

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 125 Agosto de 2024

Mientras el debate en torno a la política monetaria de la Reserva Federal se centra en la magnitud del recorte de la tasa de interés que se espera para la llegada del próximo otoño boreal, la economía de Estados Unidos continúa mostrando una tasa de inflación estabilizada en el orden del 2,5% anual (2,6% la núcleo), a la vez que un nivel de actividad que no se resiente. La nueva estimación del crecimiento económico para el segundo trimestre marca una expansión del 3% del PBI. Resulta, pues, más probable que el recorte en la tasa de interés sea de 0,25% (25 puntos básicos).

Tal vez los desafíos económicos más importantes del nuevo gobierno estadounidense tengan que ver con la reiteración y magnitud de sus déficits gemelos. En 2023, el déficit comercial de EE.UU. alcanzó el 2,9% del PBI, cifra que se viene repitiendo en los últimos años, incluso dejando de lado los años de pandemia. El rojo de más de 70 mil millones de dólares mensuales aparece indirectamente en la agenda de los candidatos presidenciales, a partir de su atención sobre el déficit bilateral con China. Más proteccionismo parece ser la solución, en particular del lado republicano. Pero el problema quizás más preocupante debiera ser el del déficit fiscal. A dos meses del cierre del año fiscal, el déficit ya superó los US\$1,5 billones (solo en julio alcanzó los US\$245 mil millones). Ninguno de los dos candidatos parece particularmente inquieto por el desequilibrio presupuestario.

Uno de los logros más importantes del gobierno argentino es precisamente la consolidación de un superávit fiscal tanto primario como financiero. Aunque julio se convirtió en el primer mes con déficit financiero, la estimación para todo el año es que habrá superávit y que se ubicará cerca del 1% del PBI. El esfuerzo fiscal viene descansando como se sabe sobre el lado del gasto, el cual durante los primeros siete meses del año se redujo en términos reales un 31% interanual (en julio 24%), mientras que los ingresos se redujeron un 5% real interanual (tanto en julio como en el acumulado del año). La reducción de la alícuota del impuesto PAIS a partir de este mes pondrá más presión sobre los ingresos, lo cual debería ser compensado con la entrada en vigor del paquete fiscal: restauración del impuesto a las ganancias a las personas físicas, adelanto de bienes personales, blanqueo y moratoria impositiva. Para el año 2025, la eliminación total del impuesto PAIS deberá compensarse con un salto de la recaudación derivado de una recuperación de la actividad económica, o bien con alguna poda adicional del gasto.

La disminución en la alícuota del impuesto PAIS debe entenderse en el marco de los esfuerzos del gobierno por avanzar con el proceso de desinflación. El aumento del tipo de cambio nominal del 2% mensual y cierta recomposición del salario real vienen generando una resistencia a la baja en la tasa de inflación núcleo, la cual se encuentra asentada en la zona del 3,7% en los últimos tres meses.

Si bien agosto comenzó con mucha volatilidad e incertidumbre por el desplome bursátil de Japón, fue un mes en el cual predominó la calma y cierta estabilidad en los frentes cambiario y financiero. Los dólares alternativos como el CCL terminaron el mes casi sin cambios de precio respecto de julio, la brecha cambiaria se comprimó ligeramente hacia la zona del 35% y el riesgo país se redujo un 4%, perforando los 1.500 puntos básicos.

Tras los resultados negativos de junio y julio, cuando tuvo que desprenderse de US\$230 millones, el Banco Central pudo durante agosto comprar divisas por un monto de US\$380 millones, cifra que, si bien corta la racha vendedora del último bimestre, pone de manifiesto las dificultades que enfrenta para la acumulación de reservas internacionales.

La actividad económica no muestra todavía señales inequívocas de recuperación, con un desempeño sectorial heterogéneo. Cabe destacar la recuperación del crédito bancario al sector privado (aumento de casi 37% real en los últimos tres meses) que, sumado a la lenta pero persistente recuperación del salario real (1,5% en junio), predicen una cierta recuperación del consumo para el último cuatrimestre del año.

