

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### Editorial

La llegada del otoño y la grave situación sanitaria que se vive en los países vecinos auguran el arribo de meses difíciles, a pesar de los avances del programa de vacunación. La escasez generalizada de vacunas agudizó la disputa internacional, que alcanzó episodios tales como la prohibición de exportación por fuera de la Unión Europea, el descubrimiento de cargamentos escondidos y las demoras generalizadas en los cronogramas de entrega convenidos.

En ese contexto, Argentina lleva vacunados con la primera dosis a 7,1% de su población (fundamentalmente personal de salud, mayores de edad y docentes), un punto porcentual por encima del promedio mundial, aunque es una cuantía insuficiente para evitar que la nueva ola se traduzca en un crecimiento sustancial de la presión sobre el sistema de salud y de la pérdida de vidas humanas. La magnitud y la velocidad de la nueva ola pueden derivar en la necesidad de implementar nuevas restricciones a la movilidad, en un contexto social, político y económico en el cual los distintos actores tienen sustancialmente menos margen de acción que el año pasado.

En materia económica, la buena noticia radica en que la *pax* cambiaria de las cotizaciones alternativas del dólar cumplirá cinco meses. Esto se logró gracias a las intervenciones realizadas por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) y la ANSES en los mercados de bonos soberanos, a costa de transferir al sector privado títulos públicos con un bajo valor de mercado (y, por ende, con una alta tasa de interés). Sin embargo, la incertidumbre política y las especulaciones respecto de la estrategia oficial de demorar la negociación con el FMI han deteriorado las paridades de los títulos soberanos, situándolos en los niveles más altos de los últimos 6 meses (en torno a los 1.600 puntos básicos).

En paralelo, la fuerte caída de la brecha cambiaria, la tenue acumulación de reservas internacionales, la suba de los precios internacionales de los *commodities* y la proximidad de la liquidación gruesa de la cosecha otorgan cierto margen de maniobra al Gobierno para mantener bajo control el dólar oficial, en un año electoral en el cual la recuperación del poder adquisitivo constituye una condición necesaria para la competitividad del oficialismo. Aunque conviene advertir que, durante la última década, el atraso del dólar en año impar (electoral) se mostró efectivo para desacelerar la inflación, aunque también significó la acumulación de desajustes en las curvas de rendimientos que provocaron saltos devaluatorios en los años pares.

En ese contexto, la importante aceleración de la inflación de los últimos meses de 2020 y de principios de 2021 provocó un giro en la estrategia cambiaria del Gobierno: el abandono del *crawling peg* (donde las subas del dólar acompañan a la inflación) y su reemplazo por la utilización del ancla cambiaria, donde el dólar sube sistemáticamente por debajo del Índice de Precios al Consumidor (IPC). La magnitud del atraso cambiario dependerá de cómo evolucionen ambas variables: el Ministro de Economía Guzmán anunció que para 2021 estima una suba del dólar oficial de 25% y una inflación minorista en torno a 29%, meta muy difícil de cumplir luego de la dinámica observada durante el primer trimestre. Todo esto en un contexto de creciente necesidad de dejar de incrementar los subsidios a las tarifas públicas y de impulsar a las negociaciones paritarias a recuperar parte del terreno perdido, lo que sin dudas incrementará la nominalidad de la economía argentina.

Uno de los capítulos más importantes de la coyuntura económica actual es la negociación con el Fondo Monetario Internacional –FMI– por la reprogramación de los US\$45.000 millones de vencimientos entre 2021 y 2024. Por un lado, se destacan las afirmaciones del Presidente y de la Vicepresidente en torno a la imposibilidad de nuestro país de afrontar los pagos sin afectar la recuperación económica, lo que incrementa la dureza de la postura argentina en la negociación en curso. En paralelo, se conoció el comunicado oficial del equipo del FMI que negocia con Guzmán respecto del avance del entendimiento mutuo en la necesidad de compatibilizar la recuperación económica con el equilibrio fiscal.

También se conoció la noticia de que el Fondo instrumentará un expansivo programa de inyección global de fondos (por el equivalente a US\$650.000 millones), por el cual nuestro país recibiría un monto muy similar a los vencimientos de este año con dicho organismo. Esto posibilitará la estrategia del Gobierno de postergar la firma de un acuerdo para después de las elecciones, lo que le brindará más margen de maniobra para hacer política expansiva a expensas de mantener abierto un capítulo cuya resolución podría contribuir a apaciguar los aún tensos ánimos en los mercados financieros.

