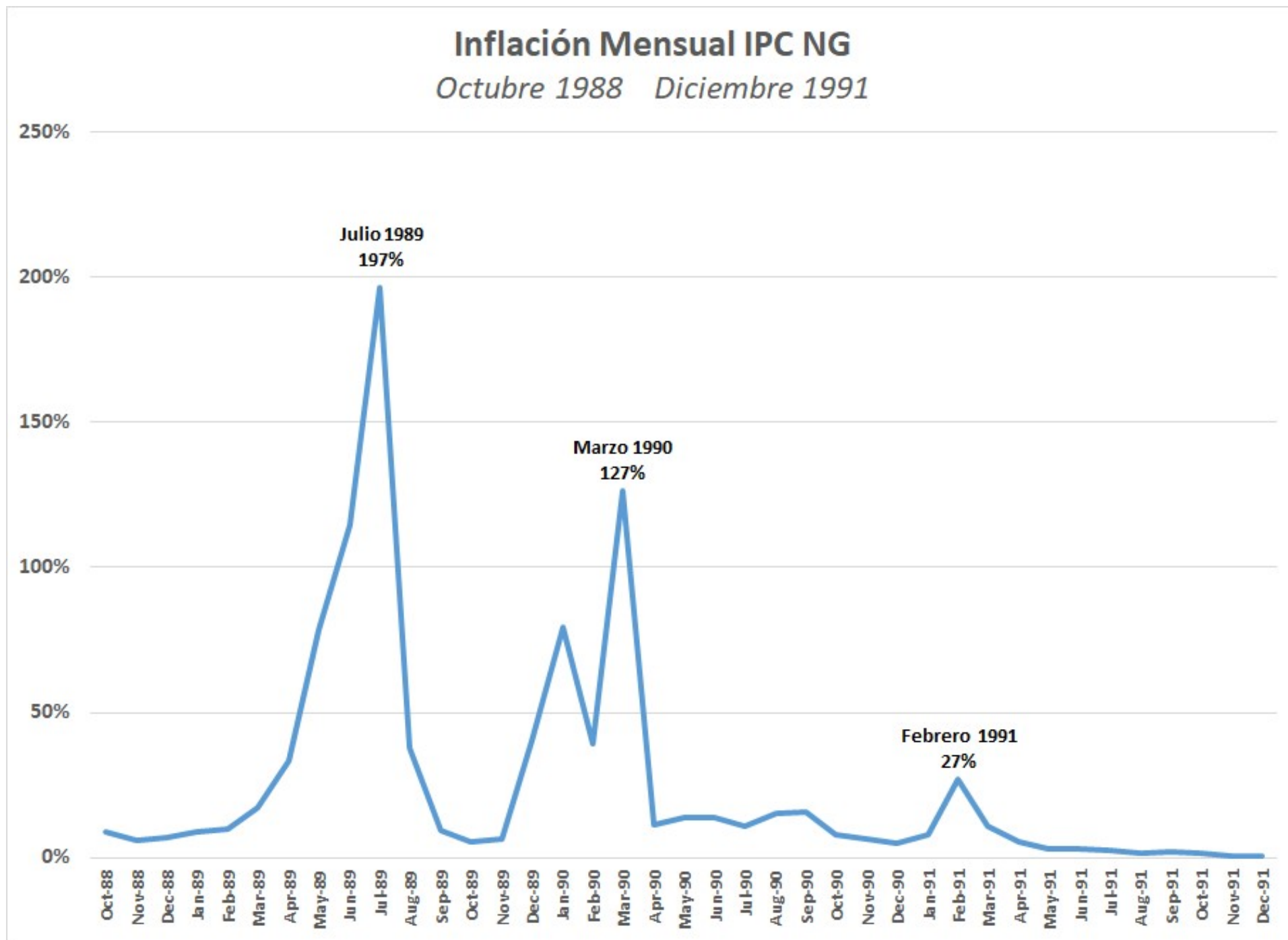
- Por su parte la mega reforma estructural apunta a consolidar expectativas en el corto plazo porque no hay nada similar hecho antes y es el único elemento de un cambio de régimen creíble, a diferencia de anuncios de reglas monetarias o fiscales que en la Argentina no funcionaron.
- Refuerza tanto el diagnóstico y operación monetaria (la inflación es hoy cuasi-hiper sólo por lo que viene de atrás, pero hacia adelante hay un cambio de régimen) como también la fiscal porque si existe músculo y gobernabilidad para las mega reformas entonces hay poder para la consolidación fiscal.
- Es decir, las mega reformas estabilizan en el horizonte de modo más creíble que anunciar reglas no creíbles

