

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

La mayoría de los países del hemisferio norte están levantando las restricciones a la movilidad gracias a la disminución de los contagios y, sobre todo, de los fallecimientos. La extensión de la variante delta en Gran Bretaña, detectada por primera vez en la India, provocó una nueva suba de contagios que obligó al Gobierno inglés a postergar el levantamiento de las restricciones. Sin embargo, cabe aclarar que la suba desde 2.000 casos diarios a principios de mayo a 15.000 a fines de junio aún dista de los 60.000 contagios por día de fines de 2020. Y, hasta el momento, tampoco provocó una suba de las muertes (que promedian 18 por día), lo que comprueba la efectividad de las vacunas existentes ante esta nueva cepa.

En Argentina se verificó una disminución de los contagios durante el último mes gracias a las mayores restricciones a la movilidad y al avance del plan de vacunación. Sin embargo, durante la última semana se verificó la interrupción del descenso de los casos, lo que obliga a estar alertas dado que no se puede descartar una nueva oleada, tal como advirtió el ministro de salud porteño Fernán Quirós. Por ello, resulta indispensable continuar avanzando con la vacunación de los grupos más vulnerables y completar los esquemas de dos dosis. En este contexto, conviene destacar dos elementos: i) más del 90% de los mayores de 60 años de nuestro país ya recibieron la primera dosis (y el 30% el esquema completo); ii) una sola dosis de las distintas vacunas utilizadas en Argentina (Sputnik V, AstraZeneca y Sinopharm) se mostró sumamente efectiva para disminuir los casos graves.

En el plano económico, los impactos de la segunda ola del otoño fueron sustancialmente menores a los registrados durante el año pasado. Incluso en algunos sectores, como la industria manufacturera, los niveles de actividad superaron a los registrados en los mismos meses del año 2019. La recuperación industrial y la mayor actividad de la construcción motivaron el incremento de la inversión productiva, que fue uno de los componentes más dinámicos de la demanda agregada. El arrastre estadístico por la superación de los peores momentos de la pandemia permitirá consolidar el crecimiento económico alrededor de 6–7% del PIB para 2021. Sin embargo, agotado ese efecto estadístico, la recuperación del consumo de la población se constituye como una condición necesaria para impulsar la economía nacional.

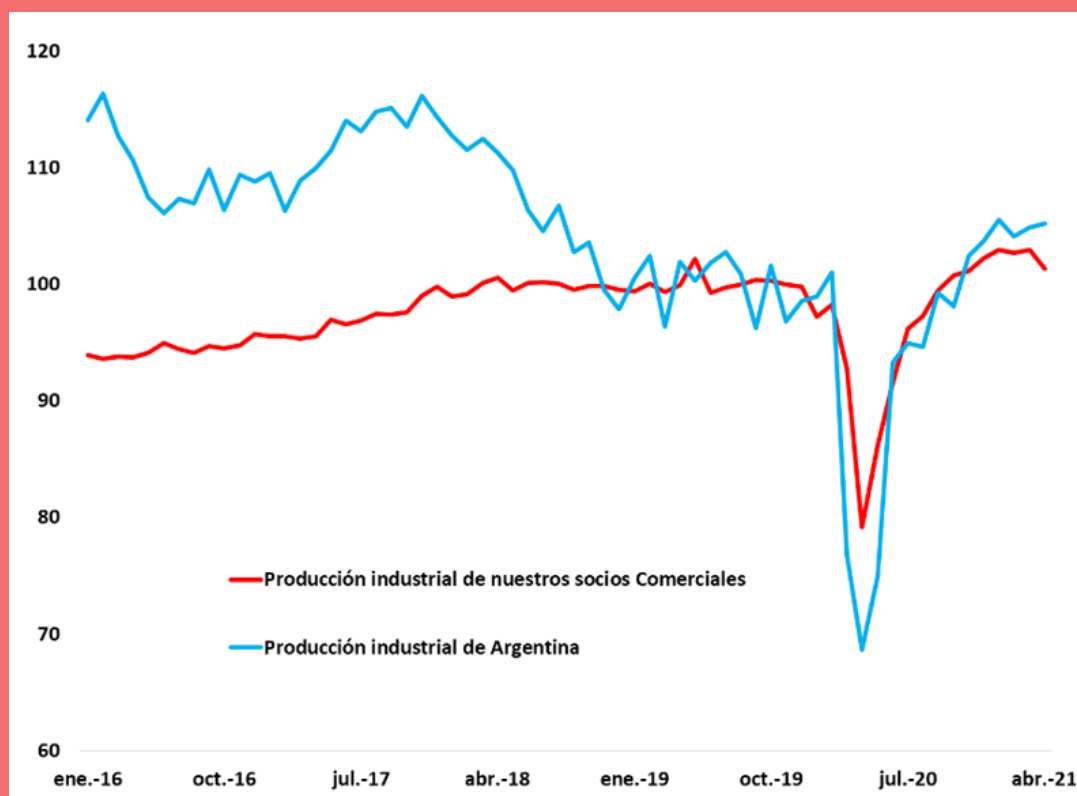
Sin embargo, durante las últimas semanas se agudizó la incertidumbre cambiaria, lo que derivó en un incremento de las cotizaciones alternativas y de la brecha. Para evitar mayores subas de la cotización del dólar Contado Con Liquidación, el BCRA comenzó a intervenir activamente en los mercados de bonos, lo que anticipa la llegada de semanas cada vez más intensas a medida que nos acerquemos a las elecciones legislativas.

