



Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz

# LA ECONOMÍA ARGENTINA

**INFORME ECONÓMICO MENSUAL | ABRIL 2021**

## **CONTENIDO DEL INFORME:**

**Empleo - Pág. 11**

**PBI - Pág. 12**

**Actividad - Pág. 13**

**Precios e Ingresos - Pág. 17**

**Finanzas Públicas - Pág. 18**

**Finanzas y Bancos - Pág. 19**

**Balance Cambiario - Pág. 21**

**Sector Externo - Pág. 22**

## La inflación jaquea al programa oficial

El programa económico electoral del oficialismo apuntaba a una recuperación económica post pandemia con cierta recuperación del poder adquisitivo de los ingresos de las mayorías. Cierta rebote estadístico frente a un pésimo 2020, acompañado de una ampliación de la inversión pública y una fina coordinación de la puja distributiva eran los pilares de la táctica económica de cara a las elecciones de medio término. Este plan de acción contenía dos grandes riesgos, tal como señalamos en el informe de Febrero [“La economía argentina en el limbo distributivo”](#). Por un lado, en un contexto de pandemia global y desigual acceso a las vacunas, la posibilidad de segundas y terceras olas de similares características a las que se veían en el invierno del hemisferio norte a lo largo del año podía forzar una nueva parálisis de las actividades poniendo fin al rebote estadístico. **El otro riesgo, estrictamente económico, tenía que ver con el fino equilibrio que debían encontrar tres variables clave (tipo de cambio, salarios e inflación) para dar con la sutil recuperación del ingreso real pretendida.** Ambos riesgos comienzan a materializarse de forma cada vez más evidente las últimas semanas.

### La carrera entre las vacunas y los contagios

La política oficial frente a la difusión del COVID entre la población tiene un signo muy diferente a la del año pasado. Si en un primer momento se eligió poner la salud sobre la economía, enfrentando la pandemia con duras medidas de aislamiento, la situación cambió en 2021 forzada por el desgaste de la economía, el lobby empresarial y el humor social (la pobreza del segundo semestre mostró un aumento de 6,5pp respecto al año anterior). De ahí que la esperanza oficial está puesta en que la política de vacunación masiva logre reducir la expansión del virus y las medidas de restricción de actividades serán el último recurso intentando afectar solamente aquellas donde el riesgo de contagio sea mayor.

El hecho de no tener contempladas partidas específicas para atender situaciones de parálisis de la actividad en el Presupuesto 2021 puede encender algunas luces de alarma. Sin embargo, difícilmente pueda creerse que no vaya a sufrir modificaciones en paralelo a las restricciones que se decidan. La reciente ampliación del REPRO y el plus a quienes perciben asignaciones de ANSES son muestras de que las restricciones que deban imponerse serán acompañadas de medidas tendientes a sostener los ingresos mínimos de los más afectados. Sin ir más lejos, en el 2020 tampoco había partidas asignadas para esos fines y se contó con las herramientas para financiar el IFE, ATP, créditos subsidiados y rebajas impositivas.

En ese sentido, el impacto más grave de una necesaria restricción de actividades por cuestiones sanitarias será el impacto económico. El costo fiscal de las medidas compensatorias no tiene un efecto macroeconómico considerable y sólo parece predominar la preocupación de un excesivo fiscalismo, tal vez agravado por la presión del FMI de cara a un futuro acuerdo de reestructuración de su deuda. Más allá de ello, las presiones cambiarias que podría traer la monetización de un mayor déficit pueden ser contenidas a través de las intervenciones en el mercado paralelo aprendida tras la mala praxis del año pasado.