## I) CONTEXTO ECONÓMICO GLOBAL

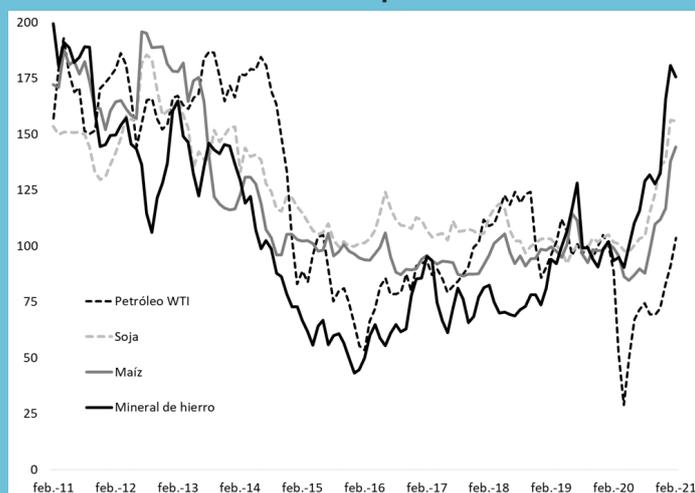
A pesar del cambio de Presidente, tanto la política fiscal como la monetaria continuaron con su dinámica fuertemente expansiva en Estados Unidos para contrarrestar los efectos recesivos de la pandemia. A principios de marzo, el Congreso norteamericano aprobó el plan de estímulo propuesto por Joe Biden por un monto equivalente a U\$S1,9 billones, que incluye el envío de cheques de U\$S1.400 a millones de familias cuyos ingresos anuales se ubiquen por debajo de U\$S75.000 para solteros y de U\$S150.000 para casados, con el objetivo de mantener la demanda. A su vez, la Reserva Federal (FED) confirmó la continuidad de la política de bajas tasas de interés para fomentar el crédito al consumo y a la inversión productiva. Como contrapartida, el Standars & Poors 500 de la Bolsa de Comercio de Nueva York continúa batiendo récords históricos.

Por su parte, este año se desaceleró la caída de la desocupación en Estados Unidos al ubicarse en 6,2% en febrero: si bien quedó lejos del récord de 14,8% alcanzado en abril de 2020, aún falta para alcanzar los niveles previos al COVID-19 (3,5% en el bimestre enero-febrero de 2020). Las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) indican que el

Producto Interno Bruto (PIB) de EE.UU. se recuperaría 5,1% durante 2021 (luego de la caída de 3,4% de 2020), aunque cabe agregar que distintas estimaciones privadas son aún más optimistas, como la de Fitch (+6,2%) o la de Goldman Sachs (+6,8%). De cualquier forma, todas las previsiones indican que la economía norteamericana logrará recuperar en 2021 el terreno perdido durante 2020.

A nivel global, durante los últimos meses se está verificando una fuerte suba de los precios internacionales de las materias primas debido a la confluencia simultánea de varios factores: i) la recuperación de la economía respecto de los peores meses del segundo trimestre de 2020; ii) las reducidas tasas de interés en los principales países desarrollados; iii) los diversos cuellos de botella en las cadenas globales de producción; iv) los serios problemas logísticos en el transporte internacional de mercaderías (entre los que se destaca el bloqueo del canal de Suez). Luego del piso tocado durante los peores momentos del confinamiento global en abril de 2020, los precios de los *commodities* recuperaron el terreno perdido y subieron por encima del promedio del último lustro, acercándose a los niveles récords históricos de los años 2011–2013 (ver Gráfico 1 a continuación). Cabe destacar que el precio del petróleo fue uno de los que menos subió (+12,4% interanual en febrero de 2021), seguido por los metales (+19,5%), mientras que los productos agropecuarios tuvieron las mayores alzas (+38,5%), según el índice de precios de las materias primas elaborado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

