

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 191 Año 21 – 11 de febrero de 2021

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Leandro Marcarian, Héctor Rubini y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El tipo de cambio paralelo (dólar “blue”) cayó a \$151, nivel inferior al tipo de cambio oficial más impuestos (dólar “solidario”) que cotiza en torno de \$ 155. Por ahora se mantienen estables las expectativas de mercado, ante el ingreso de divisas por la exportación de cereales y oleaginosas.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina: perspectivas para 2021. La vacunación contra el COVID-19 enfrenta limitaciones de disponibilidad de dosis y de logística de distribución. La liberación de actividades se perfila lenta, lo que dificultará el abandono del expansionismo monetario para financiar subsidios a trabajadores y empresas en dificultades. Para 2021 se espera un crecimiento del PBI en torno de 5% con una inflación entre 40% y 50%.

EE.UU.: comenzó la Era Biden. El progreso en la vacunación y los estímulos fiscales y monetarios sostienen las expectativas de recuperación en EE.UU. y en el mundo en 2021. El gobierno de Biden comienza con respaldo de ambas cámaras del Congreso para impulsar más estímulos fiscales y un enfoque multilateral en las relaciones internacionales.

Europa y el COVID-19. La segunda ola de contagios llevó a los gobiernos a aplicar nuevas restricciones a la movilidad de personas a fines de 2020. Se descuenta que el PBI de la Unión Europea volverá a caer en el primer trimestre de 2021. Si no aumenta la velocidad de vacunación, es muy difícil que se supere la crisis económica y sanitaria durante este año.

LO QUE VIENE

Consejo Económico y Social: El gobierno va a sostener reuniones con empresarios, sindicalistas y otros representantes sociales para intentar alguna forma de acuerdo de precios e ingresos con el objetivo de estabilizar las expectativas inflacionarias y los reclamos sectoriales. Aparentemente el gobierno desistiría de aplicar cupos de exportación y retenciones a las exportaciones de origen agropecuario.

COVID-19: Se espera un avance en la vacunación de la población a medida que arriben vacunas del exterior, pero también un aumento de contagios luego de la relajación de la población en enero y febrero.

Criptomonedas El fuerte aumento de la cotización de Bitcoin, Ethereum y otras criptomonedas se sostendría varias semanas más. El optimismo de estos días continuará mientras dure el ingreso de grandes inversores (“ballenas”) al mercado.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ENERO DE 2021

| | | 2020 | 2020 | 2020 | 2021 | Tendencia |
|---|---|---------|-----------|-----------|-------|---|
| | | Octubre | Noviembre | Diciembre | Enero | hasta enero |
| IPC Var. % mensual |  | 3,8% | 3,2% | 4,0% | s.d. |  |
| IPC Var. % interanual |  | 37,2% | 35,8% | 36,1% | s.d. |  |
| Industria % uso capacidad instalada |  | 61,8% | 63,3% | 58,4% | s.d. | estable |

| | | 2020 | 2020 | 2020 | 2021 | Tendencia |
|--|---|---------|-----------|-----------|-------|---|
| | | Octubre | Noviembre | Diciembre | Enero | hasta enero |
| LELIQ Tasa % nom. anual en \$ al último día del mes |  | 36,0% | 38,0% | 38,0% | 38,0% | Estable |
| EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes |  | 1.482 | 1.410 | 1.368 | 1.445 | Estable |
| Dólar \$/U\$S mayorista prom. bancos al último día del mes |  | 78,3 | 81,3 | 84,1 | 87,3 |  |
| IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual 28,8% |  | 26,4% | 17,7% | 35,0% | 28,8% |  |
| Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales |  | 1,3% | 1,0% | 5,4% | 3,9% |  |
| Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales |  | - 10,5% | -4,3% | 3,1% | 4,2% |  |

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|----------|--------------|---|----------------|------------------|-------|------------------|--|
| PRECIOS | IPC C.A.B.A | Direccion General de Estadística y Censos. GCBA | Diciembre 2020 | Var. % mensual | 3,8% | 3,1% | |
| | | | | Var.% interanual | 30,5% | 30,1% | |
| | IPC G.B.A | INDEC | Diciembre 2020 | Var. % mensual | 3,7% | 3,0% | |
| | | | | Var.% interanual | 34,1% | 34,2% | |
| | IPC NACIONAL | INDEC | Diciembre 2020 | Var. % mensual | 4,0% | 3,2% | |
| | | | | Var.% interanual | 36,1% | 35,8% | |

II. ACTIVIDAD

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|--|--|--------|----------------|---|--------|------------------|--|
| Demanda interna | Ventas en Shoppings | INDEC | Noviembre 2020 | Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes | -46,6% | -46,6% | |
| | Ventas en Supermercados | | Noviembre 2020 | Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes | 0,7% | 0,9% | |
| | Patentamiento autos 0 Km | ACARA | Enero 2021 | Var.%interanual | 17,5% | -3,6% | |
| Actividad | Estimador Mensual de Actividad Economica | INDEC | Noviembre 2020 | Var.% mensual (sin estacionalidad) | 1,4% | 2,1% | |
| | | | | Var.% interanual | -3,7% | -7,3% | |
| Actividad Industrial | PBI | INDEC | 3° trim. 2020 | Var. % jul- set'20 vs jul-set'19 | -10,2% | -19,1% | |
| | IPI Manufacturero | | Diciembre 2020 | Var.% interanual | 4,9% | 4,3% | |
| Construcción | Uso capacidad instalada | INDEC | Diciembre 2020 | % uso capacidad instalada | 58,4% | 63,3% | |
| | Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción | | Diciembre 2020 | Var.% interanual | 27,4% | 6,2% | |
| Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna | IVA DGI (Bruto) | AFIP | Enero 2021 | Var % mensual | 19,1% | 7,1% | |
| | | | | Var. interanual | 28,8% | 35,0% | |
| | Var % mensual | | | 41,7% | 4,0% | | |
| | Var. interanual | | | 24,7% | 20,9% | | |
| | Créditos y Débitos en Cta.Cte | | | Var % mensual | 3,3% | 2,5% | |
| | Var. interanual | 34,6% | 29,9% | | | | |

III. COMERCIO EXTERIOR

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|-------------------------|---------------|--------|----------------|-------------------|--------|------------------|--|
| Comercio Exterior | Exportaciones | INDEC | Diciembre 2020 | Nivel (US\$ M) | 3.544 | 4.500 | |
| | | | | Var. % interanual | -34,5% | -23,6% | |
| | Importaciones | | | Nivel (US\$ M) | 3.908 | 4.115 | |
| | | | | Var. % interanual | 24,7% | 20,7% | |
| Saldo balanza comercial | | | Nivel (US\$ M) | -364 | 385 | | |

PANORAMA DE ARGENTINA

2021: ¿MÁS ACTIVIDAD CON MENOR INFLACIÓN?

Héctor Rubini

La vacunación contra el COVID-19 enfrenta limitaciones de disponibilidad de dosis y de logística de distribución. La liberación de actividades se perfila lenta, lo que dificultará el abandono del expansionismo monetario para financiar subsidios a trabajadores y empresas en dificultades. Para 2021 se espera un crecimiento del PBI en torno de 5% con una inflación entre 40% y 50%.

1. Covid-19 y el frente externo

La actividad mantuvo en enero la esperable baja estacional, con una temporada turística alterada por las restricciones para prevenir contagios masivos de COVID-19. La estrategia de liberaciones parciales y controladas sigue siendo poco coordinada. La tónica de la mayoría de las provincias es hacia mayor flexibilidad de facto, aun cuando se han registrado episodios altamente cuestionados como los registrados en la provincia de Formosa.

Los anuncios de vacunación a millones de personas antes de marzo no son factibles y la errada estrategia comunicacional sobre la llegada de la vacuna rusa Sputnik V, contribuyó a alentar una relajación general frente a la pandemia que torna imposible retornar al rigor extremo de los primeros meses de cuarentena. Además, **a las dificultades y tiempo que exige la contratación con diversos laboratorios se suman las limitaciones físicas para acelerar la fabricación de vacunas en varios países, y la visible endeblez de la logística local para su conservación y administración.**

Esto torna poco factible, salvo alguna sorpresa, retornar en breve a un sendero de crecimiento sostenido que permita en el corto plazo recuperar los ingresos y empleos destruidos el año pasado. En la práctica, los costos impositivos y regulatorios tornan inviable la recuperación de la inversión a largo plazo. Peor aún, a la salida de empresas del país se estaría sumando un nuevo ciclo de emigración de buena parte de los mejores recursos humanos del país. En este marco, el enfoque de política de las autoridades muestra más claramente los dos andariveles ya preanunciados en diciembre de 2019: **sostener como prioridad casi única la redistribución de ingresos en lo interno, y en el frente externo, alinearse con el eje China-Rusia-Venezuela.**

Esto último puede complicar a relación con Estados Unidos. La política exterior del nuevo presidente Joe Biden no difiere de la de Trump, y a pesar de cierta flexibilidad, no se prevé una actitud más amigable con el régimen de Nicolás Maduro. **Sus prioridades para nuestra región no parecen ir más allá de Centroamérica, a lo sumo hasta Colombia.** Por lo tanto, no aporta nada positivo la negativa a realizar maniobras conjuntas con un navío de la marina estadounidense, ni tampoco el fracaso (y en malos términos) de la negociación entre el Ministerio de Salud con el laboratorio Pfizer para la compra de vacunas contra el COVID-19. **Mucho menos los comentarios, hasta ahora no desmentidos, sobre la probable instalación de una base de inteligencia del gobierno ruso en nuestro país.**

En el mundo post-pandemia aumentará la actividad y el comercio internacional, pero será un comercio muy administrado, regulado entre gobiernos, en el que la elección equivocada de aliados y no aliados puede ser muy costosa. En ese sentido no es buena noticia el rechazo del gobierno de Francia a los términos del acuerdo comercial entre la Unión Europea y Mercosur. Tampoco la nueva postura de los presidentes de Brasil y Uruguay de “flexibilizar” el Mercosur, lo que sería, en breve, **el fin del Mercosur** tal como se lo conoce hasta ahora.

En todo este contexto general, **no termina de discernirse qué ventaja real puede resultar de alinearse con los gobiernos de China y Rusia, y distanciarse así de otros gobiernos de la región y en particular de los Estados Unidos.** Y justo cuando se está iniciando la negociación con el FMI para reprogramar la devolución al organismo de los US\$ 44.000 millones (más intereses). Como se recordará, el gobierno que aportó la mayor parte de los fondos fue, precisamente, el de los Estados Unidos.

En este contexto, se **torna altamente arriesgado apostar, básicamente, a la China-dependencia para exportar soja, cerrar prácticamente la economía con controles cambiarios y al comercio exterior.** Una experiencia no diferente de otros años en que los anunciados beneficios de ese tipo de apuestas, han sido más un ejercicio de marketing político interno, que una política integral, de efectos económicos significativos y sostenibles en el tiempo.

2. Expectativas de mercado

Los anuncios y primeras decisiones de política de diciembre de 2019 marcaron el retorno a una política macroeconómica intervencionista, con un único objetivo claramente definido: instrumentar una redistribución populista de ingresos. El cierre a las importaciones, el control de cambios y de capitales y el aumento de la presión tributaria son la base fundamental de este el retorno al “modelo” aplicado en 2011-2015. La pandemia forzó a aumentar subsidios a trabajadores y empresas con las siguientes características:

1. Los fondos provinieron de la emisión de dinero desde del BCRA hacia el Tesoro, y desde allí el gobierno canalizó transferencias y subsidios a trabajadores, empresas y gobiernos provinciales.
2. La absorción de parte de la emisión fue vía colocación de deuda del BCRA en el sistema bancario.
3. Se aplicaron controles de precios junto a la suspensión de ejecuciones hipotecaria y de despidos, congelamiento de tarifas de servicios públicos y privados, cuotas de créditos indexados y de precios de combustibles (en este último caso hasta agosto), controles casi prohibitivos a la compraventa de divisas, una nueva ley de alquileres más favorable al inquilino pero que desalienta nuevos contratos.
4. Se otorgaron facilidades de pago para deudas tributarias al tiempo que se creó un impuesto a grandes fortunas personales.