### La inoxidable receta del ajuste frente a la inflación

**El segundo elemento que jaquea la política económica es el impacto inflacionario en el escenario distributivo.** Dos meses atrás afirmamos respecto al fino equilibrio de variables que requería la recuperación del poder adquisitivo de los ingresos de las mayorías en el programa oficial: *“Los incentivos y desincentivos económicos, los controles y las regulaciones, la autoridad política del poder ejecutivo y hasta la participación de actores de la sociedad civil tiene que coordinarse milimétricamente para dar con el escenario deseado”.* **La fuerte dinámica de los precios relevada los últimos meses muestra que ese fino equilibrio no se está logrando. Tampoco en abril hay muestras de desaceleración de la inflación, tal como indican los relevamientos online del IPS-CESO y de los índices de Alquileres en CABA y Rosario.**

Frente a la indomable evolución de los precios, los referentes del *dream team* de Mauricio Macri vieron la oportunidad de volver a la carga con la receta del ajuste fiscal para moderar la inflación. Hernán Lacunza afirmaba recientemente [en Twitter](#): *“La inflación del verano-otoño 2021 se gestó en la emisión del otoño-invierno de 2020 (cuando el Gobierno había descubierto la maquina de la felicidad: “la emisión no genera inflación”)*. Antes, [en una entrevista](#) sostenía: *“Ponele que tengas una pandemia como la que tuviste el año pasado o tengas una inercia como la que tuvo el gobierno anterior que su punto de partida fue muy deficitario, ¿cómo lo financiás? Emitiendo pesos, que es inflación más temprano que tarde”.* Hasta el ex ministro, Luis Caputo, afirmó: *“Nosotros en vez de solucionar el problema de origen, insistimos en solucionar sus consecuencias. Entonces reestructuramos la deuda, al dólar le ponemos cepo, y a la inflación, precios máximos. Pero seguimos con el déficit y después nos sorprendemos porque nada mejora”.*

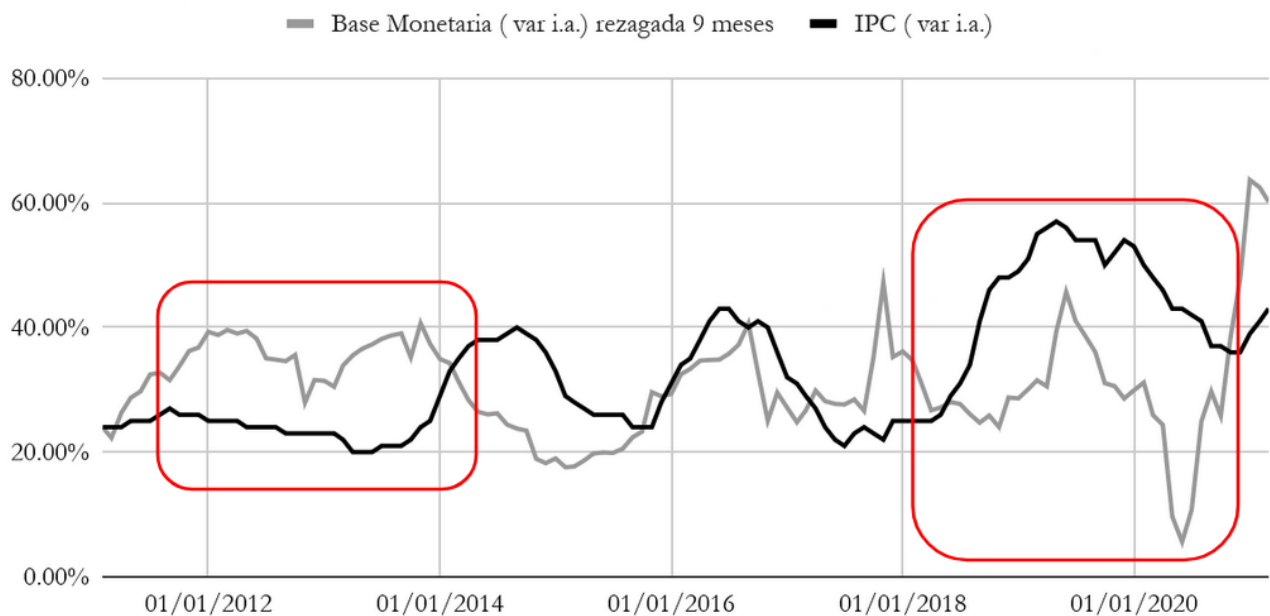
Ambas declaraciones van en línea con el argumento utilizado a comienzos de la gestión Cambiemos para justificar el masivo endeudamiento externo del Estado: sustituir la emisión monetaria por la colocación de bonos en el mercado externo como forma de financiar el déficit, para evitar la inflación por emisión. Sin embargo, el brutal incremento del endeudamiento público externo 2016-2019 no tuvo ningún impacto sobre la evolución de la inflación que siguió galopando