**Gráfico 1. Evolución de precios seleccionados de materias primas: 2011–2021**  
En índice base 100 = promedio de 2019



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

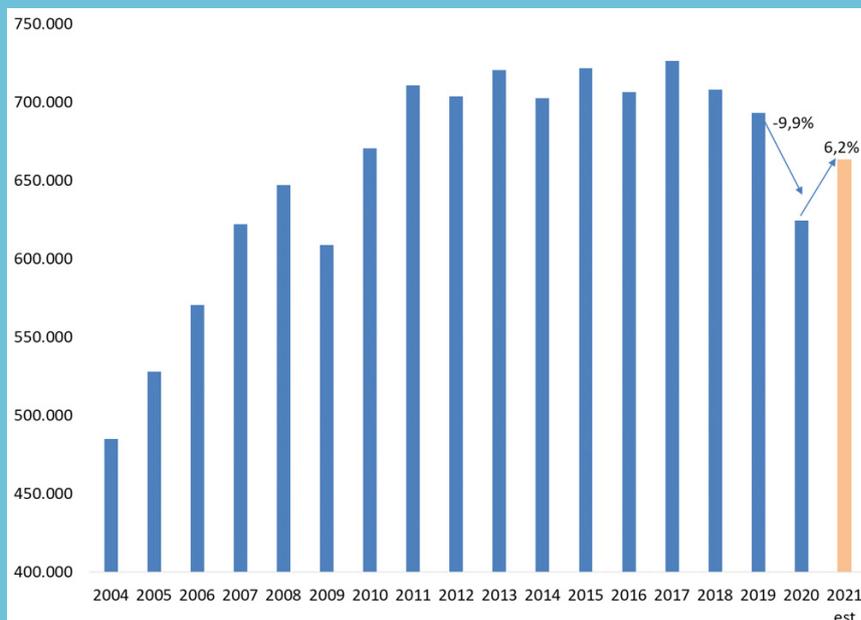
**¿Sabías que la producción industrial global subió 5,3% en enero de 2021 comparado con mismo mes de 2020 y acumuló cuatro períodos consecutivos de crecimiento?**

Desde octubre de 2020 las cantidades fabricadas de bienes industriales superaron los niveles previos al estallido de la pandemia, lo que da cuenta de la rápida recuperación de la producción de bienes, según información relevada por el Centro de Estudios para la Producción (CEPXXI). El gran interrogante radica en si la recuperación obedece a la necesidad de recobrar inventarios, consumidos durante los meses de interrupción de la producción por los confinamientos, o a la recuperación global de la demanda. En el primer caso, una vez recuperados los niveles deseables de *stocks*, se observaría una desaceleración del crecimiento de la producción global, mientras que en el segundo escenario la expansión se consolidaría.

## II) ACTIVIDAD LOCAL: CONTINÚA LA RECUPERACIÓN, AUNQUE CON HETEROGENEIDADES

Durante el año 2020, el PIB de Argentina se redujo 9,9% según los últimos datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Mensualmente el Banco Central de la República Argentina realiza un relevamiento de expectativas del mercado (REM) a aproximadamente 50 consultoras, universidades y bancos, que proyectan la evolución futura de distintas variables macroeconómicas fundamentales (como el PIB, la inflación, el dólar, entre otros). El relevamiento realizado a fines de febrero arrojó que, en promedio, los agentes del mercado esperan que el PIB de Argentina crezca 6,2% en 2021. En caso de concretarse tal recuperación, el nivel de producto de 2021 sería 6,7% inferior al de 2011, como se puede observar en el Gráfico 2, confirmando que el periodo 2011–2020 resultó una nueva década perdida para nuestro país.

**Gráfico 2. Producto Interno Bruto de Argentina: 2004–2021**  
En millones de \$ constantes a precios de 2004



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC. 2021 estimado en función del REM del BCRA.

Para peor, si consideramos que la población argentina crece a razón de aproximadamente 1% por año, la caída del PIB per cápita entre 2011 y 2021 será de 16%. La magnitud de este retroceso permite contextualizar mejor el nivel de conflictividad político y social que enfrenta en la actualidad nuestro país, así como comprobar la imperiosa necesidad de retornar a un sendero de crecimiento económico sostenible en el tiempo como condición necesaria para mejorar los diversos indicadores socioeconómicos.

Los últimos indicadores adelantados del nivel de actividad que periódicamente relevamos para este *newsletter* muestran la continuidad

del patrón de comportamiento verificado en el último trimestre del año pasado. Como se observa en el Cuadro 1 a continuación, los sectores productores de bienes y de la construcción continúan con una fuerte recuperación, mientras que el consumo total (que también incluye los servicios) permanece afectado y aún no se pudieron superar los registros previos a la pandemia. En líneas generales, el estimador mensual de actividad económica (un proxy del PIB con periodicidad mensual) tuvo un aumento mensual desestacionalizado de 1,9% en enero, confirmando la continuidad de la recuperación de la economía argentina.

