

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### Editorial

Número 109 Marzo de 2023

La quiebra del Silicon Valley Bank el 9 de marzo desató un episodio de estrés financiero en los mercados internacionales, cuyo devenir aún resulta incierto. Como en anteriores oportunidades, el contagio fue rápido, extenso y algunos analistas temen la repetición de una crisis como la desatada en agosto de 2008. Ese recuerdo fresco llevó a que la reacción de los bancos centrales fuera inmediata: para evitar una crisis mayor salieron al rescate de las instituciones más complicadas, entre las que se encuentra el Credit Suisse. Sin embargo, dado que no se sabe a ciencia cierta cuál será el alcance de este episodio, la Reserva Federal de Estados Unidos también reaccionó con una suba de tasas de interés menor que la que venía aplicando desde hace varios meses. En última instancia, la decisión responde a poner en un segundo plano el combate contra la inflación y priorizar evitar la aparición de nuevas y mayores complicaciones en el sistema financiero global.

Nuestro país arrancó 2023 tal como cerró el año 2022: con una actividad económica estancada, alta inflación e incertidumbre política. A ese difícil contexto se sumó la peor sequía de la última década, cuyas negativas consecuencias aún no se conocen con precisión. La Bolsa de Cereales de Buenos Aires estimó para 2023 pérdidas en las exportaciones por U\$S20.000 millones, una caída en el producto interno bruto de 3% y una reducción de los recursos fiscales (por menor recaudación de derechos de exportación) equivalente a U\$S7.000 millones.

En este contexto, el Fondo Monetario Internacional acordó con el gobierno relajar la meta de acumulación de reservas internacionales en poder del Banco Central, al tiempo que mantuvo sin cambios el objetivo de déficit fiscal de 1,9%. Dados los menores recursos fiscales fruto de la sequía y de la caída de la actividad económica, alcanzar dicho porcentaje implicará un mayor ajuste fiscal para el gobierno, en un año en el cual hay elecciones ejecutivas que definirán al espacio político enfrente del Poder Ejecutivo Nacional entre diciembre de 2023 y diciembre de 2027. Esto golpea aún más las alicaídas chances que tenía el oficialismo, en un marco signado por importantes internas no solo al interior de la coalición gobernante sino también en la oposición.

Mientras tanto, los desequilibrios económicos se acumulan y se profundizan. El gobierno busca a través de numerosas formas intentar llegar a octubre "atando con alambres", como indica la reciente decisión del Ministerio de Economía de obligar a los diversos organismos públicos a transferir al Tesoro sus títulos en dólares a cambio de títulos en pesos. Ante esa medida, el mercado reaccionó con una importante suba en el riesgo país, que se ubica en torno a los 2.500 puntos básicos, niveles apenas por debajo de los alcanzados en los peores momentos de incertidumbre de mediados de 2022. En el contexto de mayor escasez de dólares también deben enmarcarse la reciente suba de los derechos de importación de *notebooks* y la eliminación de algunas exenciones impositivas a importadores.

