

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

A nivel mundial, el avance de la pandemia del COVID-19 se estabilizó en torno a 260.000 nuevos casos por día desde fines de julio. Esta dinámica se explica mayoritariamente por el amesetamiento en los dos principales países afectados durante junio y julio: Estados Unidos y Brasil. En paralelo, algunas naciones europeas transitan por una suba significativa de casos aunque no de fallecimientos, en marcado contraste con la situación sufrida en marzo y abril. India es el nuevo epicentro mundial de contagios, mientras el mundo espera ansioso por una vacuna que permita comenzar a dar vuelta esta triste página de nuestra historia reciente. La feroz carrera entre países y empresas por la vacuna y el reciente anuncio de que Argentina fabricará, junto con México, la versión de Oxford, permiten esperar que para los primeros meses de 2021 podamos proteger a los grupos más vulnerables de la población (adultos mayores, personal de salud y personas con enfermedades crónicas) y, así, recuperar la capacidad del sistema sanitario y reducir la letalidad del virus.

En nuestro país, el AMBA cumple cinco meses en aislamiento con la curva de casos estabilizada en la Ciudad en torno a 1.000–1.200 por día, pero que continúa subiendo en el Conurbano Bonaerense. La intensificación de la cuarentena durante los primeros 19 días de julio apenas se sintió en la actividad económica, que continuó su camino de recuperación respecto del piso alcanzado en abril. En las últimas semanas, la expansión de los contagios se intensificó en otras provincias del interior del país como Jujuy, Mendoza, Córdoba, Entre Ríos, La Rioja, Salta y Santa Fe.

En el plano económico, la noticia más importante del mes es, sin dudas, el arreglo con los tres principales grupos de acreedores de bonos de la deuda externa emitida bajo legislación extranjera. Este acuerdo representa un gran paso para normalizar la irregular situación crediticia del país, otorgar un marco de sostenibilidad a los futuros desembolsos de intereses y capital, y allanar el horizonte para, más temprano que tarde, volver a los mercados de deuda voluntarios. La inminente (y dura) negociación con el FMI para refinanciar los US\$44.000 millones que Argentina debe devolver en los próximos 4 años será el último capítulo de este difícil camino que nos queda por transitar.

Sin embargo, el clima de optimismo económico por la resolución del capítulo con los acreedores privados duró poco. La caída en la brecha entre el dólar oficial y las cotizaciones alternativas fue efímera. A pesar de los estrictos controles para habilitar el acceso al dólar oficial a los importadores y de los sucesivos superávits en la balanza comercial, el Banco Central no logra incrementar las reservas internacionales en su poder (que estuvieron estancadas alrededor de US\$43.000 millones durante todo el año). ¿El motivo? Las escasas liquidaciones de exportaciones, los pagos por deuda comercial por adelantos de los importadores y la perseverante demanda de los 200 dólares para ahorro por parte de ahorristas individuales, que en junio superaron los 3,3 millones de argentinos y se espera que durante julio esa cifra se aproxime a 4 millones.

En este contexto, el principal desafío de la política económica continúa siendo reducir la incertidumbre para moderar las expectativas de depreciación del peso para que el ahorro de los argentinos se pueda mantener en instrumentos en moneda nacional y, de esta forma, descomprimir la demanda de dólares. La crisis cambiaria transcurrida entre abril de 2018 y agosto de 2019, y la posterior suba de los tipos de cambios alternativos (luego del desdoblamiento del mercado de cambios) brindaron una pésima enseñanza pensando en lo que viene para millones de argentinos: el que apostó al dólar, ganó.

I) EL MUNDO, DE A POCO, VUELVE A LA “NORMALIDAD”

Durante marzo y abril, la crisis económica mundial desatada por la pandemia del COVID-19 se manifestó a través del fortalecimiento del dólar estadounidense frente al resto de las monedas. Durante julio y la primera quincena de agosto, el paulatino retorno de Europa, China y Japón a la nueva normalidad permitió reactivar sus economías y, con ellas, recuperar el terreno perdido frente al dólar. En efecto, desde el piso alcanzado hacia fines de mayo a hoy, el euro se revalorizó 8,6% frente al dólar; la libra esterlina, 8,4%; el yen, 4,1% y el yuan, 3,1%. El mismo efecto también ocurrió en la mayoría de los países de la región: el peso mexicano se apreció 12,8% respecto del dólar en comparación con el pico alcanzado a fines de marzo, el Real brasileño, 8,2% y el peso chileno, 8,1%. Esta dinámica resulta beneficiosa para Argentina pues le permite ganar parte de la competitividad cambiaria que necesita para alcanzar los superávits de cuenta corriente que necesita para estabilizar su frente financiero y cambiario.