La asistencia al sector privado en 2020 pareciera aproximarse a 4% del PBI, nivel bastante inferior al de varios otros países, pero que ha requerido una emisión de dinero y de deuda del BCRA para absorberlo y aliviar la presión sobre los precios internos y el tipo de cambio. Las expectativas de un aumento de oferta de divisas y la corrección de las medidas del BCRA de septiembre pasado permitieron lograr que el dólar “blue” cotice ya en enero pasado por debajo del llamado dólar “solidario” (el oficial “puro” más impuestos). Este fenómeno es reflejo del impacto de la estanflación en curso en el segmento minorista. La caída de ingresos formales e informales más la inflación persistente sigue erosionando el ingreso disponible real de la mayoría de la población, muchos de los que compraban dólares en el mercado informal ahora empiezan a venderlo. **En parte se explica por un cambio de expectativas a partir de la corrección por parte del Ministerio de Economía a las medidas del BCRA de septiembre.**

Al menos hasta las elecciones de octubre no se espera una maxidevaluación. Mucho menos una liberación del mercado de cambios. Las expectativas inflacionarias se mantienen desde octubre con pocos cambios para 2021, con una suba de precios esperada en casi 49%, y de 51,5% para el tipo de cambio oficial¹.

CUADRO 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO. RELEVAMIENTO DEL BCRA A CONSULTORAS Y BANCOS LOCALES

Variación % mensual del IPC

(promedio de proyecciones)

Pronóstico para:

| Relevamiento | | Enero 2021 | Febrero | Marzo | Abril | Año 2021* |
|--------------|-----------------------|------------|---------|-------|-------|-----------|
| al mes de: | Octubre 2020 | 4,2% | 4,0% | 4,0% | 3,5% | 48,9% |
| | Noviembre 2020 | 4,2% | 4,0% | 4,2% | 3,7% | 50,0% |
| | Diciembre 2020 | 3,9% | 3,8% | 3,7% | 4,0% | 48,6% |
| | Enero 2021 | 3,8% | 3,6% | 3,9% | 3,6% | 48,8% |

* Var. anual

Tipo de cambio nominal (nivel prom. del mes -\$/U\$S-) Cotización oficial

(promedio de proyecciones)

Pronóstico para:

| Relevamiento | | Enero 2021 | Febrero | Marzo | Abril | Dic. 2021 |
|--------------|-----------------------|------------|---------|-------|--------|-----------|
| al mes de: | Octubre 2020 | 90,90 | 94,95 | 98,53 | 101,34 | 125,00 |
| | Noviembre 2020 | 89,62 | 93,79 | 98,37 | 101,71 | 129,30 |
| | Diciembre 2020 | 86,21 | 90,08 | 94,16 | 97,43 | 126,08 |
| | Enero 2021 | | 90,40 | 94,30 | 97,20 | 125,20 |

Fuente: BCRA (Relevamiento de Expectativas de Mercado -REM-).

¹ El tipo de cambio oficial promedio de diciembre de 2020 fue de \$ 82,64.

En cuanto a la actividad económica, los pronósticos locales son, en promedio, bastante optimistas, previendo una suba del PBI de 5,3%, con revisiones a la suba desde noviembre, y una desaceleración a 2,2% para 2022:

**CUADRO 2. EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI
 RELEVAMIENTO DEL BCRA A CONSULTORAS Y BANCOS LOCALES**

Crecimiento anual del PBI (%)
 (promedio de proyecciones)

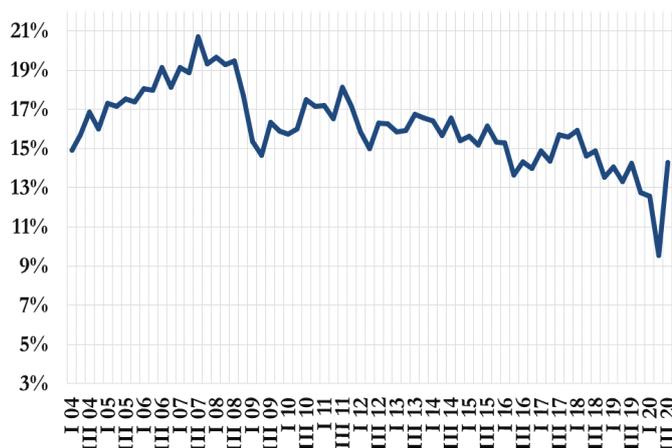
| | | Pronóstico para: | | |
|------------|----------------|------------------|--------|------|
| al mes de: | Relevamiento | 2020 | 2021 | 2022 |
| | | Octubre 2020 | -11,6% | 4,5% |
| | Noviembre 2020 | -11,0% | 4,8% | 2,5% |
| | Diciembre 2020 | | 5,3% | 2,2% |
| | Enero 2021 | | 5,5% | 2,3% |

Fuente: BCRA (Relevamiento de Expectativas de Mercado -REM-)

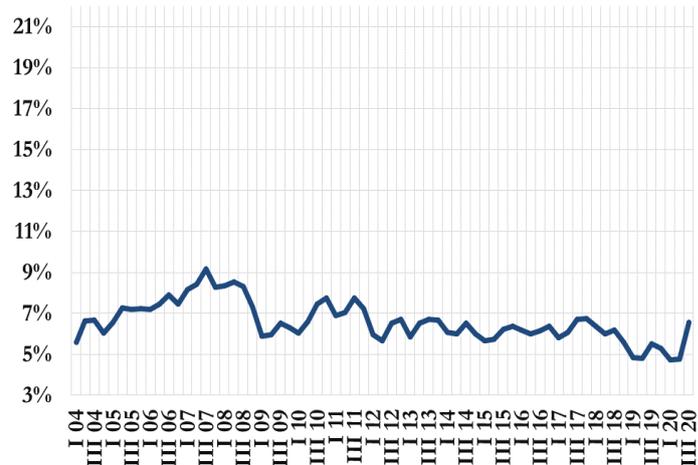
Según el FMI en 2020 el PBI de Argentina cayó 11,8%. Además, el organismo recortó de 4,9% a 4,4% el pronóstico de crecimiento del PBI de Argentina para 2021 y aumentó el de 2022 de 2,5% a 2,7%. En cualquiera de los casos es insuficiente para asegurar una reversión de la tendencia a la baja iniciada en 2008. Al tercer trimestre de 2020 se observaba un repunte de la inversión, pero no es claro aún que marque el inicio de una recuperación sostenible a futuro.

GRÁFICO 1. INVERSIÓN BRUTA FIJA DE ARGENTINA (TRIM.) Y VAR. % ANUAL PBI (2004-2020)

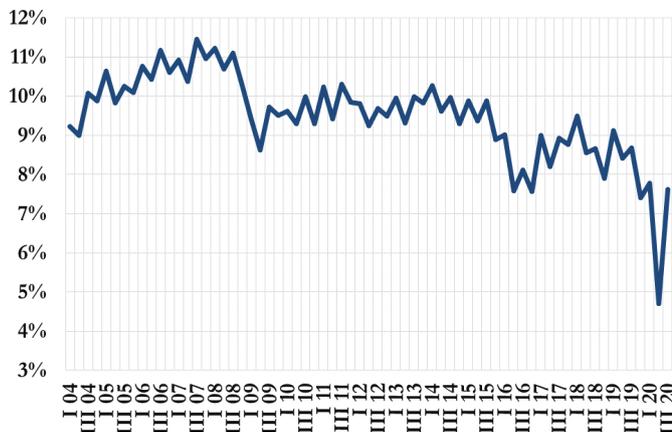
1.a. Inversión bruta interna fija como % del PBI



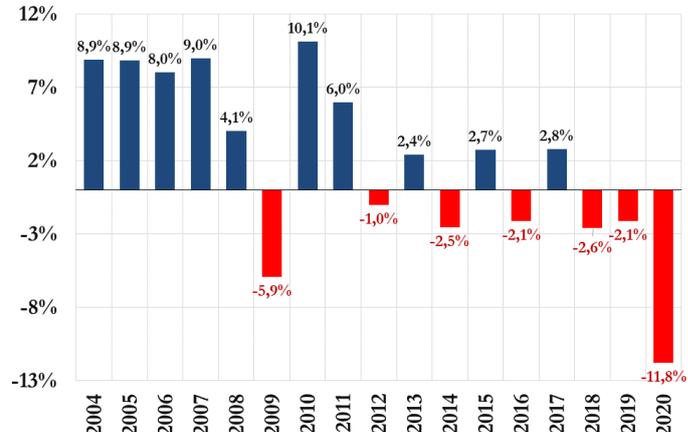
1.b. Equipo durable de producción -% del PBI-



1.c. Construcción (resid. y no residencial) -% del PBI-



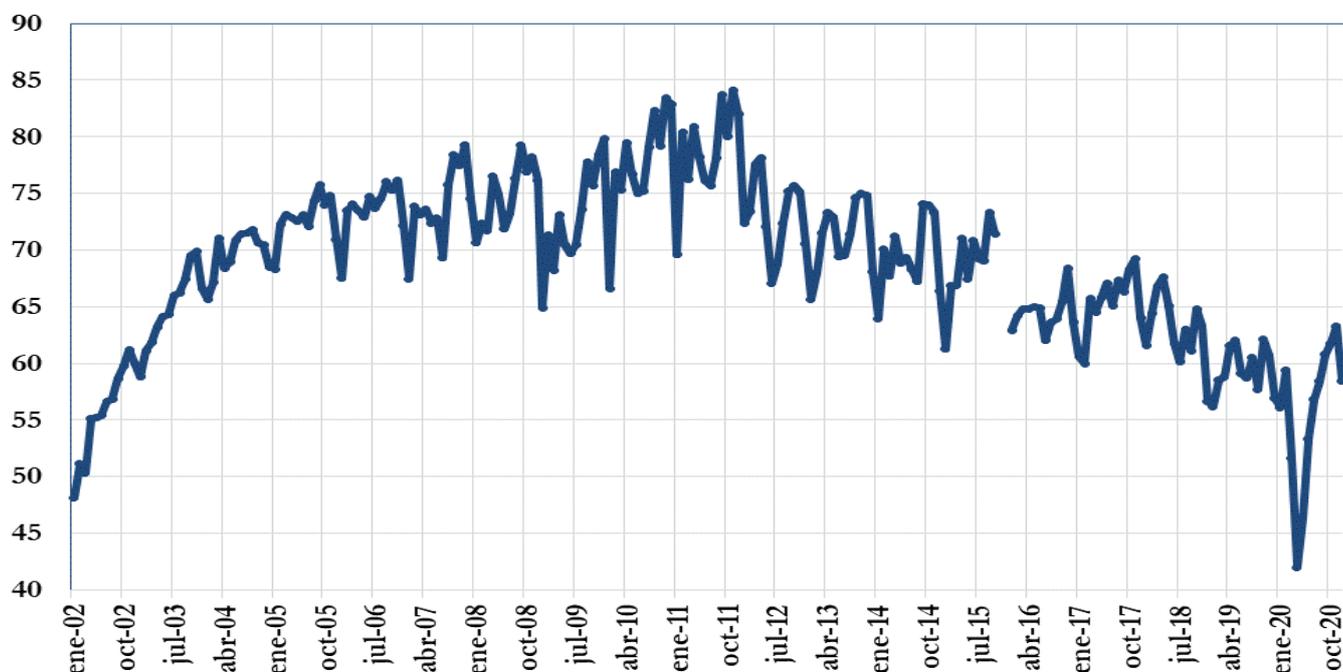
1.d. Tasa de variación % anual del PBI



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y del Fondo Monetario Internacional

En principio, los números oficiales indicarían que la industria manufacturera estaría liderando el impulso reactivador, pero no es claro que se trate de una reacción sostenible ni permanente. En diciembre la utilización de la capacidad instalada del sector ha sido 58,4%, el mismo porcentaje de uso que en agosto pasado y por debajo de los niveles observados entre septiembre y noviembre de 2020.