**Cuadro 1. Indicadores adelantados de la actividad económica**

Indicador	Período	Variación mensual desestacionalizada	Variación anual	Fuente
Recaudación de IVA impositivo*	feb-21	s/d	-6,6%	AFIP
Ventas en Supermercados	ene-21	s/d	3,8%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	ene-21	s/d	-31,5%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	ene-21	s/d	8,0%	INDEC
Confianza del Consumidor	mar-21	1,1%	-7,4%	Di Tella
Nivel de actividad	ene-21	1,2%	-0,7%	ITEGA
Inversión	ene-21	3,8%	17,6%	ITEGA
Ventas en comercios minoristas	feb-21	s/d	-6,5%	CAME
Patentamiento de motos	feb-21	s/d	14,9%	ACARA
Patentamiento de autos	feb-21	s/d	8,9%	ACARA
Producción nacional de autos	feb-21	s/d	-16,5%	ADEFA
Índice construya	feb-21	8,2%	25,2%	Grupo Construya
Despachos de cemento	feb-21	s/d	18,0%	AFCP
Producción de acero crudo	feb-21	s/d	-3,8%	CAC

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

En este contexto, la aceleración de la inflación minorista durante el primer trimestre de 2021 amenaza con seguir complicando la recuperación del consumo. Diversas estimaciones privadas indican que el Índice de Precios al Consumidor (IPC) del mes de marzo se ubicaría en torno a 4%, lo que significaría un aumento acumulado de precios de 12,2% en los primeros tres meses, complicando seriamente las posibilidades de alcanzar la meta oficial de 29% en el año. De hecho, la suba de los precios internacionales de las materias

primas, la dinámica de la inflación mayorista de febrero (+6,1% mensual), la necesidad de aumentar las tarifas de los servicios públicos (luego de casi dos años de congelamiento) y la reapertura de las negociaciones paritarias (muy afectadas en 2020 por la pandemia) auguran la llegada de meses complicados en materia de subas de precios. En ese contexto, las expectativas del mercado relevadas por el BCRA a fines de febrero ubicaron la inflación minorista para todo 2021 en +48,1%, muy lejos de la meta oficial.

### ¿Sabías que en el último año al interior del IPC se dio un encarecimiento relativo de los bienes comparado con los servicios?

Entre febrero de 2020 y febrero de 2021, los precios de los bienes subieron 47,8% a nivel nacional mientras que los servicios aumentaron 26% según estadísticas del INDEC. Esta dinámica se explica por los congelamientos de las tarifas de servicios públicos, por la regulación de algunos servicios (como salud, comunicaciones y educación) y por los saltos de precios de una gran variedad de bienes debido a la escasez provocada por la cuarentena.

La semana pasada la Cámara de Diputados dio media sanción al proyecto de ley que aumenta el mínimo no imponible del impuesto a las ganancias hasta sueldos brutos de \$150.000, que otorgará una disminución de la presión tributaria sobre alrededor de 1.000.000 de trabajadores y jubilados antes alcanzados. Esta medida debe ser contextualizada en la necesidad oficial de impulsar el consumo en un año electoral, que también se manifestó en la confirmación de la extensión del programa Ahora 12 hasta fines de junio para compras en cuotas sin interés.

## III) FRENTE EXTERNO Y CAMBIARIO: MESES DE CALMA

Durante los primeros dos meses de 2021, las exportaciones argentinas subieron 8,2% interanual, gracias al aumento de 12,5% en los precios de exportación en un contexto de caída de las cantidades exportadas de 3,9% (en particular, de productos primarios y de combustibles y energía). Por su parte, las importaciones crecieron 12,3% (+12,6% en cantidades y -0,3% en precios), a pesar de la intensificación de la política de administración del comercio exterior, que está provocando algunos problemas de abastecimiento de insumos y de bienes de capital no fabricados localmente. El menor ritmo de crecimiento de las exportaciones que

de las importaciones llevó a una leve reducción del superávit comercial de U\$S2.231 millones en el primer bimestre de 2020 a U\$S2.131 millones en la actualidad, que no fue mayor gracias al favorable contexto internacional de mejora de los términos de nuestro intercambio comercial.

### ¿Sabías que durante el último trimestre de 2020 la cuenta corriente arrojó un déficit de U\$S1.372 millones y cerró el año con un saldo superavitario de U\$S2.985 millones?

