

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 124 Julio de 2024

Tal y como se esperaba, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió en su última reunión no modificar la tasa de interés de política monetaria (actualmente en 5,25%/5,5%), la más alta en dos décadas. De las tres reducciones previstas para el año, probablemente ocurrirá una sola y será en septiembre. La dilación es entendible a partir del propio éxito de su política en los últimos meses: la tasa de inflación se encamina (lentamente) al objetivo del 2% anual sin que se haya resentido el nivel de actividad económica, el cual viene de crecer casi un 3% anual durante el último trimestre.

La incertidumbre de los próximos meses en la mayor economía del mundo no estará centrada, entonces, en la política monetaria sino en la fiscal y comercial. Es que la percepción generalizada de que Donald Trump regresaría a la Casa Blanca quedó desarticulada a raíz de la súbita candidatura de Kamala Harris que promete una contienda electoral más cerrada. La llegada de Trump auguraba más proteccionismo, más déficit fiscal y, en lo que a la Argentina concierne, una mayor probabilidad de que el FMI brindase fondos frescos a nuestro país que le permitiesen la eliminación del cepo. Por su parte, el posible arribo de Kamala Harris presagia quizás más gasto en salud y educación pública financiada con aumentos de impuestos a los ricos. Su agenda más vinculada al multilateralismo, la redistribución del ingreso, las políticas medioambientales y de mayores derechos a mujeres y minorías podría tener pocos puntos de contacto con la del gobierno argentino.

Luego del impulso por la aprobación de la ley Bases y el paquete fiscal, el gobierno encaró la segunda mitad del año con algunas reformulaciones de su política monetaria y cambiaría. Con el objetivo declarado de “exterminar” la inflación, el gobierno anunció que la base monetaria se mantendrá constante, para lo cual se propuso eliminar todas las fuentes de emisión de dinero. Tras seis meses de superávit fiscal tanto primario como financiero, “el grifo” que surgía del auxilio al Tesoro quedó cerrado. Luego fue el turno del grifo alimentado por los intereses de los pasivos remunerados del Banco Central, el cual también quedó cerrado a partir de la aparición de las Lefis (Letras Fiscales de Liquidez). Brevemente la deuda que tenía el Banco Central con la banca comercial pasó a manos del Tesoro, con lo cual el pago de intereses por dicho pasivo no se cubrirá con emisión sino con más esfuerzo fiscal. La venta de dólares por parte del Banco Central en el mercado de contado con liquidación se inscribiría, según el gobierno, dentro de la misma lógica, ya que sería para contrarrestar la emisión de pesos surgida de la compra de reservas internacionales en el mercado oficial.

Otra interpretación posible de esta última decisión puede ser también la de reducir la brecha cambiaria vía baja del precio de los dólares alternativos. El Banco Central logró bajar algo la brecha, comprimiéndola a cerca del 40% al costo, claro está, de dificultar su propia acumulación de reservas (durante junio y julio dejó de ser un comprador neto de dólares en el mercado cambiario como lo fue durante el primer cuatrimestre). Las reservas netas descendieron situándose en un nivel negativo cercano a los US\$5.000 millones. Estas dificultades en el mercado cambiario ocurren en un contexto de relajamiento del cepo cambiario (entre otras desregulaciones, disminuyó el tiempo de espera de los importadores para acceder al mercado de divisas).

Mientras el gobierno comienza a desandar el camino de la flexibilización del cepo cambiario, sin financiamiento externo y con escasas reservas, la actividad económica que ya no se contrae, tampoco muestra signos inequívocos de reactivación (que en tal caso se sabe que no será en “V”). El proceso de desinflación tuvo una pausa en junio, de la mano de los ajustes tarifarios de servicios públicos, pese a lo cual la inflación se ubicó debajo del 5% mensual, con una inflación núcleo a su vez por debajo del 4%. Las menores tasas de inflación permitieron una cierta recuperación del salario real, el cual aun así se ubicaría un 15% por debajo del de un año atrás.

