

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

El inicio de las campañas de vacunación coincide con el apogeo de la segunda ola de contagios del COVID-19 en Estados Unidos y Europa, lo que agudiza la disputa internacional por el acceso a las primeras dosis. Los países que logren vacunar primero podrán reducir la mortalidad y la circulación de la enfermedad, lo que posibilitará el levantamiento de las restricciones a la movilidad. Dado que el acceso a las vacunas está relacionado con la capacidad financiera de los estados (ante el escaso éxito de las iniciativas internacionales de cooperación), los desiguales ritmos de recuperación económica en 2021 llevarán a que la pandemia profundice aún más las asimetrías económicas preexistentes.

En diciembre, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió la continuidad de su tasa de interés de referencia en el rango de 0% a 0,25% anual, al tiempo que afirmó su compromiso de continuar con los estímulos monetarios hasta que la economía norteamericana logre superar la crisis desatada por el COVID-19. Esta decisión representa una buena noticia para Argentina debido a que, históricamente, la contrapartida de las bajas tasas de interés en EE.UU. son los altos precios internacionales de los *commodities*. Esta dinámica mejora el resultado de nuestra cuenta corriente, condición necesaria, aunque insuficiente, para que nuestro país pueda repetir un nuevo periodo de crecimiento. Sin embargo, una potencial sequía para la actual campaña agrícola puede afectar los rendimientos y contrarrestar dicho efecto precio positivo.

En el Área Metropolitana de Buenos Aires, la dinámica exponencial que mostraron los contagios desde el 8 de diciembre parecería estar indicando un posible inicio de la segunda ola, antes de lo esperado. El fuerte incremento de la circulación asociado a las fiestas y el relajamiento de los cuidados de una gran parte de la población explican la dinámica, que plantea el interrogante respecto de si la vacunación llegará a tiempo para evitar la necesidad de un nuevo confinamiento en el AMBA.

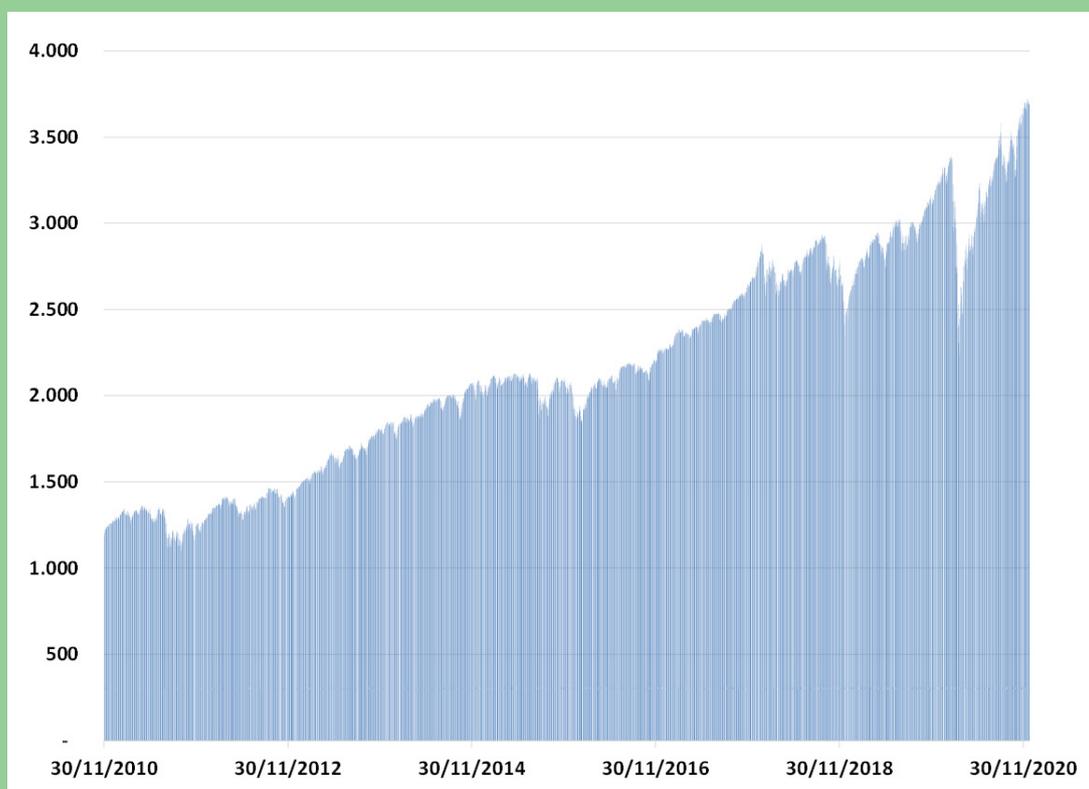
En materia económica, el 2020 cierra con estabilidad cambiaria, con una leve acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA y con la actividad en recuperación. Para el 2021, el promedio de las expectativas del mercado estima un crecimiento del Producto Interno Bruto –PIB– de 4,8%, que no alcanzará para recuperar ni la mitad del terreno perdido en 2020 (–10,9%). En adelante, las principales incógnitas radican en el posible impacto de una segunda ola y en la evolución de las distintas cotizaciones de la divisa, en un contexto de reducción del superávit comercial. Por su parte, el recalentamiento de la inflación de los últimos meses dificultará lograr la recuperación del poder de compra de la población, en un contexto de mayor desempleo por la recesión iniciada en abril de 2018 y agudizada por la pandemia. En paralelo, la necesidad de lograr un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional –FMI– para reprogramar los vencimientos de los U\$S44.000 millones tomados por el Gobierno anterior y la imposibilidad de continuar monetizando el déficit fiscal reducen el margen para continuar con los subsidios a las tarifas de los servicios públicos. Escenario complejo para un año electoral donde el oficialismo tendrá el desafío de conservar poder legislativo con escasos logros por mostrar.