I) CONTEXTO ECONÓMICO GLOBAL

La economía global se sigue moviendo al compás de la evolución de la pandemia del COVID-19. El indicador de actividad industrial mundial elaborado por el Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación (que incluye también la actividad minera,

petrolera y energética) mostró en abril una caída desestacionalizada de 1,6% respecto del nivel alcanzado en marzo, como se puede observar en el Gráfico 1 que también presenta la producción industrial argentina. Se trata de la mayor caída mensual desde mayo de 2020, cuando la mayoría de los países del mundo superaron los momentos más estrictos del aislamiento. En la comparación contra abril de 2019, el indicador refleja un crecimiento de +1,7%.

Gráfico 1. Actividad industrial de Argentina y de los principales socios comerciales: 2016–2021
En índice base 100 = 2019



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y del CEPXXI.

Nota: El índice de producción industrial de nuestros socios comerciales es elaborado por el CEPXXI del Ministerio de Desarrollo Productivo y pondera la evolución de la producción industrial (entendida en un sentido amplio, donde no solo se incluye la manufactura sino también el petróleo, la minería y la energía) de cada socio comercial según su importancia como destino de exportación de Argentina.

Cabe aclarar que tanto Brasil, como Estados Unidos y Europa explican poco más de la mitad del indicador; los tres mostraron magros resultados en la comparación con abril de 2019 (−2,5%, −3% y 0%, respectivamente), dejando en evidencia que su sector productivo aún no pudo superar los efectos de la pandemia. En contraste, la producción industrial de China, país que superó

más tempranamente la pandemia, creció 9,8% contra abril de 2020 y 14,1% comparado con mismo mes de 2019. Por su parte, el indicador de producción industrial de Argentina elaborado por el INDEC arrojó una variación interanual positiva de 3,2% en abril, a pesar de que durante varios días de final del mes hubo restricciones a la movilidad por la segunda ola.

¿Sabías que en la próxima reunión del G-20 se tratará el proyecto de crear un impuesto mínimo global del 15% a las ganancias de las empresas multinacionales como Facebook, Google y Amazon?

La propuesta recibió el impulso de la administración Biden y ya fue aprobada a principios de junio en la reunión del G-7. Un elemento clave de la nueva norma radica en que obliga a las empresas a pagar en los países donde venden sus productos y servicios, y no donde declaran sus beneficios, lo que busca poner el fin a la “carrera a la baja” en las políticas impositivas que tuvo lugar en los últimos 30 años, como afirmó Janet Yellen, la Secretaria del Tesoro de Estados Unidos.

II) ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

La semana pasada el INDEC publicó los datos de las cuentas nacionales: para el primer trimestre de 2021, el Producto Interno Bruto (PIB) de Argentina tuvo un crecimiento desestacionalizado de 2,6% respecto del último trimestre de 2020, como se puede observar en el Cuadro 1. En la comparación con dicho período, todos los componentes de la demanda agregada mostraron subas, fruto principalmente de la disminución de los contagios y de la mayor movilidad de la población: consumo privado (+2,9%), consumo público (+1,4%), formación bruta de capital fijo –inversión– (+6,1%) y exportaciones (+19,2%). En la comparación contra el primer trimestre de 2020, la suba del PIB fue de +2,5%, motorizada fundamentalmente por el salto de +38,4% en la inversión, dado que el resto de los componentes mostraron una dinámica estable.

Cuadro 1. Evolución de los componentes del PIB de Argentina: 1^{er} Trim 2021

En índice base 100 = promedio de 2017, desestacionalizado

Componente		Versus IV-Trim 2020 (desestacionalizada)	Versus I-Trim 2020	Versus I-Trim 2019
Oferta Agregada	Producto Interno Bruto	2,6%	2,5%	-2,6%
	Importaciones	13,5%	18,8%	0,6%
Demanda Agregada	Consumo Privado	2,9%	-0,7%	-7,0%
	Consumo Público	1,4%	-0,5%	-1,2%
	Exportaciones	19,2%	1,2%	-2,9%
	Inversión	6,1%	38,4%	13,3%

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Ahora bien, si comparamos contra el mismo trimestre pero del año 2019, es posible observar que el PIB aún se encuentra 2,6% por debajo, explicado fundamentalmente por la contracción de 7% del consumo privado y, en menor medida, de las exportaciones (-2,9%) y del consumo público (-1,2%). Se destaca la intensa recuperación de la inversión productiva (+13,3% vs.

primer trimestre de 2019) que obedece a varias razones: i) la recuperación del ciclo de actividad industrial, que históricamente tracciona la inversión; ii) la disminución de las tasas de interés y la reaparición del crédito a tasas subsidiadas para la inversión productiva; iii) la conveniencia de invertir en bienes de capital importados, como una forma de acceder a dólares de la cotización oficial.

¿Sabías que el crecimiento de la inversión productiva estuvo motorizado por un fuerte aumento de la inversión en maquinarias y en equipos de transporte?

En el primer trimestre de 2021, la inversión en equipos de transporte nacional creció 97,9% interanual a precios constantes y 43% los de origen importado. En una dinámica similar, la formación bruta de capital en maquinarias y equipos nacionales creció 52,3% y en importados, 31,9%. Por último, el aumento de 35,5% de la construcción también contribuyó a explicar esta dinámica.

La segunda ola iniciada a fines de marzo afectó al nivel de actividad económica del segundo trimestre del año, aunque en menor medida que el impacto registrado durante el mismo período de 2020. El estimador mensual de actividad económica (EMAE) de abril mostró una disminución desestacionalizada de 1,2% contra marzo, según información reciente publicada por el INDEC. En la comparación contra abril del año 2019 tuvo una caída de 4,4%. Cabe advertir que este indicador es sumamente importante para monitorear la actividad económica dado que constituye una variable proxy mensual del PIB, que se mide de manera trimestral. El Cuadro 2 presenta diversos indicadores adelantados del nivel de actividad para los meses de abril y mayo.

Cuadro 2. Indicadores adelantados de la actividad económica

Indicador	Período	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mayo de 2020	Variación vs. mayo de 2019	Fuente
Recaudación de IVA impositivo*	abr-21	s/d	28,5%	-25,6%	AFIP
Ventas en Supermercados*	abr-21	s/d	1,2%	1,5%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i> *	abr-21	s/d	2513,5%	-50,9%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas*	abr-21	s/d	14,9%	15,2%	INDEC
Nivel de actividad*	abr-21	-1,2%	28,3%	-4,4%	INDEC
Confianza del Consumidor	may-21	0,3%	-7,8%	-2,8%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	may-21	s/d	29,6%	-19,0%	CAME
Patentamiento de motos	may-21	s/d	27,4%	-21,3%	ACARA
Patentamiento de autos	may-21	s/d	4,6%	-39,6%	ACARA
Producción nacional de autos	may-21	s/d	627,9%	15,4%	ADEFA
Índice construya	may-21	-0,4%	58,9%	5,6%	Grupo Construya
Despachos de cemento	may-21	s/d	34,8%	-9,4%	AFCP
Producción de acero crudo	may-21	s/d	101,3%	-3,9%	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.