¿Sabías que en España y Francia desde hace unas semanas se registran rebrotes, pero prácticamente sin fallecimientos? Mientras en los peores momentos de marzo, España promediaba 9.000 nuevos casos y 866 fallecimientos diarios, en la actualidad se registran 3.200 contagios por día (alrededor del 35%) con solo 15 muertos por día. Una dinámica similar se registra en Francia: mientras a principios de abril había 4.500 contagios y 975 muertes por día, en la última semana se promediaron 2.000 nuevos casos y solo 12 fallecimientos por día.

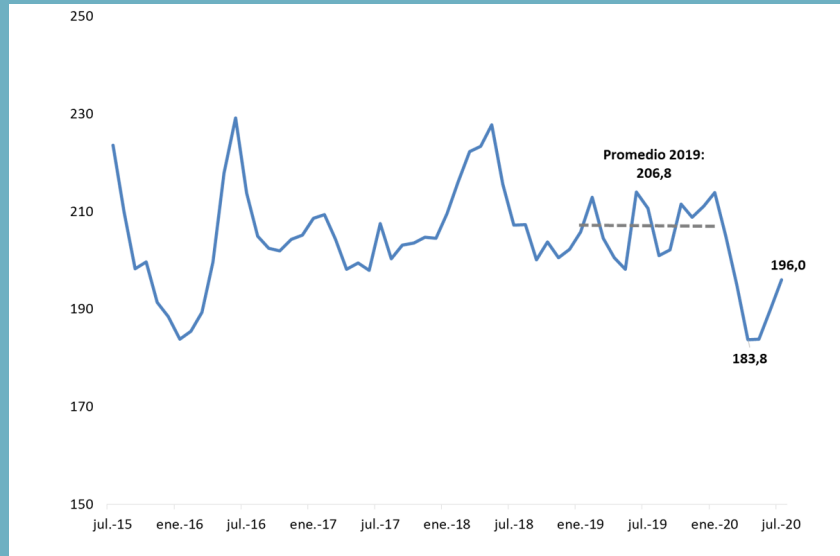
A nivel mundial, la actividad industrial continuó su recuperación durante julio en comparación con los peores momentos de la pandemia, aunque aún se encuentra sustancialmente por debajo de los niveles registrados para el año anterior. Se trata de la profundización de la dinámica observada en junio, cuando China fue uno de los pocos países del mundo con un mayor nivel de producción industrial interanual (+5,1%), mientras el resto de las economías mundiales experimentaron caídas sustancialmente menores que las de marzo y abril: Corea del Sur de -0,4%, Brasil de -10,1%, Estados Unidos de -11,2%, Alemania de -14,5% e Italia de -14,7% (en Argentina la contracción industrial fue de 6,6% versus 33,4% de abril).

Otra de las manifestaciones de la superación de los peores momentos de la pandemia constituye la recuperación de los precios internacionales de los *commodities* en comparación con el piso tocado en abril de 2020. El gráfico 1 a continuación muestra la evolución desde julio de 2015 a la actualidad de los precios internacionales de una canasta de bienes representativa de las exportaciones argentina elaborado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). En primer lugar, se puede observar la relativa estabilidad de los precios en los últimos 5 años, salvo los picos de mediados de 2016 y 2018. En segundo lugar, queda en evidencia que durante los peores momentos de la pandemia (abril y mayo) los precios internacionales cayeron 11,1% en relación con el promedio registrado en el año 2019. Desde entonces, la recuperación del nivel de actividad mundial trajo aparejada el incremento de los precios de las materias primas: para julio de 2020 ya recortaron la mitad de la caída previa.



Gráfico 1. Precios Internacionales de las Materias Primas: 2018 a 2020

En índice base 100 = diciembre de 2001



Fuente: elaboración propia en base a datos de Banco Central de la República Argentina.