GRÁFICO 2. USO (%) DE LA CAPACIDAD INSTALADA DE LA INDUSTRIA (2004-2020)



Por la revisión de estadísticas del primer semestre de 2016, no se publicaron los datos correspondientes a noviembre y diciembre de 2015.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

3. *La inflación y el enfoque heterodoxo oficial*

La evidencia de las últimas décadas muestra que sin crecimiento sostenido de la actividad y de las exportaciones netas, y sin reducción del déficit fiscal y de su financiamiento monetario, es ilusorio imaginar un escenario de baja inflación, o al menos aproximada a la que desde hace ya dos décadas se observa en la mayor parte de nuestro continente. Más aún, sin disciplina fiscal y monetaria se complica seriamente la sustentabilidad y éxito de estrategias “heterodoxas” de estabilización vía controles de precios y actividades específicas.

En la realidad actual, todo indica que los controles de precios van a continuar, a costa de recurrentes faltantes de mercaderías en varias provincias. La estrategia de control de precios es considerada por las autoridades como la única vía de combatir la inflación. Básicamente se da por sentado que la inflación es simplemente un problema de remarcaciones de precios asincrónicas resultantes de abusos de poder de mercado, pero si hay mercados cautivos en gran medida obedece al cierre de la economía a las importaciones vía cupos y permisos, y los controles rígidos a la compra de divisas. La inflación se combate según esa visión con restricciones legales a la fijación de precios, la indexación de contratos, y al intercambio de bienes, servicios y activos financieros con no residentes en el país.

La interpretación de las autoridades supone que la inflación no responde a excesos de demanda de bienes y excesos de oferta de dinero. Por el contrario, se da por sentado que la emisión monetaria no es causa del exceso de demanda de bienes, ni guarda relación alguna con el nivel de tasas de interés en el mercado de crédito. Las restricciones a la oferta se supone que no son endógenas a las políticas macro ni a la percepción de incertidumbre jurídica ni económica, sino a decisiones arbitrarias de empresarios que restringen la oferta para provocar subas de precios que les permitan sostener sus márgenes de ganancia.

En esa interpretación, la persistencia y el nivel de la inflación está dada sólo por la transmisión inercial de variaciones de costos y precios en los contratos de bienes y servicios. El control de la inflación sólo es posible con el congelamiento o control estatal directo sobre ciertos precios que a manera de “ancla” se trata de atrasar respecto de los precios al consumidor, induciendo así una baja de la inflación. Pero llamativamente también, con el deseo de proteger a empresas no competitivas, se pasaron a reforzar las barreras a las importaciones y a subir los impuestos (“retenciones”) a las exportaciones. Una combinación que, paradójicamente, fortalece el “poder concentrado de los grupos exportadores” y por otro desalienta no sólo los proyectos de inversión a largo plazo en la producción primaria. El resultado es más concentración empresarial: sin baja de costos, ni mejoras en los ingresos por ventas, los productores de menor escala deben terminar vendiendo sus empresas a otras de mayor tamaño, y las que quedan no necesariamente van a aumentar la producción. En el mediano-largo plazo es de esperar una caída de la oferta (como se vio años atrás con el stock ganadero) de bienes primarios, y de alimentos. Si simultáneamente se persiste en subsidiar el consumo con emisión monetaria, nada cambia: con producción en baja persistirá en recesión el exceso de demanda de bienes y la inflación no podrá descender.

Esta interpretación se inspira en cierta forma en lo que en los años '80 se llamó “enfoque neoestructural de la inflación inercial”. Sus modelos y aplicaciones en programa de estabilización han mostrado ser útiles estabilizaciones de shock, no para estrategias gradualistas y con múltiples restricciones no coherentes necesariamente con un sendero de estabilidad. Más aún, los planes de estabilización exitosos en el corto plazo de esos años (caso de Israel y Argentina con el Plan Austral) demostraron que la desindexación de contratos vía controles o congelamientos de precios es inviable sin una reducción creíble y sostenible del déficit fiscal, y de la emisión monetaria. Algo que, en caso de ser subestimado, conduce a desbalances que terminan, o bien en un estallido cambiario, y/o inflacionario, o en una hiperinflación.

Las declaraciones de algunos funcionarios y del propio Presidente parecieran fortalecer la adhesión a un enfoque distribucionista de “inspiración neoestructural”. Por un lado, se inició una rueda de reuniones para una suerte de “consejo económico y social”, pero inicialmente no serían reuniones intersectoriales plenarias, sino una secuencia de contactos entre autoridades y representantes selectos de algunos sectores empresariales y sindicales por separado. En principio, si de esa forma se logrará llegar a acuerdos exigibles (con “*enforcement*”) para administrar el impacto distributivo de la inflación en curso, es de mínima, un interrogante sin respuesta. Sin certidumbre ni hoja de ruta claramente definida e informada públicamente, su probabilidad de éxito queda, desde el inicio, en un mar de dudas.

Esto además ya viene precedido por una aceleración de precios al consumidor de los alimentos, que ha inducido al gobierno a intentar bloquear exportaciones de maíz, lo cual debió suspenderse ante las protestas del agro sumados a los conflictos con el transporte automotor en enero. La inquietud entre los productores se ha mantenido luego de afirmaciones de una diputada nacional y otros funcionarios quienes sostienen que la única forma de derrotar la inflación es aumentar las retenciones a las exportaciones de materias primas agrícolas, y que exportar alimentos es una “maldición”. A posteriori, el propio presidente de la Nación ha sugerido de manera medidas de cierre parcial de exportaciones o suba de retenciones (impuestos) sobre exportadores de alimentos elaborados y commodities². Como es de esperar, los productores agropecuarios han leído estas afirmaciones con preocupación, aunque luego de una reunión en el día de ayer con el Presidente, aparentemente el Gobierno no aumentaría las retenciones ni aplicaría restricciones a las exportaciones.

El problema es que dichas restricciones son inefectivas. El inicial desacople de la suba de precios internacionales que inducen las retenciones es compensada a posteriori por acopiadores y productores de alimentos pagando precios más bajos a los productores primarios. Esto desincentiva la producción de estos últimos, de modo que, en pocos meses, es de esperar una caída permanente, no transitoria, de la oferta de bienes primarios³. El resultado final es el peor posible: menos alimentos que antes, y la inflación no se detiene. De hecho, no hay evidencia empírica convincente que indique que las subas de retenciones a las exportaciones (y en particular las de origen agropecuaria) hayan moderado siquiera la inflación en nuestro país. Por el contrario, los períodos de restricciones arancelarias y para-arancelarias han sido aplicados en años (décadas) de inflación moderada-alta e hiperinflación. De hecho, en la actualidad, las economías de más baja inflación de la región y de otros continentes no se caracterizan por cerrarse a las importaciones ni por restringir exportaciones. Mucho menos de los bienes en los que el país tenga ventajas comparativas naturales, sean o no de alta participación en la canasta de consumo interno.

² Ver <https://www.pagina12.com.ar/322276-entrevista-a-alberto-fernandez-preferiria-no-hacerlo-pero-si>

³ Los registros de exportaciones (permisos) exigidos por una oficina específica (ONCCA), llevó años atrás a una destrucción del stock ganadero bovino, sin antecedentes en la historia del país.

Es claro, además, el enfoque del actual equipo económico pareciera subestimar el efecto preventivo de subas de precios en base a expectativas que tienen en cuenta en las últimas semanas algunas informaciones generadas por las propias autoridades:

- a) declaraciones recientes de funcionarios que anticipan por al menos un año, cierta forma de atraso del tipo de cambio real respecto de la inflación, algo insostenible si se pretende que el BCRA recupere reservas internacionales y que el Tesoro acumule divisas para cancelar compromisos externos, lo cual lleva a anticipar una aceleración (no la estabilidad) del tipo de cambio hacia fines de 2021 o el año próximo, con el consecuente impacto sobre la inflación esperada a futuro,
- b) el Ministro de Economía ha sostenido que para este año se prevé convalidar subas salariales superiores a la inflación, y esto preanuncia más meses con control de cambios, tarifas y varios otros precios, lo que supone, moderación de inflación en el corto plazo, pero caída de oferta posterior, y también expectativas de mayor inflación futura,
- c) las autoridades vienen autorizando una serie de subas de precios de los combustibles desde el mes de agosto, con impacto directo en el transporte de mercaderías, en los costos de producción y en los precios al consumidor, lo que es, a todas luces, incoherente con la supuesta virtud estabilizadora de la visión inercialista ya comentada,
- d) la reducción de la asistencia a la población empobrecida por las cuarentenas del año pasado no será significativa, lo que exigirá sostener una emisión monetaria moderada pero adicional a la de 2020, parcialmente esterilizada con Letras del BCRA (LEBAC), de modo que persistirá el exceso de oferta de dinero del año pasado, generando la persistente percepción de inflación y devaluación reprimidas en el presente, a ser “sinceradas” en algún momento futuro.

La población, en general, no descuenta menor inflación ni mayor ingreso disponible para los próximos meses. La baja liquidez del mercado paralelo de cambios permite observar que la venta minorista de dólares, aun siendo escasa, mueve rápidamente a la baja la cotización del dólar “blue”. Una buena noticia para estabilizar expectativas en ese mercado, pero no deja de ser un síntoma del empobrecimiento persistente de la población, y también de la poca credibilidad en las políticas en curso. El sector público necesita dólares para pagos externos. El sector privado los retiene para operaciones de comercio exterior, o como reserva de valor. En la medida en que esto no cambie, se mantendrán sin cambios los rígidos controles a la compraventa de divisas y a la movilidad de capitales. Algo que permite “anclar” expectativas, pero de modo parcial, y con una efectividad que tarde o temprano empezará a erosionarse.

El problema básico es el de entender que el enfoque tradicional, fiscal-monetarista para estabilizar precios, y el de cortar con la inercia inflacionaria no son complementarios. Julio H. G Olivera (1929-2016) indicó claramente esta cuestión y sus implicancias para la práctica concreta en un breve trabajo (“Inflación y Breves Públicos”) publicado en 2013 por la Academia Nacional de Ciencias Económicas:

“Existen tres clases de inflación reconocidas en el ámbito del análisis Económico: **la inflación de demanda**, causada por un exceso de la demanda total respecto de la oferta total de bienes y servicios; **la inflación de costos**, derivada de un aumento de la tasa de salarios a un ritmo mayor que la productividad del trabajo asalariado; y **la inflación estructural**, originada por el cambio de los precios relativos en un contexto de inflexibilidad descendente de los precios monetarios.

Las tres especies pueden coexistir. La secuencia inflacionaria puede alcanzar entonces un alto grado de complejidad, **al punto de resultar imposible trazar la línea demarcatoria entre factores de impulso y factores de propagación, variaciones autónomas y variaciones inducidas, causas y efectos.**

En tales circunstancias **toda** política antiinflacionaria eficiente debe satisfacer dos criterios básicos:

1 debe actuar conjuntamente sobre los tres tipos de inflación;

2 debe actuar sobre la inflación sin crear o agravar otros desequilibrios y, especialmente, sin generar mayor desempleo”.

Esperemos que estas advertencias sean tenidas en cuenta. Contribuirían enormemente a evitar errores de política económica ya observados en otras oportunidades, y con consecuencias perjudiciales para consumidores, productores y trabajadores, y no sólo del sector agroalimentario.

PANORAMA INTERNACIONAL

COMENZÓ LA ERA BIDEN: EXPECTATIVAS Y DESAFÍOS

Jorge Viñas

El progreso en la vacunación y los estímulos fiscales y monetarios sostienen las expectativas de recuperación de la economía de EE.UU. y de mundo en 2021. El gobierno de Biden comienza con respaldo de ambas cámaras del Congreso para impulsar más estímulos fiscales y un enfoque multilateral en las relaciones internacionales.

