

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### Editorial

A nivel internacional, distintas cadenas globales de valor están atravesando momentos convulsionados debido a la gran cantidad de problemas de abastecimiento provocados por la crítica situación del transporte marítimo de mercaderías. Los retrasos de entrega generalizados y los incumplimientos desataron un efecto dominó sobre el tránsito de buques, que termina provocando paradas técnicas en diversas producciones, entre las que se destaca el caso de los semiconductores para la industria automotriz. En paralelo, parte de dicha problemática también se está reflejando en una suba exponencial de los costos logísticos y, también, en los precios internacionales de alimentos, materias primas e insumos intermedios. Ambos motivos provocaron, durante los últimos meses, una aceleración de la inflación en diversas latitudes del mundo.

En nuestro país, octubre transcurrió con el reordenamiento político de la coalición gobernante luego de la derrota electoral de las PASO y con una curva de casos en su menor nivel desde comienzos de la primera ola. La reapertura generalizada de actividades junto con la fuerte recuperación de la movilidad de las personas está permitiendo una intensa reactivación económica, en particular en aquellos sectores que fueron más golpeados por la pandemia, como espectáculos, gastronomía y hotelería.

La reactivación económica también se explica por la recuperación de los ingresos de los trabajadores, gracias a la reapertura de las paritarias de los últimos meses. Como contrapartida, esto también implicó una suba de costos para las empresas que, sumado a las subas de precios internacionales metieron mayor presión a la dinámica inflacionaria en los últimos dos meses (septiembre–octubre).

Esto también motorizó un cambio en el gabinete económico, con la entrada de Roberto Feletti a la Secretaría de Comercio en lugar de Paula Español y el lanzamiento del Programa + Precios Cuidados, que busca congelar precios de más de 1.400 productos de la canasta de consumo masivo hasta principios de enero. Más allá de las dudas sobre el efectivo cumplimiento del programa (en cuyo caso el Gobierno Nacional tendrá a quién culpar), el verdadero interrogante radica en la efectividad de esta política para desacelerar la dinámica inflacionaria una vez finalizada.

En paralelo, y también con el objetivo de desincentivar la suba de precios, el Gobierno Nacional continuó con la estrategia de congelar tarifas (que ya acumula casi dos años y medios) y combustibles, y de atrasar la cotización del dólar oficial frente a los precios. Esto último resultó posible gracias a la continuidad de los excelentes resultados del comercio exterior de bienes y de los estrictos controles cambiarios, aunque el factor más importante es la ausencia de vencimientos significativos durante el presente año.

Sin embargo, Argentina debe pagar en 2022 (y de nuevo en 2023) vencimientos superiores a U\$S30.000 millones, lo que torna imprescindible llegar a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para evitar caer en una nueva situación irregular, que deteriore aun más nuestro perfil deudor. Esto alejaría incluso más la posibilidad de normalizar nuestra situación crediticia, condición necesaria (aunque no suficiente) para que Argentina pueda retornar a los mercados de deuda voluntarios a tasas compatibles con el crecimiento económico.

## I) CONTEXTO ECONÓMICO GLOBAL

A nivel internacional, las principales noticias de las últimas semanas estuvieron asociadas a la profundización de los problemas de abastecimiento en las cadenas globales de valor, iniciados con el estallido de la pandemia. El transporte marítimo, que representa aproximadamente el 90% de los movimientos globales de mercaderías, es uno de los sectores más golpeados. Las cuarentenas por brotes en los barcos y varios ciclones en las costas de China están llevando al colapso la actividad de varios puertos mundiales, generando una cadena de retrasos e incumplimientos. Esto también se está manifestando en una suba exponencial del costo del transporte de *containers* durante los últimos meses.

Esta dinámica se suma a la escasez de producción en China, lo que está provocando serios problemas de abastecimiento en una gran cantidad de sectores productivos, que llevan a paradas técnicas en diversas plantas industriales debido a la escasez de insumos. El caso de los semiconductores es el más conocido, pero también se registran faltantes en la industria textil, automotriz, plástica, metalúrgica y petroquímica, entre otras.

Semejantes problemas en la producción global conducen a subas los precios internacionales de una gran cantidad de bienes y servicios. Entre los más afectados se destacan los combustibles y la energía, también influenciados por decisiones de producción de los países productores. En paralelo, se destaca un importante crecimiento de los precios globales de los alimentos, como muestra el Gráfico 1 elaborado con información reciente de la FAO.