I
**CONTEXTO
ECONÓMICO
INTERNACIONAL**

II
**ACTIVIDAD
ECONÓMICA
LOCAL**

III
**LA MARCHA
DEL PLAN
ECONÓMICO**

IV
**UNA
REFLEXIÓN
PARA EL
CIERRE**

CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

Estado Unidos: “Sin recesión a la vista”

La economía estadounidense creció más rápido de lo esperado durante el segundo trimestre, gracias al impulso del consumo y la inversión privada, al tiempo que la tasa de inflación implícita se desaceleró, dejando intactas las expectativas de un recorte de las tasas de interés por parte de la Fed en septiembre próximo. Concretamente, tras haber crecido 1,4% anualizado en los primeros tres meses del año, la primera estimación del PBI para el segundo trimestre marca un avance del 2,8% (un punto porcentual por encima de la tasa potencial de pleno empleo), superando las expectativas del mercado que esperaban un 2,0%. El consumo privado creció 2,3%, la inversión 8,4% y el gasto público 3,1%, mientras que las exportaciones tuvieron una contribución negativa, dado que el alza de las exportaciones del 2,0% fue más que compensada por el incremento de 6,9% de las importaciones.

Respecto de la dinámica de la inflación, acorde con lo que venían mostrando los diferentes indicadores, los precios implícitos del PBI avanzaron 2,3% anual, desacelerando respecto del 3,1% que habían marcado en el primer trimestre del año. Más aún, el PCE (índice de precios de gasto de consumo personal) bajó una décima respecto de mayo, ubicándose en junio en un 2,5% anual. Este índice de precios

moldea la tasa de política monetaria de la Reserva Federal y, si bien todavía está lejos del objetivo del 2% anual, sigue mostrando un sendero de descenso moderado, lo que junto con una economía robusta, cuyos datos están lejos de anticipar una recesión, permiten suponer que en septiembre próximo la Fed decidirá finalmente iniciar el descenso de tasas, tal como lo hiciera a mitad de año el Banco Central Europeo.

Precios de exportación: ¿para qué lado “sopla el viento”?

Dadas las dificultades para la acumulación de reservas internacionales a las que se viene enfrentando el Banco Central en los últimos dos meses, resulta útil indagar en la evolución de los precios de exportación de nuestras ventas al exterior. En el Gráfico 1 se puede observar el desempeño en el tiempo del IPMP (Índice de Precios de las Materias Primas), el cual mide la evolución de los precios internacionales de los *commodities* que representan cerca del 50% de las exportaciones de Argentina.

Se consideran los precios de los productos básicos agropecuarios (maíz, trigo, porotos de soja, pellets de soja, aceite de soja, cebada, carne bovina), petróleo (crudo) y metales (oro, cobre, aluminio primario y acero), ponderados según su participación en las exportaciones totales. Actualmente, los productos agropecuarios explican el 77% del índice, el petróleo el 13% y los metales el 10%.

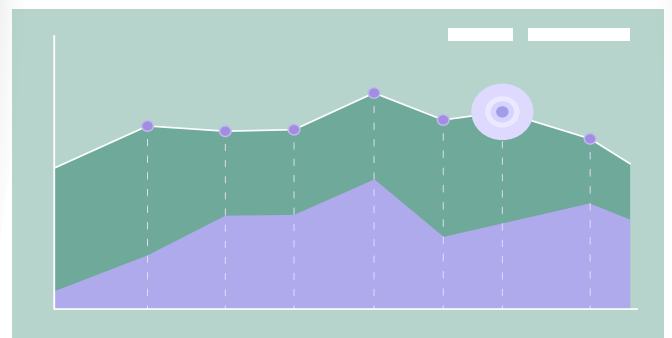
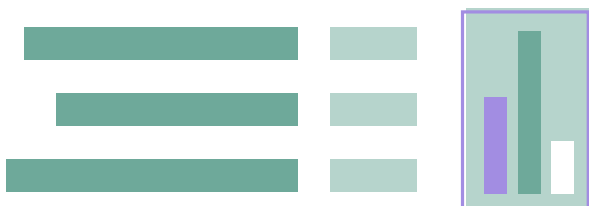


Gráfico 1. Evolución del Precio de Materias Primas (julio 2023–julio 2024)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA. Diciembre 2001 = 100.

Una buena noticia para la economía local es que tanto el precio del petróleo como el de los metales se ha incrementado desde la asunción del nuevo gobierno. En el caso del crudo, la suba en estos casi siete meses fue del 9,2%, mientras que para los metales el aumento fue aún mayor: del 14,2%. Sin embargo, se puede apreciar que el IPMP muestra una leve tendencia declinante, con una caída del 6,3% desde diciembre de 2023.

Es que la evolución del precio de los productos agropecuarios ha sido claramente negativa desde entonces: 8,9%. No resulta difícil entender sus causas: la soja en sus diversas presentaciones (pellets, porotos y aceite) tiene una participación en el IPMP de algo más del 40%. Durante el primer semestre, su precio descendió cerca de un 20%. De hecho, la buena performance de las ventas argentinas al exterior durante 2024 se debió a un incremento en las cantidades exportadas del 24% ya que los precios se redujeron casi un 8%.