1. *El avance de las vacunas y los estímulos fiscales apuntalan las expectativas positivas para 2021*

Los datos económicos más recientes a nivel global muestran que las nuevas cepas del coronavirus y las sucesivas olas de contagio están provocando una desaceleración en el ritmo de recuperación económica hacia fines de 2020 y principios de 2021. Sin embargo, esto no ha hecho mella en los pronósticos optimistas sobre el crecimiento global para el año 2021. Un claro ejemplo de ello es la actualización de enero de 2021 de las proyecciones de crecimiento de la economía mundial del FMI, que presentan un aumento de 0,3 puntos porcentuales en la estimación de crecimiento para 2021 respecto a la estimación de octubre de 2020, a 5.5%. Según el staff del FMI, el año 2020 cerró con una contracción del -3,8%, menos severa de lo estimado originalmente, producto de la rápida mejora del segundo semestre del año.

Existen varias razones para sostener el optimismo. En primer lugar, el impacto negativo de las nuevas medidas restrictivas adoptadas por los gobiernos está siendo menos severo de lo que se suponía en base a la experiencia de la primera ola de la pandemia. Esto se debe tanto al hecho de que las medidas restrictivas están teniendo por lo general un carácter menos extensivo y más focalizado que las cuarentenas masivas de marzo y abril de 2020, como a que la actividad económica parece haberse adaptado mejor a la caída en los índices de movilidad, sufriendo menos en términos comparativos.

En segundo lugar, el progreso en la aprobación de vacunas y en las campañas de vacunación, aun con los múltiples contratiempos y retrasos experimentados, continúa generando un alto nivel de confianza de que en el transcurso de 2021 se conseguirá poner la pandemia definitivamente bajo control. Las cifras más recientes, que muestran una aceleración en el ritmo de vacunación y un descenso de nuevos casos en muchos países, contribuyen a fortalecer dicha confianza, pese a que las nuevas cepas y las mutaciones del Covid-19 mantienen un manto de incertidumbre respecto a la eficacia de las vacunas y la amenaza latente de que la pandemia continúe propagándose.

Por último, quizás el factor más importante, en EE.UU. el nuevo gobierno demócrata de Joe Biden ha generado fuertes expectativas de un aumento significativo de las políticas de estímulo fiscal para apuntalar la recuperación económica. Teniendo en cuenta la intención manifiesta de Biden de adoptar el multilateralismo en las relaciones internacionales para afrontar en forma más coordinada los problemas globales, aumentan las posibilidades de que el impulso a las políticas expansivas se extienda más allá de las fronteras de EE.UU.

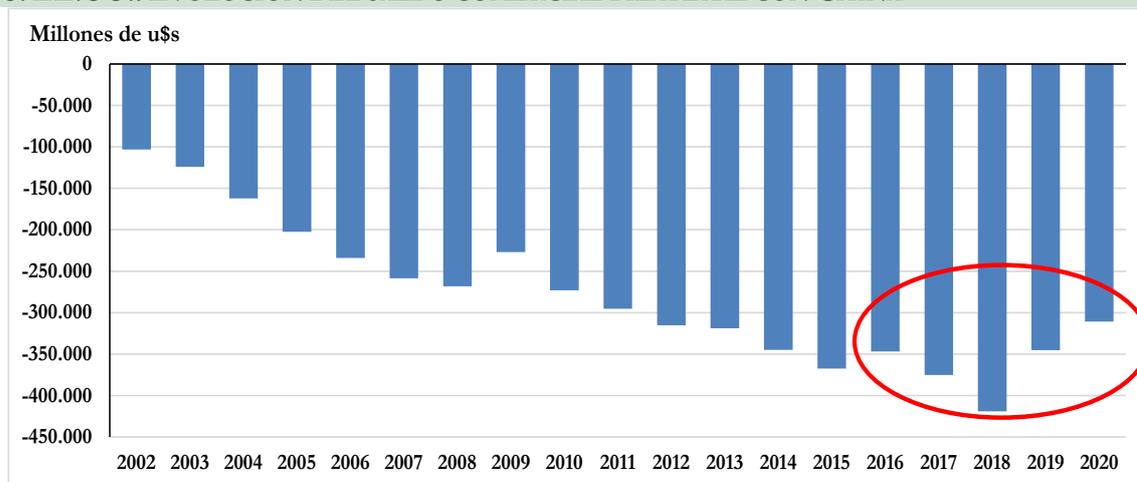
2. *El gobierno de Biden arranca con respaldo suficiente para impulsar su agenda*

Varios sucesos en el frente político han favorecido las posibilidades de que Biden pueda llevar a cabo sus promesas de campaña. La primera señal fue la elección de los miembros de su gabinete, todos alineados con su plataforma, siendo el caso de Janet Yellen en la Secretaría del Tesoro el más significativo. Luego llegó el triunfo demócrata en la elección de senadores del estado de Georgia, que le aportó a su partido dos senadores más para llegar a 50 escaños, la misma cantidad que los republicanos, lo que le deja a la Vicepresidenta Kamala Harris la posibilidad de definir en caso de empate. Dado que los demócratas ya tenían el control de la Cámara de Representantes, el resultado de Georgia les brinda el control pleno, aunque muy ajustado, del Congreso. Finalmente, la incitación a la violencia que Trump ejerció sobre sus seguidores, que derivó en el proceso de *impeachment* que le inició el Congreso, terminó de desacreditar por completo el legado de su gestión y debilitó notablemente la posición del Partido Republicano, restándole legitimidad para ejercer una oposición férrea a las políticas impulsadas por el gobierno de Biden.

De esta forma, las expectativas en torno a las políticas que implementará el gobierno de Biden se centran en tres frentes: 1) la política fiscal, 2) el multilateralismo, y 3) las relaciones con China.

A priori este último frente, el de las relaciones con China, es el que presenta mayores desafíos y complejidades para Biden. Esto se debe tanto a la “pesada herencia” que deja Trump, como a los dilemas geopolíticos que plantea al liderazgo global de EE.UU. el ascenso de China como potencia mundial. Respecto al legado que deja la gestión de Trump, marcada por la agresividad dialéctica y la confrontación con China, la misma deja pocos resultados concretos en materia comercial, ya que la participación de las importaciones de China en las importaciones totales de EE.UU. se ubica en el mismo nivel que cuatro años atrás cuando asumió Trump, mientras que el déficit comercial bilateral con China se mantiene cerca de en niveles récord aun cuando la aguda recesión de 2020 contribuyó a una mejora transitoria (véase el gráfico 3). Pero la dialéctica inflamada de Trump ha contribuido a consolidar entre la opinión pública estadounidense un sentimiento adverso hacia China. Por lo tanto, cualquier intento de Biden de dar marcha atrás con las principales medidas de Trump respecto a China corre el riesgo de que el presidente sea caratulado como demasiado blando o, incluso, de favorecer los intereses chinos. Por ello, en el corto plazo no parece haber demasiado margen para un cambio drástico en las políticas respecto a China, pero al menos se espera un cambio en las formas y en el trato que ayuden a descomprimir y recomponer las relaciones bilaterales.

GRÁFICO 3. EE.UU.: EVOLUCIÓN DEL SALDO COMERCIAL BILATERAL CON CHINA



Fuente: Bloomberg

El nuevo enfoque más pragmático del gobierno de Biden puede facilitar la obtención de concesiones en materia económica y comercial por parte de China. Algunos indicios ya se advierten en las condiciones más benignas para la inversión extranjera directa introducidas en la nueva legislación recientemente promulgada. Sin embargo, parece mucho más difícil encontrar margen para el compromiso en temas extra-económicos, como el respeto de los derechos de las minorías dentro de China, las aspiraciones expansionistas materializadas en los avances sobre el Mar del Sur de China que ha encendido las alarmas en sus vecinos del este de Asia, o la ofensiva de reunificación con Taiwán.

En última instancia, estos focos de conflicto derivan del ascenso casi inexorable de China como potencia mundial, que desafía la hegemonía estadounidense y torna inevitable los choques. Es en este aspecto que el gobierno de Biden enfrenta el mayor desafío para encaminar las relaciones con China evitando una escalada en el nivel de conflicto.

Un camino para contener el avance de China y a la vez acomodarse a la realidad de que el mundo ya no admite un liderazgo unipolar es el multilateralismo, es decir, la revalorización de las instituciones multilaterales, despreciadas por Trump, como ámbitos para la cooperación y la implementación de soluciones para los desafíos globales.

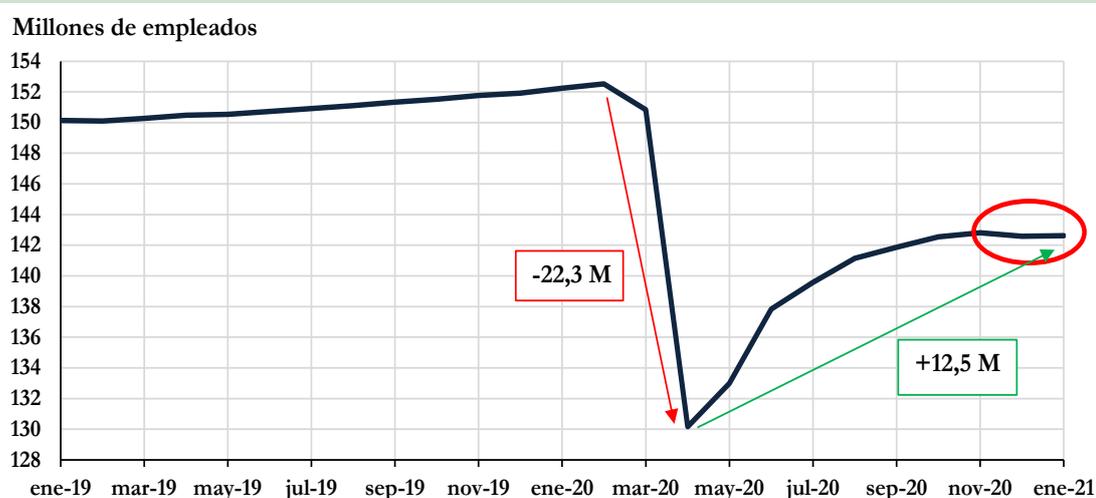
En materia económica, este nuevo enfoque devolverá un rol mucho más protagónico al G20, algo que no ocurre desde la época de la gran crisis financiera de 2008-2009. Todavía está por verse si esto tiene efectos más concretos, como sería un cambio en los lineamientos de acción del FMI. Un primer indicio en este aspecto que ha generado grandes expectativas, especialmente en países con escasez severa de reservas como Argentina, es la iniciativa de hacer una nueva asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG), como la realizada en 2009 en medio de la gran crisis financiera, que ahora contaría con el apoyo de la nueva secretaria del Tesoro de EE.UU., Janet Yellen. La iniciativa había sido esbozada por Kristalina Georgieva, actual Directora del FMI, en marzo de 2020 en el momento más álgido de la primera ola de la pandemia del COVID-19, pero hasta ahora fue sistemáticamente bloqueada por el gobierno de Trump. Si bien no se ha

especificado un monto preciso de la asignación global, algunas versiones ubican la cifra en el equivalente a U\$S 500.000 M.⁴

En el corto plazo, las mayores urgencias del gobierno de Biden se centran en la aprobación de un nuevo paquete de asistencia fiscal, adicional a los U\$S 900.000 M. aprobados en diciembre. Los datos de empleo de enero confirmaron la pérdida de impulso en la recuperación del mercado laboral. Tras la merma de 227.000 empleos en diciembre, que había interrumpido la recuperación iniciada en mayo, en enero se crearon apenas 49.000 empleos, menos de la mitad de los 105.000 esperados según el consenso de Bloomberg.

