

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

El mundo parece encaminarse a dejar atrás los peores momentos de la pandemia: la tasa de letalidad del COVID-19 cae fuertemente de la mano de los avances en la vacunación. Sin embargo, una gran cantidad de países subdesarrollados aún no lograron inmunizar a su población vulnerable, al tiempo que varios países desarrollados están comenzando a aplicar terceras dosis (ante las dudas por la duración de la inmunidad), dejando en evidencia que la carrera por las vacunas será larga y desigual. En el plano económico internacional, continúa una sólida recuperación económica generalizada, aunque a distintas velocidades: los países desarrollados (más afectados en 2020) son los que muestran mejores resultados en la actualidad. Sin lugar a dudas, la noticia más importante del mes la dio el titular de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) quien aseguró que todavía no relajarán el programa de estímulo monetario para compensar los efectos recesivos de la variante delta y poder continuar con la recuperación del empleo.

En Argentina, la curva de contagios (y de fallecimientos) continuó cayendo fuertemente durante agosto, lo que permitió a varias jurisdicciones rehabilitar una gran cantidad de actividades. La reciente confirmación de los primeros casos de la circulación comunitaria de la variante delta augura una nueva ola de contagios, tal como ocurrió en la mayoría de los países del mundo, aunque la llegada de la primavera y de las más altas temperaturas puede jugar a favor. Más allá de esto último, los avances del programa de vacunación (62% de la población con 1 dosis y 32% con esquema completo (proporción que asciende a 79% para los mayores de 60 años) minimizarán la tasa de letalidad y permitirán no endurecer significativamente las restricciones, en un contexto de desgaste del humor social agudizado por la difusión de las fotos del Presidente violando el aislamiento por un cumpleaños en medio de la primera ola.

En el plano económico, las últimas semanas transitaron en modo electoral: dólar planchado, tarifas cuasicongeladas, obra pública en plena actividad y reaperturas de paritarias son el combo del Gobierno para estimular la actividad, recomponer el poder adquisitivo y, así, llegar con más chances a los comicios. Al igual que lo que ocurrió en los años impares de la última década, la duda radica en la capacidad del Gobierno de mantener bajo control ya no solo el dólar oficial sino también las cotizaciones alternativas. El reciente arribo de más de U\$S4.300 millones del FMI permite engrosar las Reservas Internacionales en poder del BCRA e incrementar su poder de fuego, lo que posiblemente permitirá mantener la calma cambiaria hasta noviembre.

Pasadas las legislativas, en el frente externo cabe preguntarse cuántas reservas quedarán en el BCRA, cuál será el nivel de atraso cambiario y dónde se ubicará la brecha con las cotizaciones alternativas. Sin perder de vista que los términos del intercambio comercial alcanzaron en 2021 el segundo mejor registro de las últimas 4 décadas (solo superados por 2012) y que los meteorólogos indican la posibilidad de una sequía para esta temporada. En ese contexto, difícilmente el Gobierno pueda evitar cierto ajuste cambiario para 2022, tal como vino pasando en los años pares desde 2012 en adelante.

I) CONTEXTO ECONÓMICO GLOBAL

La inflación minorista en Estados Unidos mostró una leve desaceleración durante julio al ubicarse en +0,5% mensual, el menor registro desde febrero. En términos interanuales, el alza de los precios fue de 5,4% según el *Bureau of Labour Statistics*, lo que la ubica entre los niveles más altos de la última década. Las crecientes preocupaciones por la dinámica inflacionaria comenzaron a generar tensiones al interior de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) para terminar con la política monetaria tan expansiva implementada desde el inicio de la pandemia.

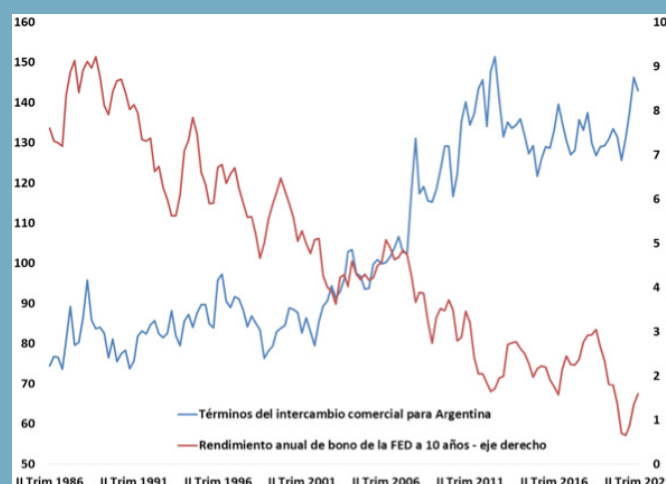
Sin embargo, el titular de la FED, Jerome Powell, afirmó a fines de la semana pasada que el organismo continuará con el actual ritmo de compra de activos y de bajas tasas de interés, para sostener la recuperación de la economía de Estados Unidos. Así, la FED continuará priorizando la creación de empleo (aún hay 6 millones de puestos de trabajo menos que en febrero de 2020) por sobre la aceleración de la inflación, que el organismo entiende como un fenómeno transitorio fruto de la superación de los peores momentos de la pandemia.