Nota: Mayo de 2021 tuvo tres días hábiles menos que mayo de 2019, factor que influye parcialmente en los resultados obtenidos.

* La comparación interanual se realiza contra los meses de abril.

En relación con la dinámica registrada durante los meses anteriores, la novedad radica en que tanto las ventas en supermercados como en autoservicios mayoristas mostraron subas comparados con la situación previa a la pandemia. Los indicadores de la construcción tuvieron resultados heterogéneos, lo que confirma la desaceleración de la actividad durante los últimos meses. También se registra una caída en los patentamientos, tanto de motos como

de autos, lo que está explicado tanto por el fin del abaratamiento en dólares de dichos bienes durables como por la disminución del poder adquisitivo en los últimos dos años. Más recientemente para la primera quincena de junio, el Centro de Estudios para la Producción (CEPXXI) del Ministerio de Desarrollo Productivo estimó que la actividad industrial se ubicó entre 0,6 y 3,8% por encima del nivel de junio de 2019, año previo al estallido de la pandemia.

III) FRENTE CAMBIARIO Y FINANCIERO

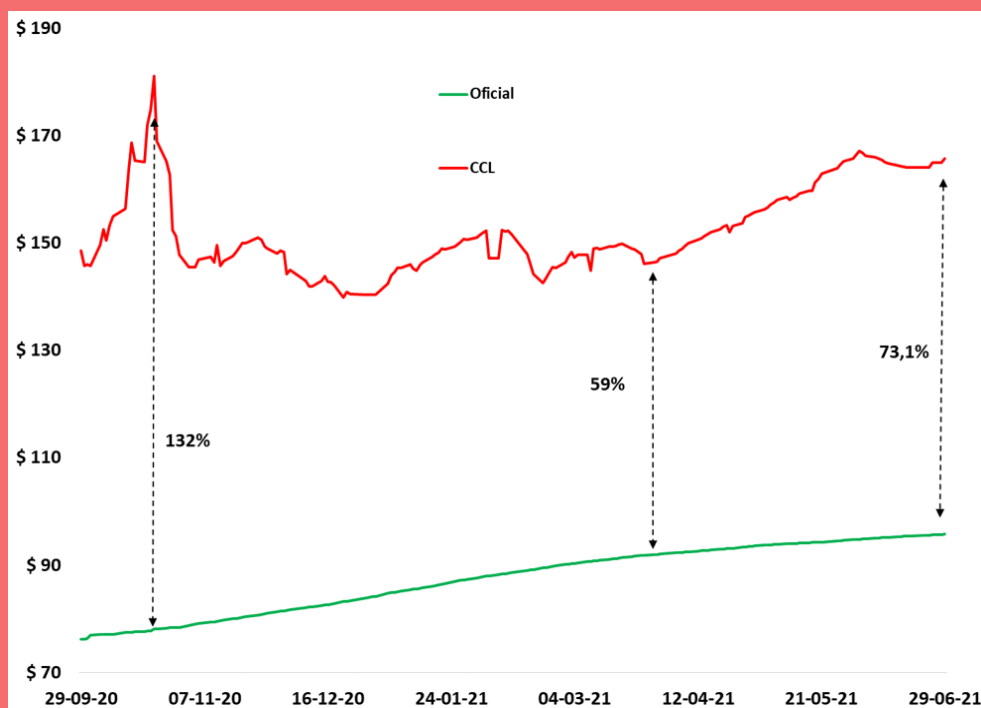
La semana pasada el Gobierno Nacional alcanzó un acuerdo con el Club de París para extender hasta fines de marzo del 2021 los tiempos para la renegociación de la deuda que nuestro país mantiene con dicho organismo por U\$S2.400 millones. El acuerdo implica un pago parcial a los acreedores por U\$S430 millones que evita que el país ingrese en default con dicha organización. Este acuerdo sería un indicio de que el Gobierno buscaría postergar la renegociación con el Fondo Monetario Internacional para después de las elecciones legislativas de medio término.

¿Sabías que la cotización mayorista del dólar oficial viene subiendo 3 centavos por día en las últimas semanas?

