

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Los intensos rebrotes de COVID-19 en varios países de Europa y en EE.UU. llevaron a una intensificación de las restricciones que volvió a golpear a sus economías, aunque con menor intensidad que lo ocurrido durante marzo y abril. Las buenas noticias vinieron con los recientes anuncios de los resultados de la fase 3 para las vacunas que estaban más avanzadas: todas mostraron altísimos porcentajes de protección (mayores al 90%). Se espera que durante la primera quincena de diciembre la Food and Drugs Administration (FDA) apruebe la vacuna de Pfizer e inmediatamente se comience la vacunación. Debido a que la mayoría de las dosis existentes se destinarán a EE.UU., a sus complejas condiciones de almacenamiento y a su precio (es la más cara del mercado), seguramente nuestro país deberá esperar la aprobación de las otras candidatas para la vacunación masiva.

A pesar de la amplia victoria de la fórmula demócrata Biden-Harris (306 vs. 232 electores), el Presidente saliente y la mayoría de los miembros del Partido Republicano denunciaron fraude. Sin embargo, el paso de los días y los más de 6 millones de votos de diferencia desinflaron las fuerzas de Trump, quien ya reconoció que aceptará la decisión del Colegio Electoral. Por su parte, en América Latina los contagios se mantuvieron en retroceso (salvo por la agudización reciente en México y, en menor medida, en Brasil) permitiendo la flexibilización de las restricciones. La victoria electoral del Movimiento al Socialismo en Bolivia, la aprobación del plebiscito para reformar la Constitución en Chile y las elecciones municipales en Brasil (que arrojaron malos resultados para los candidatos apoyados por Bolsonaro) indican un rebalanco de poder distinto del experimentado en la región durante el último lustro.

Nuestro país alcanzó su pico máximo de contagios el 20 de octubre, con un promedio de 14.926 nuevos casos por día. Solo un mes después, los casos promediaron 7.746, lo que significa una caída de 48%, aperturas mediante. De hecho, el

6 de noviembre el AMBA finalizó la etapa de Aislamiento y pasó al Distanciamiento: más allá de 10 días de estabilidad de casos, la tendencia continúa en declive, habilitando la expectativa de pasar unas fiestas con muy reducida circulación comunitaria. Las autoridades sanitarias nacionales estiman que la campaña de vacunación se inicie durante el verano y se pueda tener un 2021 más parecido a 2019 que a 2020.