## Resumen de Coyuntura

indiferente a los planteos ortodoxos de aquella gestión. El resultado fue el peor de los posibles. No sólo se había generando un endeudamiento externo insostenible de la economía que derivó en una gran corrida cambiaria, un pésimo acuerdo con el FMI y la necesidad de reestructurar los pasivos externos. **Además, se elevó el ritmo de la inflación hasta máximos históricos llevando su piso inercial al doble del que habían recibido.** Tras ese fracaso estrepitoso de las políticas monetaristas contra la inflación, cuesta creer que sigan sosteniéndolas en el presente.

Siguiendo el argumento de Lacunza, analicemos la relación entre la inflación interanual y la variación de la base monetaria con un rezago de 9 meses (es decir, no se refleja el dato del mes en curso sino la variación interanual observada 9 meses atrás). Para el período de análisis contemplamos los datos mensuales entre 2011 y 2020.

### Base Monetaria, Inflación y Tipo de Cambio



Elaboración propia en base a BCRA, Ministerio de Economía e IPC-CESO

Al ver la evolución de ambas variables surgen dos períodos en los que esta teoría del “embarazo inflacionario” hace agua. En primer lugar, de 2011 a 2014 se ve un período en el cual el ritmo de crecimiento de la base monetaria es persistentemente mayor al de los precios de la economía. Si hubiese aplicado el diagnóstico del ex ministro, en algún momento bastante antes de 2014 debería haberse visto un salto inflacionario (recordar que la variación de la base monetaria ya cuenta con un rezago de 9 meses en el gráfico). **Lo que no contempla este enfoque es el rol de los controles de cambio, como los actuales, que permiten mayor discrecionalidad en la política monetaria** sin tener la corrida contra el peso como un condicionante tan importante. De hecho, eliminaron los controles creyendo que no les sería útil y tuvieron que reincorporarlos antes de finalizar la gestión.

Pero también resulta muy difícil explicar desde esta perspectiva el caso contrario en el cual la inflación se ubica en niveles elevados sostenidos llegando al 57% interanual sin que el factor de la base monetaria haya experimentado un salto tan brusco durante tanto tiempo.

Adicionalmente, podemos observar en detalle la relación entre el Resultado Financiero del Sector Público No Financiero, su financiamiento y la base monetaria. En la siguiente Tabla contamos con los factores que explican la variación de la base monetaria, el saldo total y también el déficit financiero (los valores positivos indican un déficit financiero para ese año mientras que los valores negativos indican superávit financiero).

Para quien no acostumbra a prestarle atención a los indicadores monetarios, cabe aclarar que la base monetaria puede expandirse o contraerse por cada uno de los componentes que de forma resumida incorporamos en la tabla. Como se observa, esos factores han jugado roles muy diferentes según el año. En 2016 y 2017, la compra de divisas producto del ingreso de dólares especulativos era una fuente importante de expansión de la base monetaria que intentaba ser contenida por la bomba de las LEBACs que crecía a tasas elevadísimas y terminó explotando en 2018. Tanto las LEBACs como los pases y las LELIQ son los típicos instrumentos de “esterilización” (contracción monetaria). Por otra parte, en 2020 se observa el crecimiento muy importante del financiamiento directo al Tesoro como un factor monetario expansivo producto del impacto de la pandemia en el resultado fiscal sumada a la total ausencia de mecanismos de financiamiento privado tras los defaults en moneda local que Lacunza dispuso en Agosto de 2019.

