INFORME ECONÓMICO MENSUAL - JUNIO 2021

BUSCANDO CONTAGIAR LA REACTIVACIÓN

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos
- Balance cambiario
- Sector externo

WWW.CESO.COM.AR
INFOCESO@GMAIL.COM

ceso

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | JUNIO 2021

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 13

Precios e Ingresos - Pág. 17

Finanzas Públicas - Pág. 18

Finanzas y Bancos - Pág. 20

Balance Cambiario - Pág. 22

Sector Externo - Pág. 23

@cesoargentina

Buscando contagiar la reactivación

Las últimas semanas se convalidó una nueva pauta salarial para sostener los principios del programa económico electoral que se estaba desdibujando a causa de una inflación muy elevada los primeros meses del año. Ya abandonada la meta oficial del 29% de inflación anual ante un acumulado del 21,5% hasta mayo, se procedió a revisar la pauta salarial del 30-35%. El objetivo explícito de la revisión es que "los salarios le ganen la carrera a los precios" este año.

Durante junio, los nuevos acuerdos que se firmaron estuvieron lejos de la rango inicial del 30-35%. En el ámbito privado, Camioneros selló un aumento del 45% mientras que, en el sector público, la ANSES otorgó un 46%, el PAMI un 43% y el Congreso un 40%. En el informe de Abril, "La inflación jaquea al programa oficial", advertíamos que las instancias de revisión contempladas en los acuerdos paritarios de principio necesitaban una baja abrupta de la inflación (algo poco probable dado su alto componente inercial) o corrían el riesgo de quedar demasiado lejos en el tiempo. Las primeras revisiones estaban contempladas para el mes de septiembre, como en el caso de la Asociación Bancaria y el SUTERH. La mayor parte de las revisiones quedaron pautadas incluso para después del desafío electoral como en el caso del Sindicato de Comercio, importante por la cantidad de hogares alcanzados, cuya revisión se fijó para el mes de enero del año siguiente.

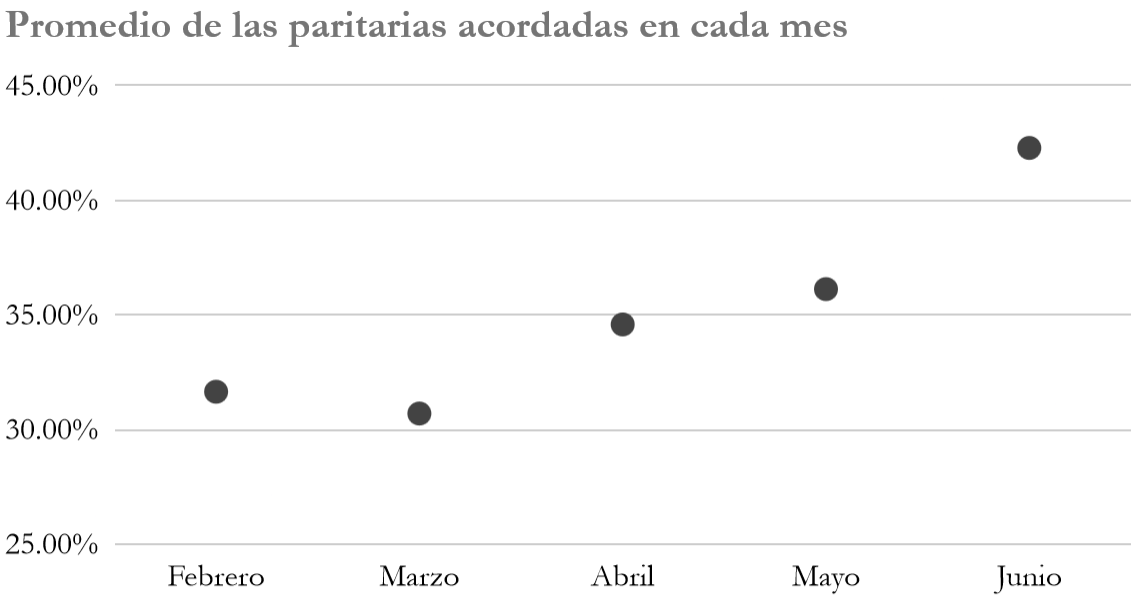
Esperar hasta estas fechas tenía (y todavía tiene) un alto costo. La última semana se concretó el primer adelantamiento de estas revisiones, protagonizado por la Asociación Bancaria, que actualizó la pauta del 29 al 45%. **Sería esperable que, en los próximos meses, cada sector vaya adelantando estas instancias para poder concretar la recuperación del poder adquisitivo y no fundir uno de los motores que está traccionando la recuperación post-pandemia: el consumo interno.** De esa manera, el ancla inflacionaria quedó reservada para las tarifas y el tipo de cambio ya que cargarle a los salarios esa mochila era pedirle mucho más de lo que pueden soportar después de tres años de pérdida de poder adquisitivo.