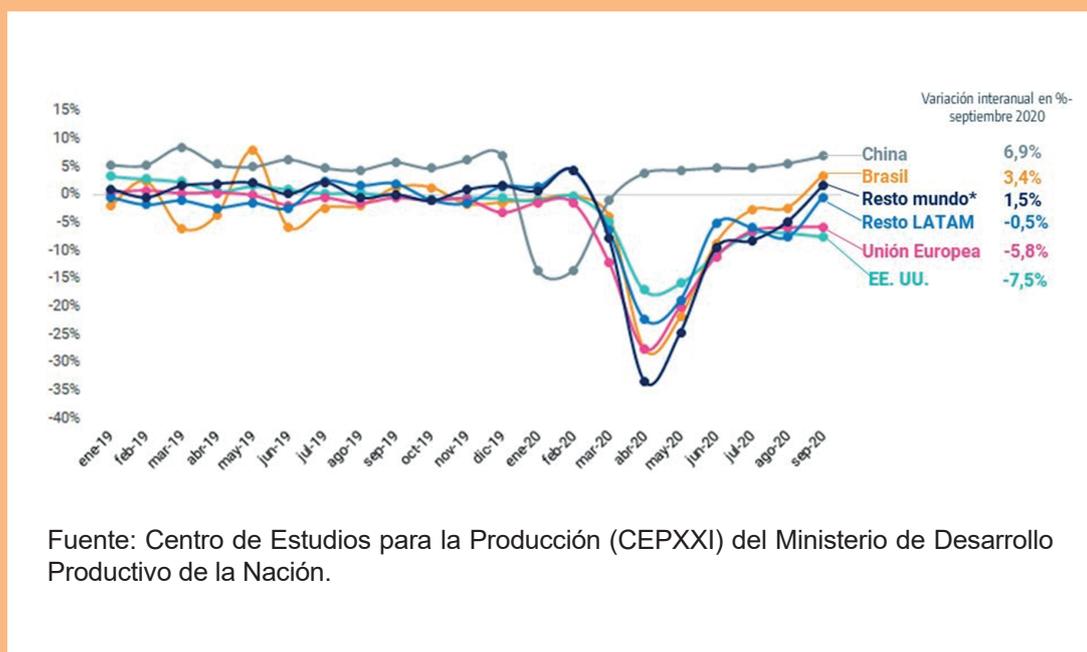
Luego de los momentos de máxima tensión cambiaria experimentados en la segunda quincena de octubre, la estrategia del Gobierno se mostró efectiva para frenar y revertir la escalada de las cotizaciones paralelas de la divisa, que hubiera detonado las posibilidades de controlar el dólar oficial. Sin embargo, la persistencia de varios factores estructurales no permiten relajarse: las reservas continúan una tendencia levemente decreciente en un contexto de: I) elevado superávit comercial (aunque a la baja durante septiembre y octubre); II) ausencia de vencimientos significativos de pasivos externos; III) estrictos controles cambiarios; y, IV) turismo emisoro paralizado. Una posible sequía podría afectar la campaña agrícola y la capacidad de la economía para generar dólares en 2021, tensionando sobre las cotizaciones de la divisa en un año de posible recuperación económica. La calma cambiaria y sanitaria permitió al Gobierno y al sector privado la intensificación de la recuperación económica, aunque se destaca la fuerte heterogeneidad de comportamientos según sector de actividad. Mientras algunas ramas ya experimentan un crecimiento destacable comparado con la situación previa a la pandemia, otras siguen en plena contracción, lo que repercute en destrucción de empresas y pérdida de puestos de trabajo. Tal y como veníamos advirtiendo en ediciones anteriores del newsletter, la recuperación de la economía trajo aparejada una fuerte presión inflacionaria, que eleva sustancialmente el piso de la nominalidad para el año que viene.

I) RESULTADOS DISPARES FRENTE A UN MISMO PROBLEMA GLOBAL

A nivel mundial, la pandemia del COVID-19 profundizó las divergencias en las trayectorias recorridas por las distintas regiones económicas durante las últimas décadas, dominadas por el avance asiático a costa de Europa y de Estados Unidos. El éxito de las estrategias de contención de la enfermedad aplicadas en Asia permitió recuperar rápidamente los niveles de actividad económica previos al inicio de la pandemia. El gráfico 1 muestra la evolución de la industria a nivel global en los últimos dos años, en base a información recopilada por el Centro de Estudios para la Producción (CEPXXI). China,

origen del brote mundial, fue el primer país en sufrir los efectos negativos de la cuarentena (en enero y febrero) y el primero en volver al terreno positivo (en abril). En contraste, la manufactura de Estados Unidos y de la Unión Europea aún no logró revertir las caídas interanuales desde la declaración de la pandemia (marzo): en septiembre hubo contracciones interanuales de $-7,5\%$ y $-5,8\%$ respectivamente.

Gráfico 1. Evolución de la actividad industrial: 2019–2020



Fuente: Centro de Estudios para la Producción (CEPXXI) del Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación.

En Brasil, las cantidades fabricadas por la industria crecieron 3,4% interanual en septiembre, primer mes que se ubicaron en terreno positivo desde marzo. Una dinámica idéntica se verificó para la industria argentina, como analizaremos en el próximo apartado. El resto de América Latina prácticamente pudo volver a terreno positivo gracias a la mejora del desempeño de Chile y, en menor medida, de Colombia y Uruguay.

