

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 120 Marzo de 2024

Por primera vez en 17 años el Banco de Japón decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria, llevándola a valores ligeramente positivos (0%–0,1%) luego de ocho años en los cuales el tipo de interés fue negativo. A contramano de los bancos centrales de las economías más desarrolladas, el Banco de Japón se mantuvo ajeno al ciclo de tasas de interés altas iniciado hace dos años como respuesta a las elevadas tasas de inflación. Al mismo tiempo, la Reserva Federal de Estados Unidos en su última reunión, mantuvo no sólo la tasa de interés en el 5,25% anual sino también el pronóstico sobre tres bajas para dicha tasa de interés a lo largo de 2024. Según las proyecciones de la Fed, la economía estadounidense crecerá este año un 2,1%, la tasa de desempleo será de un 4% y la tasa de inflación se ubicaría en un 2,4%. Las nuevas estimaciones describen una economía más robusta en términos de producción y empleo que la esperada hacia fines del año pasado, lo cual –sumado a una tasa de inflación que todavía se ubica en el rango del 3% interanual– podría incidir en una baja más lenta y menos drástica de la tasa de interés de la Fed que la esperada por el mercado para los próximos meses.

Desde las antípodas de las tierras niponas, el Banco Central de nuestro país modificó también la tasa de interés de política monetaria, pero en este caso a la baja, fijándola en un 80% nominal anual (122% en términos efectivos). Con el objetivo de continuar el proceso de licuación de *stocks* (como los pasivos monetarios remunerados del BCRA, los depósitos y la oferta monetaria) en un contexto de baja de la tasa de inflación y un calmo mercado cambiario el Banco Central liberó las tasas de interés de los depósitos de plazo fijo, las cuales se ubican en torno al 70% nominal anual (5,75% efectivo mensual).

Pese a que la baja del rendimiento de los depósitos bancarios vuelve atractiva la dolarización de portafolios, el dólar CCL (contado con liquidación) aumentó menos de un 10% desde la reducción de tasas, acercándose a la línea de los \$1.100. La constante liquidación del 20% de las exportaciones en dicho mercado, *más la expectativa de una fuerte liquidación de divisas por la cosecha gruesa del complejo agroexportador* en un segundo trimestre con una oferta de dólares estacionalmente alta sigue explicando la “pax cambiaria”.

La colocación de letras en pesos a tasa fija (a un 5,5% mensual) por parte del Tesoro, el fuerte *rally* alcista de bonos y acciones junto con la calma cambiaria enmarcan un mercado financiero optimista respecto del rumbo de la política económica. En efecto, la continua acumulación de reservas por parte del Banco Central (de cerca de US\$ 8.000 en términos netos) y superávits gemelos tanto en lo comercial como fiscal (primario y financiero) explican el optimismo en los mercados financieros, donde, por ejemplo, los bonos del Estado Argentino en moneda extranjera cruzaron ya el 50% de paridad y encadenan subas del 100% en dólares desde diciembre pasado.

El optimismo del “mundo financiero” contrasta con la evolución de la economía real. Según el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) compilado por el BCRA, la estimación sobre el PBI de 2024 fue revisada a la baja, con una caída anual prevista del 3,5%, concentrada sobre todo en el primer trimestre en el que se espera una contracción del 3,7% interanual. En el primer bimestre del año buena parte de los indicadores sobre el desempeño de la industria, el comercio y la construcción arrojan caídas interanuales de dos dígitos. La profundización de la recesión iniciada a mediados del año pasado tiene como principal combustible la caída del salario real, en torno al 18% en los primeros dos meses del nuevo gobierno.