Al respecto, el componente ineludible del año electoral es la estrategia cambiaria. Como la mayoría de los años impares, los transitamos evaluando la capacidad del gobierno de sostener el tipo de cambio y la capacidad de los mercados financieros de torcerle el brazo. Para dar cuenta de la fortaleza de cada actor, analizaremos en detalle el escenario internacional y su impacto sobre nuestra ya tradicional restricción externa.

Paritarias y ancla inflacionaria: asunto separado

Retrocedamos temporalmente hacia principios de año para recrear el escenario entre tres precios claves: salarios, tipo de cambio y tarifas. En el mes de enero, el tipo de cambio avanzó a una tasa anualizada del 55% En febrero la tasa anualizada de devaluación fue un poco menor pero todavía estaba en el 40%. El escenario tarifario todavía no se había resuelto y los combustibles aumentaban reiteradamente sin un esquema definido. En este esquema, el ancla salarial tenía un protagonismo central. Era la única variable que pretendía alinearse con la referencia del 29% que se estableció en el presupuesto. Sin embargo, era esperable que la inflación general no siguiera la pauta marcada por los salarios, de la misma manera que no sucedió los tres años previos en los que los precios volaron a pesar de unos salarios muy retrasados.

La estrategia del ancla salarial entraba en contradicción con otro principio del programa económico que apuntaba a la recuperación de los salarios en términos reales como fuente de reactivación. Quedaba entonces por resolver cuál de las alternativas se terminaría imponiendo. Felizmente, entre la disyuntiva "ancla o demanda" que había en torno a los salarios, **la decisión que se impuso fue resignar el rol de los salarios como ancla inflacionaria para privilegiar su rol como un componente de la demanda.**

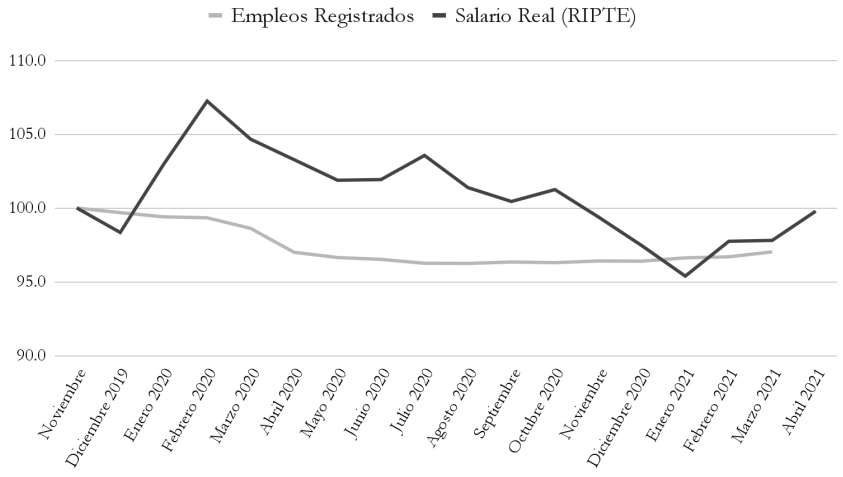


Fuente: Elaboración propia en base a 26 acuerdos relevados

El crecimiento de la actividad económica del primer trimestre fue algo mejor de lo esperado (2,6% respecto del trimestre anterior) y deja un piso de crecimiento para todo el 2021 del 7% en lugar del 5,5% previsto en el presupuesto. De todos modos, este incremento de la actividad, impactante por el número, se explica por la comparación con un año donde la pandemia detonó a la economía, además de estar muy desigualmente distribuido sectorial y socialmente.

Ante la incipiente reactivación, sectores que apuestan al equilibrio fiscal para lograr un acuerdo con el FMI, presionan para que el Estado "levante el pie del acelerador". Pero ese planteo conservador choca con la dura realidad de una base de la pirámide social sumergida en la pobreza cuyas fuentes de ingresos aún no logran superar el golpe dado por la crisis del ciclo de especulación macrista coronado por la pandemia. ¿Alguien puede pensar que una economía con la capacidad ociosa que todavía muestran los sectores industriales y con muy bajos niveles de población económicamente activa tiene riesgos de "sobrecalentamiento"? El nivel de empleo todavía no se ha recuperado (ver Gráfico 1) y es lo que explica que, a pesar de algunos indicadores positivos en materia de ingresos - el último dato del RIPTE mostró hasta abril un crecimiento en lo que va del año del 20,4% frente a una inflación del 17% en el mismo período -, todavía el consumo masivo no logre recuperarse. Por ejemplo, las ventas en supermercados en los primeros cuatro meses de 2021 están un 2,6% por debajo de 2020. A esta altura, quedan recuperar 140.000 empleos formales para retornar a los valores pre-pandemia y más de 430.000 para ubicarnos en valores similares a 2017. Son números que hablan, en el mejor de los casos, de una economía que recién comienza a "entibiarse" antes que encontrarse recalentada. Con muchos sectores todavía en el freezer y algunos minoritarios que muestran elevados niveles de actividad.

