

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 127 Octubre de 2024

La primera semana de noviembre trae dos hechos trascendentales para la principal economía del mundo: el resultado de una elección presidencial sumamente reñida y, en simultáneo, una nueva reunión del Comité de la Reserva Federal, que nos acerca –además de datos de empleo e inflación– su reacción a la elección que puede modificar quizás el devenir de las tasas de interés.

En su último informe sobre las perspectivas de la economía mundial, el FMI anunció que la batalla mundial contra la inflación está prácticamente ganada. Tras alcanzar un máximo del 9,4% interanual en el tercer trimestre de 2022, ahora se proyecta que la tasa de inflación global se sitúe en el 3,5% para finales de 2025, por debajo del promedio del 3,6% del período comprendido entre 2000 y 2019.

Durante el proceso de desinflación global, la economía mundial sorteó con éxito la llegada de una recesión que hace dos años parecía inevitable. Tanto para 2024 como para 2025 se estima una tasa de crecimiento del PBI del 3,2%, casi idéntica a la del año pasado. El crecimiento es heterogéneo: mientras las economías avanzadas crecerán en este bienio un 1,8% anual, las emergentes y en desarrollo se espera lo hagan en torno al 4,2%.

El retorno de la inflación a niveles próximos a las metas de los bancos centrales anuncia un cambio en el sentido de las políticas económicas. Del lado de la política monetaria, ya ha comenzado. Desde junio, los principales bancos centrales de economías avanzadas han empezado a bajar sus tasas de interés de política monetaria. Esto alivia la presión sobre las economías de mercados emergentes, cuyas monedas se están revalorizando frente al dólar estadounidense y donde las condiciones financieras mejoran. Del lado de la política fiscal, no se ha producido una reversión de las políticas fiscales expansivas de la pospandemia, lo cual presiona sobre la dinámica de la deuda, como en el caso de Estados Unidos y China.

En nuestro país, la política fiscal avanza por senderos diferentes. En septiembre hubo nuevamente un superávit fiscal tanto primario como financiero, por lo que en los primeros nueve meses del año el superávit primario acumulado es del 1,7% del PBI (cabe aclarar que los intereses de las Lecaps no están incluidos en ese cálculo y rondan el 1,8% del PBI). De mantenerse en 2025 este nivel de gasto y teniendo en cuenta que la recuperación del PBI elevaría la recaudación impositiva, el equilibrio fiscal para el año próximo estaría asegurado.

Las sorpresas no vinieron, pues, desde lo fiscal sino desde el mercado cambiario. Pese a que se esperaban dificultades durante octubre debido a la menor oferta estacional de divisas y a la normalización del pago de importaciones, el Banco Central pudo, sin embargo, comprar cerca de US\$1.600 millones, quebrando la dinámica oscilante de los cuatro meses anteriores. Las intervenciones del Banco Central en el mercado oficial estuvieron acompañadas por una baja de los tipos de cambios alternativos (caída del 7% del dólar CCL) y lógicamente de la brecha cambiaria, que se comprimió hasta el 15%. También, luego de un cuatrimestre, en septiembre la tasa de inflación pudo perforar la cota del 4% mensual, retornando a un proceso de desinflación que en octubre continuó y que puede ubicar la tasa cerca del 3% mensual.

Si a lo anterior se le suma el éxito del “blanqueo” de activos no declarados y el triunfo legislativo gubernamental en defender el veto a las leyes que ajustaban partidas de gasto jubilatorio y del sistema universitario, es fácil entender la euforia de las últimas semanas en los mercados de activos financieros tanto en bonos (caída de riesgo país por debajo de los 1.000 puntos básicos) como en acciones (suba del 10% del S&P Merval).

En el lado real de la economía, el optimismo es más moderado. Si bien el salario real sigue recuperándose y el crédito se expande, el consumo no termina de despegar definitivamente. La actividad económica aumentó en agosto un 0,2% y se espera que en septiembre la variación haya sido mayor. La recuperación de la economía aunque lenta y errática, continúa.

I CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

II ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

III EL BANCO CENTRAL, LA COMPRA DE DIVISAS Y LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

IV UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

Política monetaria en los EE.UU.*

El recorte de tasas de la Reserva Federal de septiembre de medio punto porcentual, llevándola al rango de 4,75%–5,00% después de 11 subas desde marzo 2022 hasta la última de julio 2023, se debió a la mejora de los datos de inflación y al enfriamiento del mercado laboral. Aunque datos recientes muestran un gasto en consumo y creación de empleo sólidos, a la vez que repuntan presiones sobre los precios, los funcionarios de la Reserva Federal están conformes con una tasa de desempleo del 4,1% y una inflación mucho más cerca de la meta del 2% anual que antes.