I
**CONTEXTO
ECONÓMICO
INTERNACIONAL**

II
**ACTIVIDAD
ECONÓMICA
LOCAL**

III
**SUPERÁVITS
GEMELOS**

IV
**UNA
REFLEXIÓN
PARA EL
CIERRE**

CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

El gobierno de China anunció que fijó como objetivo para 2024 un crecimiento del PBI del 5%, en línea con lo sucedido el año pasado cuando mostró un incremento del 5,2% en su producción. Si bien la meta parece modesta en relación con las tasas de las décadas previas, sigue siendo claramente superior al de las economías desarrolladas. Aun así, dicho objetivo no se presenta de fácil cumplimiento dado que la crisis inmobiliaria, la extensión en el tiempo de la deflación (el año pasado los precios bajaron en promedio un 0,3%) y la caída de su mercado bursátil (en los últimos tres años bajó cerca de un 12%) podrían poner en jaque dicho objetivo. Más aún, los números de 2023 tenían como base de comparación 2022, año en el cual las restricciones por el COVID-19 estaban todavía presentes.

Por otro lado, en la última reunión de la Fed, en la cual se decidió mantener por quinta vez consecutiva la tasa de interés en el rango 5,25%/5,5% tampoco se modificó la tasa de

crecimiento tendencial a largo plazo del PBI, estipulada en un 1,8% anual. Teniendo en cuenta que, según la última estimación de la Fed, el crecimiento de este año sería del 2,1%, la economía estadounidense se ubicaría entonces por encima del crecimiento tendencial (y la tasa desempleo ligeramente por debajo de su nivel natural del 4,1%), lo que lleva a pensar que, si bien la Fed sigue proyectando para este año tres rebajas de la tasa de interés, quizás esto ocurra más bien a fin de año y/o bien alguna de ellas finalmente no tenga lugar durante 2024.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

Como puede observarse en el Cuadro 1, durante los primeros dos meses del año la economía argentina mostró indicadores de actividad económica con signo negativo sin excepción, los cuales evidencian la intensidad de la recesión en un contexto de desaceleración de la tasa de inflación, pero desde niveles muy altos.

Cuadro 1. Indicadores del Nivel de Actividad

Indicador	Último dato disponible	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mismo mes de 2023	Fuente
Actividad económica (PIB mensual)	ene-24	-1,2%	-4,3%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	feb-24	13,2%	276,2%	INDEC
IVA Interno (*)	ene-24	s/d	-15,1%	AFIP
Ventas en Supermercados	ene-24	-3,4%	-13,8%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	ene-24	s/d	-21,3%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	ene-24	-1,9%	-8,1%	INDEC
Confianza del Consumidor	feb-24	1,2%	0,0%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	feb-24	s/d	-25,5%	CAME
Producción nacional de autos	feb-24	s/d	-19,0%	ADEFA
Índice construya	feb-24	6,8%	-25,6%	Grupo Construya
Despachos de cemento	feb-24	s/d	-23,4%	AFCP
Producción de acero crudo	feb-24	s/d	-9,7%	CAC

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

(*) El mes de enero de 2024 tuvo igual cantidad de días hábiles (22 días) que el mismo mes de 2023.

(**) La variación mensual del IPC no se encuentra desestacionalizada.

- El índice de precios al consumidor registró una suba del 13,2% mensual y en la comparación interanual el incremento alcanzó el 276,2%. Este mes continúan siendo las divisiones de comunicación y transporte las que lideraron las subas, con incrementos mensuales por encima del 20%.
- En enero de 2024, el estimador mensual de actividad económica; EMAE, registró una caída de 4,3% respecto del mismo mes del año 2023, similar al dato informado en el mes de diciembre 2023. Sin embargo, en su indicador desestacionalizado mostró una disminución 1,2%, cuando en diciembre reflejó una caída de 3,1%. Solo unos pocos sectores que conforman este índice presentaron subas en su nivel de actividad; se destacan: agricultura, ganadería, caza y silvicultura y explotación de minas y canteras.
- Los principales indicadores de consumo como son las ventas en supermercados, *shoppings*, comercios mayoristas y minoristas muestran registros marcadamente negativos con contracciones del gasto que oscilan entre el 8% y el 25%.
- La construcción es uno de los sectores más golpeados por la recesión. El índice Construya en el mes de febrero registró una caída de 25,6%, mientras que el despacho de cemento cayó un 23,4%. La producción de acero crudo registró en febrero una caída del 9,7% interanual y de un 20% respecto del mes anterior, reflejando las dificultades por las que también atraviesa la actividad industrial.