Gráfico 1. Empleos Registrados y Salario Real Promedio (RIPTE)

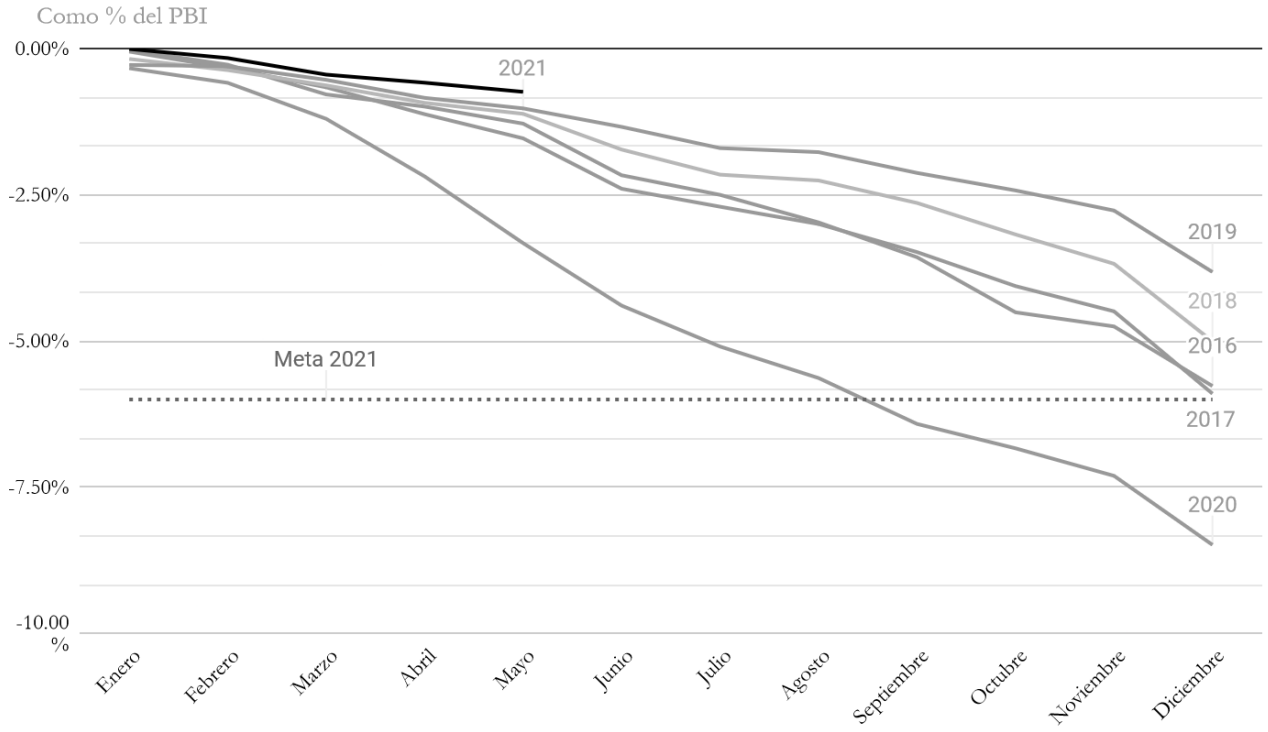


Elaboración propia en base a MTEySS e INDEC

Al respecto, el resultado fiscal acumulado hasta el mes de mayo da cuenta de que existe el margen de maniobra para impulsar todavía más la actividad, tal como señalamos en el informe anterior. Si el aporte del gasto público al nivel de actividad comienza a retraerse, también lo harán las ventas del sector privado que comenzará a posponer decisiones de inversión (una vez más) y el incipiente proceso de recuperación del empleo se verá comprometido. En el frente fiscal, los gastos de capital reflejan un rol muy importante de la obra pública: crecieron un 120% los primeros cinco meses en comparación a 2020. Sin embargo, explican un porcentaje muy pequeño del gasto (entre 6% y 7%) por lo que el gasto total, en los primeros cinco meses, es menor en términos reales al del año pasado (crece al 29,5%, unos 18 puntos por debajo de la inflación) a causa de los menores gastos asociados a la cuarentena 2019.

Si dejamos de comparar con el atípico 2020, lo que se observa en el Gráfico 2 es que el déficit presupuestario como porcentaje del producto es menor al de cualquier año del período 2016-2019. Cabe destacar que, en compensación, durante el gobierno de Macri el gasto tenía un sesgo distributivo muy negativo por el elevado peso de los intereses de deuda que quedaban en manos de un sector financiarizado muy concentrado.