La tasa de desempleo cayó al 6,3% de 6,7% en diciembre, explicado en parte por un nuevo descenso en la tasa de participación laboral (de 61,5% a 61,4%), pero la medida más amplia de población con problemas laborales se ubica en un elevado 11,1%. Más aun, del total de empleos perdidos a causa de la pandemia, solo se han recuperado algo más de la mitad (véase el gráfico 4).

GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL EMPLEO TOTAL NO AGRÍCOLA



Fuente: Bloomberg

El estancamiento del mercado laboral torna más imperiosa la necesidad de nuevas transferencias para apuntalar el ingreso disponible de las familias y evitar una caída del consumo. El proyecto contemplado por los demócratas asciende a U\$S 1,9 Bn. en nuevas transferencias y gastos⁵. El gobierno de Biden ha mostrado voluntad de negociación para lograr apoyo de al menos una parte del bloque republicano, por lo que estaría dispuesto a reducir el monto total del paquete a un rango entre U\$S 1 y 1,5 Bn. de dólares, frente a la propuesta republicana de sólo U\$S 600.000 M. Se espera que el proyecto final sea aprobado e implementado en marzo a más tardar. Adicionalmente, los demócratas también impulsan un plan de infraestructura que ascendería a U\$S 1,5 Tn. a lo largo de 10 años, que entraría en vigencia a partir del segundo semestre de 2021.

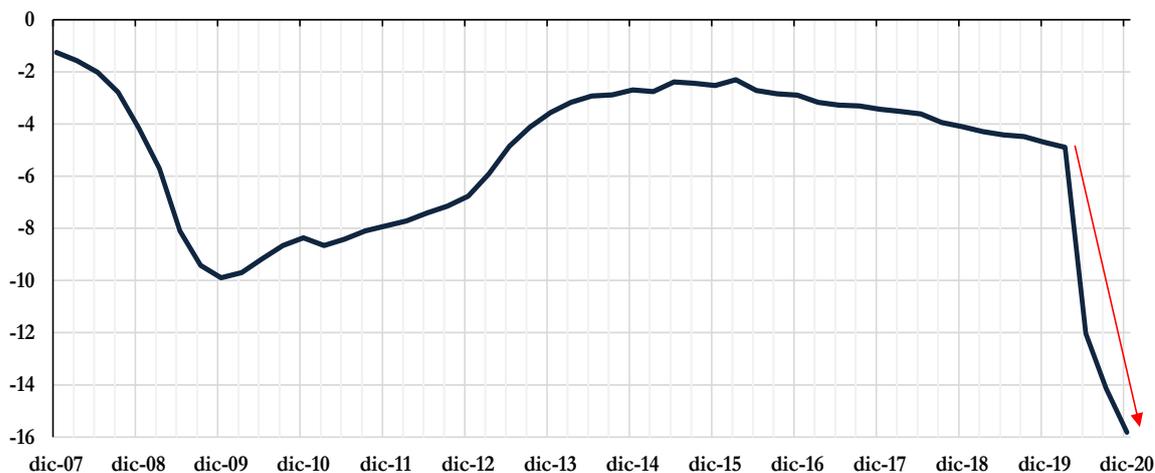
Luego viene la discusión respecto al financiamiento de ambos programas. Si bien la plataforma demócrata contempla un fuerte aumento de impuestos, concentrado en las corporaciones y los sectores de altos ingresos, que podrían aumentar la recaudación entre 2 y 3 billones de dólares según algunas estimaciones, en el corto plazo la mayoría de los demócratas parecerían inclinarse hacia un aumento del déficit fiscal. Esto se debe a que predomina la idea de que de esa forma el impacto positivo sobre la demanda agregada será más fuerte. Además, el aumento de impuestos generaría mucha resistencia de los grupos afectados y llevaría más tiempo de aprobar. Es probable que haya aumentos de impuestos, aunque

⁴ Dado que Argentina tiene una participación de 0,67% en la cuota total del FMI, recibiría el equivalente a U\$S 3.350 M. (0,8% del PIB) de la nueva asignación de DEG, que irían a fortalecer las reservas netas del BCRA, pero que muchos excluyen del cálculo de “reservas líquidas”.

⁵ El corazón del paquete lo constituyen el envío directo de cheques de U\$S 1.400 por familia y los pagos de seguro de desempleo de U\$S 400 semanales hasta septiembre. Otros componentes importantes son la ayuda para estados y municipios por U\$S 350.000 millones, U\$S 30.000 M. de ayuda para el pago de alquileres y servicios públicos y U\$S 20.000 M. para planes de vacunación.

no tan agresivos como los impulsados en la campaña electoral, pero recién se aprobarían hacia fines de 2021⁶. Por lo que en 2021 todos los planes de estímulo se traducirán linealmente en un aumento del déficit fiscal, que ya en 2020 cerró en 15,2% del PIB.

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL RESULTADO FISCAL (% DEL PIB)



Fuente: Bloomberg

3. El rol de la Fed: la política monetaria expansiva y los riesgos de dominancia fiscal e inestabilidad financiera.

Hasta ahora, el financiamiento del déficit fiscal no ha sido un problema, debido a que las tasas de interés de corto plazo se han mantenido en 0%, mientras que las de mediano y largo plazo han oscilado en torno al 1%. La postura de la política monetaria de la Fed francamente expansiva, con tasas de Fondos Federales en 0% desde el inicio de la pandemia y con la promesa de no subirlas hasta el 2023 como mínimo, sumado a las compras mensuales de títulos públicos por al menos U\$S 80.000 M mensuales bajo el programa de QE vigente, ha sido clave para facilitar el financiamiento del déficit fiscal y seguirá siéndolo hacia adelante.

En su discurso tras la reunión de enero, en la que mantuvieron la política monetaria sin cambios, el Presidente de la Fed J. Powell remarcó una vez más que **es demasiado pronto para pensar en empezar a retirar los estímulos, lo que fue interpretado cómo que no piensa en reducir el QE al menos hasta el año 2022.**

La postura expansiva de la Fed se justifica por la combinación de inflación muy baja, que se ha mantenido por debajo del objetivo de 2% establecido por la Fed ya hace bastante tiempo, y un elevado desempleo, consecuencia del impacto del Covid-19. Recientemente, la Fed ha modificado su objetivo inflacionario hacia un promedio del 2% a lo largo de un período no especificado, lo que le da margen para mantener la postura expansiva intacta por un tiempo aun cuando la inflación empiece a trepar por encima del 2%. En su discurso, J. Powell descartó la posibilidad de que la postura fiscal abiertamente expansiva que está a punto de adoptar el nuevo gobierno tenga consecuencias inflacionarias graves.

De todos modos, existe el riesgo de que, aun con la Fed manteniendo los estímulos, un aumento progresivo de la inflación y de las expectativas inflacionarias presione al alza sobre las tasas de interés de mediano y largo plazo, lo que complicaría el financiamiento del déficit fiscal, al forzar a hacerlo a corto plazo para evitar que el costo en intereses se torne insostenible, para una deuda pública (fuera de organismos públicos y de la Fed) que ya asciende al 100% del PIB. Sin embargo, dicho riesgo se ve mitigado por la posibilidad que tiene la Fed de llevar la herramienta del QE un paso más allá para fijar niveles objetivo de tasas de interés en distintos puntos de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro.

Esta es una herramienta que ya están utilizando algunos bancos centrales importantes, como el Banco de Japón (BOJ), que se denomina “*Yield-Curve Control*” (YCC): consiste en que el Banco Central anuncia un rango objetivo para el rendimiento del bono del Tesoro a un plazo determinado, por ejemplo, a 10 años. Si el rendimiento del bono sube por

⁶ Además de los aumentos impositivos, la plataforma demócrata también incluye nuevas regulaciones para las grandes empresas, especialmente las del sector tecnológico. También es probable que queden pendientes para fines de este año o el próximo, aunque podría haber novedades antes en el caso de las empresas que dominan el negocio de las redes sociales.

encima de la banda superior del rango, el banco central interviene en el mercado comprando bonos, mientras que si el rendimiento cae por debajo del límite inferior el banco central vende bonos.

Partiendo de la base de que el banco central tiene “poder de fuego” casi ilimitado, es muy probable que los participantes del mercado no lo desafíen, por lo que el rendimiento de los bonos se mantendrá generalmente dentro del rango sin necesidad de intervención efectiva. Sin embargo, esta herramienta no está exenta de riesgos y efectos colaterales⁷. Uno de los principales es que puede tornarse muy difícil para el banco central salir de dicha política sin provocar dislocaciones en el financiamiento del sector público que lleve a un episodio de crisis financiera, por lo que quedaría atado a seguir financiando al fisco independientemente que las condiciones macroeconómicas ya no justifiquen mantener dicha política, transformándose de facto en un caso de dominancia fiscal.

Aun cuando la inflación en bienes y servicios medida por el índice de precios al consumidor se mantenga en un nivel moderado y compatible con el promedio de 2% establecido por la Fed, el sostenimiento por largos períodos de tasas de interés extremadamente bajas y prácticamente sin volatilidad, en un contexto de alta liquidez, puede llevar a excesos especulativos que deriven en inestabilidad financiera más adelante. Lo ocurrido en las últimas semanas con la operatoria frenética por parte de inversores minoritarios a través de plataformas online de bajo costo, con acciones de empresas con fundamentos muy deteriorados y elevado nivel de posiciones “vendidas” (short) por parte de grandes fondos especializados, es una señal de alerta sobre la desestabilización que pueden provocar los comportamientos especulativos ampliamente difundidos⁸.

4. *Los mercados financieros siguen firmes, pese a algunas señales de exceso.*

Los eventos en torno a acciones como la de GameStop no tuvieron un alcance suficiente como para torcer el rumbo positivo de los mercados financieros, alimentado por la combinación de las políticas monetarias y fiscales expansivas con las expectativas generadas por el avance de las vacunas.

De esta forma, el índice mundial de acciones alcanzó un nuevo récord histórico al cierre del viernes 5 de febrero, tras una breve corrección a fines de enero, acumulando una suba de 17% en el último año a pesar de la pandemia. En la medida que los mercados accionarios siguen trepando, aumentan los casos de valuaciones de empresas, especialmente en los sectores relacionados con la tecnología, que lucen excesivas bajo las métricas convencionales de valuación.

La mejora de expectativas por los estímulos económicos y las vacunas está empezando a presionar al alza sobre las tasas de interés de mediano y largo plazo, si bien todavía se mantienen en un nivel históricamente bajo. La tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años cerró el 5 de febrero en 1,17%, el nivel más alto desde marzo de 2020, en los inicios de la pandemia, habiendo subido casi 50 puntos básicos (p.b.) en los últimos cuatro meses.

Cabe destacar que el aumento de las tasas nominales ha sido impulsado en buena medida por un aumento de las expectativas inflacionarias, ya que la inflación implícita en los bonos a 10 años ascendió a 2,20%, el máximo desde 2014, subiendo 60 b.p. desde octubre (véase el gráfico 6). En la medida en que la tasa de 10 años siga subiendo, podría terminar impactando negativamente sobre las valuaciones demasiado elevadas de las empresas, lo que provocaría un fuerte ajuste de mercado.

Esta incipiente suba en las tasas de mediano y largo plazo han dado algo de soporte al dólar, que desde principios de enero frenó la tendencia a la depreciación frente a las principales divisas que se había acentuado en el último trimestre

⁷ En el caso de Japón, el BOJ ha desplazado totalmente del mercado de bonos del tesoro japonés a todos los actores privados, quedando prácticamente como único demandante de las emisiones que hace regularmente el ministerio de finanzas.