¿Sabías que históricamente existe una relación negativa entre el rendimiento de los bonos de la FED y los precios internacionales de las materias primas?

El vínculo se explica, en parte, por la presencia de capitales especulativos que fluyen hacia los *commodities* (y sus derivados financieros) en busca de mayores ganancias cuando los títulos estadounidenses brindan reducidos rendimientos. transitorio fruto de la superación de los peores momentos de la pandemia.

Inmediatamente, esa decisión tuvo varias repercusiones a nivel mundial: i) el fortalecimiento de las distintas monedas versus el dólar; ii) la suba de las bolsas de valores; y, iii) el encarecimiento de las materias primas. Con relación a esto último, el Gráfico 1 muestra el rendimiento anual de los bonos de la FED a 10 años y los términos del intercambio comercial para Argentina, que reflejan la relación de precios entre nuestras exportaciones (mayoritariamente materias primas) y nuestras importaciones (fundamentalmente bienes manufacturados).

Gráfico 1. Rendimiento bonos de la FED y términos del intercambio de Argentina: 1986–2021
En % y en número índice base 100 = 2004



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y de la Reserva Federal de Saint Louis.

El gráfico muestra a las claras una relación inversa entre ambas variables, lo que deja en evidencia la relación entre la política monetaria estadounidense y los márgenes de maniobra de las cuentas externas de nuestro país. En ese contexto, la reciente decisión de la FED es una buena noticia para Argentina; no debemos perder de vista que estamos en la situación más favorable de las últimas décadas, que puede revertirse más temprano que tarde.

¿Sabías que por la pandemia el costo del transporte marítimo de mercancías se multiplicó exponencialmente?

Las complicaciones en la logística sumada al encarecimiento de los combustibles derivaron en una fuerte suba de los costos: mientras trasladar un *container* de 40 pies pasó de promediar U\$S1.500 en el semestre previo a la pandemia, en la actualidad el costo promedio se ubica en U\$S9.500, lo que significa una suba de 533% en dólares en solo 14 meses.

II) ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

De la mano del aumento de la movilidad y del paquete de medidas para las elecciones, la economía argentina continúa su recuperación: el último dato oficial disponible indica que en junio el nivel de actividad creció 2,5% mensual (sin estacionalidad), acumulando una suba de 10,8% en el primer semestre. La semana pasada el Ministerio de Economía de la Nación incrementó la proyección de crecimiento del PBI para este año, de 7% a 8%, en función de la trayectoria verificada en los últimos meses. El Cuadro 1 resume varios indicadores adelantados del nivel de actividad para los meses de junio, julio y agosto, continuando con las mejoras en los resultados respecto del mes pasado.

Cuadro 1. Indicadores adelantados de la actividad económica

Indicador	Período	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mismo mes de 2020	Variación vs. mismo mes de 2019	Fuente
Recaudación de IVA DGI	jul-21	s/d	17,2%	-15,0%	AFIP
Ventas en Supermercados	jun-21	s/d	1,0%	-0,5%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Center</i>	jun-21	s/d	241,5%	-60,7%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	jun-21	s/d	9,4%	15,6%	INDEC
Nivel de actividad	jun-21	2,5%	10,8%	0,6%	INDEC
Confianza del Consumidor	ago-21	5,0%	-3,8%	-5,0%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	jul-21	s/d	11,4%	-10,6%	CAME
Patentamiento de motos	jul-21	s/d	25,3%	-4,4%	ACARA
Patentamiento de autos	jul-21	s/d	6,1%	-35,1%	ACARA
Producción nacional de autos	jul-21	s/d	49,8%	47,5%	ADEFA
Índice construya	jul-21	1,1%	7,4%	22,0%	Grupo Construya
Despachos de cemento	jul-21	s/d	21,4%	4,3%	AFCP
Producción de acero crudo	jul-21	s/d	32,2%	2,8%	CAC