Gráfico 2. Resultado Financiero Acumulado a cada Mes



Elaboración propia en base a Ministerio de Economía e INDEC

En el sector privado, lo que se observa es un nivel de actividad creciente, tanto si consideramos sólo el efecto COVID (Febrero 2021 vs Febrero 2020) como si tomamos de referencia el período de las crisis COVID+Macri combinadas (Marzo 2021 vs Marzo 2019). **Los altos niveles de inflación de los primeros meses dan cuenta de una rápida recomposición de la ganancia que se produjo ni bien recuperó mínimamente el nivel de ventas.** Es esperable, por lo tanto, que haya sectores empresarios que hoy cuenten con un excedente que no tuvieron en los últimos tres años, disponibles para afrontar una más realista pauta salarial. Una característica que complejiza la situación es la profunda heterogeneidad entre sectores, como la que se ve en la Tabla 1, y también al interior de cada sector dado que los principales ganadores se diferencian por el segmento de clientes que tienen como demanda. Si sus productos están destinados a un segmento de mayor poder adquisitivo, ahí se encuentran indicadores de actividad muy positivos. Si, por el contrario, la demanda final proviene de un segmento de ingresos medios o bajos, todavía está muy lejos de tener ventas razonables. Es lo que pasa, por ejemplo, en el sector textil.

En resumen, la combinación de los recursos fiscales y de los excedentes en algunos sectores de la economía trasladados al consumo por la vía de la recuperación salarial, son las fuentes que deben proveer los recursos para continuar incrementando la demanda. El programa oficial en el año electoral parece dar cuenta de ello, priorizando la reactivación económica frente a ajustes ortodoxos en post de un rápido acuerdo con el FMI.

Tabla 1. Nivel de actividad por sector

Efecto COVID-19

Sector	Feb-21/Feb20
Construcción	13.03%
Intermediación financiera	3.68%
Comercio mayorista y minorista	2.61%
Agricultura y ganadería	2.16%
Industria manufacturera	1.87%
Actividades inmobiliarias y empresariales	1.17%
Servicios sociales y de salud	0.65%
Enseñanza	-3.19%
Administración pública y defensa	-5.42%
Electricidad, gas y agua	-8.97%
Minas y canteras	-9.32%
Transporte y comunicaciones	-15.08%
Pesca	-16.08%
Servicios comunitarios y sociales	-16.24%
Hoteles y restaurantes	-36.81%

Efecto COVID-19 + Macri

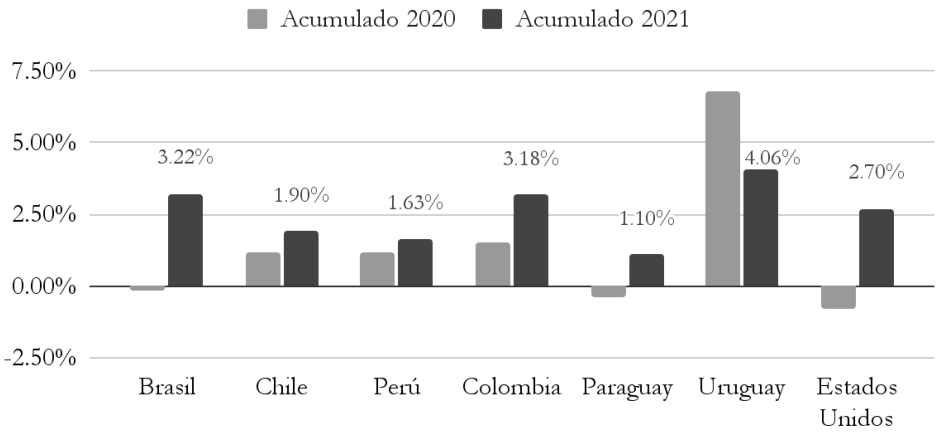
Sector	Mar-21/Mar-19
Industria manufacturera	9.20%
Comercio mayorista y minorista	7.30%
Electricidad, gas y agua	5.30%
Actividades inmobiliarias y empresariales	1.55%
Intermediación financiera	0.39%
Agricultura y ganadería	-2.41%
Enseñanza	-2.92%
Minas y canteras	-3.70%
Administración pública y defensa	-3.79%
Servicios sociales y de salud	-7.90%
Construcción	-8.17%
Transporte y comunicaciones	-15.28%
Servicios comunitarios y sociales	-19.81%
Pesca	-19.84%
Hoteles y restaurantes	-49.50%

Fuente: CESO en base a INDEC

Lejos está nuestra visión de ignorar las restricciones que tienen los procesos de crecimiento. En los Estados Unidos, por ejemplo, el boom de consumo disparado gracias al mix de políticas de estímulo fiscal y monetario históricas está produciendo los niveles de inflación más elevados en más de una década, como reflejo de un alza en el precio mundial de las materias primas junto cuellos de botella de un sector productivo que no logra acomodarse a la demanda en tiempo y forma. El mayor nivel inflacionario de 2021 en comparación a 2020 es una norma en prácticamente todos los países (ver Gráfico 3).