⁸ Tomar una posición “short” en una acción implica tomar prestadas las acciones, típicamente de empresas con fundamentos de negocio débiles, para venderlas en el mercado, con el objetivo de esperar que caigan de precio y recomprarlas a un precio inferior para devolver el préstamo y lograr una ganancia. Pero si las acciones en lugar de bajar suben, se incurre en una pérdida y la institución que prestó las acciones puede forzar al tomador a la liquidación de posiciones para cubrir las pérdidas. Cuando un grupo grande de inversores minoristas se coordinó a través de plataformas digitales para comprar acciones que presentaban grandes posiciones short, siendo el caso de GameStop el de mayor repercusión, indujeron una suba desproporcionada en el precio de dichas acciones, provocando fuertes pérdidas a los fondos especializados que poseían gran parte de las posiciones short. Dado que estos fondos suelen tener tanto posiciones short en acciones con malas perspectivas como posiciones compradas (long) en acciones con potencial de apreciación (en lo que se denominan estrategias “long-short”), las pérdidas en las posiciones short puede forzarlos a liquidar las acciones de buena calidad que mantenían en cartera, desatando una baja de precios en acciones “sólidas”, cuyos fundamentos no justifican una desvalorización. La caída de acciones consideradas como las de mejores perspectivas puede generar desconfianza en el mercado, provocando una caída generalizada.

de 2020. Al cierre del 5 de febrero, el Dollar Index ha rebotado un 2% desde los mínimos, retornando al nivel que tenía a principios de diciembre.

GRÁFICO XX. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN IMPLÍCITA EN LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg

Por ahora, el rebote del dólar no ha repercutido negativamente en los precios de commodities, fuera del caso del oro que presenta una fuerte correlación negativa con el dólar y ha caído más de 4% desde principios de año. Otros commodities presentan una mejor evolución, en especial el petróleo crudo, donde el precio del primer contrato futuro del WTI se ubica en U\$S 57 por barril, el nivel más alto desde antes que comenzara la pandemia. En el caso de la soja, el precio se ha estabilizado en un elevado nivel histórico, en torno a U\$S 500 por tonelada.

De esta forma, el escenario internacional continúa presentándose benigno para los países emergentes, aunque la incipiente suba de la tasa de 10 años en EE.UU. y el rebote del dólar han provocado una corrección transitoria en los bonos soberanos y corporativos durante enero. Hacia adelante, la gran incógnita es si en algún momento los excesos especulativos que se advierten en los mercados globales derivarán en una corrección más profunda que provoque un deterioro pronunciado en las condiciones financieras.

EUROPA DEPENDE DE LA VACUNA PARA TENER UN 2021 EN PAZ

Leandro Marcarian

La segunda ola del Covid llevó los gobiernos a aplicar nuevas medidas de restricción a la movilidad a finales de 2020. Ya se descuenta que la economía volverá a caer durante el primer trimestre de 2021. A la velocidad a la que se está vacunando, es muy difícil que se supere la crisis durante este año.

1. La situación sanitaria y las medidas adoptadas

El Covid sigue sin dar tregua en Europa. Luego de un verano que se asemejó bastante a la “vieja normalidad”, con la llegada del otoño a partir de Julio, los casos en el viejo continente comenzaron a subir. La respuesta de los gobiernos fue relativamente homogénea. La primera ola había dejado aprendizajes. Se reaccionó rápido y con fuerza. Algunos países intentaron primero con medidas menos extremas como los toques de queda. Otros, como el Reino Unido, se vieron forzados a ir un paso más allá y volver a aplicar cuarentenas estrictas.

España y Francia fueron los países que reaccionaron primero, adoptando nuevas cuarentenas a partir de octubre. Desde entonces, Francia ha logrado abandonar la cuarentena, reemplazándola con un toque de queda nacional sumado al cierre de bares y restaurantes. En España, no solo continúa la cuarentena, sino que fue reforzada con toques de queda locales. Lamentablemente, las medidas no han logrado controlar la situación en este país, donde ya se está hablando de una tercera ola. Italia, por su parte, está en la misma modalidad que España (cuarentena + toque de queda) y le suma el cierre

de los restaurantes a las 6 pm. La diferencia principal se da en los resultados. Mientras que la situación en España no parece estabilizarse, la tendencia en Italia desde noviembre es a la baja.

Otro de los grandes actores del viejo continente es Alemania, donde se introdujo una nueva cuarentena a partir del 2 de noviembre pasado, aunque los negocios no esenciales cerraron solo a partir de diciembre. Algunos otros países implementaron medidas más creativas. Por ejemplo, en Grecia o Chipre, lo que está restringido son la cantidad de veces que uno puede salir a hacer compras, monitoreado a través de mensajes de texto, mientras que en Noruega las reuniones puertas adentro de hasta 200 personas están habilitadas siempre y cuando se cumplan con protocolos, y las sillas estén atornilladas al piso a cierta distancia, para que se cumpla el distanciamiento social

2. *La situación económica*

Europa había logrado tener un muy buen tercer trimestre de 2020, al punto tal que solo 4 países de los 38 que publican sus datos de PBI en Eurostat no lograron compensar la totalidad de lo perdido en trimestre anterior. A nivel global, el PBI de los 27 países que conforman la Unión Europea, se contrajo un 8,7% en el segundo trimestre, para luego crecer un 10,7% en el tercero.

Se podría afirmar que de la misma forma que los datos del tercer trimestre (Q3) sorprendieron para bien, la segunda ola sorprendió para mal. El fuerte rebote de la economía durante Q3, tanto europea como mundial, obligó a corregir al alza las proyecciones de crecimiento que diversas instituciones tenían para 2020, mientras que la segunda ola las obligó a corregir esas proyecciones para 2021, pero a la baja. Aunque los datos para el cuarto trimestre son escasos por el momento, ya se logra ver una desaceleración en el crecimiento, a causa de la segunda ola y las cuarentenas subsiguientes. El PBI de los principales motores de la UE, Alemania y Francia, pasó de crecer a una velocidad del 9,7% a 2,9%, y del 12,5% al 4,7% respectivamente, entre el tercer y cuarto trimestre del año.

El mercado de la indumentaria puede servir de ejemplo de esta desaceleración. La cadena Británica Primark informó que tiene un stock valuado en aproximadamente USD 500 millones de prendas sin vender de las temporadas de 2020. Para protegerse, y ante la incertidumbre de si la población tendrá la posibilidad de moverse libre, y por ende ir de compras, las marcas de ropas han estado haciendo menos pedidos a las fábricas, y manteniendo menores stocks. Dado que la fabricación de prendas y textiles en general no se realiza en Europa, el viejo continente exporta su crisis a los grandes centros de producción en Asia.

Esto mismo se puede comprobar según datos de ventas minoristas de Eurostat. Éstas cayeron fuertemente hacia finales de 2020, con una leve recuperación en diciembre, que puede asignarse a un factor estacional de las fiestas. El índice de volúmenes de ventas para la UE 27 cayó un 5% en noviembre, con respecto al mes anterior. La reacción del mercado interno a las cuarentenas fue dispar pero claramente negativa en todos los países. Para Francia, la caída fue del 10%, en España del 2% y en Italia del 20%. El efecto se repite en todas las grandes economías de Europa, con la excepción de Alemania, en donde se da un mes más tarde, en diciembre con respecto a noviembre, con un el índice que retrocede 8 puntos porcentuales.

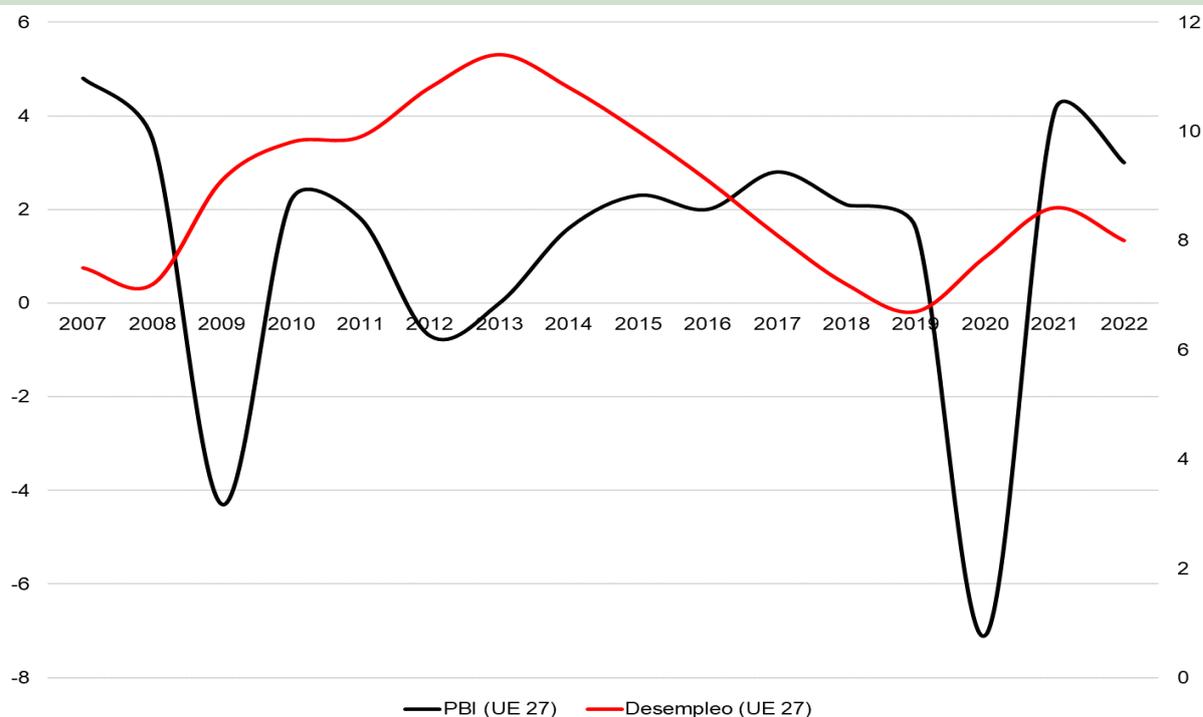
3. *Proyecciones sobre PBI y empleo*

En términos de la macroeconomía, las proyecciones económicas de otoño que publicó la Comisión Europea (CE) anunciaron una contracción del PBI de la UE del 7,1% para 2020, con rebotes parciales de 4,1% y 3,0% en los dos años subsiguientes. A su vez, es esperable que la economía del viejo continente se vuelva a contraer durante el primer trimestre de 2021. La consecuencia natural de estas medidas de restricción a la movilidad es una caída en la actividad económica, por lo que 2021 se moverá a una velocidad más lenta de lo esperado.

Esto implica que el empleo también se recuperará más lento de lo deseado. En la misma publicación se habla de una tasa de desempleo para la UE del 7,7% en 2020, 8,6% en 2021 y 8,0% en 2022. Sin embargo, no todo son malas noticias en el mercado de trabajo. Durante todo 2020, los gobiernos tomaron medidas activas para defender los puestos de trabajo. Medidas como formatos de trabajo de corto plazo, las solicitudes de quiebra demoradas y las garantías crediticias para las empresas lograron atenuar el impacto de la crisis en el mercado laboral. En comparación con la crisis financiera mundial, la tasa de desempleo fue mucho menos sensible a la caída del PIB en 2020. Esto puede leerse del gráfico siguiente. Mientras que, durante la crisis financiera, el desempleo trepó casi 4 puntos porcentuales en los 4 años subsiguientes a la recesión de 2009, ahora se logró que dicha tasa aumente solo un punto, cuando la caída del PBI para 2020 se estima que sea

aproximadamente del doble de lo que fue en 2009. No solo eso, sino que se espera una recuperación casi total del empleo hacia 2022, a diferencia de la crisis financiera, cuando el desempleo siguió creciendo hasta 2013, y se necesitaron 10 años para recuperar los niveles de desocupación de pre crisis.

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO DEL PBI Y TASA DE DESEMPLEO. UNIÓN EUROPEA 27. 2007 A 2022 ESTIMADO



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eurostat.