Gráfico 1. Índice de precios internacionales de los alimentos: 2001–2021  
En índice base 100 = promedio 2014–2016



Fuente: elaboración propia en base a datos de la FAO de las Naciones Unidas.

En septiembre de 2021 (último dato disponible) se alcanzó el segundo registro más alto de la historia del indicador (que releva desde 1990), solo superado por diciembre de 2010. Se trata de una suba de 33,8% en dólares con respecto del promedio del lustro previo al estallido de la pandemia. Sin lugar a dudas, esta dinámica explica en buena parte la aceleración de la inflación minorista registrada durante los últimos meses en varios países del mundo.

### ¿Sabías que el ritmo interanual de suba de precios al consumidor más que se triplicó en los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Brasil durante el último año?

Mientras en septiembre de 2020 la inflación minorista interanual se ubicó en 0,3%, 1,4% y 3,1% respectivamente, en septiembre de 2021 se ubicó en 3,6%, 5,4% y 10,5% respectivamente.

## II) ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

marcada recuperación, con la particularidad de que se encuentra motorizada por los sectores más golpeados durante el primer año de pandemia: los servicios culturales y personales (crecieron +20,5% mensual en agosto en términos desestacionalizados) y la gastronomía y el turismo (+2,7%). La marcada recuperación de la movilidad de las personas (que en muchos rubros ya supera los niveles previos al estallido de la pandemia) y la reapertura de prácticamente todas las actividades explica la dinámica actual. Por su parte, los sectores que más habían impulsado el crecimiento en la primera parte del 2021 están mostrando cierta desaceleración: la industria creció 0,2% mensual y la construcción 0,4%.

Durante agosto (último dato disponible), la actividad económica creció 1,1% respecto de julio en términos desestacionalizados y 12,8% respecto de agosto de 2020, según información del INDEC. En los primeros ocho meses del año, la suba anual se ubica en 10,8%, aunque las proyecciones para todo 2021 recortan dicho incremento a +7,5% debido a que los últimos 4 meses (septiembre–diciembre) enfrentan una mejor base de comparación en 2020, cuando ya había pasado la primera ola. El Cuadro 1 contiene una serie de indicadores que reflejan la evolución del nivel de actividad durante los últimos meses.

La actividad económica doméstica sigue en

Cuadro 1. Indicadores recientes de la actividad económica

Indicador	Período	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mismo mes de 2020	Variación vs. mismo mes de 2019	Fuente
IVA Interno	sep-21	s/d	15,9%	2,0%	AFIP
Actividad económica (PIB mensual)	ago-21	1,1%	12,8%	0,0%	INDEC
Ventas en Supermercados	ago-21	s/d	4,5%	-1,5%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Center</i>	ago-21	s/d	245,2%	-26,6%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	ago-21	s/d	2,4%	5,9%	INDEC
Confianza del Consumidor	oct-21	-0,8%	3,6%	-8,2%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	sep-21	s/d	15,7%	-10,9%	CAME
Patentamiento de motos	sep-21	s/d	36,8%	105,6%	ACARA
Patentamiento de autos	sep-21	s/d	-9,5%	-12,3%	ACARA
Producción nacional de autos	sep-21	s/d	35,4%	57,2%	ADEFA
Índice construya	sep-21	-4,6%	5,5%	25,0%	Grupo Construya
Despachos de cemento	sep-21	s/d	7,4%	18,2%	AFCP
Producción de acero crudo	sep-21	s/d	20,8%	6,4%	CAC

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

Todos los indicadores del nivel de actividad muestran crecimientos respecto del año anterior (salvo patentamientos de autos) y la mayoría ya logró superar los niveles de 2019, año previo al inicio de la pandemia. En este último caso, las excepciones son los indicadores asociados directamente al consumo de la población (como ventas en supermercados, *shoppings*, comercios minoristas y confianza del consumidor), que aún no se terminan de recuperar debido a que la suba de precios acumulada en el período superó al aumento promedio de los ingresos.

el país 113% entre ambos periodos, los salarios nominales crecieron 96,9%, según información reciente publicada por el INDEC.