La intensificación de las cuarentenas en Europa durante octubre y noviembre por la rápida extensión de la segunda ola del COVID-19 seguramente deteriorarán los registros del último trimestre del año, profundizando la disparidad. La postulación de Janet Yellen, la ex presidenta de la Reserva Federal entre 2014 y 2018, como máxima responsable del Tesoro Norteamericano durante la nueva administración permite anticipar la continuidad de las políticas más expansionistas aplicadas durante la crisis del COVID-19 por la actual administración. Por ese motivo, es posible esperar que Estados Unidos recupere rápidamente su anterior nivel de crecimiento, a diferencia de Europa, cuyos planes de salvataje aún están siendo discutidos en los diversos parlamentos nacionales, con intereses contrapuestos que pueden demorar la recuperación.

¿Sabías que Argentina está cuarta en el ranking de países americanos con mayor contracción económica por el COVID-19?

Entre febrero y agosto de 2020 (último mes con datos disponibles), Ecuador fue el país que mostró la mayor caída de su nivel de actividad (con -12,1%), seguido por Colombia (-11,8%), Chile (-11,7%) y nuestro país (-10,3%). En contraste, Guatemala (-2,6%), Brasil (-4,2%) y Canadá (-4,6%) estuvieron entre los menos afectados.

II) SE CONSOLIDA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA, AUNQUE CON MARCADAS HETEROGENEIDADES

Si bien no existe consenso respecto de las causas de la caída de los contagios, la combinación de las mayores temperaturas y de cierta inmunidad de rebaño (entendida como una porción significativa de la población que ya estuvo expuesta al virus y posee anticuerpos¹) llevó a una fuerte reducción de los casos en las últimas semanas. Existe consenso en torno a que los anticuerpos duran, en promedio, alrededor de 6 meses, lo que abre una ventana de oportunidad a nuestro país que coincide con el fin del verano y el descenso de las temperaturas. Si se logra vacunar a la población en el primer trimestre del año, tal como estima el comité ad hoc creado por el Gobierno Nacional, se podrá evitar una segunda ola de contagios que obligue a intensificar las restricciones. En ese escenario, los peores momentos de la crisis económica por la pandemia habrán quedado atrás y la actividad iría recuperando parte del terreno perdido. En efecto, de la mano de la caída de los casos a nivel nacional, la actividad económica argentina se recupera comparada con los peores momentos del aislamiento.

El cuadro 1 deja en evidencia la recuperación de la recaudación del IVA impositivo durante octubre (descontada la inflación del período), principal evidencia de la mejora en la actividad económica local. La producción automotriz tuvo una caída en octubre, aunque los buenos datos de patentamientos y la parada técnica de Toyota (para adaptar la planta a la fabricación de un nuevo modelo) permiten predecir una pronta recuperación.

¹ Los resultados del estudio de anticuerpos realizado por las autoridades sanitarias de la Ciudad de Buenos Aires indicaron que aproximadamente 15% de los porteños había cursado la enfermedad hacia octubre, cifra que contrasta con diversas estimaciones privadas que ubican actualmente en torno al 33-43% de la población.

Cuadro 1. Indicadores adelantados de la actividad económica

Indicador	Período	Variación mensual	Variación anual	Fuente
Recaudación de IVA impositivo*	oct-20	8,9%	-7,9%	AFIP
Ventas en Supermercados	sep-20	-5,8%	-2,3%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	sep-20	-22,3%	-81,4%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	sep-20	-6,0%	4,9%	INDEC
Consumo	sep-20	6,7% **	-1,3%	ITEGA
Confianza del Consumidor	nov-20	5,2%	-1,2%	Di Tella
Nivel de actividad	sep-20	2,8% **	-4,5%	ITEGA
Inversión	sep-20	6,6% **	0,0%	ITEGA
Ventas en comercios minoristas	oct-20	s/d	-14,9%	CAME
Patentamiento de motos	oct-20	-0,2%	22,6%	ACARA
Patentamiento de autos	oct-20	6,1%	13,1%	ACARA
Producción nacional de autos	oct-20	-10,7%	-9,8%	ADEFA
Índice construya	oct-20	3,8%	18,5%	Grupo Construya
Despachos de cemento	oct-20	4,0%	13,2%	AFCP
Producción de acero crudo	oct-20	6,9%	0,1%	CAC

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

* La recaudación del IVA impositivo fue deflactada por el IPC nivel general para reflejar la variación real.