Esa cifra equivale aproximadamente al 1% del PIB de Argentina, revirtiendo el déficit histórico alcanzado en 2018 de 5% del PIB, aunque aún muy distante del 7,9% del PIB de superávit obtenido en 2002 que permitió iniciar un proceso de fuerte acumulación de reservas internacionales. En adelante, nuestro país depende de la continuidad de la suba de los precios internacionales de las materias primas para evitar que las mayores necesidades de importaciones fruto de la recuperación de la actividad económica local horaden el resultado superavitario, en un contexto donde Argentina se encuentra vedada del acceso a los mercados internacionales de capitales y debe devolver al FMI los U\$S45.000 tomados entre junio de 2018 y julio de 2019.

En los últimos meses, el BCRA logró frenar la sangría de reservas internacionales e incluso acumular alrededor de U\$S1.000 millones respecto del piso tocado el 1º de diciembre de 2020. Varios factores confluyeron simultáneamente para explicar esta dinámica: el inicio de la liquidación de la cosecha, el desplome del turismo emisor, el fuerte control de las importaciones y la reducción de la brecha cambiaria. La mayor estabilidad en el mercado oficial del dólar permitió al Gobierno, ante la aceleración de la inflación, abandonar la política de *crawling peg* y comenzar a utilizar el dólar como ancla nominal de la economía: durante febrero el IPC subió 3,6% y la cotización del dólar aumentó 3,1%, mientras que en marzo la suba de precios rondaría 4% y la del dólar oficial, 2%. Cabe advertir que los

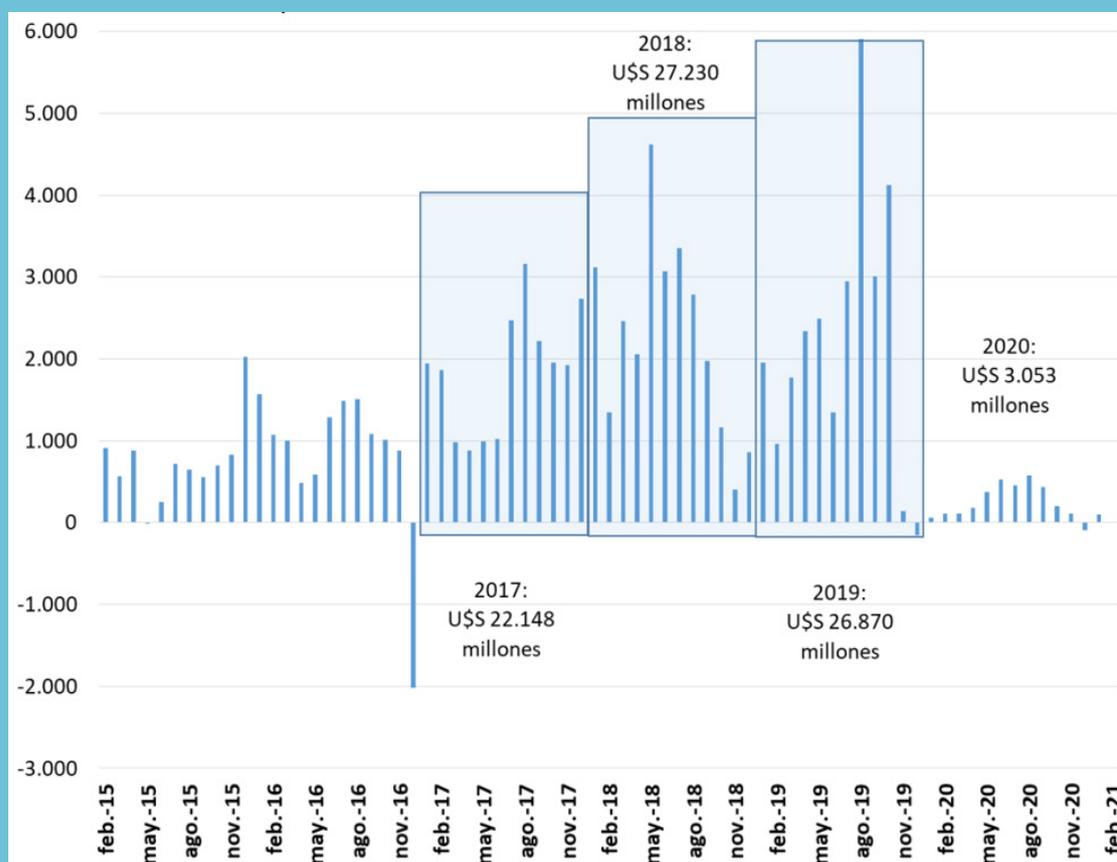
efectos negativos del atraso cambiario sobre la competitividad de nuestra producción pueden ser minimizados en la medida en que las monedas de nuestros socios comerciales se aprecien respecto del dólar estadounidense (dinámica verificada hasta mediados de marzo).