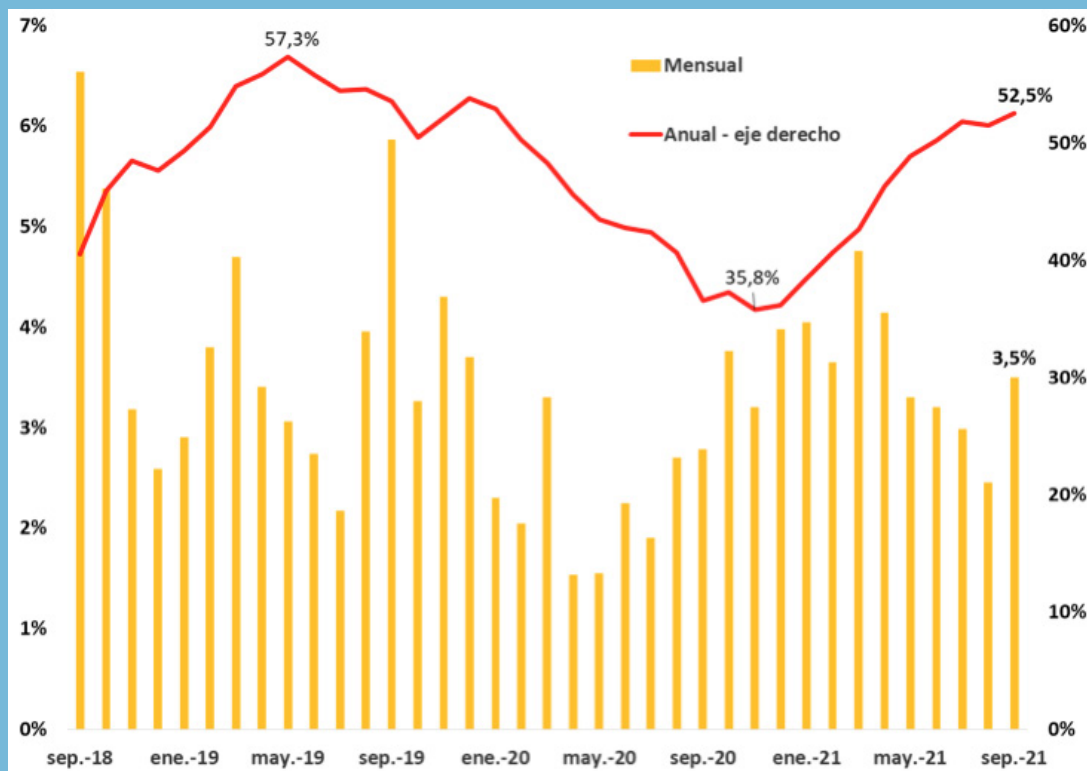
**¿Sabías que el poder adquisitivo de los salarios fue 7,6% menor en agosto de 2021 comparado con agosto de 2019?**

Mientras los precios minoristas aumentaron en promedio en todo

### III) INFLACIÓN

En septiembre, se aceleró la inflación minorista, cortando una racha de cinco meses seguidos de desaceleración. La suba mensual de 3,5% superó en 1 punto porcentual el registro de agosto (+2,5%) y ubicó al ritmo anual en 52,5%, nivel no muy lejano al récord de 57,3% alcanzado en mayo de 2019. Los mayores incrementos del mes fueron indumentaria (+6%), bebidas alcohólicas y tabaco (+5,9%), salud (4,3%) y restaurantes y hoteles (4,1%), según el INDEC.

Gráfico 2. Inflación minorista en Argentina: 2018 a 2021  
En % de variación mensual y anual



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

### ¿Sabías que la inflación mensual mayorista se aceleró un poco por segundo mes consecutivo en septiembre?

El ritmo de suba del mes de los precios al por mayor se ubicó en 2,8%, levemente por encima del registro de julio (+2,2%).

La buena noticia es que la variación interanual continuó desacelerándose (+59,1%) en septiembre comparado con el pico alcanzado en mayo (+65,5%).

mientras en enero de 2021 la suba anual del salario promedio de la economía se ubicó en 29,6%, en agosto dicha variable creció 49,1% interanual (un ritmo 20 puntos porcentuales superior). Esto representa una presión sobre los costos para una gran cantidad de sectores que, en un contexto de reactivación de la actividad económica, se traduce en nuevos incrementos de precios.

## IV) SECTOR EXTERNO

La aceleración de la inflación minorista del último mes se explica por la confluencia simultánea de dos grandes fenómenos. En primer lugar, la suba de los precios internacionales de los alimentos y de la energía, que también tiene impactos negativos en Argentina. En segundo término, las subas de los salarios nominales de los trabajadores de los últimos meses:

Durante septiembre continuaron las buenas noticias para el intercambio comercial de nuestro país. Las exportaciones alcanzaron el segundo mayor registro en valores corrientes para ese mes en nuestra historia, solo superadas por septiembre de 2011. A continuación el Cuadro 1 resume los resultados del comercio exterior de bienes, según registros aduaneros del INDEC.