** Variaciones mensuales desestacionalizadas.

Al igual de lo verificado en los últimos meses, aquellos sectores de actividad ligados a los bienes durables (venta de autos, motos y muebles) y a la construcción están experimentando una fuerte recuperación, con niveles aproximadamente 20% superiores a los experimentados en los mismos meses de 2019. En contraste, las ventas en los *shoppings centers* siguen reflejando los meses del cierre (cabe recordar que en CABA se rehabilitaron a mediados de octubre y en el Conurbano, en los primeros días de noviembre). Sin embargo, empresarios con locales de comercialización en este canal consultados para el presente newsletter afirmaron que, a pesar de las rehabilitaciones, las ventas están muy deprimidas en ese canal, debido a los límites en los aforos y a la menor circulación de público por la continuidad del cierre de los espacios de esparcimiento, cine y comidas.

¿Sabías que el 11,5% de las empresas de la economía argentina tuvieron una facturación nula o mínima durante septiembre?

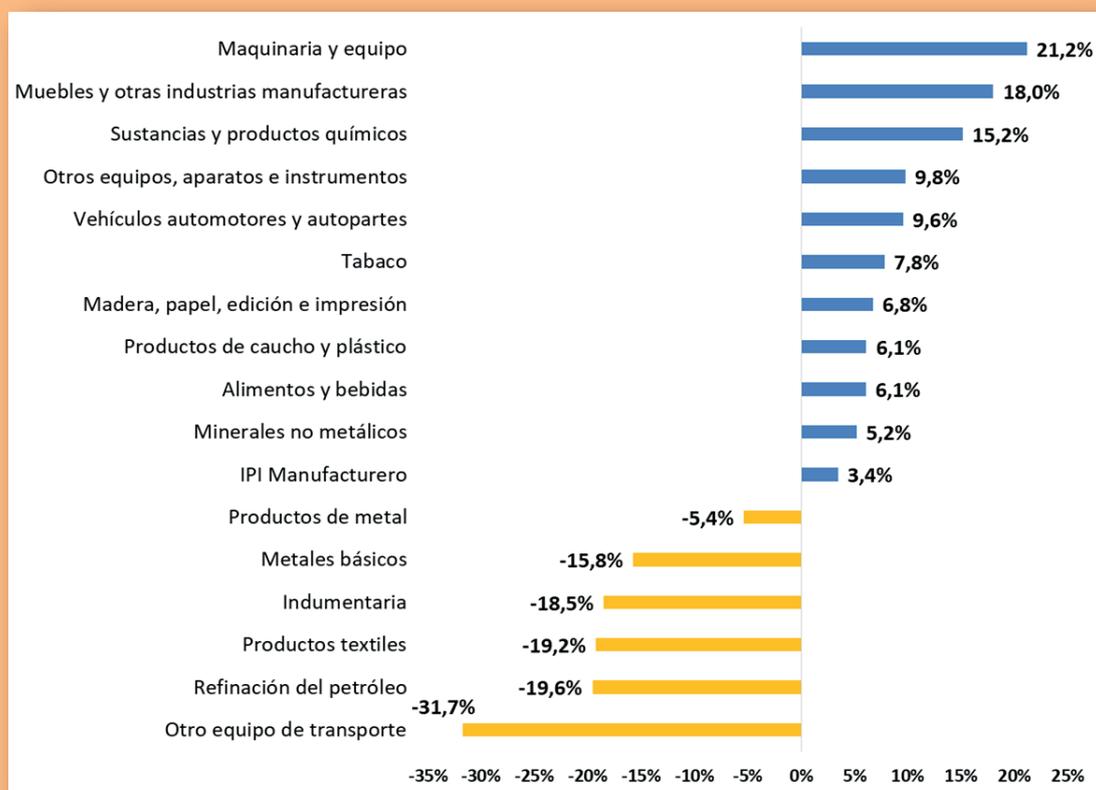
Se trata de la cifra más baja desde el triste récord histórico alcanzado en abril de 25,7%, muy por encima del promedio normal de enero y febrero de 6%. El sector hotelero sigue siendo el más golpeado (con 63,8% de las empresas sumamente afectadas), seguido de lejos por gastronomía (30,7%). Entre los sectores menos perjudicados se destacan el comercio (solo 5,4% de las empresas continúan sin facturación o con mínima) y la industria manufacturera (6,8%), según datos de AFIP.