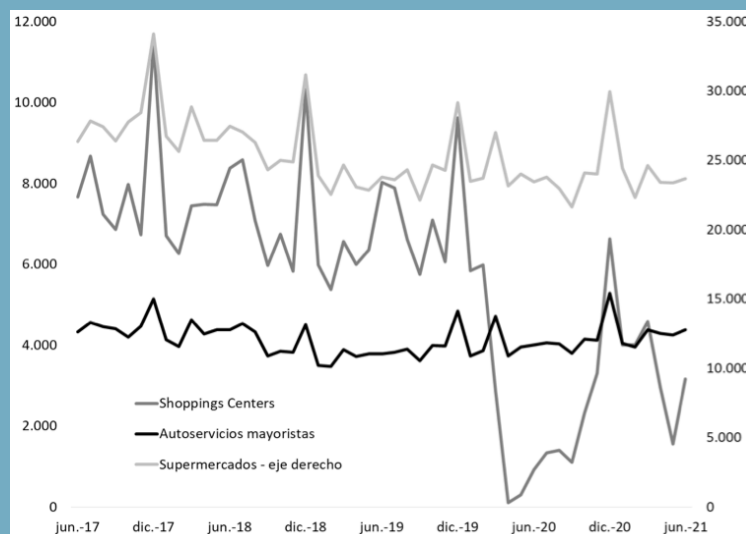
Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAC, CAME, Grupo Construya, INDEC y Universidad Di Tella.

¿Sabías que por la escasez global de semiconductores la producción automotriz puede verse afectada en los últimos meses del año?

El recorte de Toyota del 40% de la producción planeada para septiembre a nivel global, por ahora, no impactará en las plantas argentinas, aunque sí la disponibilidad local de algunos modelos fabricados en Brasil. De hecho, tanto Toyota como Renault frenaron la producción en tres plantas brasileñas a mediados de agosto, lo que afectará la disponibilidad local de algunos modelos, tales como Corolla, Etios, Sandero y Stepway.

En relación con el consumo de la población, los indicadores disponibles indican que tanto en los supermercados como en los autoservicios mayoristas, las ventas no cayeron sensiblemente durante la pandemia como se observa en el Gráfico 2. Esto se debe a que suelen vender artículos de primera necesidad y a que permanecieron abiertos durante todo el aislamiento. El último dato disponible indica que las ventas de supermercados crecieron 1% interanual en junio (en términos de cantidades) y 9,4% en mayoristas. Sin dudas, el segmento más golpeado es el de *shoppings centers*, no solo porque estuvieron cerrados entre marzo y octubre de 2020 (y entre mayo y junio de 2021) sino también porque venden artículos menos esenciales.

Gráfico 2. Consumo en Supermercados, Shoppings y Mayoristas
En millones de \$ constantes



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

¿Sabías que ropa, calzado y marroquinería explicaron el 57,5% de las ventas totales de los shoppings durante junio?

El monto restante se compone en 12,4% de electrónica y electrodomésticos, 10,5% patio de comidas, 5% muebles, textiles y decoración del hogar y 4,6% perfumería y farmacia, entre los más importantes.

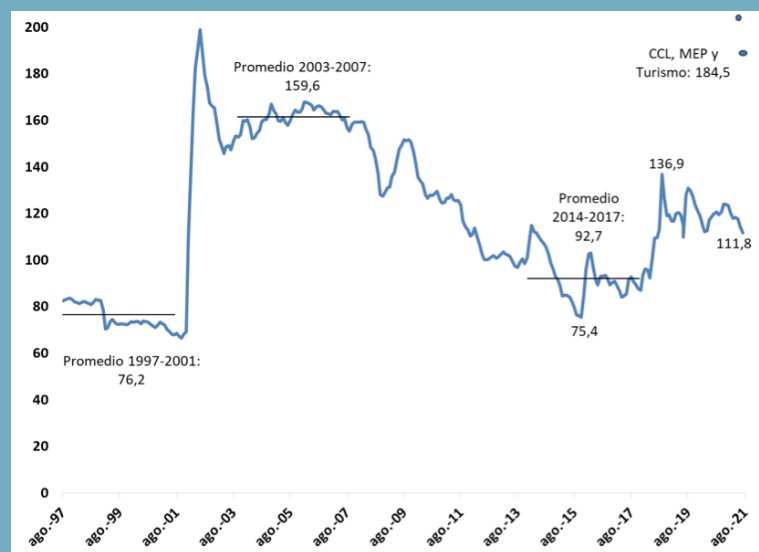
III) SECTOR EXTERNO

Desde fines de febrero, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) abandonó la estrategia cambiaria *crawling peg* (microdepreciaciones diarias que acompañan a la inflación) y comenzó a atrasar al dólar oficial para desacelerar la suba

de precios. Así, la cotización de la divisa pasó de aumentar 3,9% mensual en enero de 2021 a solo 1% en agosto, valor muy por debajo de la inflación. Tal como venimos advirtiendo en ediciones anteriores del *newsletter*, esta estrategia tiene como contrapartida pérdida de competitividad

cambiaría de la producción local: entre febrero y agosto, el tipo de cambio real multilateral (TCRM) cayó 9,4%. El Gráfico 3 muestra la tendencia de los últimos meses en el contexto de los últimos 25 años, con el objetivo de contar con una base temporal más amplia de comparación.