I  
**CONTEXTO  
ECONÓMICO  
GLOBAL**

II  
**ACTIVIDAD  
ECONÓMICA  
LOCAL**

III  
**ACTIVIDAD DE  
LA CONSTRUCCIÓN**

IV  
**MERCADO  
DE TRABAJO**

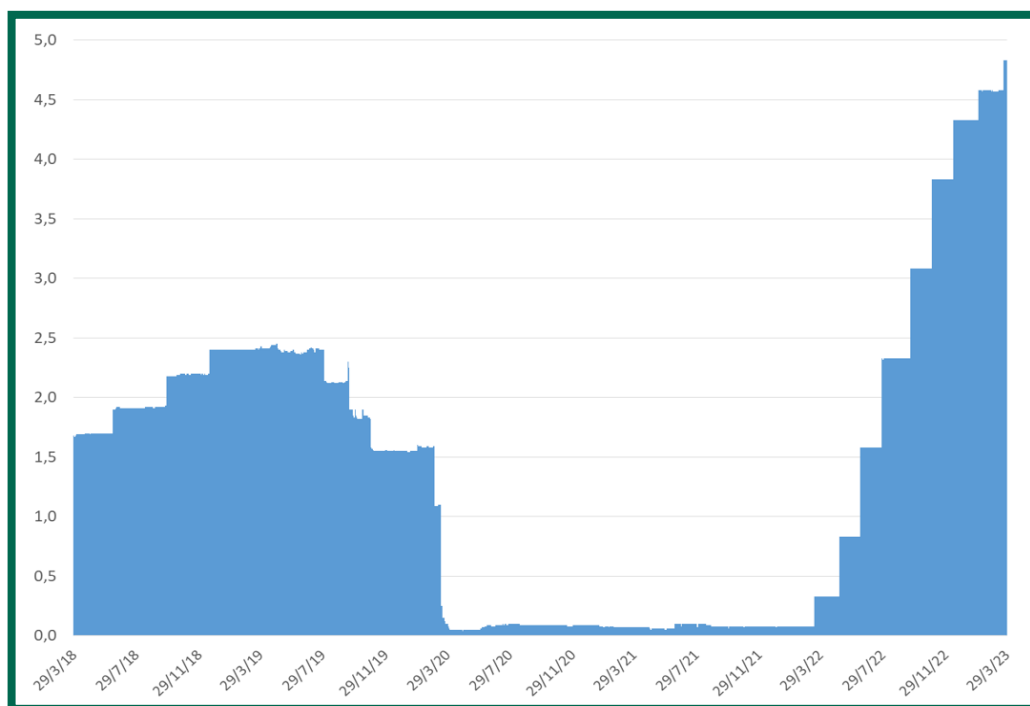
V  
**UNA  
REFLEXIÓN  
PARA  
EL CIERRE**

## CONTEXTO ECONÓMICO GLOBAL

Hacia fines de marzo, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) subió 0,25% las tasas de interés de sus Fed Funds, hasta ubicarlas en el rango del 4,75–5% efectivo anual. Tal

como se observa en el Gráfico 1 a continuación se trata de la novena suba en los últimos 12 meses, lo que da cuenta de la tendencia contractiva de la política monetaria desplegada en la principal potencia económica mundial. Sin embargo, cabe destacar que la suba fue menor a la anticipada, debido a la situación de stress financiero mundial atravesado durante las últimas semanas por las dificultades (y posteriores rescates) atravesados por tres importantes entidades bancarias.

**Gráfico 1. Tasa de interés de los Fed Funds: 2018–2023**  
En % de interés nominal anual



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de *Saint Louis*.

- Entre 2018 y 2019, la tasa de interés se ubicó entre 1 y 2,5%, acompañando la inflación minorista.
- Durante el estallido de la pandemia, la Fed decidió llevarla al mínimo histórico (tocó 0,04% en abril de 2020), para que la política monetaria compensase, al menos parcialmente, el fenomenal impacto recesivo del COVID-19.
- Desde entonces mantuvo la tasa por debajo de 0,1% hasta marzo de 2022, cuando la inflación ya comenzaba a mostrar contundentes señales de aceleración.
- En ese entonces, y con la superación de los peores momentos de la pandemia, la Fed decidió que la política monetaria abandone su sesgo expansivo.
- En adelante, si la Fed continúa aumentando las tasas para seguir desacelerando la inflación, no solo la economía norteamericana enfrentará presiones cada vez más recesivas sino que también se incrementarán las probabilidades de nuevas complicaciones en el sistema financiero mundial.

### ¿Sabías que en febrero se cumplieron ocho meses consecutivos de desaceleración en la inflación minorista en Estados Unidos?