¿Sabías que durante el primer semestre del año las importaciones se redujeron un 28% interanual?

Aun dejando de lado el sector energético (donde la contracción fue de más de un 50% producto del ahorro por la inauguración del gasoducto), la recesión se hizo (hace) sentir fuerte en las compras al exterior. Los datos de junio muestran fuertes caídas en los rubros principales: 38% en bienes intermedios, 35% en bienes de capital, 30% en bienes de consumo.

II ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

El Cuadro 1 nos muestra los indicadores sobre el nivel de actividad económica durante mayo y junio. Si bien cuando se hace una comparación interanual las caídas siguen siendo muy acentuadas, cuando el análisis es mensual y desestacionalizado, los números plantean que la economía habría encontrado su piso en abril, ya que durante mayo la mayoría de los indicadores de actividad muestran ligeras variaciones positivas. Parece todavía prematuro hablar de una recuperación dado que los indicadores adelantados de junio son ambiguos.

- El Índice de Precios al Consumidor registró una tasa de inflación del 4,6% mensual para junio que rompió con el proceso de desinflación ocurrido a largo de todo 2023, ya que su valor es superior al 4,2% de mayo.
- Dejando de lado los precios regulados, que aumentaron el último mes un 8% a raíz de los incrementos en las tarifas de los servicios públicos, el IPC núcleo mostró una suba del 3,7%, idéntica a la de junio.
- En mayo de 2024, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), en su indicador desestacionalizado mostró un aumento del 1,3%. Luego de que el indicador encadenara a varios meses consecutivos de contracción, la suba de mayo permite confirmar que en abril la economía habría encontrado su mínimo.
- Cuando se desagrega el EMAE por sectores, en mayo (y siempre en términos desestacionalizados en comparación con el mes anterior) la actividad industrial experimentó una suba del 1,1%, el comercio del 0,9%, la construcción del 2,6%, agricultura y ganadería del 1,6% y hoteles y restaurantes del 1,7%.

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)	may-24	1,3%	2,3%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	jun-24	4,6%	271,5%	INDEC
IVA Interno (*)	may-24	s/d	-14,2%	AFIP
Ventas en Supermercados	may-24	-3,3%	-9,7%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	may-24	s/d	-12,7%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	may-24	1,7%	-13,3%	INDEC
Confianza del Consumidor	jul-24	5,2%	-11,4%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	jun-24	s/d	-21,9%	CAME
Producción nacional de autos	jun-24	s/d	-40,2%	ADEFA
Índice construya	jun-24	9,7%	-32,0%	Grupo Construya
Despachos de cemento	jun-24	s/d	-32,8%	AFCP
Producción de acero crudo	jun-24	s/d	-35,0%	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 mayo de 2024 tuvo 22 días hábiles, mientras que el mismo mes de 2023 tuvo 20 días hábiles.