I) CONTEXTO ECONÓMICO GLOBAL

A pesar de que Estados Unidos está en plena expansión de los contagios y fallecimientos por COVID-19 (en diciembre se superaron los récords de contagios diarios –más de 220.000– y de fallecimientos –más de 3.500–), la economía no parece sufrir los mismos impactos que durante la primera ola de marzo. Durante noviembre se crearon 115.000 nuevos empleos y la tasa de desocupación se ubicó en 6,7% de la población económicamente activa, cuando en abril había alcanzado el récord de 14,7%. Por su parte, el índice bursátil *Standars & Poors 500* (que incluye a las 505 empresas que cotizan en la

Bolsa de Nueva York) tocó su máximo histórico en la segunda quincena de diciembre, con una recuperación de 66,4% desde el piso alcanzado en marzo y un aumento de 16,6% contra diciembre de 2019. En otras palabras, en 9 meses de pandemia el valor promedio de las empresas norteamericanas aumentó en dos terceras partes. Esta dinámica es la contracara del fuerte programa de estímulo monetario: ante los nullos rendimientos por financiar a la Reserva Federal, los flujos de capitales se dirigen a comprar acciones de las empresas, incrementando su valor bursátil. Sin embargo, y dado que el PBI de EE.UU. se contraerá alrededor de 4,3% en 2020 (según la última estimación de octubre del FMI), cabe preguntarse si no se está gestando una nueva burbuja en los precios de los activos financieros que, tarde o temprano, termina por estallar.

Gráfico 1. Evolución del indicador S&P 500: 2010–2020
En índice



Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

¿Sabías que, a septiembre, ningún país de América pudo recuperar los niveles de actividad económica de la situación previa al estallido de la pandemia?

Aun así, los tres países menos afectados por la crisis económica fueron Guatemala (caída de 1,5% del PIB entre septiembre y febrero), Brasil (-2,5%) y Canadá (-4,2%), según un relevamiento del Centro de Estudios para la Producción (CEPXXI). En contraste, las tres economías de la región más golpeadas son República Dominicana (-9,3%), Colombia (-8,7%) y Perú (-7,8%). Argentina se ubicó cuarta con una disminución desestacionalizada de 7% entre febrero y septiembre.