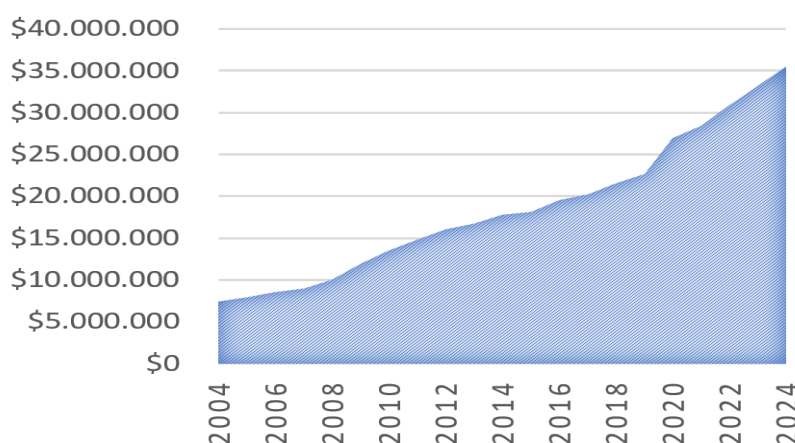
A fines de octubre las autoridades de la Reserva Federal recibieron el dato de inflación subyacente (la que excluye los componentes más volátiles como alimentos y energía), el cual mostró una tasa de inflación interanual que descendió al 2,1%. Con una tasa de inflación que roza el objetivo impuesto de la Fed del 2% anual, la alternativa más firme es que la Fed recorte en $\frac{1}{4}$ de punto porcentual la tasa de política monetaria en cada una de las dos próximas reuniones.

Por otro lado, una victoria de Trump, según los analistas pondría un freno a la baja de tasas ya que el mercado pone en precios de los activos una inflación más alta debido a las políticas de aranceles e impuestos bajos sin recorte de gasto. Dejando de lado las especulaciones, lo concreto es que la FED se encamina a recortes del costo del endeudamiento en noviembre y seguramente en diciembre, mientras recalibra su política a una postura más neutral.

Política fiscal en los EE.UU.

Como puede verse en el Gráfico 1, el ritmo de crecimiento de la deuda pública de Estados Unidos ha sido notable en los últimos 20 años. Aumentó un 8,6% anual en las últimas dos décadas, disminuyendo a un 7,1% anual promedio en los últimos cuatro años. En el último lustro su crecimiento estuvo impulsado principalmente por la respuesta económica a la pandemia de COVID-19 y luego por la creciente necesidad de financiamiento público. En 2020 la deuda pública comenzó con un incremento de 340 mil millones de dólares y se aceleró hasta sumar 385 mil millones más el mismo año, mostrando un crecimiento interanual del 18,6%. El siguiente aumento significativo llegó en 2021, cuando la deuda se incrementó en 480 mil millones de dólares, destacando los efectos persistentes del gasto relacionado con la pandemia y las medidas de apoyo económico.

Gráfico 1. Evolución de la Deuda Pública del Gobierno Federal de Estados Unidos (2004–2024) en millones de dólares estadounidenses



Fuente: Elaboración propia en base a información del Tesoro de EE.UU.

* Colaboración del alumno Sebastian Daniel Laczyk de la Licenciatura en Economía - curso de Economía Internacional.

En 2022 la deuda volvió a subir en 365 mil millones de dólares. A pesar de que el impacto inmediato de la pandemia se estaba disipando, la presión inflacionaria y los paquetes de obra pública del gobierno continuaron contribuyendo a la necesidad de más financiación. El año 2023 mostró un incremento incluso mayor, con un aumento de 590 mil millones de dólares. Este último aumento refleja los desafíos que representan ya los costos de financiamiento debido a la montaña de deuda acumulada y a las dificultades para reducir significativamente el gasto público.