# Diagnóstico/Dosis vs. Respuesta

---

- Magnitud / Alcance de las reformas y manejo de las protestas establece el test de gobernabilidad y la “creencia común” de que estamos frente a un cambio de régimen.
- Da sustento al incompleto paquete inicial del martes 12 de diciembre en cuanto afecta las condiciones para el passthrough y el éxito de la fase inicial de cambio de precios relativos y ajuste fiscal.
- Pero la inflación semanal en diciembre / enero resulta crucial para evaluar el éxito de esta operación.
- Si el esquema “**coordina bien**” expectativas entre pasado cuasi-hiper y futuro más estable y la inflación no se acelera existen chances de avanzar a Fase II con programa de estabilización.
- Si el esquema “**coordina mal**” expectativas vamos a mezcla de Rodrigazo y riesgo de hiper con fases inciertas, hasta que la credibilidad se gane.

# “Mala Coordinación” de expectativas puede llevar a hiperinflación con fases inciertas



# La devaluación compensada de LLA

---

- En Octubre/Noviembre dijimos que la “respuesta” de política económica a i) la disonancia entre relato electoral y realidades/restricciones, ii) la aparición de shocks en la macro o en la calle, iba a ser esencial. El inicio ha sido promisorio.
- LLA venía de meses/año de plantear de entrada una reforma monetaria dura (la dolarización de Ocampo) y ahora debía elegir, para esta Etapa I, entre flotación o fijación del tipo de cambio en un contexto sin reservas.
- Se eligió fijación en un nivel más alto que el anticipado por el mercado y con un mecanismo de devaluación fiscal que recauda al instante. En un esquema de fijación con cero reservas el MULC es una ficción a ser rescatada en el corto plazo por un instrumento para lidiar con el stock: BOPREAL
- La operación de devaluación compensada deja un sabor amargo para el agro y otros sectores, pero está sacada del manual de los programas de estabilización y es el resultado de la necesidad de hacer caja fiscal en el muy corto plazo, hasta que sea reemplazado por el esquema permanente.



# Devaluación fiscal: efectos fiscales de los tipos de cambio comerciales múltiples

The Argentine example of an effective protection structure makes clear the most basic point about multiple rates for commercial transactions: they are no different from a set of tariffs or taxes. Thus, anything that could be achieved by these multiple rates could, administrative issues aside, be accomplished in precisely the same way by taxes or subsidies, or both.

R. Dornbusch (1986), "Multiple Exchange Rates for Commercial Transactions"  
<http://www.nber.org/chapters/c7672.pdf>

Efecto recaudación teórica

$$R = (e_m - e_o) M - (e_x - e_o) X$$

*Con  $e_m$  tipo de acmbio impo,  $e_x$  tipo de cambio expo y  $e_o$  status quo inicial*

$$e_m = \sum_i a_i e_i = \sum_i \frac{M_i}{M} e_i \quad e_x = \sum_i b_i e_i = \sum_j \frac{X_i}{X} e_j$$