II) ACTIVIDAD LOCAL

La semana pasada el INDEC dio a conocer que la actividad económica local creció en octubre 1,9% en la comparación desestacionalizada con septiembre, aunque respecto de octubre de 2019 la variación se ubica en terreno negativo: -7,4%. El indicador de consumo elaborado por el Instituto de Trabajo y Economía indica la continuidad de la recuperación de la actividad durante noviembre: se registró una suba mensual desestacionalizada de 3,8% comparada con octubre y de 1,9% comparada con noviembre de 2019.

A continuación, el cuadro 1 resume varios indicadores adelantados del nivel de actividad relevados periódicamente por el INSECAP. En octubre, las ventas en supermercados, *shoppings* y autoservicios mayoristas tuvieron un crecimiento mensual de 11,5%, 111,5% (explicado por la reapertura en CABA) y 9,4% respectivamente. Durante noviembre, tanto la recaudación de IVA como la confianza del consumidor experimentaron caídas respecto de octubre. Una dinámica similar mostraron los patentamientos de autos, motos y el índice construya, aunque estos indicadores tuvieron importantes crecimientos comparado con noviembre de 2019. Por último, la producción de acero crudo, autos y cemento tuvieron resultados positivos, tanto en la comparación mensual como en el interanual.

Cuadro 1 .Indicadores adelantados de la actividad económica

Indicador	Período	Variación mensual	Variación anual	Fuente
Recaudación de IVA impositivo*	nov-20	-2,8%	-13,4%	AFIP
Ventas en Supermercados	oct-20	11,5%	-2,2%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	oct-20	111,5%	-67,9%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	oct-20	9,4%	4,0%	INDEC
Consumo	nov-20	3,8% **	1,9%	ITEGA
Confianza del Consumidor	nov-20	-3,8%	-7,2%	Di Tella
Nivel de actividad	oct-20	1,2% **	-4,1%	ITEGA
Inversión	oct-20	1,1% **	-5,3%	ITEGA
Ventas en comercios minoristas	nov-20	s/d	-6,7%	CAME
Patentamiento de motos	nov-20	-15,6%	32,8%	ACARA
Patentamiento de autos	nov-20	-7,8%	33,9%	ACARA
Producción nacional de autos	nov-20	13,5%	20,2%	ADEFA
Índice construya	nov-20	-2,9%	13,5%	Grupo Construya
Despachos de cemento	nov-20	4,3%	28,0%	AFCP
Producción de acero crudo	nov-20	2,3%	9,3%	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.

** Variaciones mensuales desestacionalizadas.

III) DIPUTADOS TRATARÁ LA NUEVA LEY DE MOVILIDAD JUBILATORIA PEDIDA POR EL EJECUTIVO

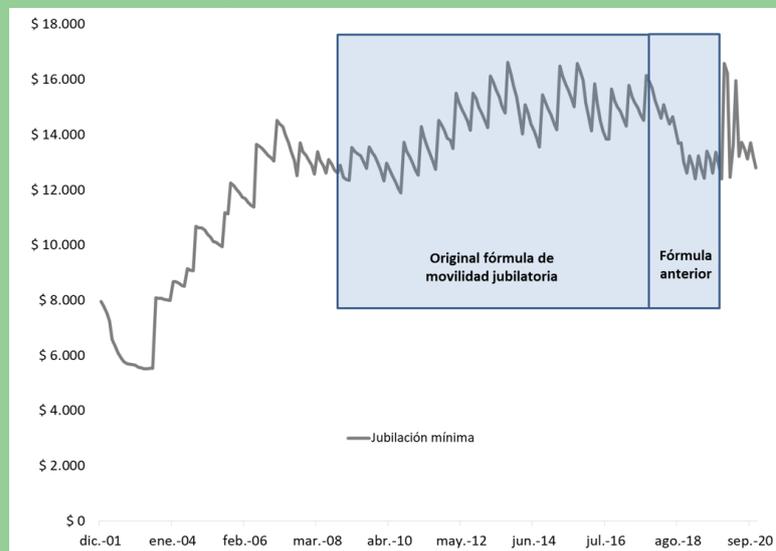
En la última semana del año, se discutirá en la cámara de Diputados de la Nación el Proyecto de Ley de Movilidad Jubilatoria enviado por el Poder Ejecutivo Nacional, que cuenta con media sanción del Senado. Con la nueva propuesta, los haberes previsionales ajustan por una fórmula compuesta por un índice que combina, en partes iguales, el incremento de la recaudación y de los salarios. La nueva fórmula imita la sancionada a fines de 2008, que estuvo vigente hasta su reemplazo por la implementada a fines de 2017.