¿Sabías que en 2024 el salario promedio de un trabajador estable se ubica por debajo de la línea de pobreza?

En enero, la Remuneración Imponible Promedio de un Trabajador Estable (RIPTE) fue de \$555.269 mientras que el valor de la canasta básica total (GBA) para un hogar constituido por dos adultos y dos menores, y que es utilizado como umbral de la pobreza fue de \$596.823.

SUPERÁVITS GEMELOS

El aumento en el precio de los bonos argentinos y la consecuente caída del riesgo país se deben en buena medida al notorio cambio de expectativas respecto de la capacidad de pago del Estado Argentino de su deuda emitida. A su vez, el cambio de expectativas se origina en la mutación del signo del resultado fiscal del Sector Público Nacional, el cual viró desde un déficit mayor al 5% del PBI en 2023, a un superávit tanto primario como financiero en el primer bimestre de 2024. Su extensión a todo el año resulta crucial para el plan económico. Algunas consideraciones:

- El superávit se asienta enteramente sobre una reducción real del gasto y no sobre una suba de ingresos. Consolidando los primeros dos meses del año, el gasto primario real bajó un 38% en términos reales. Los ingresos disminuyeron un 2,5%.
- Del análisis de los ingresos surge que el comportamiento es dispar. Por un lado, aumenta la recaudación de impuestos vinculados al comercio exterior (derechos de exportación, impuesto PAIS, IVA Aduana) debido a la corrección del tipo de cambio oficial. Por el otro, disminuye la recaudación impositiva ligada a la actividad económica como por ejemplo IVA Interno. Por la caída del salario real se contraen fuertemente los aportes y contribuciones a la seguridad social.
- La reducción de ingresos se explica básicamente por el resultado de febrero. La intensidad y duración de la recesión marcarán el pulso de la recaudación impositiva en los próximos meses pero, aun suponiendo que los impuestos asociados al comercio exterior compensasen la menor recaudación de tributos como ganancias, bienes personales, cheque y sobre todo IVA interno y Seguridad Social, será más difícil sostener el buen desempeño fiscal únicamente en una poda del gasto público.

- En perspectiva, en los últimos dos años, el gasto primario representó aproximadamente el 20% del PBI. Para lograr un equilibrio financiero enteramente a través de una baja del gasto, debería eliminarse una cuarta parte de dicho gasto. El pago de jubilaciones y pensiones explica aproximadamente un tercio del gasto primario, por lo que es muy difícil lograr tal cometido sin reducir dicha partida.
- En febrero, la caída interanual real del gasto en jubilaciones y pensiones fue de un 38%, lo cual permitió explicar el 35% de la caída en el gasto primario. Es claro que, sin aumentos de la recaudación impositiva, si el gobierno mantiene ineludible su compromiso con el superávit financiero, el próximo cambio en la fórmula que actualiza los haberes jubilatorios cristalizará una importante pérdida del poder adquisitivo de los adultos mayores.
- Más aún, si se analiza la composición del gasto primario, otros rubros significativos son: Salarios (18,1% del total), Programas Sociales (13,6%), PAMI (6,5%), Universidades Nacionales (3,7%), Asignaciones Familiares (2,2%). Todos los rubros mencionados vieron reducidas sus partidas durante el primer bimestre pero en porcentajes menores al 38% y luce improbable que de ahora en adelante sufran una poda mayor al promedio del gasto primario.

¿Sabías que en los últimos tres meses el "riesgo país" de la Argentina bajó cerca de 500 puntos básicos y se ubica actualmente debajo de los 1.500 puntos básicos?

La baja de este indicador es el reflejo de la sostenida suba de precios que vienen mostrando los bonos en dólares, que en algunos casos muestran rendimientos positivos de casi el 50% a lo largo de 2024. El riesgo país mide la tasa de interés adicional, medida en puntos básicos, que paga un bono en dólares emitido por el gobierno argentino (bajo ley de Estados Unidos), en comparación con un bono similar emitido por el Tesoro de los Estados Unidos. Si el bono de EE.UU. rinde, ejemplo un 5% anual, un país con una prima de riesgo de 1.500 puntos se financia implícitamente al 19% anual en dólares.