## Ejercicio 2023

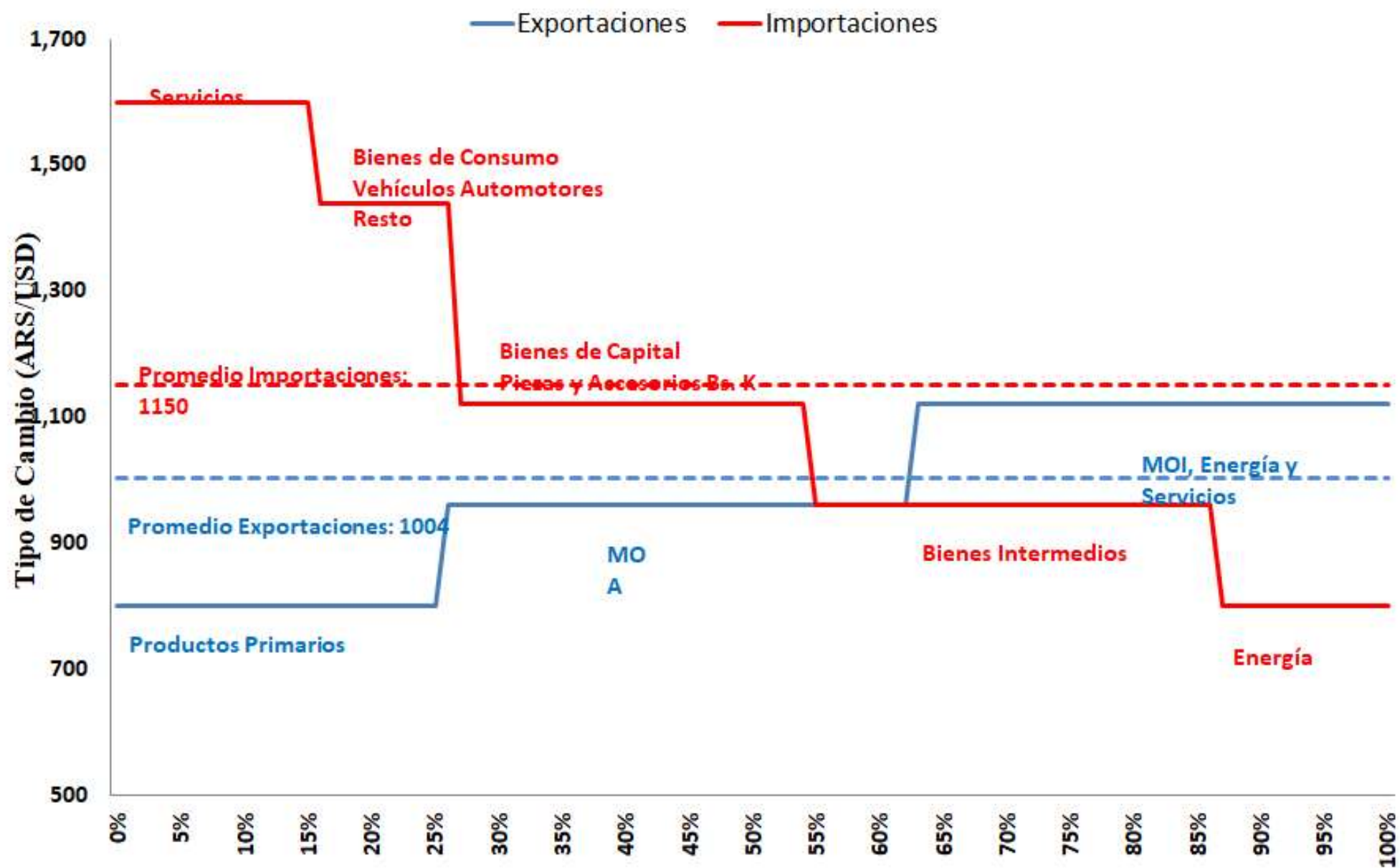
	Valor en Millones de USD (Primeros 10 Meses) 1/	Valor en Millones de USD (Estimado REM Noviembre)	Índice Desmultiplicamiento	Tipo de Cambio (ARS/ USD)	Tipo de Cambio (ARS/ USD)	Observaciones	Recaudación (millones de USD)	Observaciones
<b>Exportaciones de Bienes y Servicios</b>	<b>63,043</b>	<b>67,355</b>	<b>125.5</b>	<b>1,004.05</b>	<b>1,004.05</b>		<b>12,016</b>	
<b>Productos primarios (PP)</b>	<b>12,703</b>	<b>13,572</b>	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	<b>1,868.6</b>	
Animales vivos	17	18	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	2.7	Retenciones 15%
Pescados y mariscos sin elaborar	1,323	1,413	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	212.0	Retenciones 15%
Miel	160	171	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista		Retenciones 0%
Hortalizas y legumbres sin elaborar	430	459	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista		Retenciones 0%
Frutas frescas	453	484	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista		Retenciones 0%
Cereales	7,731	8,260	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	1,239.0	Retenciones 15%
Semillas y frutos oleaginosos	1,877	2,005	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	300.8	Retenciones 15%
Tabaco sin elaborar	200	214	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	32.1	Retenciones 15%
Lanas sucias	17	18	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	2.7	Retenciones 15%
Fibras de algodón	42	45	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	6.7	Retenciones 15%
Minerales metalíferos, escorias y cenizas	319	341	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	51.1	Retenciones 15%
Resto de productos primarios	134	143	100	800	<b>800</b>	Oficial mayorista	21.5	Retenciones 15%