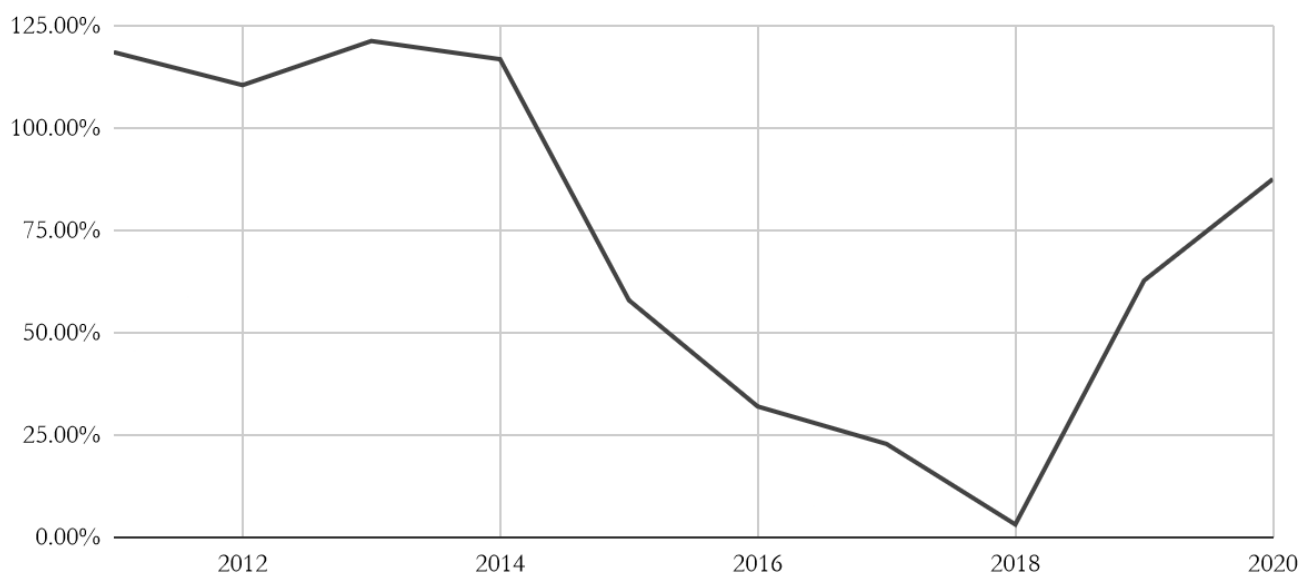
Factores que explican la variación de la Base Monetaria							
Año	Compras Netas de Divisas	Tesoro	Pases/LELIQ	LEBAC	Otros	Total	Déficit Financiero
2011	9,569	36,321	3,822	14,977	-2,175	<b>62,514</b>	<b>30,662.90</b>
2012	27,236	61,346	715	-3,320	-1,546	<b>84,431</b>	<b>55,563.40</b>
2013	-16,386	78,139	11,718	-4,541	916	<b>69,846</b>	<b>64,477.40</b>
2014	81,860	128,076	-26,797	-94,639	-3,133	<b>85,367</b>	<b>109,719.90</b>
2015	-69,463	175,664	6,358	-8,734	57,500	<b>161,325</b>	<b>303,760.80</b>
2016	209,119	151,233	-44,381	-132,257	14,060	<b>197,774</b>	<b>474,785.50</b>
2017	266,256	142,799	-3,181	-225,364	-1,061	<b>179,449</b>	<b>629,049.50</b>
2018	-431,458	21,989	-494,938	1,296,076	16,196	<b>407,865</b>	<b>727,927.30</b>
2019	-281,977	513,328	240,713	0	14,340	<b>486,404</b>	<b>819,406.90</b>
2020	-473,186	2,004,862	-889,322	0	-67,475	<b>574,879</b>	<b>2,292,830.50</b>

Elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Economía

De aquí extraemos dos conclusiones principales. Por un lado, **en el acumulado 2011-2019 la expansión de la base monetaria es de solo el 40% del déficit financiero**. Si incorporamos el atípico 2020 alcanza al 60%. Es decir, que sólo una parte del déficit se termina traduciendo en una expansión monetaria que es lo que requiere el argumento ortodoxo para que el déficit impacte en los precios. Resulta obvio decirlo pero, si la base monetaria se mantuviera constante - algo que ensayaron en 2018 y 2019 - no debería haber impacto en los precios si se sigue esta lógica. Ya hemos visto que con eso tampoco alcanza.