III) LA INDUSTRIA A MÚLTIPLES VELOCIDADES

La heterogeneidad de comportamientos también se refleja nítidamente en los resultados de la actividad industrial sectorial. Mientras muchos sectores vienen creciendo a muy buen ritmo (como maquinaria y equipo, muebles y químicos), otros siguen profundamente afectados (otros equipos de transporte –industria naval, ferroviaria y aeronáutica–, refinación de petróleo y la cadena textil–indumentaria). El gráfico 2 muestra las variaciones interanuales en las cantidades

fabricadas a nivel sectorial para el mes de septiembre de 2020, a partir de información del INDEC. Resulta destacable que cinco sectores industriales sufrieron caídas interanuales superiores al 15%, mientras otros 10 sectores experimentaron crecimientos mayores al 5% anual.

Gráfico 2. Evolución de la actividad de la industria argentina por sectores: septiembre 2020
En % de variación anual



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

Más allá de esta heterogeneidad de situaciones, a nivel general las cadenas de abastecimientos se están enfrentando a faltantes de insumos y productos, así como largos períodos de entrega. Esta situación obedece a los múltiples inconvenientes a la producción generados por la pandemia, motivo por el cual muchos sectores estuvieron inhabilitados para funcionar durante algunos meses y deben aplicar protocolos sanitarios que les impiden utilizar el 100% de sus trabajadores. En varios sectores como la cadena textil, la automotriz, los insumos de construcción y la electrónica, se detectan faltantes de stock, y presiones sobre los costos y precios. A su vez, la incertidumbre cambiaria imperante durante los últimos meses genera estrategias defensivas en varios agentes, que en ocasiones prefieren retener la mercadería para no vender por debajo del costo de reposición.

¿Sabías que el crecimiento de la construcción tracciona a una gran cantidad de industrias?

En efecto, dado que esta actividad se caracteriza por sus impulsos a diversas producciones aguas arriba, durante septiembre se registraron subas interanuales en las producciones de pinturas (27,1%), cerámicos (22,3%), vidrios (15,4%), madera (12%), cal y yeso (8%) y cemento (7,4%).

IV) SE REVIERTE LA DESACELERACIÓN INFLACIONARIA

El INDEC informó que durante octubre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió 3,8% respecto de septiembre, posicionándose como el registro más alto del año. También fue el primer mes de 2020 en que la variación interanual de los precios minoristas