I
**CONTEXTO
ECONÓMICO
INTERNACIONAL**

II
**ACTIVIDAD
ECONÓMICA
LOCAL**

III
**ESTRUCTURA
DE LAS
EXPORTACIONES
ARGENTINAS**

IV
**UNA
REFLEXIÓN
PARA EL
CIERRE**

CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

Todas las señales indican que, en la próxima reunión de la Reserva Federal (FED) en septiembre, podría ocurrir la primera reducción de la tasa de interés en 25 puntos básicos, llevándola a un rango de 5% a 5,25%. Este cambio se debe a los puntos anticipados en la editorial: la tasa de inflación medida a través del PCE (Índice Personal de Precios al Consumidor) se está consolidando a la baja y el crecimiento económico sigue siendo sólido, lo que indica que la economía norteamericana podría lograr reducir la inflación al objetivo del 2% anual con un aterrizaje suave (*“soft landing”*), es decir, sin recesión económica.

Si todavía no se ha alcanzado la meta de inflación, ¿por qué se planea la reducción de la tasa de interés? Entendemos que la FED no ha dejado de lado el mandato dual, y el nivel de empleo en Estados Unidos está empezando a mostrar algunas señales de debilitamiento. Esto se refleja en la tasa de desempleo, que en julio subió al 4,3%, aumentando por cuarto mes consecutivo. Esta escalada en el desempleo es, en parte, consecuencia del aumento de la oferta laboral ocasionado por la inmigración.

Además del desempleo, la actividad económica podría debilitarse debido al aumento del déficit comercial de bienes en un 6,3%. Este aumento se debe a un crecimiento en las importaciones de bienes, según indica el informe de la Oficina del Censo del Departamento de Comercio. Se estima que las empresas decidieron adelantar importaciones en previsión a una posible elección de Donald Trump, quien se mostró a favor de políticas proteccionistas, como el incremento de aranceles.

Del otro lado del Pacífico, Japón está experimentando su segunda subida de tasa de interés este año. En esta ocasión, se incrementó en 15 puntos básicos, llevando la tasa a 0,25%. El Banco de Japón (BoJ) aprovecha el crecimiento de su actividad económica y la inflación global para salir definitivamente del ciclo de tasas negativas. Además, el BoJ confirmó la reducción progresiva de la compra de bonos estatales, como parte de un conjunto de medidas que tienen como objetivo llevar la inflación anual al 2%.

Con una tasa de inflación interanual en julio del 2,7% y un crecimiento de la actividad del 0,8% en el segundo trimestre, se decidió aplicar esta nueva suba de tasa. En un entorno diferente del del resto del mundo, Japón aprovecha las favorables condiciones macro para normalizar su economía. Se estima que se mantendrán estas políticas en caso de que continúe el escenario positivo.

El yen viene de una fuerte apreciación contra el dólar durante julio pasado (ver Gráfico 1). Dado el cambio de tendencia en EE.UU., más la novedosa suba de tasas impulsada por Kazuo Ueda, el presidente del BoJ, se despertó un interés global por la demanda de la moneda asiática. Aunque todo se esté alineando para seguir en la normalización de la política monetaria, esta apreciación de la moneda tiene sus consecuencias, considerando que el costo de vida y los salarios se han incrementado.

Es importante destacar, en un contexto de tasas altas, que el yen ha sido un vehículo para el endeudamiento muy barato del resto del mundo, y el cambio en la política monetaria ha producido una importante volatilidad en la moneda.

Gráfico 1. Evolución del tipo de cambio nominal yen por dólar (mayo a agosto 2024)



Fuente: Elaboración propia en base a <https://es.investing.com>

¿Sabías que hay más de un índice de precios que mide la inflación en EE.UU.?

Por un lado, tenemos el Índice de Precio al Consumidor (IPC) que mide la evolución promedio de los precios de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares, normalmente utilizado para determinar la inflación de una economía. Sin embargo, para este informe utilizamos el Índice Personal de Precios al Consumidor (PCE). Este índice es el preferido por la FED para determinar la inflación objetivo, debido a que excluye la volatilidad de los precios provenientes de alimentos y energía.

desestacionalizado, los números plantean un desempeño irregular. Sectores como el agro y la pesca traccionan la economía, la construcción comienza a mostrar una recuperación sostenida desde niveles muy bajos, el comercio continúa deprimido (salvo en los centros comerciales) y la industria, luego del repunte de mayo, se ubica en un nivel similar al de marzo.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