Cuadro 2. Resumen del comercio exterior de Argentina

	sep-20	sep-21	Variación interanual	Acumulado 9 meses 2020	Acumulado 9 meses 2021	Variación interanual
Exportaciones	\$ 4.727	\$ 7.553	59,8%	\$ 42.165	\$ 58.276	38,2%
Importaciones	\$ 4.129	\$ 5.886	42,6%	\$ 30.328	\$ 45.954	51,5%
Saldo comercial	\$ 598	\$ 1.667	178,8%	\$ 11.837	\$ 12.322	4,1%

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

Hay dos aspectos de la dinámica actual que se destacan de lo ocurrido durante los últimos años. En primer lugar, la suba de las exportaciones no estuvo únicamente explicada por el aumento de los precios promedios de exportación (que crecieron 29,7% interanual) sino también por las mayores cantidades vendidas de los cuatro grandes rubros (productos primarios, manufacturas de origen agropecuario y de origen industrial, y combustibles y energía), que aumentaron 23,3% en promedio. En segundo lugar, el crecimiento de las importaciones estuvo explicado en partes iguales por las mayores cantidades importadas (+19,6%) y por los mayores precios (+19%), dinámica explicada por las presiones inflacionarias registradas a nivel global.

### ¿Sabías que las mayores subas de precios de importación fueron de combustibles y energía, y de bienes intermedios?

La dinámica inflacionaria internacional impactó localmente a través de los mayores precios de los bienes que Argentina importa. En particular, los combustibles y lubricantes se encarecieron 82,8% en dólares entre septiembre de 2020 y mismo mes de 2021, mientras que los bienes intermedios para la producción subieron de precio 35,3%.

A pesar del resultado comercial sumamente favorable, las tensiones financieras no cesan, lo que se tradujo en un nuevo incremento de la brecha cambiaria durante las últimas semanas. Mientras el dólar oficial terminó octubre en \$105 (y \$99,72 para las operaciones mayoristas), el contado con liquidación (CCL) se ubicó en \$179,32 y el mercado electrónico de pagos (MEP) en \$179,22, una brecha de 79,8%. La cotización *blue* cerró octubre en \$196, es decir, un 96,5% por encima de la cotización oficial.

Fruto de regulaciones establecidas por el BCRA que imposibilitan operar simultáneamente con bonos domésticos e internacionales, también existen otras dos cotizaciones alternativas alcanzadas por operaciones bursátiles. En particular, aquellas operatorias realizadas a través de bonos globales (básicamente el GD30) tienen una cotización aun superior \$210,43 para el CCL y \$198,47 para el MEP, sustancialmente por encima de las cotizaciones implícitas para la operatoria con bonos locales. Estas sucesivas segmentaciones del mercado cambiario han originado una mayor dispersión en los tipos de cambio nominales implícitos.

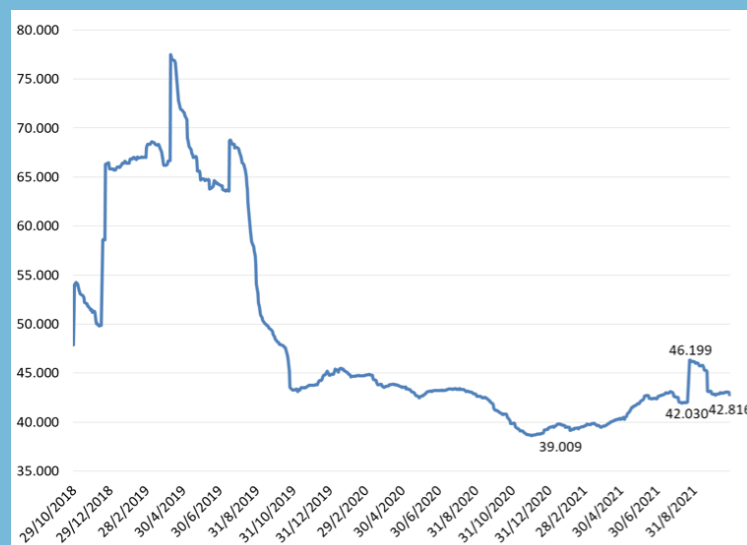
**¿Sabías que la cotización mayorista del dólar oficial subió 1% por sexto mes consecutivo en octubre de 2021?**

En términos interanuales, la suba

se ubica en 27,9%, casi 25 puntos porcentuales por debajo de la suba de precios minoristas. El atraso del dólar respecto de la inflación llevó a una caída del tipo de cambio real de multilateral (es decir, comparado con todos nuestros socios comerciales) de 13% respecto del nivel alcanzado en febrero de 2021, cuando se abandonó el *crawling peg* (estrategia cambiaria donde la suba del dólar acompaña la inflación).