En Argentina, si bien enfrenta cuellos de botellas sectoriales y la presión inflacionaria del alza global de las materias primas, el límite central para poder sostener procesos de crecimiento son las divisas. A nuestro entender, no son los recursos fiscales los que deben mirarse como un límite para el nivel de actividad sino la capacidad de financiar los desequilibrios externos que se generan a causa de nuestra estructura productiva y monetaria desequilibrada. Por lo tanto, nos interesa particularmente ver los riesgos asociados en el frente cambiario para los próximos meses que es el que más posibilidades tiene de frustrar el proceso de recuperación.

Gráfico 3. Inflación en el resto del mundo



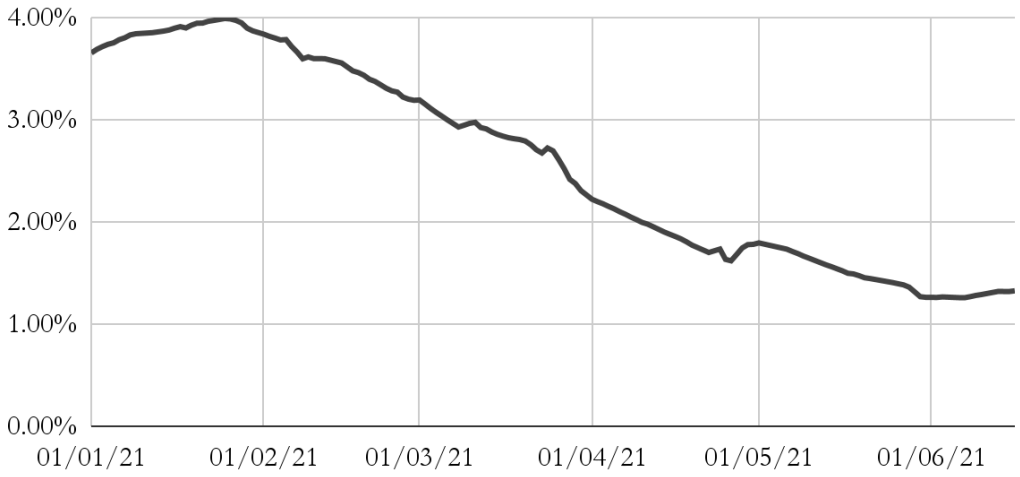
Elaboración propia en base a Bancos Centrales e Institutos de Estadística de cada país

El dólar al ritmo electoral

Al tipo de cambio le avisaron el 25 de enero que este año iba a haber elecciones. Para esa fecha, la devaluación acumulada en 30 días alcanzaba el 4%, máximo valor en todo el año. Desde allí comenzó un sostenido descenso y el ritmo de devaluación llegó al 1,26% mensual para el 31 de mayo, el mínimo registrado en lo que va de 2021 (ver Gráfico 4). A esta altura, nadie puede

sorprenderse de la dinámica que tiene el dólar en un año electoral que se asemeja a la de casi todos los años impares de la última década.

Gráfico 4. % De devaluación en los últimos 30 días



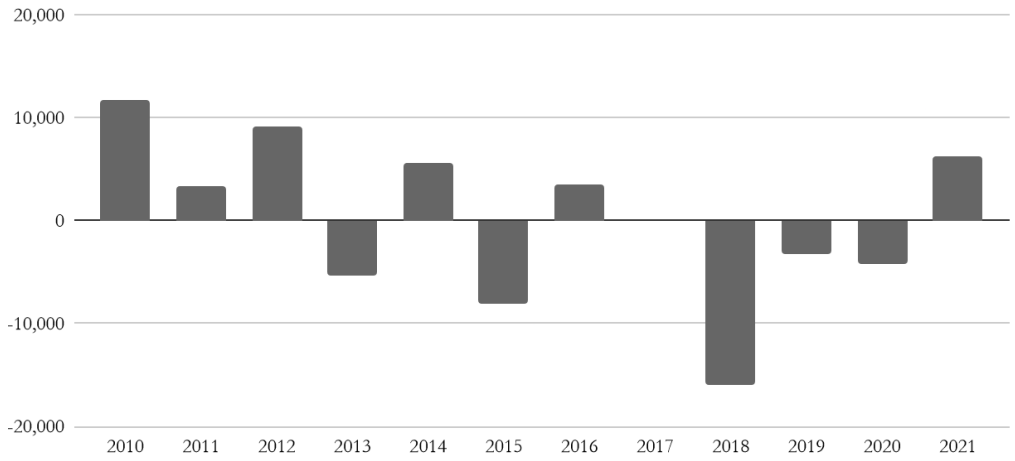
Elaboración propia en base a BCRA

La discusión en torno a esta estrategia pasa por tratar de dilucidar si logrará convertirse en la nueva referencia hacia la cual tenderá toda la nominalidad de la economía a futuro o si, por el contrario, se están acumulando desequilibrios que más adelante se traducirán en una nueva devaluación brusca. Veremos las señales que hay para cada una de las alternativas.