El Cuadro 1 nos muestra los indicadores sobre el nivel de actividad económica durante junio y julio. Si bien cuando se hace una comparación interanual las caídas siguen siendo intensas, cuando el análisis es mensual y



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)	jun-24	-0,3%	-3,9%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	jun-24	4,0%	263,4%	INDEC
IVA Interno (*)	jul-24	s/d	-13,5%	AFIP
Ventas en Supermercados	jun-24	-3,3%	-7,3%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	jun-24	s/d	0,7%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	jun-24	-0,5%	-14,5%	INDEC
Confianza del Consumidor	ago-24	6,3%	-6,8%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	jul-24	s/d	-15,7%	CAME
Producción nacional de autos	jul-24	s/d	-9,8%	ADEFA
Índice construya	jul-24	12,1%	-16,5%	Grupo Construya
Despachos de cemento	jul-24	s/d	-14,4%	AFCP
Producción de acero crudo	jul-24	s/d	-9,2%	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 julio de 2024 tuvo 22 días hábiles, mientras que el mismo mes de 2023 tuvo 21 días hábiles.

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

- El Índice de Precios al Consumidor registró una tasa de inflación del 4% mensual para julio, que retomó el proceso de desinflación ocurrido a largo de todo 2024, ya que su valor es inferior al 4,8% mensual de junio.
- Dejando de lado los precios regulados que aumentaron el último mes un 4,3%, a raíz de los incrementos en las tarifas de los servicios públicos, el IPC núcleo mostró una suba del 3,8%, idéntica a la de junio. Dicha serie encadena tres meses consecutivos prácticamente sin cambios, lo cual evidencia las dificultades del proceso de desinflación.
- En junio de 2024, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), en su indicador desestacionalizado mostró una leve contracción del 0,3%. Luego de la fuerte caída de la actividad durante el primer trimestre, durante el segundo el comportamiento parece haber sido el de una actividad económica que encontró su piso, pero no logra despegar.
- Si se hace un análisis sectorial, el IPI (Índice de Producción Industrial) en junio mostró una caída desestacionalizada del 1,6% (el acumulado del año da 16,1%), con un uso de la capacidad instalada que ya se ubica por debajo del 55%.
- El comercio muestra un patrón similar. En junio, tanto las ventas en supermercados como en autoservicios mayoristas, se redujeron (3,3% y 0,5%, respectivamente). Pero las ventas a precios constantes en los centros comerciales (*shopping centers*) mostraron una suba del 0,7%.

- Por su parte, la construcción tuvo, según el ISAC (Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción) un crecimiento en junio del 2,7% (aunque arrastra una retracción acumulada durante el año del 32,7%). Ese crecimiento parece haberse reforzado en julio, ya que el Índice Construya muestra un crecimiento mensual aún mayor del 12%. Probablemente la estabilización de la economía y la consecuente reaparición del crédito le esté brindando un impulso al sector.
- Por último, julio significó el primer mes del año con déficit fiscal financiero para el Estado Nacional, que –aun así– logró preservar su superávit fiscal primario. Los ingresos reales se redujeron un 5% interanual. La contracción real del gasto primario fue de un 24% interanual durante julio, poda inferior a la del primer semestre.

¿Sabías que, de haberse mantenido inalterada la alícuota del impuesto PAIS, su recaudación para 2024 hubiese equivalido al 1,13% del PBI, monto mayor al superávit fiscal financiero proyectado para todo el año en torno al 0,9%?

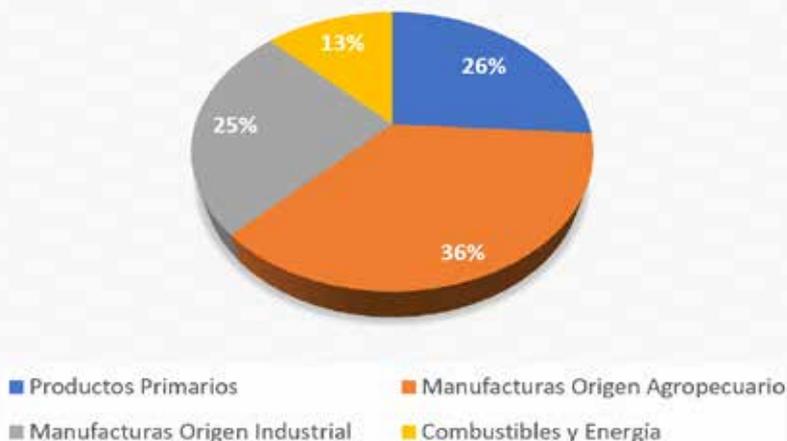
A partir de septiembre la alícuota se redujo para el caso de las importaciones del 17,5% al 7,5%, lo cual implicará un costo fiscal de entre 0,13% y 0,18% del PBI (o sea, entre un 15 y 20% del superávit anual).

ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES ARGENTINAS

Luego de un 2023 signado por la sequía, las ventas al exterior se han recuperado durante 2024. Transcurridos los primeros siete meses del año, el valor de las exportaciones se incrementó un 14,8% respecto del año pasado, superando los US\$45 mil millones. Se estima que al finalizar el año las exportaciones podrían trepar hasta los US\$78 mil millones, cifra US\$10 mil millones inferior al récord absoluto de 2022, pero que igualmente representaría un valor muy elevado.

Cuando se analiza su composición, el comportamiento ha sido heterogéneo: mientras que las ventas externas de productos primarios crecieron un 36,3% interanual y los combustibles un 28,5%, las manufacturas perdieron peso relativo. Respecto de 2023, las de origen agropecuario se incrementaron un 12,1% mientras que las de origen industrial directamente disminuyeron un 2,7%. El Gráfico 2 nos presenta una foto de la composición actual de las exportaciones, según dicha clasificación.

Gráfico 2. Composición de las exportaciones argentinas según grandes rubros (participación porcentual enero 2024–julio 2024)



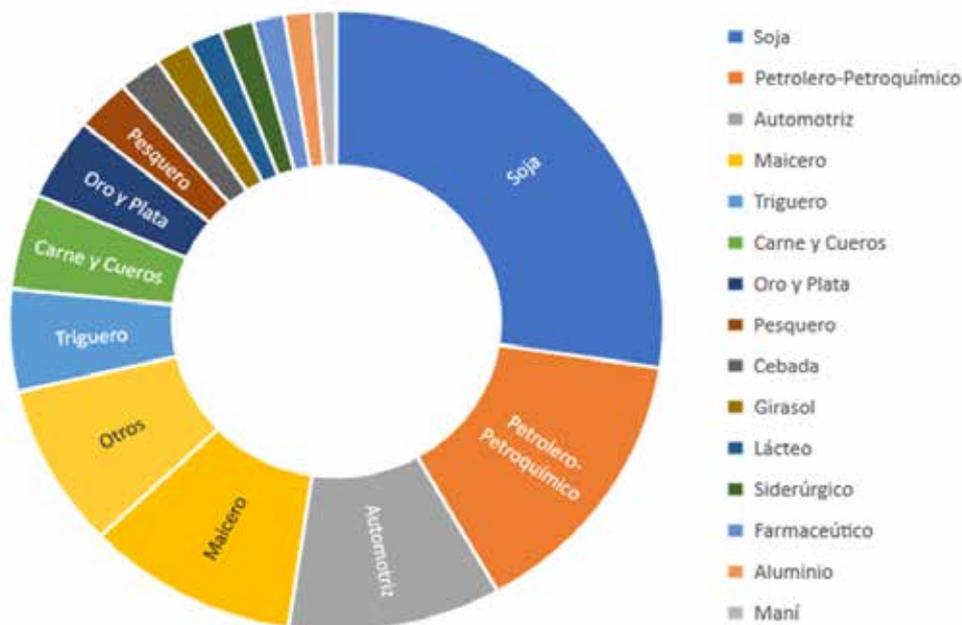
Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Cabe aclarar que, dentro de los productos primarios, más del 60% es explicado por los cereales. En cuanto a los combustibles, el 55% se corresponde al petróleo crudo, de gran crecimiento el último año impulsado por la expansión de Vaca Muerta. Por otro lado, los vehículos constituyen el principal bien exportado dentro de las manufacturas de origen industrial con un 37%, mientras que los residuos y desperdicios de la industria alimen-

ticia (harina y pellets de soja) explican el 41% de las manufacturas de origen agropecuario.