En simultáneo, a través de la venta de títulos públicos en el mercado secundario por parte del BCRA y de la ANSES, el Gobierno logró bajar las cotizaciones paralelas de la divisa (el Contado con liquidación –CCL– y el mercado electrónico de pagos –MEP–), aunque a expensas de transferir títulos de la deuda pública a manos privadas con crecientes retornos. Esta maniobra permitió reducir fuertemente la brecha cambiaria de 130% a fines de octubre a alrededor de 50% en los últimos días, lo que provocó la moderación de las expectativas de depreciación del peso argentino y, con ello, la

disminución de los incentivos a adelantar importaciones y demorar exportaciones.

A su vez, esta dinámica también condujo a una fuerte reducción del dólar *blue*, cuya cotización quedó por debajo del valor del dólar ahorro (oficial + 30% de impuesto PAIS + 35% de adelanto a cuenta de Ganancias y Bienes Personales), eliminando el micronegocio que había predominado el año pasado, al comprar dólares minoristas para vender en el *blue*. La eliminación de dicho negocio de arbitraje se sumó a los intensos controles cambiarios existentes desde noviembre de 2019 que permitieron reducir sustancialmente la formación de activos externos (FAE) del sector privado no financiero (SPNF), como se evidencia en el gráfico 3 a continuación. De esta forma, la FAE pasó de un promedio anual de U\$S25.416 millones, lo que representaba una fuerte salida de dólares por la cuenta capital y financiera, a solo U\$S3.053 millones en 2020.

**Gráfico 3. Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero de Argentina: 2015–2021**  
En millones de U\$S



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

La semana pasada se conoció que, como forma de contribuir a la emergencia global por la crisis económica generada por la pandemia del COVID-19, el FMI está estudiando expandir el crédito a sus países socios por un monto total equivalente a U\$S650.000 millones. En caso de concretarse, Argentina recibiría aproximadamente U\$S4.355 millones debido a que posee una cuota parte de 0,7%. Casualmente, se trata de un monto similar al que nuestro país debe desembolsar este año a dicho organismo como inicio de la devolución de los U\$S45.000 millones. Esto le permitirá al Gobierno argentino postergar un nuevo acuerdo con el FMI para después de las elecciones legislativas, que seguramente implicará un mayor ajuste fiscal, elemento no deseable para el oficialismo en un año electoral. El problema que trae aparejada esta estrategia es que se posterga un acuerdo que podría contribuir a reducir el elevado nivel de riesgo país (en torno a 1.600 puntos básicos) y permitir volver a refinanciar los vencimientos de nuestra deuda externa, tal como lo hace la gran mayoría de los países del mundo. La otra novedad fue que el equipo económico del FMI emitió un comunicado el jueves 25 de marzo, luego de las tratativas con el Ministro de Economía argentino, Martín Guzmán, donde se afirma que ambas partes coincidieron en “la necesidad de garantizar la sostenibilidad macroeconómica y de salvaguardar la recuperación pos-COVID-19 en curso”.

de la política económica puede dejar fortalecido al oficialismo de cara a las elecciones legislativas o puede generar nuevas turbulencias económicas, que pueden derivar en conflictos políticos y sociales de mayor envergadura. Sobre esa fina cornisa transitaremos los próximos meses.

## Una reflexión a modo de cierre

Como advertíamos en el último *newsletter* del año pasado, la economía argentina enfrentará múltiples desafíos en el año 2021: segunda ola, vacunas, forma en que se gestione la pandemia, crecimiento económico, recuperación salarial, aceleración de la inflación, superávit externo, reservas, riesgo país, dólar(es), tarifas, déficit fiscal, FMI, son algunas de las variables fundamentales que están en juego. La forma en que el Gobierno administre estos múltiples objetivos que confluyen simultáneamente con las escasas herramientas disponibles

*Editor Responsable*  
**Lic. Fernando Amador Agra**

**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/>