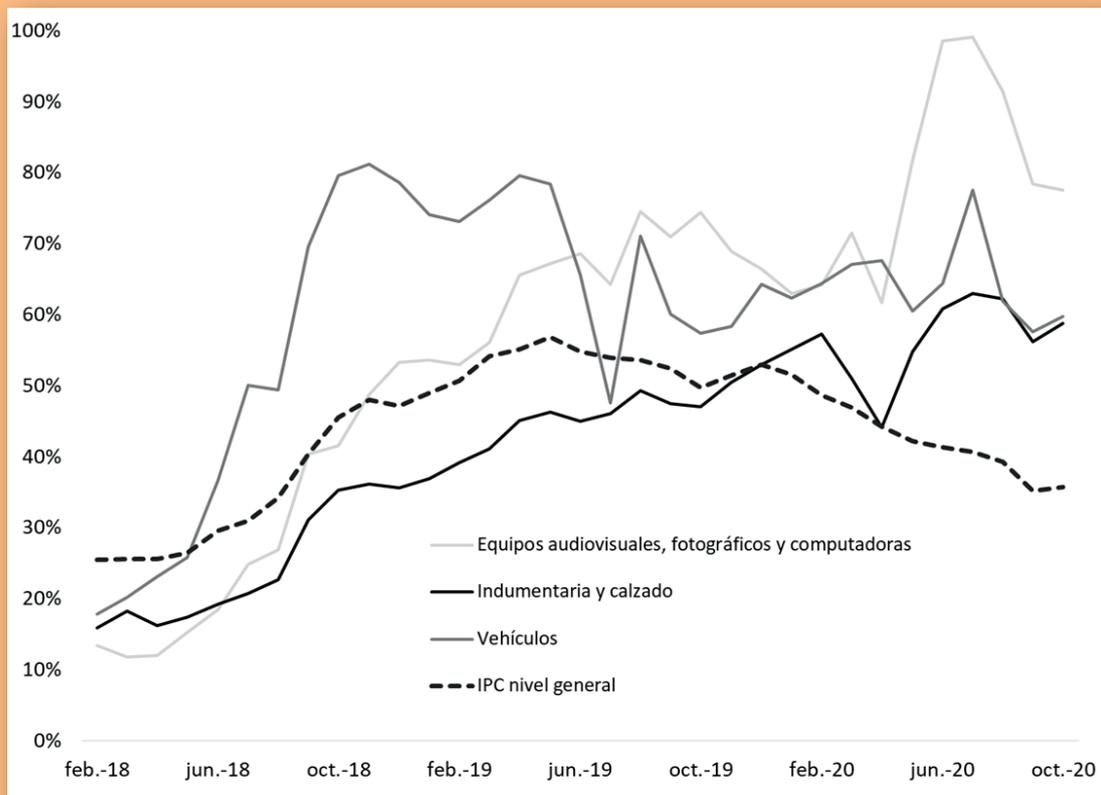
subió respecto del registro del mes pasado: 37,2% vs. 36,6%. Las estimaciones preliminares para noviembre indican que la inflación del mes se ubicó en el rango entre 3,5 y 4%.

¿Sabías que en los últimos 5 meses la inflación mayorista acumuló 21,3%, mientras la minorista, solo 14,1%?

Esa diferencia en la evolución de los precios obedeció a la debilidad de la demanda en diversos sectores que imposibilitó convalidar dichas subas, fenómeno que repercutió en la reducción de los márgenes de rentabilidad de la cadena de comercialización minorista. En la medida en que la actividad continúe su recuperación, la evolución de los precios mayoristas incrementarán la presión futura sobre los precios minoristas.

Tal como venimos señalando en ediciones anteriores del newsletter, la complejidad de la dinámica inflacionaria en Argentina no resulta del todo captada por el IPC, debido a que es un promedio de precios de bienes y servicios que esconde grandes heterogeneidades en su interior. Mientras los precios de los bienes y servicios “libres” suben por muy encima de los regulados por el Estado o los de aquellos sectores sin actividad por el aislamiento. En efecto, el IPC mide precios que están congelados (como las tarifas de servicios públicos), otros regulados (como muchos alimentos incluidos dentro del Programa Precios Máximos) y otros que no aumentan porque corresponden a servicios inhabilitados por la pandemia. La evolución de los precios de todos esos productos reduce la variación del IPC, contrastando con la dinámica del resto. Los precios de otros bienes como autos, electrónica, indumentaria, calzado y materiales para la construcción subieron muy por encima del nivel general del IPC, como se observa en el gráfico 3.

Gráfico 3. Evolución del IPC nivel general y productos seleccionados: 2019–2020
En % de variación anual



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Cabe advertir que los precios de dichos productos seleccionados también subieron más por el alza de la cotización del dólar oficial, pues en su gran mayoría se trata de bienes transables (es decir, o son importados o tienen componentes importados o son exportables o tienen insumos exportables). La evolución de los precios de dichos bienes y del dólar oficial tienen una estrecha correlación, aunque no ajustan al mismo nivel porque en sus estructuras de costos hay factores que no ajustan con la divisa (fundamentalmente, los costos de la mano de obra).