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

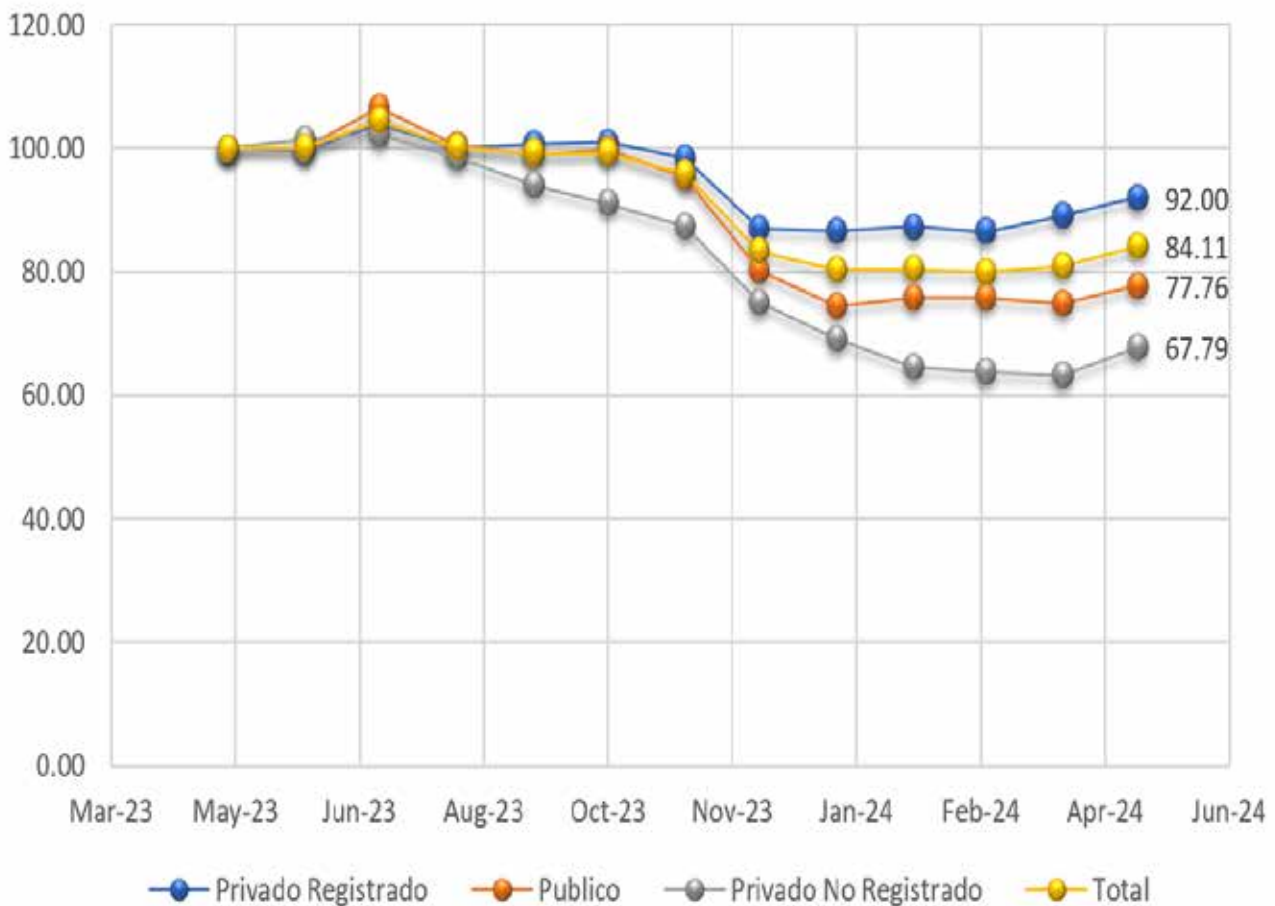
- No queda claro, por el momento, si mayo marcará el comienzo de una recuperación de la economía o solo un repunte temporal en el contexto de una economía estancada. Los primeros datos de junio no son concluyentes: por un lado, el índice "Construya" muestra un aumento del 9,7% y las ventas de concesionarias un 3,2%. Por el otro, la producción de acero, de autos, el consumo de electricidad, las ventas minoristas y la confianza del consumidor exhiben números "en rojo".
- Por último, si bien el gobierno logró hilvanar un nuevo mes con superávit fiscal, los datos

de la recaudación de junio no fueron buenos. En términos interanuales, la reducción fue del 14% real. Si se excluyen los tributos vinculados al comercio exterior, la baja trepa al 17%, dato que señala la crudeza de la recesión.

¿Sabías que durante mayo los salarios por segundo mes consecutivo le ganaron a la inflación?

La suba de los salarios fue de un 3,9% en términos reales que se agrega al 1,3% del mes anterior. Por supuesto, el poder adquisitivo de los trabajadores se venía reduciendo de forma acentuada. La pérdida del poder de compra de los salarios es del 12,3% en relación con noviembre, y de un 15,9% respecto de hace un año (mayo 2023).

Gráfico 2. Evolución del Salario Real durante el último año (Mayo 2023 = 100)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.



LA MARCHA DEL PLAN ECONÓMICO

Mientras la política fiscal del gobierno de carácter contractivo avanza sin cambios (seis meses consecutivos de superávit fiscal tanto primario como financiero con una reducción interanual del gasto público del 32% durante el primer semestre), sí hubo novedades en lo monetario y fiscal.

- Los pasivos remunerados en pesos del Banco Central, esto es, los Pases (ex Leliqs) desaparecieron por completo. Habían perdido relevancia debido a: 1) su licuación a partir de la fijación de una tasa de interés sistemáticamente por debajo de la tasa de inflación y 2) su gradual reemplazo por bonos de corto plazo del Tesoro, las Lecap (hacia los cuales los bancos habían migrado ya que tenían una opción de venta al Banco Central que servía como garantía).
- Esas opciones de venta que tenían los bancos comerciales y que podían ejercer eventualmente contra el Banco Central (“puts”) fueron en su mayor parte (75%) recomprados por el Banco Central, reduciendo la probabilidad de emisión futura por tal evento.
- A su vez, a mediados de julio, los Pases remanentes fueron eliminados por completo. Los bancos comerciales ya no tendrán como acreedor a la autoridad monetaria sino al Tesoro, a través de las Lefis, las cuales capitalizan intereses diariamente y vencen dentro de un año. La tasa de interés de estas letras la fijará, no obstante, el Banco Central.
- Con este cambio, el Banco Central se asegura que, en caso de que quiera aumentar la tasa de interés de política monetaria, podrá hacerlo sin verse obligado a emitir pesos para pagar dichos intereses. Desde