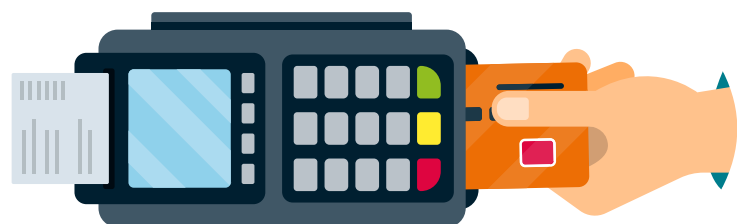
En adelante, los mayores interrogantes a nivel mundial gravitan en torno a la posibilidad de continuar con el proceso de recuperación sin sufrir interrupciones por rebotes que provoquen el colapso del sistema de salud. Dicha dinámica debería traer aparejada el restablecimiento de los flujos comerciales, la suba de los precios internacionales de los *commodities* y la recuperación del resto de las monedas frente al dólar estadounidense, en un contexto donde se descuenta la continuidad por los próximos años de los estímulos monetarios de la FED (en otras palabras, bajas tasas de interés en EE.UU.). Todas las previsiones sostienen que los flujos turísticos internacionales serán los últimos en completarse a los niveles pre-pandemia, recién para los años 2022 y 2023.

II) LA ECONOMÍA LOCAL A LA ESPERA DE LA VACUNA

Argentina transita por una dinámica similar a la del resto del mundo, con la diferencia de que la curva de casos ha crecido lenta pero sostenidamente desde el inicio de la pandemia, sin alcanzar el colapso del sistema de salud (o, al menos, hasta ahora). El cuadro 1 presenta una serie de indicadores

adelantados del nivel de actividad para julio, que confirman la continuidad de lo observado durante el mes de junio, cuando tanto el nivel de actividad (+7,3%), como el consumo (+9,4%) y la inversión productiva (+25,7%) se recuperaron frente a los niveles de mayo, según estimaciones del Instituto de Economía y Trabajo (ITEGA).

Durante julio, se frenó la recuperación de la recaudación de IVA impositivo experimentada en junio, dinámica explicada mayoritariamente por la intensificación de la cuarentena en el AMBA las primeras semanas del mes. Los sectores vinculados a la construcción, y a la fabricación y comercialización de bienes durables mostraron los mejores dinamismos. Por su parte, las ventas con tarjetas de crédito por el programa Ahora 12 se ubicaron levemente por encima de los niveles verificados pre-pandemia (primera quincena de marzo), según informó el Centro de Estudios para la Producción del Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación.



Cuadro 1. Indicadores adelantados de actividad

Indicador	Período	Variación Mensual	Variación Interanual	Fuente
Recaudación de IVA impositivo*	jul-20	-2,1%	-27,5%	AFIP
Consumo	jun-20	9,4%	-13,6%	ITEGA
Nivel de actividad	jun-20	7,3%	-12,0%	ITEGA
Inversión	jun-20	25,7%	-21,0%	ITEGA
Confianza del Consumidor	jul-20	-3,3%	-13,6%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	jul-20	s/d	-27,7%	CAME
Patentamiento de motos	jul-20	0,6%	-24,1%	ACARA
Patentamiento de autos	jul-20	-18,8%	-39,3%	ACARA
Producción nacional de autos	jul-20	36,1%	-1,5%	ADEFA
Índice construya	jul-20	27,0%	13,6%	Grupo Construya
Despachos de cemento	jul-20	8,5%	-13,5%	AFCP

Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAME, Grupo Construya, 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.

Sin embargo y tal como venimos advirtiendo en las ediciones anteriores del *newsletter*, hasta que la curva de contagios en el AMBA no muestre una dinámica continua de reducción, las autoridades estarán obligadas a continuar con el aislamiento, lo que limita el ritmo de recuperación de la actividad económica.

III) CONTINÚA LA MODERACIÓN DE LA INFLACIÓN PERO CON INTERROGANTES A FUTURO

Durante julio, la suba de los precios a nivel nacional fue 1,9% según reveló el INDEC, levemente por debajo de lo esperado por el consenso del mercado (2,4%) y del dato de junio (2,2%). Dicha variación ubica el aumento interanual de precios en 42,4% y en 15,8% desde diciembre de 2019. La desaceleración de los últimos meses se explica, en parte, por los congelamientos tarifarios decididos por el Gobierno Nacional fruto de la crisis desatada por la pandemia. En particular, los precios de la división *Vivienda, agua, electricidad, gas* y

otros combustibles subieron solo 15,3% en el último año, la tercera parte que el promedio de la economía. Algo similar ocurrió con *Transporte Público* (que creció solo +13,9%) y, en menor medida, *Servicios de Telefonía y Comunicaciones* (+37,8%). Otros dos sectores sumamente afectados por la pandemia son *Educación* (+34,9%) y *Servicios Recreativos y Culturales* (+30,1%), cuyos precios seguramente seguirán contenidos por el tiempo que dure el aislamiento y la suspensión de las clases presenciales.