Resulta interesante abrir la composición de las exportaciones de acuerdo con el complejo económico al que pertenecen. El Gráfico 3 nos brinda dicha información. Como era de imaginarse, el principal complejo exportador de la Argentina es el de la soja, con un 25,6% de participación relativa.

Gráfico 3. Participación relativa de los complejos exportadores argentinos (primer semestre 2024)



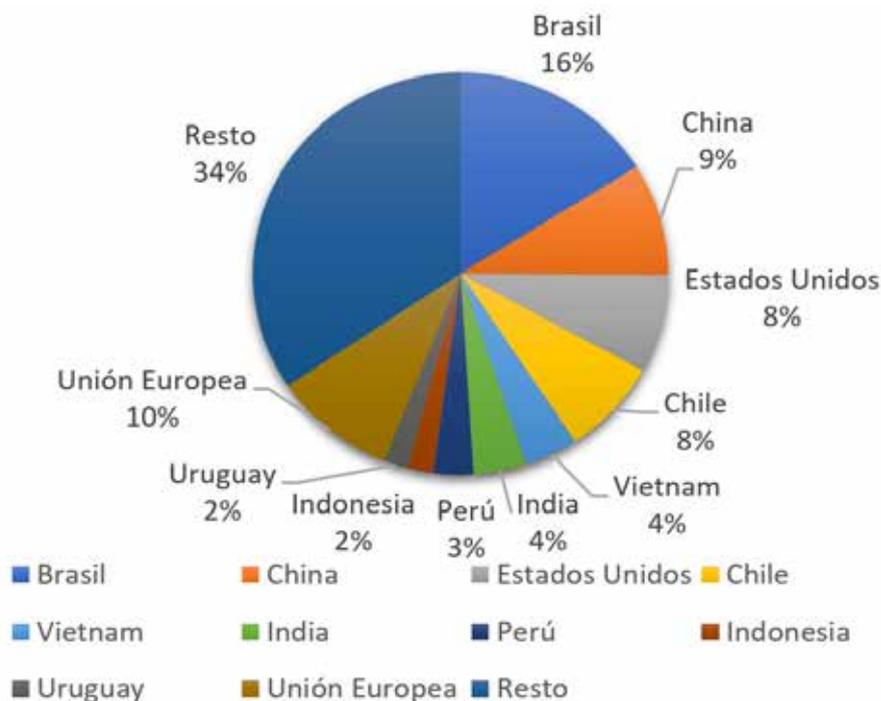
Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- Aproximadamente el 82% de las exportaciones del complejo sojero estuvo constituido por harina, pellets de soja y aceite de soja. El grueso de estas exportaciones es enviado a Asia: China, India y Vietnam.
- El complejo petrolero/petroquímico es el siguiente en peso relativo, ya que aporta el 13,4% del total exportado. Hasta el año pasado era importador en términos netos. Sus principales ventas están dadas por los envíos de petróleo (básicamente a EE.UU.), gas (a Chile) y productos petroquímicos (a Brasil).
- El complejo automotriz, que era el segundo en importancia hasta 2023, tiene actualmente una participación relativa del 9,8% en el total exportado. Casi el 70% de sus ventas tiene como destino a Brasil y es explicado por los camiones.
- Los siguientes en importancia relativa son el complejo maicero (9,8%), triguero (5%), el de carne y cueros bovinos (4,6%), y el de oro y plata (4%). Los restantes complejos aportan menos del 3% de forma individual.

Finalmente, podemos analizar las exportaciones argentinas a partir de su destino. Como puede verse en el Gráfico 4, los principales socios comerciales de la Argentina durante 2024 son Brasil, la Unión Europea, China, Estados Unidos y Chile.