En junio de 2022 el índice de precios al consumidor experimentó una suba de 9% interanual, el registro más alto desde la década de 1980. Desde entonces, la suba de precios se ha desacelerado y en febrero de 2023 se ubicó en el 6,0%.

## II ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

En los últimos días de marzo, el INDEC dio a conocer los resultados del estimador mensual de actividad económica (EMAE) de enero, una variable *proxy* del producto interno bruto. Los resultados indican que la actividad económica tuvo una variación desestacionalizada de

0,3% contra diciembre de 2022. Si se compara contra enero de 2022, el EMAE subió 2,9%, crecimiento explicado mayoritariamente por el arrastre estadístico que dejó la sólida recuperación económica del primer semestre del año pasado. También cabe advertir que el dato está influenciado por la reducida base de comparación que representa enero de 2022, debido a que en dicho mes tuvo lugar la ola de casos de COVID-19 más importante de todas (a nivel de casos confirmados, la ola de enero-22 fue casi cuatro veces superior a la segunda mayor ola, la de junio de 2021).



**Cuadro 1. Indicadores recientes de la actividad económica**

Indicador	Período	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mismo mes de 2022	Fuente
Actividad económica (PIB mensual)	ene-23	0,3%	2,9%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	feb-23	6,6%	102,5%	INDEC
IVA Interno (*)	feb-23	s/d	0,0%	AFIP
Ventas en Supermercados	ene-23	5,3%	0,8%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	ene-23	s/d	21,6%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	ene-23	0,1%	2,0%	INDEC
Confianza del Consumidor	feb-23	-6,1%	-7,7%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	feb-23	s/d	-0,9%	CAME
Patentamiento de motos	feb-23	s/d	3,3%	ACARA
Patentamiento de autos	feb-23	s/d	3,5%	ACARA
Producción nacional de autos	feb-23	s/d	22,9%	ADEFA
Índice construya	feb-23	8,0%	-10,7%	Grupo Construya
Despachos de cemento	feb-23	s/d	-5,1%	AFCP
Producción de acero crudo	feb-23	s/d	21,5%	CAC

Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAC, CAME, Grupo Construya, INDEC y Universidad Di Tella.

\* Febrero de 2023 tuvo un día hábil menos que mismo mes de 2022.

\*\* La variación mensual del IPC no está desestacionalizada.

- El dato de inflación de febrero fue peor al esperado por el consenso de los analistas: 6,6% mensual para un mes que no se caracteriza por los aumentos (como sí ocurre con enero y marzo) indica que la dinámica inflacionaria parece haberse ubicado en torno al 6–7% mensual.
- En términos reales, la recaudación de IVA se ubicó en el mismo nivel del año pasado, en línea con el resultado del EMAE interanual de 2,9%.
- Los indicadores de consumo en supermercados y autoservicios mayoristas indican leves mejoras, posiblemente explicados por la baja base de comparación de ene–22. El resultado de *shoppings* fue mejor.
- Los patentamientos de motos y autos (ambos bienes durables) en el mercado argentino han desacelerado significativamente sus ritmos de crecimiento (en torno al 3,5% interanual). Sin embargo, la producción de autos continúa con buen ritmo de crecimiento (23% interanual), debido a las subas en las exportaciones y a la mayor participación de los vehículos nacionales en el mercado doméstico.
- Los indicadores asociados a la actividad de la construcción están arrojando contracciones interanuales, a excepción de la producción de acero crudo (insumo que también se utiliza para otros sectores, como por ejemplo el automotriz).

#### ¿Sabías que el PBI de Argentina cerró el año 2022 con un crecimiento de 5,2%?

Si analizamos los distintos componentes de la demanda agregada, los que tuvieron mejor comportamiento interanual (en particular durante la primera mitad del año) fueron la inversión productiva (+10,9%) y el consumo privado (+9,4%), al tiempo que las exportaciones crecieron 5,7% y el consumo público solo 1,8%, según los últimos datos del INDEC.