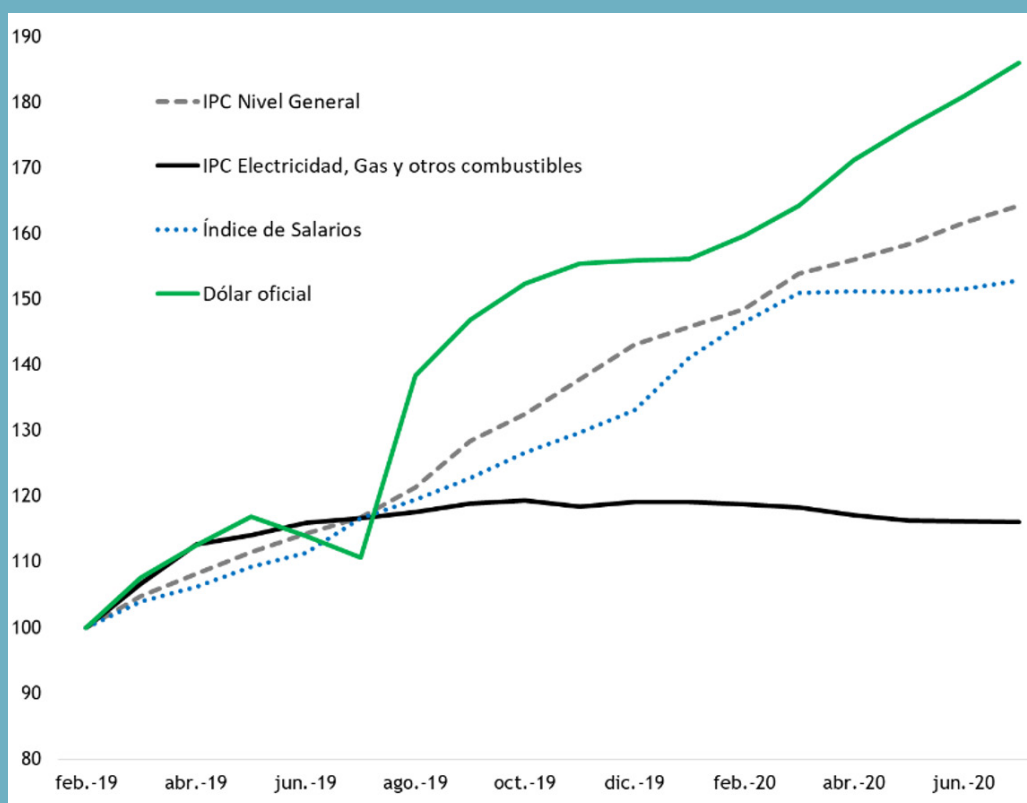
¿Sabías que los productos cuyos precios subieron más en el último año fueron notebooks y computadoras, frutas, vehículos e indumentaria? Entre julio de 2019 y julio de 2020, los precios de dichos productos subieron 99,9%, 79,3%, 77,5% y 64,2%, respectivamente, según estadísticas del INDEC. A excepción de las frutas que tienen un comportamiento estacional, el resto depende mayoritariamente de la evolución del dólar (que acumuló una suba interanual de 68% en julio) debido a que son productos importados o que tienen insumos extranjeros o dolarizados.

En otras palabras, la desaceleración de la inflación obedece a la acción de dos variables macro fundamentales que están actuando como anclas: salarios y tarifas (en su mayoría congeladas por Decreto del Poder Ejecutivo hasta el 31 de diciembre de 2020). Esta dinámica queda reflejada en el gráfico 2, que muestra la evolución durante el último año y medio del IPC, el dólar, las tarifas y los salarios en el Gran Buenos Aires, según estadísticas del INDEC. También

queda en evidencia que durante los últimos 6 meses, el BCRA realiza microdepreciaciones diarias en la cotización oficial para que el dólar acompañe (e incluso supere) la inflación doméstica. Esta estrategia obedece a la necesidad de impedir un nuevo atraso cambiario que deteriore la competitividad cambiaria de la economía argentina, habida cuenta de la imposibilidad de seguir financiando resultados deficitarios de la cuenta corriente.