<b>Manufacturas de origen agropecuario (MOA)</b>	<b>20,281</b>	<b>21,668</b>	<b>120</b>	<b>960</b>	<b>960</b>		<b>5,329.7</b>	
Carnes y sus preparados	2,699	2,884	120	960	960		432.5	Retenciones 15%
Pescados y mariscos elaborados	213	228	120	960	960		34.1	Retenciones 15%
Productos lácteos	943	1,008	120	960	960			Retenciones 0%
Otros productos de origen animal	42	45	120	960	960		6.7	Retenciones 15%
Frutas secas o procesadas	92	98	120	960	960		14.7	Retenciones 15%
Café, té, yerba mate y especias	143	153	120	960	960			Retenciones 0%
Productos de molinería y sus preparaciones	787	841	120	960	960		126.1	Retenciones 15%
Grasas y aceites	5,112	5,462	120	960	960		1,802.3	Retenciones 33%
Azúcar, cacao y artículos de confitería	201	215	120	960	960		32.2	Retenciones 15%
Preparados de hortalizas, legumbres y frutas	675	721	120	960	960			Retenciones 0%
Bebidas, líquidos alcohólicos y vinagre	652	697	120	960	960		55.7	Retenciones 8%
Residuos y desperdicios de la industria alime	7,713	8,241	120	960	960		2,719.4	Retenciones 33%
Extractos curtientes y tintóreos	195	208	120	960	960		31.3	Retenciones 15%
Pielés y cueros	349	373	120	960	960			Retenciones 0%
Lanas elaboradas	72	77	120	960	960		11.5	Retenciones 15%
Resto de MOA	393	420	120	960	960		63.0	Retenciones 15%
<b>Manufacturas de origen industrial (MOI)</b>	<b>17,146</b>	<b>18,319</b>	<b>140</b>	<b>1,120</b>	<b>1,120</b>		<b>2,747.8</b>	
Productos químicos y conexos	3,591	3,837	140	1,120	1,120		575.5	Retenciones 15%
Materias plásticas y sus manufacturas	673	719	140	1,120	1,120		107.9	Retenciones 15%
Caucho y sus manufacturas	153	163	140	1,120	1,120		24.5	Retenciones 15%
Manufacturas de cuero, marroquinería, etcé	20	21	140	1,120	1,120		3.2	Retenciones 15%
Papel, cartón, impresos y publicaciones	280	299	140	1,120	1,120		44.9	Retenciones 15%