La diferencia fundamental con la ley anterior, suspendida en diciembre de 2019 por la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública, es que no contempla directamente la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). En efecto, la fórmula diseñada por el Gobierno de Macri calculaba los aumentos en un 70% por el IPC y 30% por los salarios. Funcionarios y legisladores del oficialismo argumentaron que la inflación está implícita en la variación de los salarios y de la recaudación. Por su forma de cálculo, la nueva propuesta ata la suerte de las jubilaciones y pensiones al destino de los salarios. Y dado que

estas dos últimas variables se relacionan positivamente con el ciclo económico, la economía argentina deberá crecer para que las jubilaciones crezcan. Esto se relaciona con el último aspecto conveniente de analizar de la nueva fórmula: la sustentabilidad del sistema previsional. De hecho, la incorporación de la recaudación del sistema en la fórmula de ajuste permite que los egresos de la seguridad social, principal gasto del Estado Nacional, no se desvinculen sustancialmente de los ingresos, evitando la necesidad de acceder a mayores recursos tributarios para financiar el déficit previsional.

A continuación, el gráfico 2 muestra la evolución del poder adquisitivo del haber mínimo jubilatorio, medido en pesos constantes de octubre de 2019. Con la primera fórmula de movilidad, las jubilaciones pudieron ganarle a la inflación entre 2010 y 2013, en la medida que tanto los salarios como la economía crecieron. Desde fines de 2013 hasta su reemplazo por la anterior fórmula a fines de 2017, las jubilaciones mantuvieron su poder adquisitivo, imitando el estancamiento salarial. Desde entonces y con la ley propuesta por el Gobierno de Macri, la omisión del aumento del primer trimestre de 2018 y la aceleración inflacionaria por la crisis cambiaria provocaron la pérdida de poder adquisitivo de las jubilaciones, que aumentaron por detrás del aumento de los precios. En efecto, con la anterior fórmula, las jubilaciones perdieron 20,9% de su poder de compra entre noviembre de 2017 y mismo mes de 2019.

Gráfico 2. Poder adquisitivo de la jubilación mínima: 2001–2020
En \$ constantes de octubre de 2019



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y del INDEC.