De todos modos, como con cualquier proyección económica, éstas están sujetas a riesgos. Los riesgos a la baja surgen de la posibilidad de que el virus no pueda ser contenido, ya sea por la aparición de nuevas cepas o por la imposibilidad de distribuir las vacunas a tiempo. Esto obligaría a nuevas medidas de distanciamiento y restricciones la movilidad más fuerte, lo que impactaría negativamente sobre el crecimiento económico y el empleo. Otro tipo de riesgo es el asociado a la vacuna directamente. Si a la posible dificultad en la distribución se le sumara reticencia por parte de la población, que lleve a una inoculación más lenta de la sociedad, todo el proceso de salida de esta crisis se atrasaría y se alargaría. Lo mismo si las vacunas resultaran ser poco efectivas frente a nuevas cepas. En este escenario más pesimista, es posible imaginar un 2021 con medidas de distanciamiento que continúen, una recuperación casi nula de la economía, a los gobiernos inyectando aún más dinero (los que pueden), y niveles de empleo y consumo languidecientes.

Por otro lado, están los riesgos a la positiva, es decir la posibilidad de que las cosas salgan mejor de lo esperado. Este sería un caso en el que nuevos y mejores desarrollos en el ámbito de las vacunas generen un shock de confianza en la población. Con una mayor certeza de que el fin de la crisis está más cerca, el consumo y el empleo crecerían más de lo que actualmente se espera, llevando a la economía a una salida mucho más rápida y virtuosa de esta crisis. La posibilidad de que resurja el turismo podría tener efecto derrame en otras zonas del planeta y los gobiernos, tras un alza en la recaudación podrían retornar a un camino de consolidación fiscal.

4. El estado de situación del proceso de vacunación

La CE se ha puesto un objetivo ambicioso. Quiere tener al 80% de la población de mayores de 80 y al 80% del personal médico vacunado para marzo de 2021. La CE insiste en que el proceso de vacunación debe ser parejo, homogéneo y coordinado a lo largo de la UE. Esto requiere tener stocks, personal adecuado y el espacio físico preparado para vacunaciones masivas. Bajo esa premisa, la CE ha asegurado la provisión de materiales claves a través de una compra conjunta para todos los países de la UE. Los países miembros ahora solo tienen que realizar los pedidos, y la CE proveerá.

No solo eso, sino que también han firmado contrato con un conjunto de ocho laboratorios distintos para la compra de 2300 millones de dosis. Vale aclarar que la población de la Unión Europea ronda los 500 millones, es decir, que la CE

se ha asegurado varias veces la cantidad de vacunas que estrictamente necesita, cosa que le ha valido las críticas del resto mundo.

Dentro del continente europeo, el país con mejor desempeño es el Reino Unido. En dicho país ya se han vacunado más de 13,5 millones de personas, equivalente al 20% de la población. Se vacuna a una tasa de 6 personas por segundos, o lo que es lo mismo, 519.000 personas por día. Se cree que una vez que el 70% de la población esté vacunada, dicha sociedad alcanzaría la inmunidad de rebaño. A este paso, se estima que se llegaría al umbral del 70% en 6 meses.

| | Dosis aplicadas | % Población | Días necesarios para tener 70% vacunados (con las 2 dosis) y alcanzar inmunidad de rebaño |
|--------------------|-----------------|-------------|---|
| Reino Unido | 13.500.000 | 19,9 | 156 |
| España | 2.400.000 | 5,1 | 600 |
| Italia | 2.615.000 | 4,3 | 1226 |
| Alemania | 3.347.000 | 4,0 | 1299 |
| Francia | 2.276.000 | 3,5 | 1104 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de covidvax.live

El resto del continente europeo se está moviendo aproximadamente a la misma velocidad, con entre un 3% y un 5% de su población vacunada. España, uno de los países más afectados por la crisis del Covid, tanto en lo económico como en lo sanitario, está vacunando a una razón de 100.000 personas por día. Tiene solo al 5% de la población vacunada y le tomaría 600 días alcanzar el umbral del 70% si sigue a esta velocidad. Italia tiene al 4% de su población vacunada, pero está vacunando a una velocidad mucho menor, lo que implica que le tomaría 1200 días llegar al umbral. Francia tiene el 3,5% de la población vacunada y requiere aproximadamente la misma cantidad de días que Italia para llegar al umbral de la inmunidad de rebaño. Y sorprendentemente último (de entre las principales economías de la UE) se encuentra Alemania, quien tiene apenas el 4% de su población vacunada, y necesitaría 1300 días para llegar al umbral.

Aunque Europa tiene una estrategia para superar la crisis del Covid, la vacunación, ésta demandará demasiado tiempo a la velocidad actual. El único país importante que llegaría a la inmunidad de rebaño en 2021, tras alcanzar el umbral del 70% de su población vacunada, sería el Reino Unido. Para el resto de los países, los distintos cuellos de botella en la producción, distribución e implementación de la vacuna impiden pensar en una salida rápida. La velocidad a la que se puedan resolver dichos cuellos será lo que determinará si la economía europea crecerá o no en 2021.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

| 2021 | | febrero | | | | |
|-------|--|---|--|--|--------|---------|
| LUNES | MARTES | MIÉRCOLES | JUEVES | VIERNES | SÁBADO | DOMINGO |
| 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| | INDEC: Precios y cantidades de comercio exterior. 4° Trim. de 2020. | INDEC: Índice de salarios. Dic. de 2020. Utilización capacidad instalada industria. Dic. de 2020. | INDEC: IPC Enero de 2021. | | | |
| 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 |
| | | | INDEC: Índice costos de la construcción. Enero 2021. Índices de precios mayoristas Enero de 2021. | | | |
| 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 |
| | INDEC: Encuesta nacional de centros de compras, supermercados y autoservicios mayoristas. Enero de 2021. | INDEC: Estimator Mensual de Actividad Económica (EMAE). Diciembre de 2020. | INDEC: Intercambio Comercial Argentino (ICA). Diciembre de 2020. <u>Bureau of Economic Analysis</u> (EE.UU.): PBI EEUU. 2020 | | | |
| 2021 | | marzo | | | | |
| LUNES | MARTES | MIÉRCOLES | JUEVES | VIERNES | SÁBADO | DOMINGO |
| 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 |
| | | | Banco de Inglaterra: Reunión de Política Monetaria. | BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). <u>U.S. Census Bureau</u> (EE.UU.): Comercio internacional EE.UU. Enero 2021. | | |
| 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| | | INDEC: Utilización capacidad instalada en la industria manuf. Enero de 2021. | Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria. | | | |

INDICADORES

| Indicador | Ene-20 | Feb-20 | Mar-20 | Abr-20 | May-20 | Jun-20 | Jul-20 | Ago-20 | Sep-20 | Oct-20 | Nov-20 | Dic-20 | Ene-21 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Precios | | | | | | | | | | | | | |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m | 2,3% | 2,0% | 3,3% | 1,5% | 1,5% | 2,2% | 1,9% | 2,7% | 2,8% | 3,8% | 3,2% | 4,0% | s/d |
| IPC Nac. Núcleo Var. % m/m | 2,4% | 2,4% | 3,1% | 1,7% | 1,6% | 2,3% | 2,5% | 3,0% | 2,3% | 3,5% | 3,9% | 4,9% | s/d |
| IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m | 4,7% | 2,7% | 3,9% | 3,2% | 0,7% | 1,0% | 1,3% | 3,5% | 3,0% | 4,8% | 2,7% | 4,4% | s/d |
| IPC GBA (INDEC) Var. % m/m | 1,9% | 1,8% | 3,6% | 1,4% | 1,5% | 2,0% | 1,6% | 2,8% | 2,8% | 3,6% | 3,0% | 3,7% | s/d |
| IPC GBA Núcleo Var. % m/m | 2,1% | 2,1% | 3,3% | 1,6% | 1,4% | 2,3% | 2,3% | 3,2% | 2,2% | 3,4% | 4,1% | 4,5% | s/d |
| IPCBA (CABA) Var. % m/m | 2,4% | 1,8% | 2,7% | 2,0% | 1,0% | 1,4% | 1,6% | 2,4% | 2,2% | 2,5% | 3,1% | 3,8% | s/d |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a | 52,9% | 50,3% | 48,4% | 45,6% | 43,4% | 42,8% | 42,4% | 40,7% | 36,6% | 37,2% | 35,8% | 36,1% | s/d |
| IPC Nac. Núcleo Var. % a/a | 54,2% | 53,6% | 53,8% | 58,7% | 46,2% | 45,6% | 46,2% | 43,9% | 38,3% | 37,9% | 37,8% | 39,4% | s/d |
| IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a | 58,8% | 54,2% | 51,3% | 52,2% | 49,6% | 47,4% | 46,0% | 44,5% | 40,8% | 43,9% | 40,4% | 42,1% | s/d |
| IPC GBA (INDEC) Var. % a/a | 51,5% | 48,6% | 46,9% | 44,2% | 42,1% | 41,3% | 40,6% | 39,2% | 35,2% | 35,7% | 34,2% | 34,1% | s/d |
| IPC GBA Núcleo Var. % a/a | 54,2% | 51,8% | 50,3% | 47,3% | 44,6% | 44,2% | 44,5% | 42,3% | 36,8% | 36,4% | 36,9% | 37,6% | s/d |
| IPCBA (CABA) Var. % a/a | 48,6% | 46,4% | 44,6% | 42,2% | 39,2% | 37,4% | 36,6% | 35,3% | 31,7% | 31,3% | 30,1% | 30,5% | s/d |
| Expectativas de Inflación (UTDT) | | | | | | | | | | | | | |
| Mediana | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 40,0 | 50,0 | 40,0 | 40,0 | 40,0 | 40,0 | 45,0 | 40,0 | 40,0 | 45,0 |
| Media | 31,8 | 35,8 | 33,8 | 40,3 | 47,4 | 44,5 | 43,1 | 45,0 | 40,3 | 47,0 | 44,5 | 42,9 | 44,1 |
| Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos Totales | 40,3% | 36,8% | 30,7% | 14,0% | 2,4% | 7,8% | 16,1% | 24,9% | 34,3% | 28,1% | 27,0% | 20,8% | s/d |
| Gastos Totales | 42,3% | 60,0% | 65,7% | 69,5% | 77,3% | 56,7% | 37,8% | 60,0% | 61,2% | 35,3% | 34,6% | 28,4% | s/d |
| Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.) | 36,3% | 43,3% | 36,5% | 18,6% | 5,0% | 8,5% | 21,0% | 27,2% | 36,5% | 29,6% | 29,8% | 23,5% | s/d |
| Gastos Primarios | 50,6% | 51,5% | 70,0% | 96,6% | 96,8% | 72,7% | 59,2% | 56,9% | 71,6% | 54,8% | 40,5% | 52,7% | s/d |
| Recursos tributarios (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | |
| Recaudación total | 44,9% | 42,6% | 35,3% | 11,6% | 12,4% | 20,1% | 24,0% | 33,5% | 43,7% | 43,9% | 36,7% | 38,0% | 46,6% |
| Dirección General Impositiva | 35,4% | 30,3% | 21,1% | -2,3% | 3,7% | 3,9% | 3,2% | 14,5% | 20,2% | 26,4% | 17,7% | 35,0% | 28,8% |
| Dirección General de Aduanas | 87,1% | 64,6% | 62,8% | 32,4% | -1,1% | 26,5% | 20,9% | 6,4% | 30,1% | 28,9% | 63,3% | 78,2% | 64,8% |
| Sistema de Seguridad Social | 38,4% | 42,8% | 40,0% | 10,0% | 11,6% | 22,4% | 18,5% | 22,1% | 40,9% | 32,4% | 20,6% | 20,9% | 24,7% |