Gráfico 3. Tipo de cambio real multilateral en Argentina: 1997–2021
En índice base 100 = 16–12–2015



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En efecto, el TCRM se ubicó en agosto por encima 46,7% del promedio de los últimos 5 años del plan de convertibilidad, aunque 30% por debajo del periodo 2003–2007, cuando el tipo de cambio real estaba en un nivel competitivo y estable. Cabe advertir que nos referimos a la cotización oficial de la divisa: el dólar turista o los financieros para atesoramiento o remisión de utilidades se encuentran alrededor de 70% más caros (y el blue 80%).

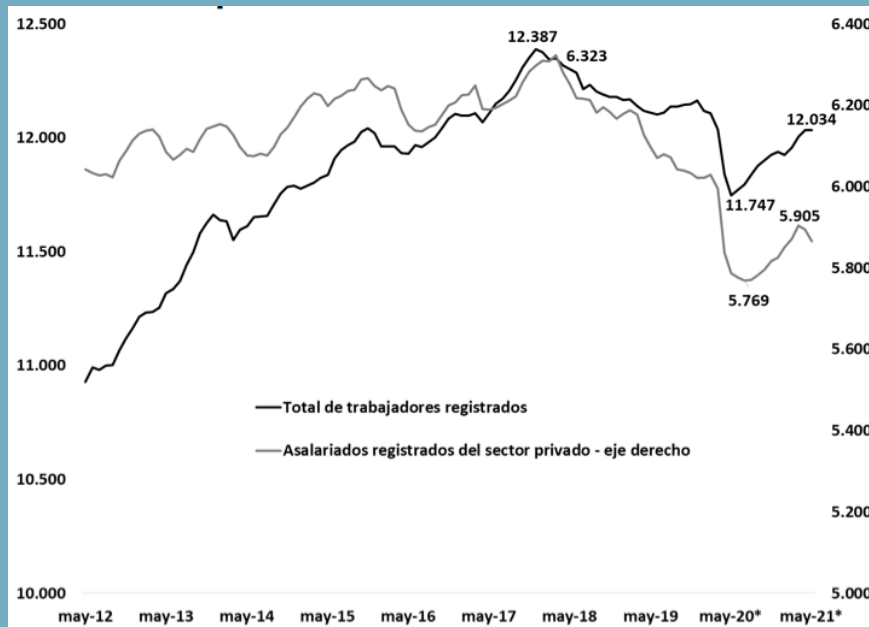
¿Sabías que a mediados de agosto el Banco Central endureció los controles a las operatorias de bonos para hacerse de dólares vía el mercado bursátil (CCL y MEP)?

Con el objetivo de desalentar la presión sobre las cotizaciones financieras del dólar, el BCRA introdujo modificaciones en los procedimientos bursátiles, lo que trajo aparejado un nuevo golpe sobre el cada vez más pequeño mercado local de capitales (en particular, sobre las sociedades de bolsa).

IV) MERCADO DE TRABAJO

La recuperación de la economía durante los últimos meses tuvo como consecuencia la creación de gran parte del empleo formal perdido durante el inicio de la pandemia. En efecto, desde el pico alcanzado en mayo de 2020, se crearon 285.000 nuevos puestos a mayo de 2021 (último dato disponible en el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación–MTEySS). Aún falta generar 73.000 empleos adicionales para alcanzar la marca de febrero de 2020, mes previo al estallido de la pandemia. A continuación, el Gráfico 4 muestra la evolución del empleo registrado total y de los asalariados del sector privado entre 2012 y 2021.

Gráfico 4. Empleo registrado en Argentina: 2012–2021
En miles de personas



Fuente: elaboración propia en base a datos del MTEySS.