En la visión más pesimista, esta etapa se caracteriza como la del típico carry-trade electoral. El dólar planchado implica una tasa de devaluación que casi es triplicada por las tasas fijas en pesos. Las condiciones permitirían un rendimiento en pesos positivo de corto plazo y la disputa entre los capitales pasa por quién queda atrapado y quién se pasa primero a dólares para concretar una ganancia extraordinaria. En el gobierno de Juntos por el Cambio, el volumen del carry trade era tan grande en ausencia de controles cambiarios que no llegó al segundo año electoral y terminó explotando en 2018. Pero si vemos las intervenciones del BCRA en el mercado de cambios, en 2011, 2013, 2015 y 2017 se vio forzado a tener un sesgo más vendedor que en los años anteriores para responder a la demanda que busca dolarizarse para cubrirse de eventuales riesgos.

Gráfico 5. Intervención Cambiaria

Los valores positivos indican compra de divisas, los negativos venta de divisas



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Hay dos diferencias centrales que diferencian el escenario financiero local del de 2017-2018. Por un lado, ya no existe una masa de pesos enorme en manos del capital financiero con capacidad torcer el brazo del Banco Central - las Leliqs están sólo en manos de bancos que tienen regulada su posición de cambios -. Por el otro, la existencia de los controles cambiarios generan mercados financieros paralelos (MEP, CCL o blue) que son los que se convierten en la referencia para este tipo de operatoria con un valor considerablemente superior, manteniendo relativamente aislado el tipo de cambio oficial.

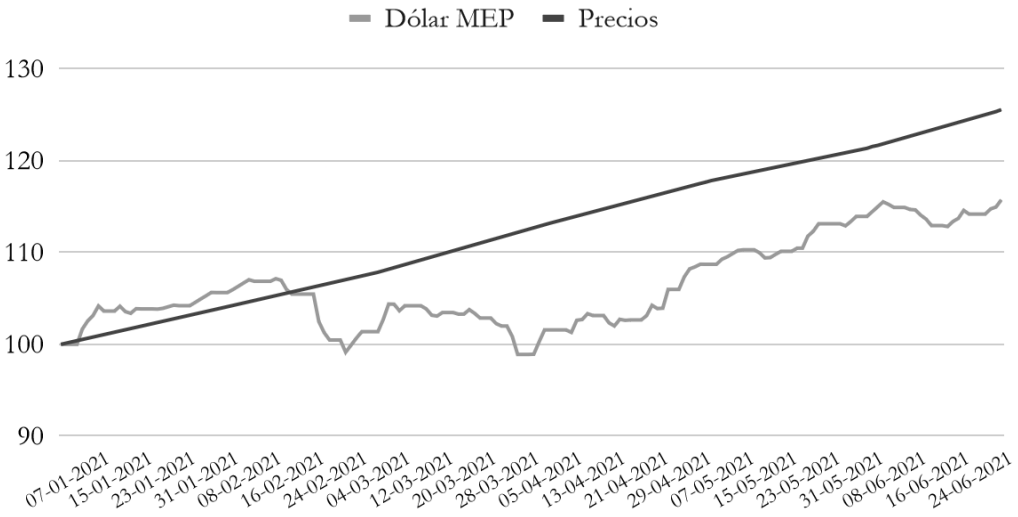
Sin embargo, si se disparan esos tipos de cambio, la propia sostenibilidad del tipo de cambio oficial se vuelve materia opinable y las expectativas de una devaluación se acrecientan. Como se vio entre septiembre y octubre del año pasado, lo que suceda en estos mercados paralelos no es neutro en términos de reservas y actividad. Por suerte, tras aquella fallida experiencia - tarde pero seguro, como habíamos señalado en el informe del año pasado - se incorporaron mecanismos de intervención para evitar su volatilidad.

En el Gráfico 6 se puede observar que la carrera entre precios y dólar MEP en lo que va del año todavía implica una pérdida para el que mantuvo una estrategia de dolarizarse únicamente. Durante los primeros tres meses, el dólar MEP se mantuvo constante en torno a los $140 y desde mediados de abril comenzó una estrategia de dejarlo deslizar para que no quede tan retrasado respecto del nivel de precios. La pregunta pasa a ser ¿Qué margen tiene el gobierno para mantener controlados los tipos de cambio financieros? ¿Existe riesgo de una devaluación brusca los

próximos meses? Una parte importante de la respuesta debe encontrarse en el escenario internacional.