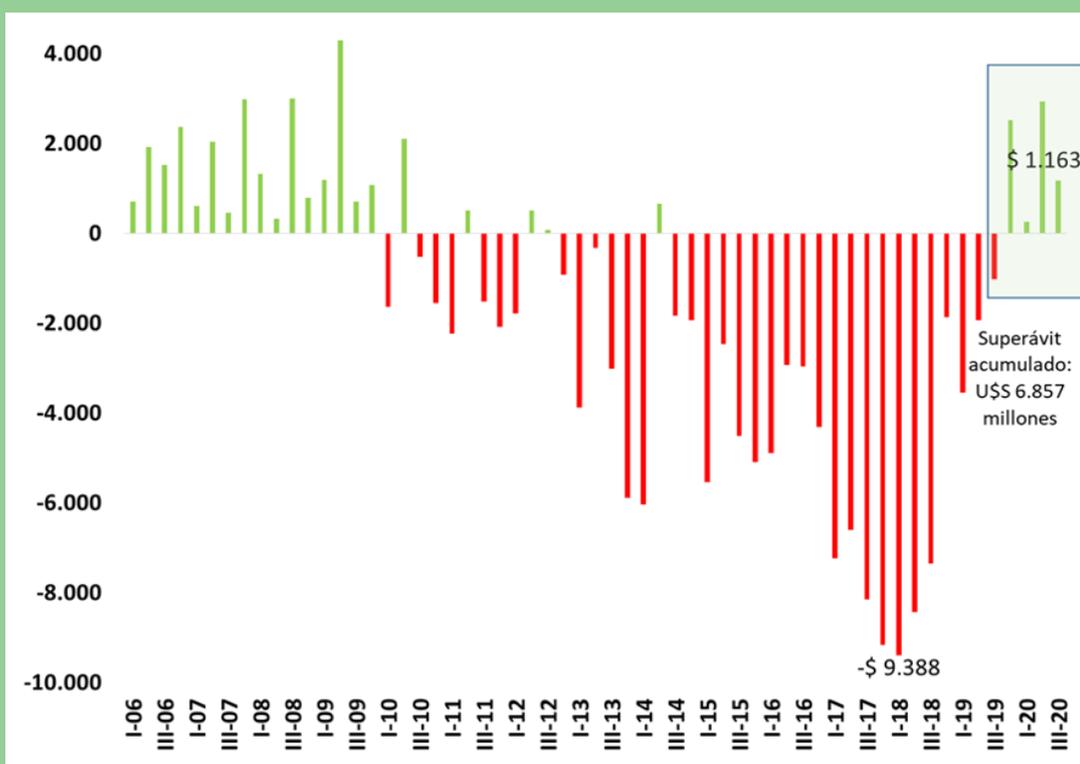
¿Sabías que la nueva fórmula plantea aumentos trimestrales de los haberes previsionales?

Al igual que la última movilidad vigente, la nueva fórmula actualizará las jubilaciones y pensiones cada tres meses, lo que permitirá evitar una desfasaje prolongado respecto de la evolución de las variables más importantes. La contrapartida negativa es que indexa a tres meses el principal gasto del Estado Nacional, incrementando la exposición de la economía argentina a un incremento de la nominalidad.

IV) FRENTE EXTERNO Y CAMBIARIO

La semana pasada el INDEC publicó los resultados de la balanza de pagos de Argentina para el tercer trimestre del 2020 (julio–septiembre). Por cuarto periodo consecutivo, la cuenta comercial tuvo un superávit de U\$S1.163 millones, como muestra el gráfico 3 a continuación. Dicha cifra se alcanzó a partir de un superávit de U\$S4.008 millones en la balanza comercial de bienes, que más que compensó el déficit de la balanza comercial de servicios U\$S575 millones (resultado favorecido por la imposibilidad de los turistas argentinos de viajar el exterior) y el déficit de U\$S2.540 millones en las rentas de la inversión (rubro históricamente deficitario dado que incluye la remisión de utilidades y dividendos al exterior de capitales extranjeros radicados en Argentina).

Gráfico 3. Resultado de la cuenta corriente de Argentina
En millones de U\$S



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

El gráfico permite visualizar la dinámica de la cuenta corriente argentina durante los últimos 15 años. Luego de la salida de la convertibilidad, la economía argentina registró intensos superávits que le permitieron desendeudarse y acumular reservas internacionales. El crecimiento económico experimentado entre mediados de 2002 y 2011 y la apreciación cambiaria del peso argentino desde 2007 fueron erosionando dichos resultados positivos: para 2010, la cuenta corriente se encontraba equilibrada. Desde entonces, la economía argentina consumió más dólares de los que generó, proceso que fue financiado hasta fines de 2015 con caída de las reservas internacionales en poder del BCRA y, desde 2016, con endeudamiento público. El gráfico también permite observar la dinámica insostenible en el tiempo que culminó en el primer trimestre de 2018 con el déficit más alto de la historia argentina (con U\$S9.388 millones), desencadenando la corrida cambiaria iniciada en abril de 2018.