En el último año de la administración Biden, se incrementó en 450 mil millones de dólares la deuda pública, o sea, casi un 7%, el menor valor de los últimos tres años. Aun teniendo en cuenta una tasa de inflación anual del 2% y un crecimiento del PBI real de largo plazo del 3%, claramente el crecimiento de la deuda estatal evidencia una dinámica no consistente y que puede obstaculizar la capacidad de emprender política fiscal en el futuro. Incluso dejando de lado las dudas que tienen algunos analistas respecto de la sustentabilidad financiera de la deuda en el largo plazo, el nuevo gobierno estadounidense se enfrentará al desafío de rediseñar una política fiscal que acompañe los esfuerzos de la Fed por mantener a raya la inflación y al mismo tiempo permita sostener el impulso de la actividad económica. El comienzo de un ciclo de reducciones de la tasa de interés seguramente aliviará el esfuerzo fiscal.

¿Sabías que el FMI proyecta para la Argentina una caída del PBI del 3,5% para 2024 y un aumento del 5% para 2025?

Nuestra economía se mueve en sentido opuesto al de la región. Mientras que este año Brasil y México crecerán 3% y 1,5%, respectivamente, el año próximo se espera que ambos países aminoren su ritmo de crecimiento al 2,2% y 1,3%.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

El Cuadro 1 nos muestra los indicadores sobre el nivel de actividad económica durante agosto y septiembre. Aunque al realizarse una comparación interanual las caídas siguen siendo intensas, cuando el análisis es mensual y desestacionalizado, los números plantean un desempeño de moderada recuperación. Sectores como el agro y la minería continúan traccionando a la economía, el comercio empieza a mostrar variaciones positivas intermensuales, al igual que la industria, mientras que la construcción exhibe por segundo mes consecutivo una contracción.

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)	ago-24	0,2%	-3,8%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	sep-24	3,5%	209,0%	INDEC
IVA Interno (*)	sep-24	s/d	-14,1%	AFIP
Ventas en Supermercados	ago-24	0,2%	-10,1%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	ago-24	s/d	5,3%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	ago-24	2,2%	-15,1%	INDEC
Confianza del Consumidor	oct-24	8,8%	-6,7%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	sep-24	s/d	-5,2%	CAME
Producción nacional de autos	sep-24	s/d	-12,6%	ADEFA
Índice construya	sep-24	-5,4%	-22,0%	Grupo Construya
Despachos de cemento	sep-24	s/d	-18,3%	AFCP
Producción de acero crudo	sep-24	s/d	-17,1%	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 septiembre de 2024 tuvo 21 días hábiles, igual que el mismo mes de 2023.

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

- El Índice de Precios al Consumidor registró una tasa de inflación del 3,5% mensual para septiembre, perforando el piso del 4% mensual sobre el que se asentó en las últimas cuatro mediciones. La tasa de inflación acumulada a lo largo del 2024 se ubica en el 102%, o sea que los precios en promedio se han duplicado durante los primeros nueve meses del año.
- El IPC núcleo mostró una suba del 3,3%, mostrando también una tendencia a la baja que probablemente se reforzó durante octubre, mes en el que habría estado por debajo del 3%. Cuando se desagrega el índice, los precios se elevaron a un ritmo del 3% para los bienes, pero un 4,6% en el caso de los servicios. La evolución de los precios de los bienes se aproxima al aumento del 2% mensual del tipo de cambio nominal.
- En julio de 2024, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), en su indicador desestacionalizado mostró una suba del 0,2%. Si se compara con abril, que habría sido el piso de la recesión, la producción se ubicó un 2,4% arriba. La actividad económica recorre lentamente un camino de recuperación.
- Si se hace un análisis sectorial, el IPI (Índice de Producción Industrial) en agosto mostró una suba desestacionalizada del 1,5% (el acumulado del año da una caída del 13,6%), con un uso de la capacidad instalada ya por encima del 60%. La actividad industrial asociada a la producción de petróleo y la de alimentos y bebidas son las que muestran el mejor desempeño en el sector.
- La construcción hilvanó por segundo mes consecutivo una contracción. El Índice Construya muestra una caída mensual desestacionalizada del 5,4%. Al margen del virtual cese de la obra pública se vienen reduciendo las obras residenciales. Evidentemente la fuerte suba que el costo de la construcción experimentó a lo largo del año no es acompañada por una suba similar en

los precios de venta, comprimiendo de esta manera la rentabilidad del sector.

- El comercio comienza a dar señales de una recuperación. En agosto tanto las ventas en supermercados como en autoservicios mayoristas se incrementaron levemente (0,2% y 2,2% respectivamente). Dicho comportamiento puede explicarse a partir del incremento del 1,4% del salario real durante ese mes.