Aprovechando los meses de mayor oferta de dólares en el Mercado Único y Libre de Cambios por la liquidación gruesa de la cosecha, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) desaceleró significativamente el ritmo de depreciación a 1,2% mensual desde mayo, aproximadamente 3 puntos por debajo de la velocidad de suba de los precios minoristas.

En las últimas semanas se reavivó la suba de las cotizaciones alternativas de la divisa y, con ellas, de la brecha cambiaria, como se observa en el Gráfico 2. El dólar contado con liquidación (CCL) mostró sucesivas subas durante las últimas jornadas hasta ubicarse en \$165,7 el martes 29 de junio (fecha de cierre del presente informe), lo que representa una brecha de 73,1% respecto de la cotización del dólar mayorista oficial, significativamente más alta que el piso de 59% alcanzado a principios de abril.

**Gráfico 2. Cotización del dólar mayorista oficial y del CCL
En pesos por dólar**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y Rava Bursátil.

Para evitar la suba de corto plazo del dólar CCL, el BCRA incrementó sus intervenciones en el mercado de títulos públicos, comprando bonos en dólares y vendiéndolos contra pesos, para de esa forma contener la cotización implícita. Fuentes del mercado estiman que el BCRA necesita entre U\$S10 y 20 millones por día para mantener a raya la cotización de CCL, dado que el volumen de operaciones de los bonos utilizados para dicha operatoria suele promediar los U\$S50 millones diarios. En paralelo, el incremento de la incertidumbre cambiaria de las últimas semanas también empujó la cotización del dólar *blue*, que volvió a ubicarse en torno a los \$170, valor más alto de los últimos 7 meses, y el riesgo país (que el martes tocó los 1.600 puntos).

¿Sabías que los ahorristas argentinos mantuvieron fondos por fuera del sistema financiero por U\$S250.734 millones, valor que representa una cifra superior al 60% de nuestro PIB anual?

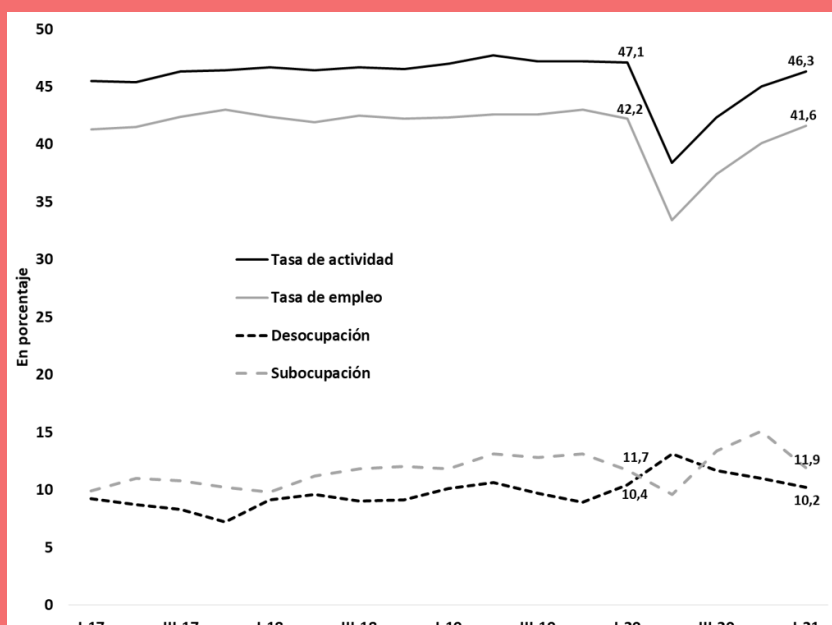
Esos resultados que corresponden al primer trimestre de 2021 fueron publicados recientemente por el INDEC en el informe sobre Posición

de Inversión Internacional (PII) de Argentina. A su vez, nuestro país posee una posición neta acreedora por US\$129.094 millones, al disponer de activos financieros por US\$405.603 millones y pasivos por US\$276.509 millones.