Lamentablemente, la sequía atravesada este verano va a tener impactos en la actividad, la inflación y el frente cambiario. A mediados de

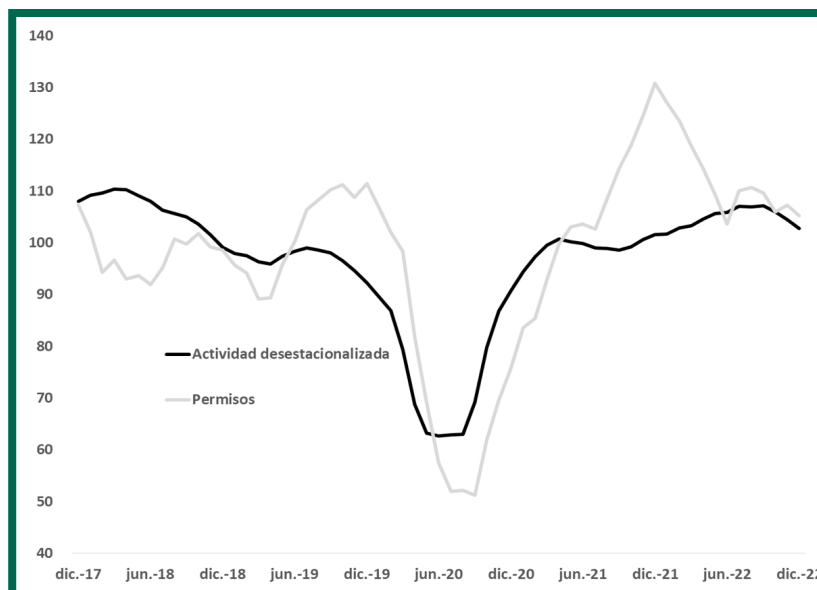
marzo, la Bolsa de Cereales de Buenos Aires realizó un informe que indica que esta será la peor campaña del siglo XXI, estimando una caída en el PIB de Argentina de 3% para 2023. Adicionalmente, dicho informe estima que la sequía restará U\$S20.000 millones de exportaciones este año; para tener una idea de magnitud significa más del 20% de las exportaciones de bienes de Argentina del año pasado (U\$S88.400 millones). Por último, la Bolsa también estimó que la recaudación impositiva se reducirá en U\$S7.000 millones por la menor recaudación de derechos de exportación.

## ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN

La construcción constituye uno de los sectores económicos que primero se recuperó a la crisis provocada por el COVID–19 y que comenzó a declinar su nivel de actividad desde mediados de 2022. Sin embargo, cabe señalar la buena noticia de que en enero de 2023 el indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) tuvo una suba desestacionalizada de 4,3% comparado con los registros de diciembre. En la comparación interanual, la actividad se ubicó 2,6% por encima de los niveles de enero de 2022.

El Gráfico 2 a continuación muestra la evolución de los últimos 5 años tanto de la actividad de la construcción como de los metros autorizados a construir en los municipios más grandes del país. Es interesante observar que ambas variables tienen una elevada correlación, aunque los permisos muestran una volatilidad un tanto superior debido a que no necesariamente todos los metros autorizados a construir terminan efectivamente construidos (existe cierto margen de maniobra en las construcciones para adaptarse al ciclo).

**Gráfico 2. Construcción: nivel de actividad y permisos. 2017–2022**  
En media móvil 6 meses del índice base 100 = junio de 2021



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.  
Desde 2021 el INDEC amplió la muestra de municipios que informan los metros autorizados a construir desde 60 a 176. Por ese motivo, se realizó un empalme de ambas series a partir de la construcción de un número índice.