¿Sabías que el gasto público consolidado (nacional, provincial y municipal) representará en 2024 un 34% del PBI, mientras que en 2023 representaba un 41%?

De la caída de 7 puntos porcentuales del gasto, 4 puntos se deben a la contracción del gasto del gobierno federal, 2,5 puntos a la del gobierno provincial y medio punto lo aportan los municipios. El nuevo nivel de gasto público consolidado será similar al de 2008.

EL BANCO CENTRAL, LA COMPRA DE DIVISAS Y LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

En un momento del año tradicionalmente esquivo para la acumulación de reservas del Banco Central, sorpresivamente, la máxima autoridad monetaria logró comprar dólares en octubre por un monto significativo (US\$1.600 millones), lo cual no sucedía desde mayo pasado, en medio de la liquidación de la cosecha gruesa. Fue el mejor octubre en quince años. ¿Qué ocurrió?

- El complejo oleaginoso cerealero vendió dólares a razón de US\$120 millones por día, el doble de lo que liquida habitualmente en este mes. La baja probabilidad de un

salto en el tipo de cambio oficial a corto/mediano plazo y una tasa de interés sistemáticamente superior a la suba del tipo de cambio nominal pudo haber convencido a muchos productores de la conveniencia de vender su cosecha y hacerse de pesos.

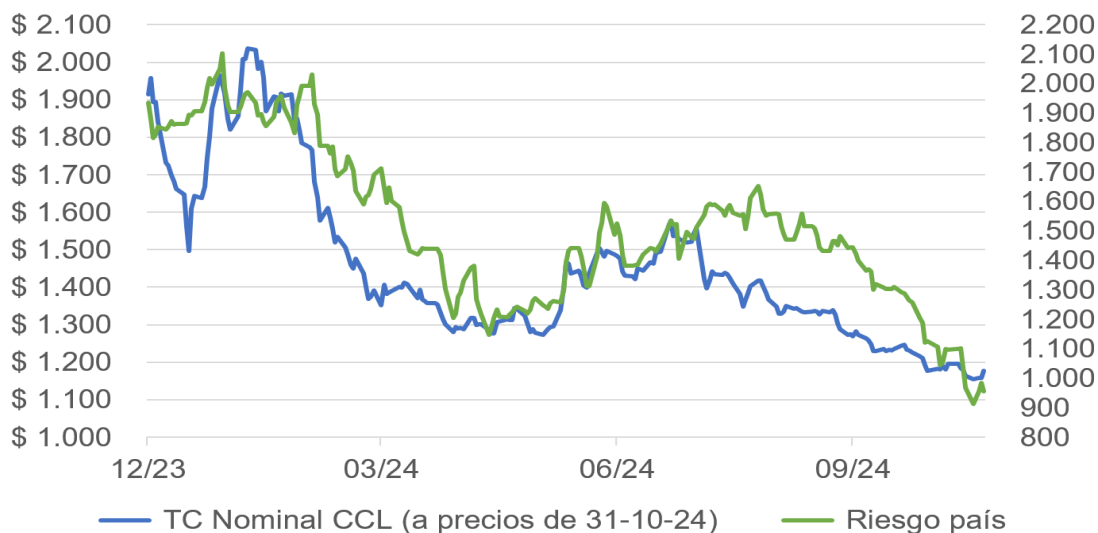
- La buena performance del sector energético que, de ser un importador neto, pasó a ser un exportador neto. Este desempeño no se debe solo al aumento en la producción de petróleo no convencional sino también a que las importaciones de gas natural licuado se han reducido drásticamente.
- La normalización en los pagos de importaciones (se unificó en 30 días el plazo para todos los importadores para acceder al mercado cambiario) no tuvo mayor efecto, ya que probablemente se haya producido un aumento del financiamiento comercial. Más aún, el bajo dinamismo industrial y de la construcción mantienen aletargadas a las importaciones.
- Fue una sorpresa la colocación de Obligaciones Negociables (títulos de renta fija corporativa) por casi US\$2.600 millones (explicado en un 66% por el sector energético), monto que representa un 52% más que lo emitido en todo 2023. Las empresas aprovecharon el contexto de demanda inflada por el blanqueo para colocar deuda a menores tasas y/o ma-

yores plazos. La tasa promedio de estas colocaciones de deuda estuvo en 6,6% nominal anual. Al realizarse estas operaciones por el mercado oficial, se reforzó la oferta de dólares.