Textiles y confecciones	73	78	140	1,120	1,120		11.7	Retenciones 15%
Calzado y sus partes componentes	6	6	140	1,120	1,120		1.0	Retenciones 15%
Manufacturas de piedra, yeso, vidrio, etcéte	124	132	140	1,120	1,120		19.9	Retenciones 15%
Piedras, metales preciosos y sus manufactur.	2019	2,157	140	1,120	1,120		323.6	Retenciones 15%
Metales comunes y sus manufacturas	1,690	1,806	140	1,120	1,120		270.8	Retenciones 15%
Máquinas y aparatos, material eléctrico	1,265	1,352	140	1,120	1,120		202.7	Retenciones 15%
Material de transporte terrestre	6,907	7,379	140	1,120	1,120		1,106.9	Retenciones 15%
Vehículos de navegación aérea, marítima y f	112	120	140	1,120	1,120		17.9	Retenciones 15%
Resto de MOI	233	249	140	1,120	1,120		37.3	Retenciones 15%
<b>Combustibles y energía (CyE)</b>	<b>6,450</b>	<b>6,891</b>	<b>140</b>	<b>1,120</b>	<b>1,120</b>		<b>1,033.7</b>	Retenciones 15%
<b>Servicios Reales</b>	<b>6,463</b>	<b>6,905</b>	<b>140</b>	<b>1,120</b>	<b>1,120</b>		<b>1,035.8</b>	Retenciones 15%
<b>Importaciones de Bienes y Servicios</b>	<b>75,937</b>	<b>74,336</b>	<b>143.8</b>	<b>1,150.71</b>	<b>1,150.71</b>		<b>13,009</b>	
Bienes de Capital	9,614	9,411	140.0	1,120.00	1,120.00		1,647.0	Impuesto PAIS 17.5%
Bienes Intermedios	24,555	24,037	120.0	960.00	960.00		4,206.5	Impuesto PAIS 17.5%
Combustibles y Lubricantes	7,216	7,064	100.0	800.00	<b>800.00</b>	Oficial mayorista	1,236.2	Impuesto PAIS 17.5%
Piezas y Accesorios de Bienes de Capital	13,750	13,460	140.0	1,120.00	1,120.00		2,355.5	Impuesto PAIS 17.5%
Bienes de Consumo	6,763	6,620	180.0	1,440.00	1,440.00		1,158.6	Impuesto PAIS 17.5%
Vehículos Automotores de Pasajeros	1,669	1,634	180.0	1,440.00	1,440.00		285.9	Impuesto PAIS 17.5%
Resto	409	400	180.0	1,440.00	1,440.00		70.1	Impuesto PAIS 17.5%
Servicios Reales	11,961	11,709	200.0	1,600.00	1,600.00		2,049.0	Impuesto PAIS 17.5%