- La construcción alcanzó un pico de actividad en el primer cuatrimestre de 2018, aunque la evolución de los permisos permitía anticipar un estancamiento en el nivel de actividad.
- Luego de un año de recesión, durante la segunda mitad de 2019 la actividad se recuperó, gracias al fuerte abaratamiento en dólares de la construcción, en un contexto donde los precios de las propiedades apenas habían ajustado. Eso deriva en mayores márgenes de rentabilidad en dólares para las nuevas construcciones, alentando la actividad.
- La actividad estuvo muy afectada durante los meses de estricto cumplimiento del aislamiento.
- Sin embargo, en menos de un año de reactivación ya había alcanzado los niveles previos al cambio de gobierno de fines de 2019.
- Superado el rebote estadístico por el aislamiento, la actividad morigeró su crecimiento hasta mediados de 2022, a pesar del boom de permisos de construcción (en parte explicados por la acumulación durante el aislamiento más estricto).
- Desde junio de 2022, tanto la actividad como los permisos están experimentando una leve recesión, de la mano de la mayor incertidumbre económica, las crecientes dificultades para acceder a insumos y el recorte de la obra pública.

**¿Sabías que a pesar de la desaceleración de la construcción desde junio de 2022, el empleo formal en el sector continuó creciendo?**

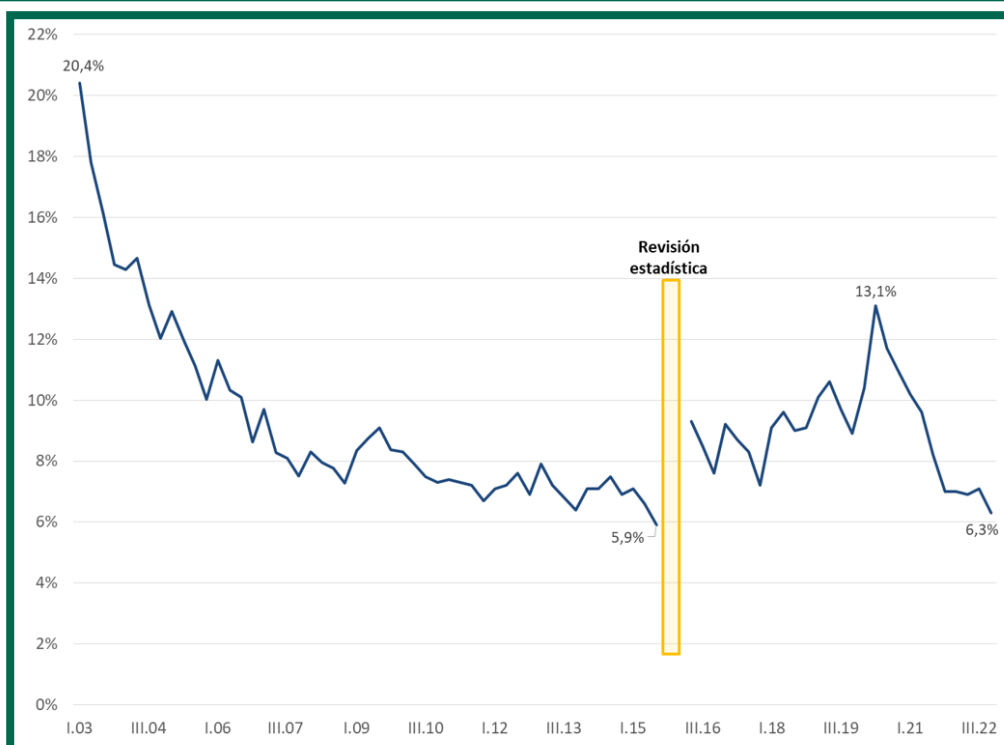
En efecto, entre dicho mes y noviembre se crearon 31.350 nuevos puestos, lo que representa una suba de 6,5%. Cabe destacar que en noviembre de 2022 se registraron 454.700 ocupados, el mayor registro mensual desde mayo de 2018.