- Otra consecuencia del exitoso régimen de regularización de activos no declarados (“blanqueo”) fue que el *stock* de préstamos en dólares al sector privado creció US\$1.700 millones. Desde el 12 de agosto, los depósitos en dólares aumentaron en US\$18.000 millones –casi un 90%–, regresando a los niveles previos a las PASO de 2019. Vale destacar que la mayor parte quedó como encaje en los bancos –ya sea como efectivo en caja o en depósitos en el BCRA– y solo cerca del 10% se destinó a préstamos en moneda extranjera, hasta alcanzar los US\$8.500 millones.
- Finalmente, en la medida que se impuso cierta estabilidad cambiaria, las tasas de interés en pesos generaron una elevada rentabilidad en dólares de los activos locales, lo que quizás haya extendido parcialmente el “*carry trade*”.

En el Gráfico 2, podemos observar en azul la evolución de la cotización del tipo de cambio “Contado con Liquidación” ajustado por inflación (medido en el eje izquierdo a precios de hoy) y en verde, el valor del riesgo país (sobre el eje de la derecha).

Gráfico 2. Evolución del Tipo de Cambio Nominal (CCL) –ajustado por inflación– y del Riesgo País (Dic 23-Oct 24)



Fuente: elaboración propia en base a información de Ámbito.com.

comenzaron las dificultades para el Banco Central para adquirir divisas y consecuentemente acumular reservas, a la vez que la desinflación se detuvo y la tasa de inflación se estabilizó en torno al 4% anual, puede observarse un aumento del riesgo país explicable por un cambio de expectativas de los agentes económicos que incrementaron sus dudas sobre la viabilidad del plan económico en el mercado cambiario. Su correlato fue la suba de los tipos de cambios alternativos ante el eventual faltante de dólares.

A mediados de agosto, el exitoso blanqueo de capitales, acompañado de un fuerte incremento de los depósitos en dólares en el sistema bancario, les permitió a las empresas privadas colocar deuda en moneda extranjera, a la vez que facilitó la expansión del crédito en dólares, generando una mayor oferta de divisas en el mercado cambiario. Esto le permitió al Banco Central retomar la acumulación de reservas y generar una mayor confianza sobre el repago de los próximos vencimientos de deuda soberana (aumentando su precio y reduciendo el riesgo país). La percepción extendida de que ya no había escasez de dólares en la economía, sino abundancia, y la posibilidad de extender el “*carry trade*” empujaron su cotización a la baja en los mercados alternativos.

¿Sabías que en 2024 la Argentina volverá tener un superávit en su balanza comercial energética del orden de los US\$5.500 millones?

Exceptuando a 2020, cuando la recesión de la pandemia permitió un pequeño superávit, hace 13 años que la economía argentina no goza de un saldo positivo. Impulsadas por el aumento de la producción de petróleo de Vaca Muerta, las exportaciones serán de unos US\$10.000 millones, mientras que las importaciones alcanzarán los US\$5.500 millones.

IV PARA EL CIERRE

En las últimas semanas las expectativas sobre el devenir del plan económico viraron positivamente. En buena medida, la reanudación tanto de la baja en la tasa de inflación como de las compras significativas de divisas por parte del Banco Central, la apreciación del peso respecto de los dólares alternativos y la consecuente reducción de la brecha cambiaria contribuyeron a aquello. Más aún, el bajo costo político que afrontó el gobierno por el veto de leyes con apoyo popular –pero que alteraban su disciplina fiscal– y, a la vez, el músculo que exhibió para impedir que la oposición le marcara la agenda económica terminaron de configurar dicho cambio de expectativas.

Considerando un calendario de desembolsos de dólares con exigentes vencimientos de capital e intereses de la deuda pública a cumplir en los próximos meses, el exitoso blanqueo con su aporte de dólares frescos a la economía fue más que oportuno. La probable obtención de un “repo” con la banca internacional y la eventual llegada de fondos frescos del FMI a partir de la victoria de Donald Trump podrían proveer, al igual que el blanqueo, de una oferta de dólares necesaria para atravesar las vicisitudes de un mercado cambiario que tendrá más presión del lado de las importaciones, en la medida en que la lenta recuperación de la economía cobre fuerza. Al final del camino, antes o después de las elecciones de medio término, se espera el levantamiento del cepo y, finalmente, el tipo de cambio de equilibrio que delinearé el nuevo perfil productivo de la Argentina.

UNA REFLEXIÓN

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