**Memo:**

Impacto Fiscal (millones de \$)	12,326,803
Tipo de cambio promedio desdoblamiento (ARS/USD)	1,081.0
Devaluación Nominal (%)	35.1
Impacto Fiscal (millones de USD)	11,403.21

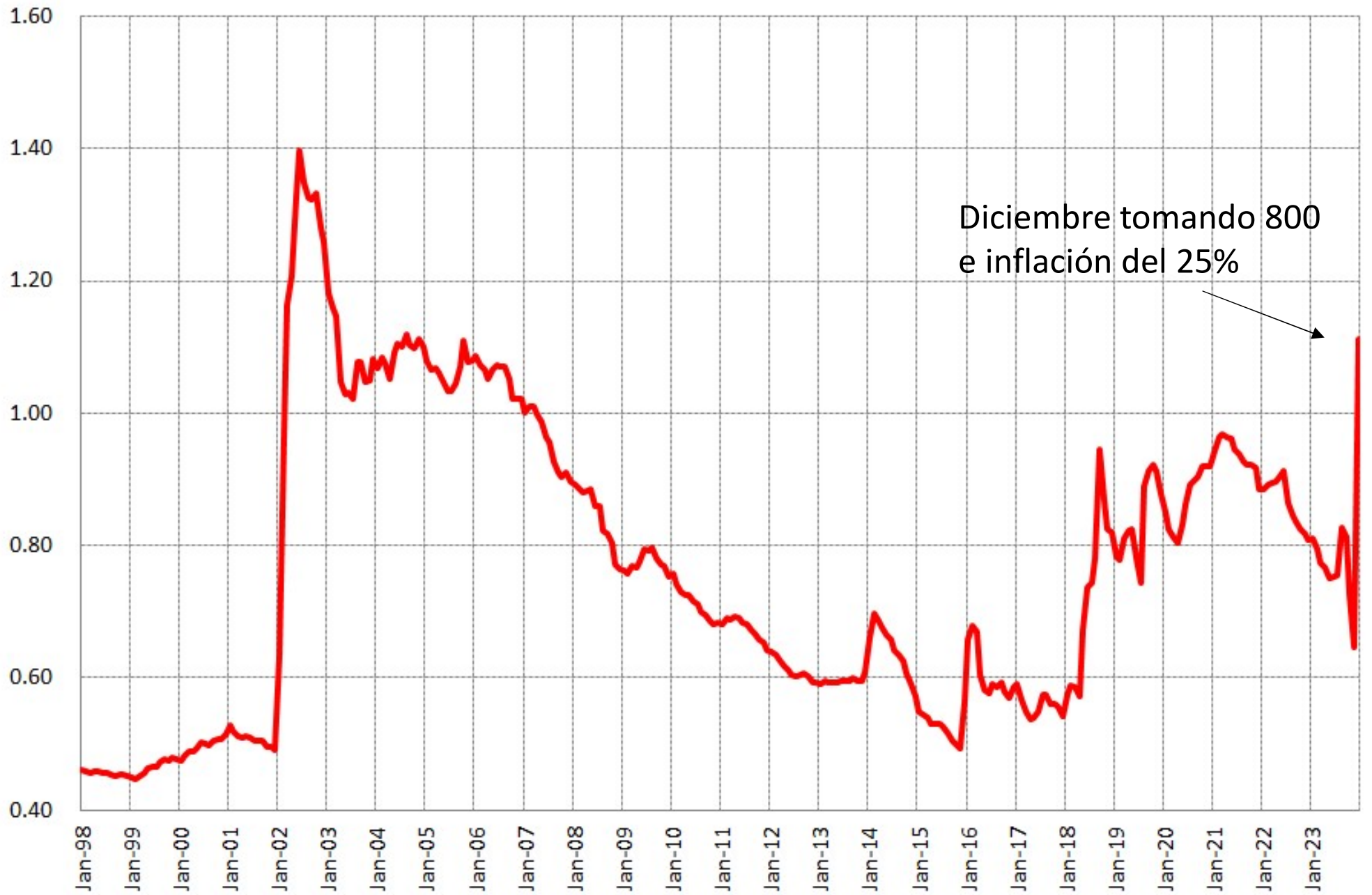
# Devaluación Fiscal Diciembre 2023

Oferta y Demanda de Divisas (Exportaciones e Importaciones)



# Tipo de cambio real bilateral de Argentina con el dólar

Índice Base 2006-2007=1





# Esquema fiscal: shock inicial y reforma del gasto

---

- El anuncio del 12 de diciembre tiene la meta de reducir a cero el déficit financiero con una combinación de medidas por el lado de ingresos y gastos.
- La verdadera reforma estructural del gasto todavía depende de los decretos/leyes y del comando central que se asuma desde Hacienda para llevarlas a la práctica.
- Las correcciones a las áreas bajo los superministerios, en particular infraestructura (con Energía y Minería migrando a Economía) fue otra corrección inteligente.
- Quedan dudas respecto a cuales son los distintos “Toolkits” en cada sector y que puedan pasar el test de la interpelación de las IFIs (FMI, BM, BID)

	2024 - En % del PIB
<b>Resultado Primario 2023</b>	<b>-3,0%</b>
Reforma Ganancias	-0,4%
Retenciones DGA	-0,3%
Normalización cosecha	0,7%
<b>Inercia Resultado Primario 2024</b>	<b>-3,0%</b>
<b>Intereses</b>	<b>2,2%</b>
<b>Inercia Resultado Financiero 2024</b>	<b>-5,2%</b>
<b>Ingresos</b>	<b>2,2%</b>
Impuesto PAIS (17,5%, 12 meses)	0,8%
Retenciones adicional (15%)	0,5%
Reversión Reforma Ganancias	0,4%
BBPP+Moratoria+Blanqueo	0,5%
<b>Gastos</b>	<b>2,9%</b>
Jubilaciones y Pensiones	0,4%
Transferencias corr. a provincias	0,5%
Subsidios económicos	0,7%
Gasto de Capital	0,7%
Programas Sociales con intermediarios	0,4%
Gastos de Funcionamiento y otros	0,5%
Programas Sociales sin intermediarios	-0,3%
<b>Resultado Financiero 2024</b>	<b>-0,1%</b>