| Indicador | Ene-20 | Feb-20 | Mar-20 | Abr-20 | May-20 | Jun-20 | Jul-20 | Ago-20 | Sep-20 | Oct-20 | Nov-20 | Dic-20 | Ene-21 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Confianza del Consumidor (UTDT) | | | | | | | | | | | | | |
| Indice | 43,0 | 42,7 | 41,2 | 39,3 | 38,4 | 39,5 | 38,2 | 41,3 | 40,3 | 38,8 | 40,9 | 39,3 | 38,2 |
| Var. % m/m | 1,6% | -0,7% | -3,5% | -4,7% | -2,2% | -2,7% | -3,3% | 8,2% | -2,4% | -3,7% | 5,2% | -3,8% | -2,8% |
| Var. % a/a | 30,0% | 18,6% | 18,5% | 14,2% | 5,3% | -2,7% | -13,6% | -1,3% | -4,2% | -11,3% | -1,2% | -7,2% | -11,2% |
| Indicadores de Actividad | | | | | | | | | | | | | |
| EMAE (INDEC) Var. % a/a | -1,8% | -2,2% | -11,1% | -25,4% | -20,0% | -11,6% | -12,7% | -11,5% | -6,2% | -7,3% | -3,7% | s/d | s/d |
| Var m/m, sin estacionalidad | 0,2% | -0,5% | -10,5% | -17,1% | 9,5% | 8,4% | 2,2% | 1,4% | 2,3% | 2,1% | 1,4% | s/d | s/d |
| Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a | -14,4% | -10,6% | -43,9% | -73,6% | -28,3% | -34,9% | -42,7% | -16,2% | 30,5% | 22,5% | 37,3% | 25,2% | s/d |
| Var m/m, con estacionalidad | -17,4% | 5,7% | -30,4% | -60,3% | 166,7% | 18,7% | -5,5% | 21,2% | 23,7% | 1,2% | -5,7% | 24,1% | s/d |
| Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a | 6,9% | -0,2% | -8,3% | -30,1% | -20,5% | -4,6% | -5,9% | -3,9% | 1,9% | -3,4% | 0,0% | s/d | s/d |
| Var m/m, desest. | -3,3% | -2,0% | -2,6% | 0,1% | 0,5% | 2,0% | 2,0% | 2,8% | 0,4% | -1,0% | 0,7% | s/d | s/d |
| Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a | -0,1% | -0,8% | -16,6% | -33,3% | -26,1% | -6,4% | -6,6% | -7,0% | 3,7% | -3,1% | 4,3% | 4,9% | s/d |
| ISAC (INDEC) Var. % a/a | -13,5% | -22,1% | -47,1% | -76,2% | -48,5% | -14,7% | -12,9% | -17,6% | -3,8% | -0,9% | 6,2% | 27,4% | s/d |
| Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a | -3,9% | -5,9% | -39,5% | -74,3% | -34,0% | 1,7% | 13,6% | 2,3% | 18,5% | 15,8% | 13,5% | 18,1% | 24,0% |
| Var. % m/m, desest. | -3,7% | 9,4% | -31,4% | -59,2% | 183,6% | 33,3% | 27,0% | -11,3% | 3,8% | 3,8% | -2,9% | -9,7% | 0,7% |
| Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a | -14,3% | -25,2% | -46,5% | -55,1% | -32,9% | -6,9% | -13,2% | -12,3% | 10,1% | 13,2% | 28,0% | 33,6% | 19,2% |
| Indicadores del Sector Externo | | | | | | | | | | | | | |
| Exportaciones en USD | 4.579 | 4.378 | 4.383 | 4.349 | 5.078 | 4.786 | 4.931 | 4.955 | 4.727 | 4.674 | 4.500 | 3.544 | s/d |
| Var. % a/a | -0,6% | -1,9% | -14,7% | -18,0% | -15,6% | -8,6% | -15,8% | -11,0% | -17,7% | -20,6% | -23,6% | -34,1% | s/d |
| Importaciones en USD | 3.535 | 3.191 | 3.154 | 2.894 | 3.166 | 3.299 | 3.451 | 3.508 | 4.129 | 4.004 | 4.115 | 3.908 | s/d |
| Var. % a/a | -16,1% | -20,1% | -20,2% | -30,7% | -31,8% | -21,0% | -29,6% | -20,3% | 3,2% | -2,8% | 20,7% | 24,7% | s/d |
| Saldo Comercial en USD | 1.044 | 1.187 | 1.229 | 1.455 | 1.912 | 1.487 | 1.480 | 1.447 | 598 | 670 | 385 | -364 | s/d |
| Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100) | 215,7 | 206,8 | 197,0 | 183,9 | 184,0 | 189,9 | 196,0 | 199,5 | 211,5 | 226,1 | 239,0 | 248,6 | 272,6 |
| Var. % a/a | 4,8% | -2,9% | -3,7% | -8,3% | -7,2% | -11,3% | -7,0% | -0,7% | 4,7% | 7,2% | 14,0% | 16,9% | 26,4% |

| Indicador | Ene-20 | Feb-20 | Mar-20 | Abr-20 | May-20 | Jun-20 | Jul-20 | Ago-20 | Sep-20 | Oct-20 | Nov-20 | Dic-20 | Ene-21 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales) | | | | | | | | | | | | | |
| Base Monetaria (\$ M.M.) | 1.689,9 | 1.870,6 | 1.920,2 | 2.147,1 | 2.221,7 | 2.159,0 | 2.315,2 | 2.333,9 | 2.317,9 | 2.324,7 | 2.345,5 | 2.433,0 | 2.603,6 |
| Circulante | 1.135,6 | 1.142,3 | 1.175,3 | 1.331,8 | 1.432,5 | 1.516,8 | 1.635,3 | 1.668,2 | 1.663,1 | 1.691,5 | 1.693,2 | 1.789,1 | 1.862,5 |
| Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c) | 2.067,5 | 2.154,8 | 2.207,4 | 2.471,9 | 2.609,5 | 3.067,7 | 3.271,3 | 3.403,7 | 3.495,4 | 3.543,7 | 3.448,2 | 3.688,8 | 3.780,0 |
| (a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM) | 1024,7 | 1398,8 | 1541,1 | 1243,9 | 1263,0 | 1654,9 | 1706,2 | 1832,6 | 1852,6 | 1714,2 | 1641,1 | 1645,1 | 1722,5 |
| (b) Pasivos netos por pases | 459,3 | 14,6 | 10,5 | 373,4 | 579,3 | 581,9 | 689,6 | 665,0 | 711,5 | 877,1 | 843,4 | 1.032,6 | 1.004,0 |
| (c) Depósitos del Gobierno | 583,6 | 741,4 | 655,8 | 854,6 | 767,2 | 830,9 | 875,5 | 906,1 | 931,3 | 952,4 | 963,7 | 1011,1 | 1053,5 |
| Reservas intern. brutas (U\$S M.M.) | 45,2 | 44,7 | 44,3 | 43,7 | 43,1 | 43,0 | 43,3 | 43,2 | 42,3 | 40,7 | 39,2 | 38,9 | 39,6 |
| Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.) | 21,6 | 21,1 | 20,7 | 20,5 | 19,6 | 19,2 | 19,3 | 19,5 | 19,4 | 17,6 | 17,0 | 17,8 | 18,4 |
| (Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA) | 159,2 | 170,9 | 175,1 | 199,2 | 205,9 | 219,2 | 232,8 | 242,6 | 253,4 | 254,3 | 261,3 | 290,1 | 301,2 |
| Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S) | 60,0 | 61,3 | 63,1 | 65,8 | 67,7 | 69,5 | 71,5 | 73,3 | 75,2 | 77,6 | 79,9 | 82,6 | 86,0 |
| Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales) | | | | | | | | | | | | | |
| Total depósitos (\$ M.M.) | 4.797,0 | 5.004,6 | 5.245,6 | 5.620,6 | 5.931,0 | 6.320,0 | 6.630,8 | 6.865,3 | 7.047,2 | 7.081,3 | 7.139,5 | 7.535,9 | 7.904,4 |
| Sector privado | 3.984,1 | 4.181,0 | 4.393,6 | 4.745,8 | 4.976,4 | 5.250,6 | 5.542,7 | 5.694,8 | 5.810,5 | 5.768,0 | 5.795,9 | 6.124,0 | 6.414,8 |
| Sector público | 812,9 | 823,6 | 852,0 | 874,8 | 954,7 | 1.069,4 | 1.088,1 | 1.170,5 | 1.236,7 | 1.313,3 | 1.343,6 | 1.412,0 | 1.489,7 |
| En moneda local (\$ M.M.) | 3.501,7 | 3.707,3 | 3.935,1 | 4.273,4 | 4.603,1 | 4.985,3 | 5.253,4 | 5.436,9 | 5.588,0 | 5.714,4 | 5.782,2 | 6.066,6 | 6.321,0 |
| Sector privado | 2.841,8 | 3.038,8 | 3.239,1 | 3.558,8 | 3.811,9 | 4.079,5 | 4.329,5 | 4.434,0 | 4.524,4 | 4.580,3 | 4.624,4 | 4.874,8 | 5.063,2 |
| Sector público | 659,9 | 668,4 | 696,0 | 714,6 | 791,2 | 905,7 | 923,9 | 1.002,8 | 1.063,7 | 1.134,1 | 1.157,8 | 1.191,8 | 1.257,9 |
| En moneda extranjera (\$ M.M.) | 1.295,2 | 1.297,3 | 1.310,6 | 1.347,1 | 1.327,9 | 1.334,7 | 1.377,5 | 1.428,4 | 1.459,2 | 1.366,9 | 1.357,3 | 1.469,3 | 1.583,4 |
| Sector privado | 1.142,3 | 1.142,2 | 1.154,6 | 1.187,0 | 1.164,2 | 1.171,0 | 1.213,2 | 1.260,7 | 1.286,1 | 1.187,7 | 1.171,5 | 1.249,1 | 1.351,6 |
| Sector público | 153,0 | 155,1 | 156,0 | 160,1 | 163,6 | 163,7 | 164,3 | 167,7 | 173,1 | 179,1 | 185,8 | 220,2 | 231,8 |
| En moneda extranjera (U\$S M.M.) | 21,6 | 21,2 | 20,7 | 20,5 | 19,6 | 19,2 | 19,3 | 19,5 | 19,4 | 17,6 | 17,0 | 17,8 | 18,4 |
| Sector privado | 19,0 | 18,6 | 18,3 | 18,1 | 17,2 | 16,8 | 17,0 | 17,2 | 17,1 | 15,3 | 14,7 | 15,1 | 15,7 |
| Sector público | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,6 | 2,7 |
| Tasas de interés nominales | | | | | | | | | | | | | |
| Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual | 51,8 | 45,4 | 38,6 | 38,0 | 38,0 | 38,0 | 38,0 | 38,0 | 38,0 | 36,9 | 36,9 | 38,0 | 38,0 |
| Tasas activas (% anual) | | | | | | | | | | | | | |
| Call en pesos entre bancos privados | 38,6 | 33,6 | 29,4 | 7,6 | 13,3 | 15,9 | 15,6 | 15,9 | 14,2 | 23,3 | 26,4 | 27,8 | 27,7 |
| Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días | 50,6 | 43,1 | 38,6 | 21,6 | 20,9 | 22,7 | 21,5 | 21,2 | 20,7 | 27,4 | 32,3 | 33,3 | 34,7 |
| Préstamos personales | 69,0 | 64,0 | 58,4 | 53,0 | 51,2 | 50,2 | 50,6 | 51,1 | 51,6 | 50,7 | 52,9 | 55,4 | 56,4 |
| Tasas pasivas (% anual) | | | | | | | | | | | | | |
| BADLAR | 35,3 | 32,7 | 28,5 | 20,1 | 22,8 | 28,5 | 28,3 | 28,6 | 28,6 | 29,6 | 32,0 | 33,4 | 33,3 |
| Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000 | 34,3 | 31,3 | 27,4 | 24,3 | 26,2 | 29,5 | 29,6 | 32,4 | 37,6 | 32,8 | 34,9 | 36,1 | 36,1 |
| Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000 | 35,5 | 32,8 | 28,6 | 19,7 | 22,4 | 27,9 | 27,8 | 28,1 | 28,2 | 29,2 | 31,2 | 32,5 | 32,7 |