ahora, una suba de la tasa no tendrá impacto sobre la cantidad de dinero en circulación, pero sí sobre las finanzas del Tesoro, que es quien pagará en adelante los intereses (con mayor recaudación impositiva o bien con menor gasto público). Por el momento, dicha tasa continúa en el 40% nominal anual.

- La disminución (vía licuación) y traspaso de los pasivos remunerados del Banco Central al Tesoro (a través de las Lecaps y las Lefis) no solo mejoró la hoja de balance de la autoridad monetaria, sino que, además, suprimió la emisión endógena de pesos.
- A fin de eliminar otra de las fuentes de emisión, el Banco Central anunció la “esterilización” de los pesos emitidos por la compra de reservas internacionales en el mercado de cambios oficial realizadas desde el 30 de abril en adelante. En otras palabras, si el Banco Central le compra un millón de dólares a los exportadores a cambio de la emisión de AR\$930 millones, entonces, luego, para anular dicha emisión de pesos procederá a vender en el mercado MEP o CCL la suma de US\$715.384 (el ejemplo supone que la cotización del dólar alternativo es de \$1.300 y la del dólar oficial \$930).
- No queda claro si la intención de esta medida es la de anular otra de las fuentes de emisión de pesos o bien es la de reducir la brecha cambiaria a través de la baja en el precio del dólar MEP o CCL. En cualquier caso, implica que la acumulación de reservas internacionales será una empresa aun más ardua, dado que siguiendo el ejemplo anterior, el Banco Central podría retener para sus arcas solamente 0,29 dólares por cada dólar adquirido en el mercado oficial. Lógicamente, si la brecha se comprime, menor sería la acumulación.
- El Banco Central anunció que dispondrá para esta política de esterilización hasta \$2,4 billones (US\$1.800 millones). A pocos días de implementada la medida, los resultados parciales fueron los esperados: baja

de precio de los dólares alternativos y mayores dificultades para la adquisición de reservas.

- Estas mayores dificultades tienen lugar en un mercado cambiario que comienza a levantar restricciones y regulaciones. Es que el Banco Central anunció un relajamiento del cepo cambiario que, a grandes rasgos, reduce los plazos para que las empresas accedan al mercado oficial de cambios para el pago de importaciones.
- Desde agosto el grueso de las importaciones ya no se pagará en cuatro cuotas a los 30, 60, 90 y 120 días desde el ingreso aduanero, sino que será posible hacerlo en dos cuotas a los 30 y 60 días respectivamente. Además, se les permitió a los exportadores de servicios liquidar en el mercado CCL un mayor monto de dólares, a la vez que se eliminaron restricciones para el acceso al dólar MEP a quienes recibieron ayuda estatal durante la pandemia, o bien tienen subsidiada la tarifa de los servicios públicos.

(repelida por el cepo cambiario) se muestran como los potenciales motores de un despegue de la economía.

Es probable que el blanqueo de capitales en primera instancia y las inversiones en minería y energía bajo el amparo del RIGI más adelante doten a la economía de una entrada de dólares que necesita con premura. Es que, sin financiamiento externo por el momento y con cepo cambiario, la imposibilidad del Banco Central de acumular reservas genera dudas sobre la viabilidad de la política cambiaria. Alguna pieza parece no encajar en el esquema de *crawling peg* al 2% mensual, liquidación de exportaciones al dólar *blend*, venta de divisas en los mercados alternativos y cepo cambiario.

IV UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

Luego de varios meses con una inflación muy elevada, que la tasa de inflación núcleo tienda a converger a la tasa del 2% mensual a la que aumenta el tipo de cambio oficial o al menos a una tasa algo mayor que represente la inflación inercial, proporciona cierta estabilidad, a partir de la cual puede expandirse el crédito o producirse cierta mejora del salario real. Una recuperación del poder adquisitivo de las familias, acompañada de un mayor acceso al crédito, podría dar impulso a una eventual reactivación. Ni el sector público (en franca contracción), ni el sector exportador (con precios internacionales que no acompañan y un peso apreciado) ni la inversión extranjera

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