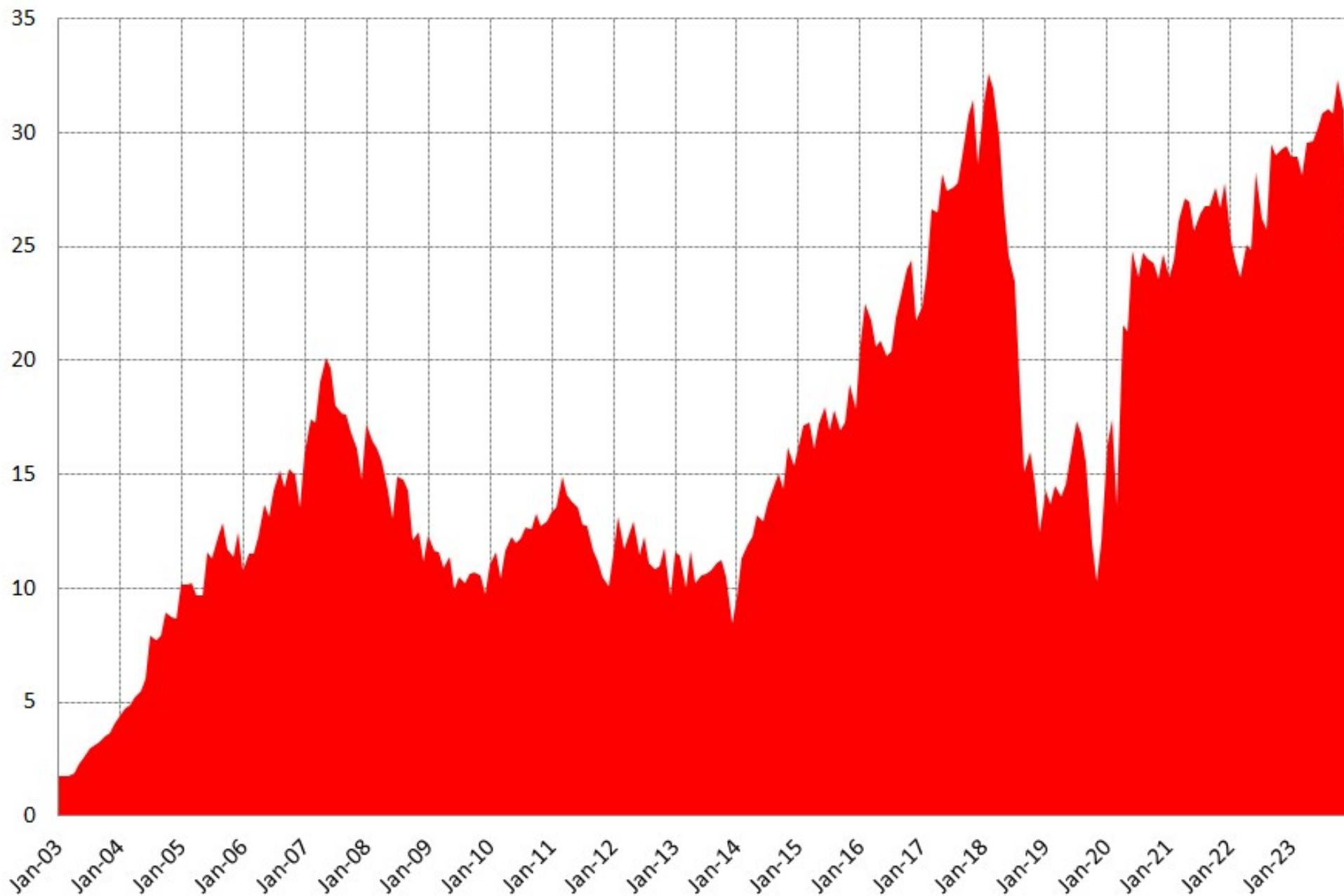


# Tema Leliqs: dominancia financiera

---

- Que las Leliqs son un tema central para manejar el monetary overhang. Los desacuerdos venían de a) su lugar “jerárquico” en un programa y b) las soluciones para lograr sustentabilidad.
- La posición inicial (plan financiero con fondeo interno e externo voluntario) cedió a un esquema más combinado de efectos “shock/gradual” (Caputo dixit ayer). Se acerca a la posición que tenía ADEBA basada en esfuerzo fiscal, devvaluación real, remonetización y menor tasa de interés.
- Caputo dixit (ayer): Aumento de la demanda de dinero, reducción de la tasa de interés, reducción de financiamiento al gobierno, absorción/esterilización via operaciones del BOPREAL.

**BCRA: Títulos Emitidos (Pases, Leliq, Lediv)**  
*Trillones de \$ a precios de diciembre de 2023*



# La dinámica inflacionaria

---

- El consenso apunta a una inflación del 25% plus en Diciembre con valores que escalan a 70% / 90 o 100% para Febrero y Marzo respectivamente. Esto es un problema para el esquema inicial. Shocks/inercia.
- Un ejercicio de simulación que usa datos y coeficientes históricos y simula shocks en el tipo de cambio, combustibles y emisión como los observados ahora, y supone un ajuste mensual parcial de salarios a inflación pasada y parte del 12.5% de Noviembre nos lleva a una inflación de 25%+ para Diciembre, 20% para Enero y 25% en Febrero. Acumula casi 90%
- Datos de FIEL a la segunda semana (15/12) muestran que la inflación es 21% respecto de la segunda semana de Noviembre y está 9% arriba de la primera semana. El 1% diario está a la vista.