Gráfico 6. Precios y Dolar MEP

Diciembre 2020 = 100



El escenario financiero global

El aporte del ciclo financiero global para darle margen de maniobra al frente cambiario fue, hasta acá, muy positivo. La expansión monetaria histórica de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) indujo a un ciclo de valorización de activos financieros y commodities como contrapartida de la desvalorización del dólar. El impacto directo de esas políticas sobre nuestras cuentas externas es el elevado precio de nuestras materias primas de exportación, fuente principal y casi exclusiva de divisas para nuestra economía.

Por otro lado, las tasas de inflación en el resto del mundo también tienden a acelerarse por lo que el Tipo de Cambio Real nuestro se vuelve más competitivo que frente a un escenario de inflación estancada (al encarecerse en términos reales las otras economías, la nuestra se vuelve más competitiva). **Un alivio muy importante para la competitividad del peso lo aporta Brasil, ya que en los últimos 12 meses acumula en simultáneo una inflación del 8% con una apreciación del tipo de cambio nominal del 7,5%. Es decir, nuestro principal socio comercial viene llevando una apreciación en términos reales de casi el 15% el último año.** Hacia adelante, esto puede verse

todavía reforzado por los aumentos de la tasa de interés que ya implicó una suba de 3,5% a 4,25% durante el mes de junio y, dado su sesgo ortodoxo, probablemente continúe.

El riesgo de reversión de este ciclo está en manos de la moneda que ocupa la posición hegemónica en el sistema financiero global. El 16 de junio, la atención estuvo concentrada en la conferencia de prensa del presidente de la FED que, sin sorpresas, mantuvo la tasa de referencia sin cambios. Pero los mercados financieros - que buscan en estos comunicados cualquier señal, por intrincada que suene, para apostar en un sentido o en otro - estuvieron más pendientes de lo que planteó para fines de 2022: recién en ese momento se sentarían a evaluar una posible suba de tasas. Por curioso que parezca, lo relevante no fue un anuncio en sí mismo ya que se "anunció" que en un año se empezaría a pensar en la posibilidad de hacer un anuncio.

Tal es la fragilidad del sistema financiero global actualmente y de las economías hiperapalancadas en el endeudamiento. Una suba de las tasas de 0,25 de acá a dos años puede torcer el rumbo del ciclo financiero. A nuestro entender, dado el corto horizonte en el que se puede pensar la política cambiaria argentina, hay cuerda para rato en la tasa de interés internacional en la medida que, como sostiene la propia FED, la inflación récord del 5% en los Estados Unidos se perciba como un efecto transitorio por la salida de la pandemia. Si, por el contrario, las tasas de inflación tardan en descender y se gira hacia una política de subas de tasas, nuestras condiciones externas pueden deteriorarse rápidamente.

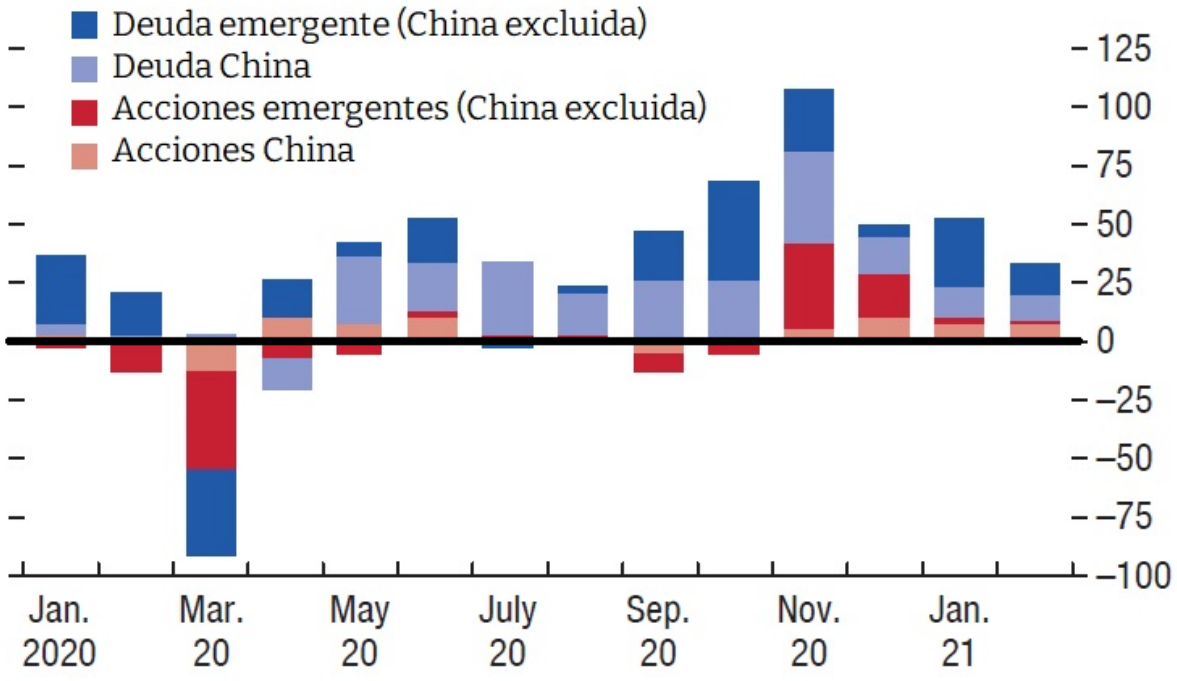
Para todas las economías periféricas, que incrementaron notablemente sus niveles de deuda, el cambio en las condiciones financieras globales es un riesgo para el que no cuentan con una vacuna a la vista luego de décadas de desregulación financiera. En marzo del año pasado afrontaron una salida brusca de capitales pero luego fueron incrementando su nivel de vulnerabilidad gradualmente (ver Gráfico 7). Argentina se encuentra bastante disociada de esta correa de transmisión dado que actualmente no tiene una dependencia del ingreso de capitales financieros. Heterodoxos de distintas vertientes se lamentan de esto y reclaman un pronto desarme de los controles de capitales. El propio Alberto Fernández señaló que el cepo era un problema porque impedía tanto la salida como la entrada de capitales.