Esta dinámica nos permite señalar algunos puntos a tener en cuenta de cara al futuro. En primer lugar, mientras la política económica continúe con las depreciaciones de la moneda nacional para acompañar la inflación y evitar que la economía argentina

pierda competitividad cambiaria, las subas en el dólar retroalimentarán la dinámica de una gran cantidad de precios de nuestra economía. En segundo lugar, la continuidad del congelamiento de las tarifas de los servicios públicos (que ya acumula un año y medio) chocará con la necesidad de recortar los subsidios (parte importante del gasto público), lo que traccionará al alza al IPC. En tercer lugar, en la medida en que continúe la divergencia entre los precios mayoristas y los minoristas, se incrementarán las presiones empresariales para minimizar los controles de precios, tal como quedó en evidencia en el importante recorte de productos para la nueva edición del programa Precios Máximos.

V) FRENTE CAMBIARIO Y FINANCIERO

Noviembre fue un mes calmo en el frente financiero y cambiario: el dólar blue bajó de \$195 a \$157 al cierre de la presente edición, el CCL de \$181 a \$150 y el MEP de \$163 a \$147. Mientras tanto, la cotización oficial subió un 3,5%, lo que permitió reducir la brecha a 93,7%, 85,1% y 80,9%, respectivamente. La mayor caída relativa de la cotización del CCL respecto del MEP refleja la menor presión compradora de fondos de inversión extranjeros, que en parte lograron salir del circuito local gracias al canje de sus bonos (con prácticamente nula liquidez de mercado) por los dos bonos en dólares licitados por el Tesoro Nacional a principios de noviembre (el AL30 y el AL35) por U\$S750 millones.

Dado que el dólar turista o para atesoramiento posee actualmente un margen de 65% por sobre la cotización oficial (30% de impuesto PAIS y 35% de adelanto a cuenta de ganancias y bienes personales), difícilmente la brecha perfore ese porcentaje. Aunque a menor ritmo, las reservas internacionales en poder del Banco Central continuaron su sendero decreciente en alrededor de \$1.100 millones durante el mes, pero explicado fundamentalmente por la caída en la cotización internacional del oro (que redujo las reservas en alrededor de U\$S400 millones) y por vencimientos con organismos multilaterales (U\$S480 millones).

¿Sabías que noviembre fue el mes de menores ventas de dólares por parte del BCRA desde iniciada la pandemia?

A excepción del mes de junio (cuando se liquidó el grueso de la cosecha y el BCRA pudo comprar dólares), todos los meses la máxima autoridad cambiaria de nuestro país había vendido para mantener a raya la cotización oficial. En efecto, durante los primeros 20 días de noviembre el BCRA vendió U\$S315 millones, una cifra sustancialmente menor que la registrada en todo el mes de octubre (U\$S1.090 millones), de septiembre (U\$S1.618 millones) y de agosto (U\$S1.279 millones). Si bien no se cuenta con información oficial de lo ocurrido durante las últimas jornadas, fuentes del mercado señalan que el BCRA pudo comprar más de U\$S50 millones, por lo cual el valor final de noviembre puede resultar inferior.

A modo de cierre

La continuidad del éxito de la estrategia oficial para calmar las presiones dolarizadas de los agentes dependerá de la capacidad del Ministerio de Economía de continuar con la consolidación fiscal, lo que permitirá seguir con la devolución de los anticipos financieros al BCRA y, con ello, recortar la liquidez de pesos excedentes. Parte de la solución encontrada también fue la emisión de deuda del Tesoro a través de instrumentos atados a la cotización del dólar y de la inflación, lo que representa un riesgo a futuro para las arcas públicas en la medida en que parte de sus pasivos pasan a estar atados a la cotización oficial de la divisa. La estabilidad cambiaria también se vuelve una condición necesaria para permitir la recuperación de la actividad económica. Y esta, a su vez, para la mejora en los adversos indicadores sociales. Un delicado equilibrio sobre el que se desenvuelve día a día la historia de nuestro país.

Editor Responsable
Lic. Fernando Amador Agra

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Mariano de Miguel

Director Académico
Diego Coatz

Coordinador de Publicaciones y Boletín
Daniel Schteingart

Colaborador
Gustavo Ludmer

Facultad de Ciencias Económicas
Decano: Dr. Eduardo Ghersi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144
<http://www.uces.edu.ar/>