## Tamaño promedio de las remarcaciones

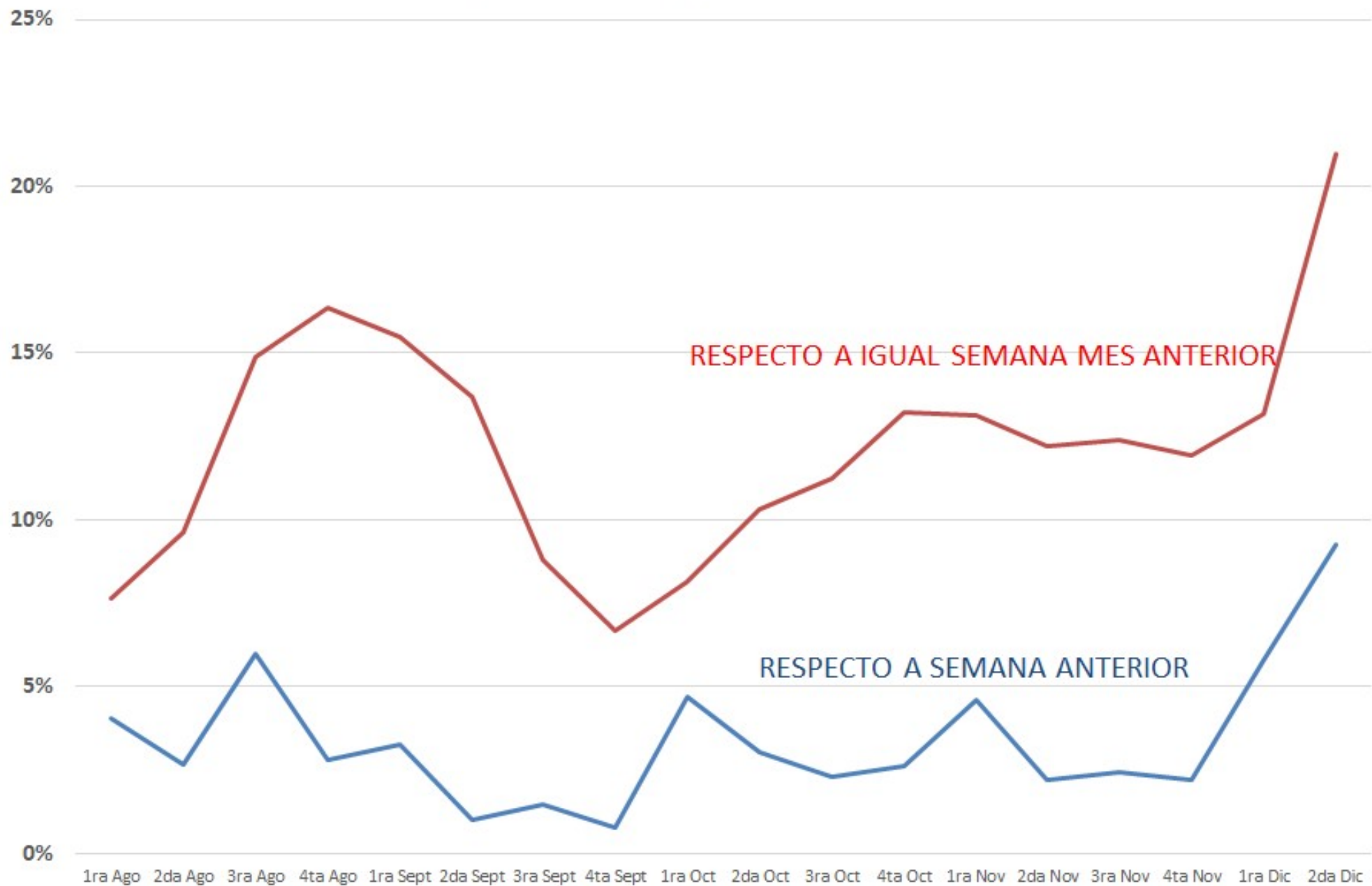
### Media y Mediana de salto semanal % de precios que aumentan

Desde la primera semana de Agosto hasta la segunda semana de Diciembre 2023



# EVOLUCION SEMANAL DE IPC FIEL

1ra semana de Agosto hasta segunda semana de Diciembre 2023



# Epílogo

- Hacer análisis de coyuntura es como pronosticar el presente y evaluar la evolución de la economía a partir de una “extracción” de señales en forma de datos y política.
- El Outlook de 2023 estuvo muy complicado por la transición política que, a los efectos de la política económica, empezó con un programa signado por el “fatalismo del fracaso” (El “plan” Massa) y si bien terminó en un “fracaso del fatalismo” porque no hubo hiperinflación, nos acercamos bastante a ese escenario, que fue usado para imponer un diagnóstico “como si” eso hubiera ocurrido y se produzca un cambio de régimen.
- Este cambio de régimen de política económica nos va a obligar a organizar de otro modo la lectura ex-ante de la coyuntura, como en 1991 o en 2003. Dejamos atrás el año más pendular de la historia. ¿Tal vez?