Gráfico 2. Inflación, dólar, tarifas y salarios* en el Gran Buenos Aires

En índice base 100 = febrero de 2019



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

* Ante la ausencia de datos de salarios para junio y julio, los valores fueron estimados en función de la trayectoria verificada en el trimestre anterior.

La incógnita actual radica en qué ocurrirá con la inflación doméstica a medida que Argentina supere los peores efectos de la pandemia sobre la economía nacional. En particular, la vuelta a la nueva normalidad permitirá la reapertura de las congeladas negociaciones paritarias, eliminando una de las actuales anclas de la inflación: los salarios. A su vez, el agotamiento del

margen extraordinario que tuvo el BCRA para asistir al Tesoro Nacional obligará a las autoridades económicas a morigerar el ritmo de incrementos de los egresos por subsidios a los servicios públicos. Así, se trasladará a los consumidores (y, por ende, al IPC) parte de los subsidios a las tarifas acumulados durante el congelamiento iniciado por el Gobierno anterior

en junio de 2019 (previo a las PASO) y continuado por el actual. Por este motivo, en la actualidad los interrogantes radican en cuánto será la aceleración de la inflación durante el año 2021. El último relevamiento de expectativas del mercado realizado a fines de julio es la respuesta más precisa disponible: ubica a la inflación de 2020 en 39,5% mientras que la de 2021 en 46,7%.

IV) ARREGLO CON LOS ACREEDORES: LA MEJOR NOTICIA DEL TRIMESTRE

Al filo de vencer el tiempo, el 4 de agosto el Gobierno argentino llegó a un acuerdo con los tres principales grupos de bonistas acreedores de nuestro país en la negociación por la restructuración de nuestra deuda. El acuerdo se cerró en un *valor presente neto* de los bonos en U\$54,8, lo que representa un sustancial alivio en el perfil de desembolsos para los próximos 10 años. Con este acuerdo, se descuenta que la oferta argentina recibirá un alto nivel de aceptación, superando los porcentajes mínimos necesarios de 66% para que se activen las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), que vuelven compulsivo el canje para el 100% de los acreedores e inhabilitan los reclamos por la vía judicial.

Este paso a la normalización de la situación crediticia irregular heredada por el reperfilamiento decretado después de las PASO de agosto de 2019 es el mejor logro en materia económica que puede exhibir el Gobierno. En paralelo, el Congreso Nacional avanza con el proyecto de Ley para canjear la deuda emitida en moneda extranjera bajo legislación local, por un total de U\$S 41.717 millones. Un acierto del Proyecto de Ley enviado por el Ejecutivo radica en que brinda las mismas condiciones que para los bonos legislación extranjera, antecedente positivo para estimular futuras colocaciones de títulos con legislación local.

**¿Sabías que de esos
U\$S41.700 millones solo
la tercera parte (alrededor
de U\$S14.700 millones)
se encuentra en mano
de acreedores privados?**

Los \$27.000 millones restantes son títulos en moneda extranjera en manos de organismos del propio sector público, como el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES, el Banco Nación y el Banco Central de la República Argentina (BCRA), entre otros.

Tal como venimos advirtiendo en ediciones anteriores del *newsletter*, el acuerdo no significará que automáticamente el Estado Argentino pueda volver a colocar deuda en los mercados voluntarios internacionales, pues los acreedores exigirían altas tasas de interés debido a nuestro complejo historial como deudores. La estimación de U\$54,8 se realiza a partir de considerar una *exit yield* (tasa de salida; es decir, la tasa de interés que rendirían los bonos argentinos en los mercados secundarios luego de la reestructuración) de 10%, valor inconsistente con un sendero de endeudamiento sustentable.