Tal como advertimos en ediciones anteriores del *newsletter*, si bien los diversos controles cambiarios resultan útiles para descomprimir la demanda de dólares en el mercado oficial, la brecha cambiaria generada también desestimula la oferta, en particular de dólares financieros. Esto explica, en parte, que el importante superávit comercial del año (U\$S12.322 millones) no se traduzca en un incremento de las reservas internacionales brutas en poder del BCRA. El Gráfico 3 a continuación muestra la evolución de estas últimas entre 2018 y 2021, dejando en evidencia la incapacidad de la autoridad cambiaria de Argentina de absorber la mayor parte de los dólares excedentes del favorable contexto que atraviesa nuestro comercio exterior.

**Gráfico 3. Reservas Internacionales Brutas en poder de BCRA: 2018–2021**  
En millones de U\$S



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En la primera parte del gráfico se observan los distintos desembolsos del acuerdo que estableció el FMI con el gobierno anterior. También se ve claramente la rápida caída de las reservas, que fueron utilizadas para defender la paridad cambiaria en un contexto de fuerte desregulación de la cuenta capital y financiera, y de una intensa presión dolarizadora por parte de la gran mayoría de los agentes privados. Desde el establecimiento de nuevos controles cambiarios, luego de las PASO de agosto de 2019, la dinámica de las reservas se estabilizó, con una leve pero persistente caída hasta fines de 2020, cuando se ubicaron en U\$S39.009 millones. Desde entonces crecieron muy moderadamente hasta U\$S42.816 millones en el último día hábil de octubre.

**¿Sabías que las dos importantes variaciones de las reservas de estos últimos meses obedecen a intercambios con el FMI?**

El salto del 23 de agosto fue por la recepción de \$4.335 millones en derechos especiales de giros del FMI (una inyección de recursos que ese organismo realizó a sus miembros destinada a financiar políticas expansivas frente a la pandemia) y la última caída a una cancelación de capital con dicho organismo por U\$S1.880 millones a fines de septiembre.

La dinámica actual resulta insostenible el año que viene, dado que Argentina debe pagar a dicho organismo U\$S19.020 millones entre capital e intereses y U\$S19.270 millones en 2023. Por ese motivo, resulta indispensable el logro de un nuevo acuerdo con el FMI que permita postergar vencimientos. Esto permitirá ganar tiempo que solo servirá si nuestro país logra encauzar una política macroeconómica que permita conciliar crecimiento económico con superávits del sector externo, que puedan ser absorbidos por el BCRA y el Tesoro Nacional. En paralelo, también resulta necesario lograr la normalización de la situación crediticia externa, condición necesaria para realizar el *roll-over* de los vencimientos de capital de nuestra deuda externa con acreedores privados.

## REFLEXIONES FINALES

La reciente aceleración de la inflación local tuvo lugar en un contexto de dólar oficial, tarifas y precios de los combustibles planchados. La situación financiera actual solo se sostiene gracias a los estrictos controles a la demanda de dólares (tanto financieros como para importar), al importante superávit comercial, a los U\$S4.330 millones de nuevos derechos especiales de giro y, sobre todo, a que nuestro país no debió enfrentar significativos vencimientos de deuda en el presente 2021. El crecimiento de la brecha entre la cotización oficial del tipo de cambio nominal con el “*blue*” y los tipos de cambio implícitos en operaciones bursátiles incrementan las expectativas de posibles cambios en la política económica posteriores a las elecciones legislativas del 14 de noviembre, acentuado el clima de incertidumbre.

Durante el año 2022 (y el próximo también) Argentina afrontará vencimientos de capital por más de U\$S30.000 millones, tanto con el FMI como con acreedores privados. Esta realidad vuelve imprescindible la negociación de un nuevo acuerdo con dicho organismo multilateral que permita estirar los plazos de pagos. También necesitamos poder volver a refinanciar los vencimientos de la deuda con los privados a tasas razonables. Los dos episodios de default de los últimos 20 años (diciembre de 2001 y reperfilamiento de agosto de 2019) sientan un mal precedente para nuestro historial crediticio, complejizando la resolución de la ya de por sí difícil problemática. Los jugadores continúan moviendo las fichas en una partida que aún no está cerrada ni definida.

*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/>