Sea bueno o sea malo, el "aislamiento" financiero de nuestra economía producto de la crisis de deuda provocada por la gestión Macri genera que nuestra conexión con el ciclo global sea principalmente a través de los precios de las materias primas antes que por los flujos de capital. Dentro de los determinantes de los precios de las materias primas, las condiciones financieras son

un factor que amplifica los movimientos a la suba y a la baja y también puede revertir la tendencia. El precio seguirá estando asociado en parte a las condiciones reales: la demanda china y a los problemas que tenga para abastecerse internamente como ocurre con los brotes de gripe africana en los cerdos desde fines de 2019. Pero el componente financiero se torna cada vez más relevante a futuro. Si las materias primas impactan de forma persistente en la inflación de Estados Unidos, una suba de tasas que lleve a un fortalecimiento del dólar y caída en los precios de materias primas tiene más posibilidades de concretarse.

En 2022 será barajar y dar de nuevo. Las presiones internas sobre el dólar irán increscendo a la par de los estímulos económicos a los segmentos de altos ingresos vía devolución de ganancias y los propios excedentes de la actividad económica que se va recuperando. Por parte del gobierno, lo más probable es que se retome una intervención cambiaria similar a la de 2020 en la cual el tipo de cambio iba levemente por arriba del índice de precios. Los precios de commodities pueden dar algo de aire aunque esperar los récords de este año nuevamente es demasiado optimista. La clave está en administrar dos frentes: la salida de divisas por la tradicional dolariación electoral y turismo que, gracias a la pandemia, todavía no incidió pero puede ser más relevante a medida que avanza la vacunación en Argentina y en el mundo, y la estructural dependencia de las importaciones para mantener los niveles de crecimiento.

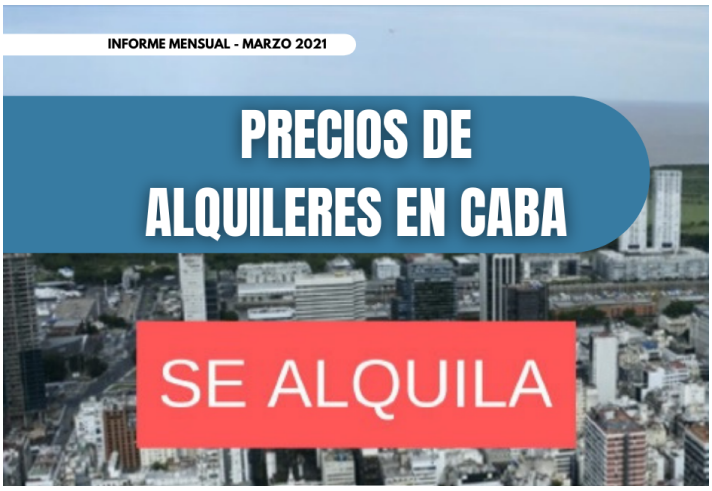
Gráfico 7. Entradas (+) y Salidas (-) de capitales en mercados emergentes



SUSCRIPCIONES

RECIBÍ TODOS NUESTROS INFORMES COMPLETOS

ACTUALIZACIÓN MENSUAL DE LAS PRINCIPALES VARIABLES SOCIOECONÓMICAS - INFORMES ESPECIALES EXCLUSIVOS PARA SUSCRIPTORES Y SUSCRIPTORAS



INFORME ECONÓMICO MENSUAL

JUNIO 2021

ceso

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA
Lorena Putero

DIRECTOR
Andrés Asiain

ECONOMISTA JEFE
Nicolás Pertierra

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME
Agustín Romero y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.