## IV MERCADO DE TRABAJO

Sin lugar a dudas, una de las pocas buenas noticias en materia socioeconómica se trata de la continuidad de la caída en la desocupación, confirmada a fines de mes por el INDEC. En efecto, la tasa de desocupación para el

cuarto trimestre de 2022 se ubicó en 6,3% de la población económicamente activa (PEA). Se trata del menor registro para un cuarto trimestre desde que comenzó la modalidad continua de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), allá por la segunda mitad del año 2003. A continuación, el Gráfico 3 muestra la evolución de mediano plazo de la tasa de desocupación en los aglomerados urbanos más importantes de Argentina.

Gráfico 3. Tasa de desocupación 2003–2022



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del INDEC.

- Desde el inicio de la medición continua de la EPH en los 33 aglomerados urbanos más importantes del país, el peor registro fue el primer trimestre de 2003, con una desocupación de 20,4% de la PEA.
- La desocupación cayó con intensidad hasta 2011, luego se estabilizó en torno a la franja

6–8%, hasta la revisión estadística que impidió contar con datos fehacientes del 4º trimestre de 2015 y el primero de 2016.

- Luego la desocupación comenzó a subir de la mano de la contracción del PBI del año 2016 y de la crisis económica desatada en abril de 2018. El máximo se alcanzó durante

el segundo trimestre de 2020, en los peores momentos de la pandemia, cuando la desocupación afectó al 13,1%.

- Desde entonces se redujo fuertemente de la mano de la recuperación del terreno perdido durante la pandemia (proceso que se vivió con fuerza durante 2021 y primera mitad de 2022). En la segunda parte del año pasado se redujo la velocidad de caída de la desocupación.

Por su parte, la tasa de desocupación promedió 6,8% durante todo el año 2022, en lo que constituye el mejor registro desde el año 1991 (cuando había promediado 6,5%). Cabe observar que esta marca se da en un contexto de elevada tasa de actividad: 47,4% (calculada como la proporción que representa la suma de los ocupados y los desocupados en el total de la PEA). Esto es positivo dado que no se está dando el fenómeno de trabajador desalentado, que caracteriza a aquellos períodos recesivos donde puede darse una caída en la desocupación provocada porque los ocupados dejan de buscar activamente empleo (con lo cual también cae la tasa de actividad).

**¿Sabías que la tasa de actividad de 2022 fue el registro histórico más alto desde que comenzaron las primeras mediciones de la EPH, allá por 1974?**

El 47,4% que promedió la tasa de actividad en el mercado de trabajo constituye un récord histórico, apenas por encima del anterior récord de 47,3% alcanzado en 2019.

La caída en la desocupación y el aumento en la tasa de empleo durante todo el año 2022 obedecen a la continuidad de la creación de nuevos puestos de trabajo. Dicha dinámica estuvo explicada tanto por el empleo formal como particularmente informal, que ganó participación en los últimos años, al pasar de 23,2% del empleo total en 2019 a 24,4% en 2022.



## UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

El panorama luce complicado para la economía argentina durante 2023. A nuestras problemáticas estructurales se suman la sequía y la incertidumbre propia de un año electoral, lo que permite augurar momentos difíciles de acá a fin de año. El adverso contexto económico reduce las probabilidades del oficialismo de ser reelegido, lo que minimiza el poder y la legitimidad del gobierno para abordar los desafíos estructurales en lo que resta del mandato. Largos meses nos esperan hasta diciembre.

*Editor Responsable*  
**Lic. Fernando Amador Agra**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**  
Director: Lic. Mariano de Miguel

**Director Académico**  
Lic. Diego Coatz

**Colaborador**  
Lic. Gustavo Ludmer

**Asistente**  
Lic. Noelia Lohay

**Facultad de Ciencias Económicas**  
Decano: Dr. Eduardo T. Ghersi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4815-3290 int. 1831. Mail: [economicas@uces.edu.ar](mailto:economicas@uces.edu.ar)  
<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*