Desde entonces, el fuerte ajuste cambiario (el dólar oficial subió más de 300% en dos años y medio) y la consecuente contracción de la economía argentina (agudizada por la crisis económica desatada por el COVID-19) volvieron a generar superávits, que en los últimos cuatro trimestres acumularon U\$S6.857 millones. Desde diciembre de 2019 también jugaron un rol el cambio en la política de administración del comercio exterior y el estricto control de cambios, que dificultaron el acceso a la mercadería importada. La novedad del proceso reciente es que dicho superávit no derivó en una acumulación de reservas internacionales en poder del BCRA, que por el contrario se redujeron en U\$S7.322 millones en el mismo período. Fuentes del mercado destacan que esa diferencia obedece a que muchas empresas cancelaron deudas comerciales con el exterior contraídas durante 2019, y a maniobras de elusión fiscal y cambiaria en el contexto de brecha, que representan una dificultad adicional de la economía argentina para normalizar el frente cambiario.

¿Sabías que durante noviembre la economía argentina tuvo el menor superávit comercial del año?

El resultado fue positivo en U\$S271 millones, valor que contrasta con el promedio mensual de U\$S1.221 millones registrado entre enero y octubre del presente año. El superávit del mes se redujo debido a la caída interanual en las exportaciones de 25,6% y a la fuerte recuperación de las importaciones (+20,7%), fruto del adelantamiento de compras al exterior ante la intensa expectativa de depreciación de la moneda nacional de las semanas previas.

En materia cambiaria, diciembre fue el mejor mes de la segunda mitad del año. Las distintas cotizaciones alternativas de la divisa se mantuvieron estables (e incluso tuvieron una pequeña caída de 5%), al igual de lo que ocurrió en noviembre. Fuentes del mercado revelaron que la dinámica obedeció, primero, a las ventas de bonos por parte del BCRA y que, con el paso del tiempo, fue ganando participación la oferta genuina de acreedores privados. En paralelo, la cotización del dólar oficial subió 3,8%, acompañando el ritmo de incremento de precios. De esta forma, la brecha cambiaria se redujo desde 81% a fines de noviembre a 68% al cierre de la presente edición para el dólar MEP y de 85% a

69% para el CCL. En contraste, el dólar blue mostró cierto dinamismo en las últimas jornadas, por lo cual su brecha respecto del oficial prácticamente no se alteró respecto de principios del mes y cerró en 94%.

La reducción de la brecha desde los peores momentos de fines de octubre (cuando había superado el 130%) representa un avance importante en la estabilización de la economía nacional, enteramente atribuible al Ministro Guzmán, luego de que el Presidente Alberto Fernández lo empodere como máxima autoridad del gabinete económico. Cabe agregar también que la reciente *pax* cambiaria también está influenciada por la estacionalidad de la demanda de dinero, que se revierte parcialmente hacia fines de diciembre y en el primer bimestre de 2021.

En adelante el desafío pasa por lograr la continuidad de la *pax* cambiaria, lo que permitirá moderar las expectativas de depreciación del peso y disminuir los incentivos a adelantar importaciones. De esta forma, se lograría recuperar mayores superávits comerciales para continuar con

la dinámica reciente de acumulación de reservas internacionales en el BCRA.

A modo de cierre

Argentina cierra un 2020 caracterizado por la peor pandemia de la historia reciente que agudizó la recesión económica que nuestro país arrastraba desde abril de 2018, en un contexto más amplio de una década de estancamiento. Los desafíos para el año entrante son múltiples: estabilizar el frente cambiario, sostener el superávit de cuenta corriente, minimizar el déficit fiscal y, en consecuencia, las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional, lograr un acuerdo con el FMI para aplazar los vencimientos, volver al sendero de crecimiento económico, recuperar el poder adquisitivo de salarios y jubilaciones y contener a raya la inflación. Todo en un año que inicia con una posible segunda ola de contagios en medio de la vacunación, y que finaliza con elecciones legislativas de medio término, en un contexto donde la polarización política atenta contra la necesidad de generar consensos sociales fundamentales.

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/>

Es una publicación periódica de INSECAP