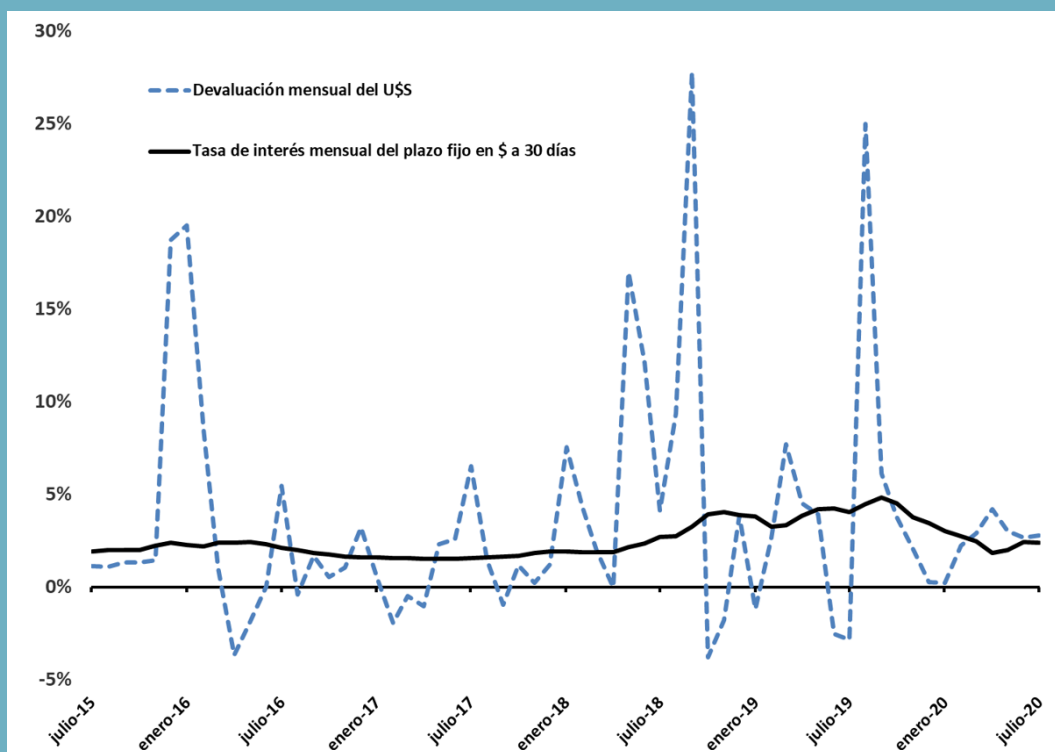
En adelante, resta la renegociación con el Fondo Monetario Internacional por los U\$S44.000 millones que nuestro país debería comenzar a devolver desde el año que viene (con la mayoría de los vencimientos concentrados en 2022 y 2023). Se descuenta que la propuesta del Gobierno sea la postergación del cronograma de desembolsos sin quitas del capital, por no estar contempladas en la Carta Orgánica del Organismo. A cambio, el FMI probablemente exigirá un programa de moderación fiscal y monetaria que entrará en conflicto con la necesidad de estimular la actividad económica en 2021, cuando nuestro país cumplirá tres consecutivos de recesión.

V) LA IMPERIOSA NECESIDAD DE RETOMAR EL PESO COMO INSTRUMENTO DE AHORRO

Uno de los problemas estructurales que sufre la economía argentina es que el peso argentino no funciona como reserva de valor. Esta problemática se vio agudizada desde la crisis cambiaria desatada en 2018, cuando los fuertes saltos de la cotización del dólar oficial hicieron que las colocaciones en moneda extranjera sean sustancialmente más rentables que en instrumentos en pesos. El gráfico 3 muestra la evolución durante los últimos 5 años de las rentabilidades mensuales de dos inversiones: una en dólares a la cotización oficial y otra en plazo fijo en pesos a entre 30 y 59 días de plazo.

Gráfico 3. Rendimiento de la inversión en dólares y en plazos fijos

En % mensual



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA.

Los saltos en la cotización del dólar oficial registraron récords mensuales de 27,8% en septiembre de 2018 (cuando pasó de \$30 a \$38) y de 25% en agosto de 2019 (cuando saltó de \$42 a \$53), momentos en los cuales los ahorros colocados en instrumentos nominados en moneda nacional tuvieron fuertes pérdidas valuadas en dólares. El control de capitales reinstalado desde agosto de 2019 permitió evitar bruscas subas en la cotización

oficial de la divisa, equiparando con los rendimientos de los plazos fijos, como se observa en el gráfico.