El pico de ambas curvas se ubica antes del estallido de la crisis cambiaria de 2018, que dio inicio a un ciclo de pérdida de puestos de trabajo, en particular de asalariados privados registrados. La reciente caída de este último entre marzo y mayo obedece, por un lado, a la intensificación de la cuarentena por la segunda ola, y, por el otro, a una cuestión estrictamente estacional, relacionada con la existencia de un pico del empleo por las vacaciones de verano.

¿Sabías que el empleo asalariado registrado representó 48,9% del empleo registrado total del país en los primeros cinco meses de 2021?

El restante se completó de la siguiente forma: 27,1% asalariados públicos, 13,8% monotributistas, 4% empleo doméstico, 3,2% autónomos y 3,1% monotributistas sociales. Casi hace una década (primeros 5 meses de 2012), los asalariados privados registrados eran 55,4% del empleo formal total, los asalariados públicos, 23,7%; los monotributistas, 12%; los autónomos, 3,7%; el empleo doméstico, 3,6% y los monotributistas sociales, 1,6%.

La mayor contribución a la creación de empleo formal entre mayo de 2020 y mayo de 2021 la realizó la modalidad ocupacional monotributo (39,9%), seguida por asalariados privados (27,4%), públicos (26,4%) y, más lejos, por los monotributistas sociales (6,9%). El aún escaso dinamismo que muestra el empleo privado asalariado es uno de los principales obstáculos que enfrenta el mercado de trabajo argentino para lograr comenzar a disminuir la dependencia del rol del sector público como empleador. Su pobre dinamismo puede explicarse, en parte, por la doble indemnización vigente desde fines de 2019 y por la prohibición de despidos instalada durante toda la pandemia. Si bien ambas medidas pueden haber contribuido a evitar mayores pérdidas durante los peores momentos del aislamiento, la inflexibilidad que le imprimen a las relaciones laborales estaría desalentando una mayor creación de dichos puestos durante la recuperación. Esto también explicaría que el monotributo sea la modalidad ocupacional más dinámica, lo que puede ser interpretado como una precarización del mercado laboral argentino al esconder, en muchos casos, una relación de dependencia en figuras de contratación de servicios.

REFLEXIONES FINALES

La actividad económica se viene recuperando de la mano de la superación de los peores momentos de la pandemia y del paquete de medidas fiscales, cambiarias y monetarias expansivas que está aplicando el Gobierno Nacional. El contexto internacional aún acompaña con bajas tasas de interés y elevados precios de las materias primas. Pasadas las elecciones, la incertidumbre radica en cómo administrar el frente externo, en un contexto en el que el crecimiento económico de Argentina provoca una reducción del superávit de cuenta corriente. La renegociación de la deuda con los acreedores privados sirvió para ganar tiempo y postergar el inicio de los desembolsos más importantes hasta 2024.

En las últimas semanas circularon versiones de que el Gobierno estaría próximo a cerrar un acuerdo con el FMI para normalizar la situación irregular heredada de la administración anterior. Al parecer, Argentina firmaría un Plan de Facilidades Extendidas por los U\$S45.000 millones adeudados, a pagar en un plazo de 10 años con los primeros cuatro de gracia para pagos de capital. El organismo no aplicaría sobretasas ni punitivos, con lo cual la tasa de interés quedaría en 1,2% anual. A cambio, el Gobierno Nacional se compromete a cumplir

un programa económico que permita alcanzar la estabilidad fiscal en 2025 y superávits externos en torno a U\$S10.000 millones anuales, necesarios para poder honrar los compromisos con el Fondo y con los privados.

En caso de que se confirmen estas versiones, Argentina estaría consiguiendo más tiempo para poder incrementar su capacidad de generación de divisas, condición necesaria para evitar que la solución provenga de un nuevo ajuste sobre la actividad económica. En este contexto, la persistencia de la brecha cambiaria en torno al 70–80% y la reciente tendencia a la apreciación del peso argentino no parecen ser los incentivos adecuados para lograrlo. Sin perder de vista que, a pesar del atraso del dólar, la tasa de inflación se ubica en torno a 50% interanual, también contenida por casi tres años de congelamiento de tarifas. Como contrapartida, los crecientes subsidios profundizan el déficit fiscal, otro de los grandes desequilibrios que acarrea nuestra economía desde hace una década.

Difíciles desafíos a resolver que requerirán de la obtención de consensos básicos entre las principales fuerzas políticas sobre diversas medidas necesarias para volver a encarrilar a nuestro país por un sendero de crecimiento económico sostenido. La reciente discusión sobre el ciclo de endeudamiento externo de nuestro país deja en evidencia que, más que buscar construir consensos, el debate político actual está lejos del necesario acercamiento de posiciones.

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 T. Gherzi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144
<http://www.uces.edu.ar/>