La otra buena noticia que viene alimentando el cambio de expectativas es el superávit comercial que la Argentina viene obteniendo desde diciembre pasado. En febrero fue de US\$1.438 millones y en el acumulado del primer bimestre alcanza los US\$2.222 millones. Algunas consideraciones:

- El superávit en el intercambio con el resto del mundo de enero y febrero se debe más a una caída de importaciones (-16,3% en comparación con el mismo bimestre 2023) que a un aumento de exportaciones (7,5% vs. 2023).
- El aumento de las exportaciones se puede explicar a partir del mejor comportamiento de los productos primarios (cereales) y las manufacturas de origen agropecuario (complejo sojero). Las de origen industrial se contrajeron.
- La baja de las importaciones se dio en todos los rubros, pero fue de mayor intensidad en combustibles y lubricantes (gasoil), bienes de consumo y partes y accesorios de bienes de capital. Es evidente que el efecto combinado del salto del 118% en el tipo de cambio nominal más la recesión explican la brusca reducción de las compras al exterior.
- ¿La dinámica del primer bimestre podrá repetirse en el resto del año? Las estimaciones preliminares hablan de un superávit anual en torno a los US\$15.000 millones sustentado por un lado en la mejora de las exportaciones debido a la desaparición de la sequía y, por el otro, a la caída de la actividad económica que relaja la demanda de importaciones.
- En su política cambiaria el gobierno apostó por una fuerte devaluación inicial del peso seguida de un ajuste mensual del 2% (*crawling peg*) en el tipo de cambio. El Gráfico 1 muestra la evolución del tipo de cambio real multilateral en los últimos meses, el cual nos da la pauta de la competitividad argentina en relación con sus socios comerciales.

- A fines de marzo, el índice está 8,5% por encima del valor previo a las PASO de agosto de 2023, 38% más alto que a principios de la nueva gestión, pero, a la vez, 36% más bajo que el vigente luego del salto discreto en el tipo de cambio de mediados de diciembre. Si se tiene una mirada de más largo plazo, su valor actual está casi un 50% arriba del de fines de la convertibilidad, pero a la vez 35% por debajo del primer lustro de la posconvertibilidad.

- Pese a la fuerte apreciación real del último trimestre, el nivel del tipo de cambio, si bien no es alto, tampoco es bajo y está cerca del promedio de largo plazo del último medio siglo. Aunque la “foto” no parece ser un problema, sí lo puede ser el “video”, esto es, con una tasa de inflación de dos dígitos y un *crawling peg* de un 2% mensual, en un par de meses la apreciación del peso puede transformarse en un inconveniente para que el Banco Central pueda continuar acumulando divisas.

Gráfico 1. Evolución Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

IV UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

A corto plazo, las principales incógnitas sobre la evolución de la economía giran en torno a la habilidad del gobierno para: 1) evitar que el proceso de apreciación del peso no desaliente la liquidación de divisas de la cosecha gruesa, 2) continuar la corrección de precios relativos sin que se detenga el proceso de desinflación, 3) sellar acuerdos políticos básicos que le permitan aprobar un paquete fiscal

en el Congreso que le dé viabilidad en el tiempo al reciente superávit del sector público, y 4) administrar el malestar social derivado de la fuerte reducción de ingresos reales y su consecuente capacidad de consumo de vastos sectores de la población.

El capital político obtenido por el gobierno en las últimas elecciones presidenciales le será de ayuda en la gestión de los últimos dos puntos, mientras que la evolución de la inflación en los próximos meses marcará el tenor de las dificultades a las que se enfrentará al encarar los primeros dos puntos.

Editor Reponsable
Lic. Fernando Amador Agra

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Lic. Mariano de Miguel

Director Académico
Lic. Diego Coatz

Redactor
Lic. Rodolfo López Warr

Asistentes
Lic. Noelia Lohay
Lic. Darío Tejero

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
<http://www.uces.edu.ar/>

Es una publicación periódica de INSECAP