Sin embargo, la intensificación de las regulaciones cambiarias y del control de capitales desde diciembre de 2019 otorgó importancia a las cotizaciones alternativas de la divisa (tales como el dólar MEP, el CCL y el Blue).

¿Sabías que mientras la cotización oficial del dólar subió 21,5% entre las primeras quincenas de diciembre de 2019 y de agosto de 2020, las cotizaciones alternativas subieron mucho más? En el mismo período, el dólar MEP aumentó 64,7%, el dólar CCL subió 64,5% y el Blue, 91,5%, dinámica que significa el aumento de la brecha cambiaria y, consecuentemente, la generación de expectativas de depreciación del peso frente al dólar oficial.

De esta forma, analizando el panorama completo es posible comprobar que las rentabilidades de las inversiones en los dólares alternativos superaron ampliamente las inversiones en instrumentos nominados en pesos durante lo que va de 2020, continuando la tendencia desatada con la crisis cambiaria de abril de 2018. Cabe advertir que los mercados alternativos del dólar son pequeños en cantidad: según estimaciones del economista Ricardo Arriazu solo representan el 10% de los volúmenes operados en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC). Más allá de esta aclaración, esta situación plantea una dificultad adicional para la política económica, pues para recomponer la función de ahorro del peso no solo hará falta estabilidad frente a la cotización oficial, sino también frente a las alternativas, donde los márgenes de acción del Gobierno resultan aún más acotados.

Esta situación podría ser solucionada a través de incrementar sustancialmente las tasas de interés de los instrumentos nominados en moneda nacional, estrategia similar a la optada por el Gobierno anterior. Las consecuencias negativas de esta decisión de la política monetaria serían varias: i) al establecer tasas de interés en pesos muy elevadas para los ahorristas también se fija, al mismo tiempo, tasas de interés elevadas para los préstamos, desalentando el consumo y la inversión productiva; ii) genera presión sobre el balance del Banco Central y sobre el déficit

financiero del Tesoro Nacional; iii) estimula el ingreso de capitales especulativos de corto plazo que pueden derivar en una apreciación cambiaria.

Al momento, el BCRA resolvió este dilema sin alterar la tasa de política monetaria (aquella que rinden las Letras de Liquidez–LELIQs), pero elevando el porcentaje que los Bancos deben retribuir a los plazos fijos. Es decir, limitando el principal negocio del sistema financiero durante los últimos años, uno de los pocos sectores ganadores durante los últimos años. La última suba de la tasa para los ahorristas fue a partir del primero de agosto, cuando el BCRA estableció la obligación de que los bancos remuneren los plazos fijos de hasta 1 millón de pesos por el equivalente al 87% de la tasa de referencia: esta decisión representó una suba del 30 al 33% en las tasas efectivas anuales (2,75% mensual). Cabe advertir que, con capitalización de intereses, esa tasa se convierte en una tasa efectiva anual cercana al 38%, cuando para los próximos 12 meses (agosto de 2020–agosto de 2021) el mercado estima una inflación minorista de 51,9%. Es decir, los plazos fijos aún rinden casi 14 puntos menos que la inflación esperada. Ni hablar de que puede perder total efectividad si las cotizaciones alternativas del dólar continúan subiendo en mayor proporción.



A modo de cierre

La reducción de la incertidumbre cambiaria y financiera se constituye en una condición necesaria para pensar en una economía argentina retomando un sendero de crecimiento en 2021. El acuerdo por la deuda con los acreedores privados es un logro muy importante, aunque rápidamente las autoridades económicas deberán pasar a abordar los temas restantes. Un acuerdo con el FMI podría significar otro avance, lo que contribuiría a la estabilidad en los mercados cambiarios. La llegada de la vacuna y la superación de la pandemia harían su contribución.

Sin embargo, la futura vuelta a la (nueva) normalidad significaría la obligación de diseñar cómo superar los desafíos de la economía argentina para 2021: recuperar el nivel de actividad evitando una importante aceleración inflacionaria que deteriore la competitividad cambiaria y provoque la reducción del superávit del sector externo. El Gobierno argentino ya hizo algunas declaraciones importantes: el fomento a las exportaciones y una activa política en materia de desarrollo de capacidades productivas domésticas serán parte de la solución. También, la necesidad de reconstruir al peso argentino su función de ahorro. Veremos cómo sigue la película.

Editor Responsable

Dr. José Basso

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/>

Es una publicación periódica de INSECAP