Gráfico 4. Destino de las exportaciones argentinas (enero 2024–julio 2024)



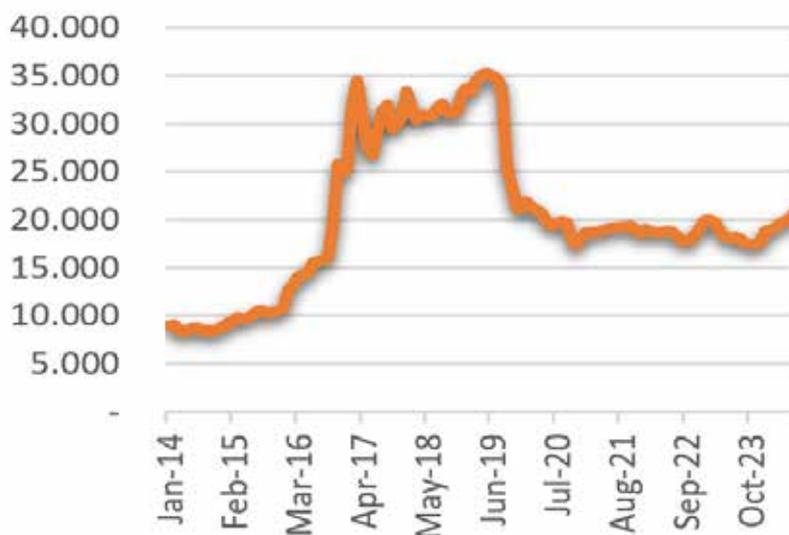
Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- Respecto de Brasil, los principales productos de exportación lo conforman los vehículos terrestres (tanto camiones como autos) y es el corazón de las manufacturas de origen industrial. La balanza comercial bilateral está prácticamente equilibrada.
- El comercio con Chile es superavitario y el grueso de las exportaciones son explicadas por el gas. Las exportaciones a Estados Unidos vienen creciendo de la mano del petróleo crudo mientras que, para el caso de China, la mitad de las exportaciones son productos primarios (cereales y soja) y luego le sigue la carne, y las grasas y aceites.

¿Sabías que, desde la sanción de la ley Bases que incluyó un blanqueo impositivo, los depósitos en dólares del sector privado en el sistema bancario aumentaron en US\$1.328 millones?

Buena parte de esa suba (de US\$17.917 a US\$19.245 millones) cabe suponer se asocia a la exteriorización de dólares en efectivo del sector privado, tendiente a aprovechar las ventajas impositivas del blanqueo. Durante septiembre este fenómeno debería acelerarse. En cualquier caso, la recuperación de los depósitos en dólares viene sucediendo durante todo 2024 como muestra el Gráfico 5.

Gráfico 5. Evolución de los depósitos bancarios totales en moneda extranjera 2014–2024 (promedio mensual en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central.

UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

Visto en perspectiva, el acortamiento en el calendario de pagos de las importaciones (de un esquema de pagos en cuatro cuotas a los 30, 60, 90 y 120 días se pasó a otro de dos cuotas a los 30 y 60 días) tenía como intención central no tanto una flexibilización en el acceso al mercado cambiario que redunde en el levantamiento gradual del cepo, sino más bien el de adelantar y asegurar la recaudación del impuesto PAIS, el cual desaparecerá a partir de 2025. La percepción de que el cepo cambiario no se levantará a corto plazo luce cada vez más probable.

A la espera de un nuevo acuerdo con el FMI (con Trump en la Casa Blanca) que garantice la llegada de fondos frescos, o bien una fuerte entrada de dólares vía un eventual éxito del RIGI, el gobierno parece decidido, mientras tanto, a continuar con su política cambiaria actual (*crawling peg* al 2% mensual, dólar “blend” para exportaciones, intervención en la brecha y tipo de cambio real en declive), que

colabora con el proceso de desinflación pero que sacrifica la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA y, en consecuencia, dificulta el levantamiento de las restricciones cambiarias. El año 2025 se vislumbra tal vez (otra vez) como un año de “crecimiento (recuperación) con cepo”.

Por otro lado, la reciente sanción de una nueva ley para el ajuste de jubilaciones y pensiones (que implica una recuperación del 8% en los haberes reales y, a la vez, un deterioro de las cuentas públicas) junto con la ley que busca blindar el presupuesto universitario del efecto inflacionario (recuperación salarial mediante) permiten extraer alguna conclusión más allá de su posterior veto. El ajuste del gasto público real será más arduo de mantener en el futuro, no tanto por una fatiga social que le quita apoyo a la política de austeridad (el gobierno mantiene aún elevados índices de aprobación) sino más bien por la conformación de circunstanciales alianzas legislativas, que comienzan a ejercitarse en la configuración de una agenda propia que el oficialismo, con una evidente debilidad política, no logra impugnar.

Editor Responsable
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