IV) MERCADO DE TRABAJO

La reactivación de la actividad económica de fines del año pasado y principios del 2021 permitió la recuperación de los diversos indicadores del mercado de trabajo desde los peores momentos registrados en el segundo trimestre de 2020, como se puede observar en el Gráfico 3. En efecto, durante el primer trimestre del año 2021 la tasa de empleo (que refleja la proporción de personas ocupadas cada 100 personas en edad de trabajar) se ubicó en 41,6%, nivel muy similar a los registrados previo al estallido de la pandemia (42,2% en el primer trimestre de 2020) y muy por encima del piso de 33,4% registrado en el segundo trimestre de 2020.

Gráfico 3. Indicadores seleccionados del Mercado de Trabajo: 2017–2021
En %



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Nota: La tasa de actividad y de empleo están calculadas sobre el total de la población en edad de trabajar, mientras que la tasa de desocupación y subocupación sobre la población económicamente activa.

Por su parte, la tasa de desempleo se ubicó en 10,2%, 0,2% por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre de 2020, caída motivada no solo por la recuperación del empleo sino también por la menor tasa de actividad (personas económicamente activas –ocupados y desocupados– sobre la población en edad de trabajar), que aún no recuperó los niveles alcanzados previos al estallido de la pandemia.

La aceleración inflacionaria de los últimos meses enterró definitivamente la meta oficial de 29% para 2021 y está provocando la reapertura de distintas negociaciones paritarias cerradas tan solo hace unos pocos meses. El propio Ministro de Trabajo Claudio Moroni declaró que “se abrirán todas las paritarias que hagan falta”, convalidando el reclamo de la CGT de revisar aquellas que hayan quedado por debajo de la inflación.

¿Sabías que las paritarias firmadas en febrero contenían aumentos salariales del 29–30%, mientras que las firmadas en junio fijaron incrementos de entre 43 y 45%?

La aceleración de la inflación de los últimos meses sepultó la meta oficial para 2021 e incrementó la nominalidad (en alrededor de 15 puntos porcentuales) de las negociaciones acordadas. En efecto, entre enero y febrero los aumentos salariales estuvieron en línea con la pauta oficial (bancarios +29%, luz y fuerza +29,5%). Sin embargo, la aceleración de los precios incrementó el porcentaje de aumentos acordados, incluso en diversas paritarias del propio sector público, que cerraron en torno al 40–45% (como empleados del Congreso Nacional, del PAMI y de la ANSES).

El abandono de la meta oficial en las nuevas paritarias y la reapertura de las acordadas a principios de año obedecen a la necesidad de lograr que el poder adquisitivo de los salarios se recupere de cara a las elecciones legislativas. En

simultáneo, esta situación no solo genera una presión de costos que retroalimenta la dinámica inflacionaria sino también provoca la proliferación de cláusulas de revisión y de ajuste automáticos, que terminan acortando la duración de los contratos y extienden los mecanismos de indexación, condición necesaria de los regímenes de alta inflación.

A modo de cierre

Argentina comienza la segunda mitad del año 2021 en plena campaña de vacunación e intentando dejar atrás los peores momentos de la pandemia. Los diversos indicadores de actividad confirman que los impactos económicos de la segunda ola serán sustancialmente menores que los de la primera, lo que permitirá cerrar el año con un crecimiento del PIB en torno a 7%, fundamentalmente explicado por el arrastre estadístico.

Sin embargo, los principales desafíos de nuestra economía continúan intactos. En el frente externo, la disminución de los precios internacionales de los *commodities* y el paso de los meses de la liquidación gruesa de la cosecha limitarán la capacidad del BCRA de continuar acumulando reservas internacionales y desacelerando el ritmo de depreciación del peso argentino. En paralelo, la necesidad del Gobierno de reactivar la economía a través de un incremento del gasto público minimizará la capacidad de seguir conteniendo la inflación a través de mayores subsidios a las tarifas de servicios, en un contexto de limitada capacidad del Tesoro Nacional. Por ese motivo, en el mercado persisten las dudas sobre la viabilidad de la estrategia cambiaria e inflacionaria pasadas las elecciones, lo que puede acelerar corridas contra las cotizaciones alternativas de la divisa, fogueando aun más la brecha cambiaria. Como se indicó en anteriores ediciones del *newsletter*, los desafíos que enfrenta nuestra economía son múltiples mientras las herramientas de política resultan escasas.

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/>