En segundo lugar, tampoco hay una relación lineal entre el déficit financiero y la asistencia del BCRA al Tesoro. Esto es más evidente ya que es más habitual escuchar que el déficit puede financiarse con emisión o con deuda. Si vemos cuál fue la relación entre las asistencias al Tesoro y el resultado fiscal vemos que fue muy variante según el esquema macroeconómico vigente. Esto sirve para relativizar los efectos de la emisión para financiar al Tesoro como un factor inflacionario ya que **los niveles más altos de inflación se dieron con los niveles de asistencia al Tesoro más bajos de los últimos años**.

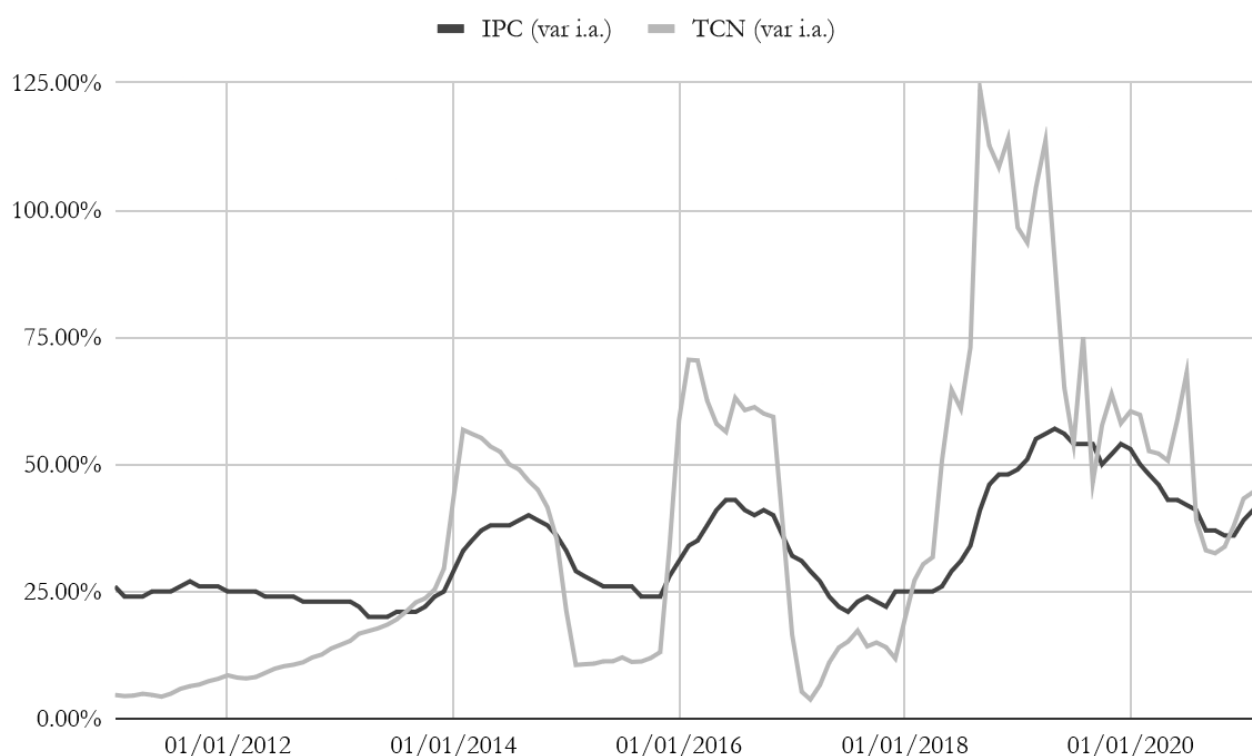
### Relación Asistencia al Tesoro / Déficit Financiero



El argumento esbozado por Lacunza y Caputo es un argumento sencillo que identifica una única causa y por ende propone una única solución: el ajuste fiscal. Sin embargo tiene serias limitaciones para comprender cabalmente el problema inflacionario en la Argentina actual.

## Una visión estructuralista de la inflación

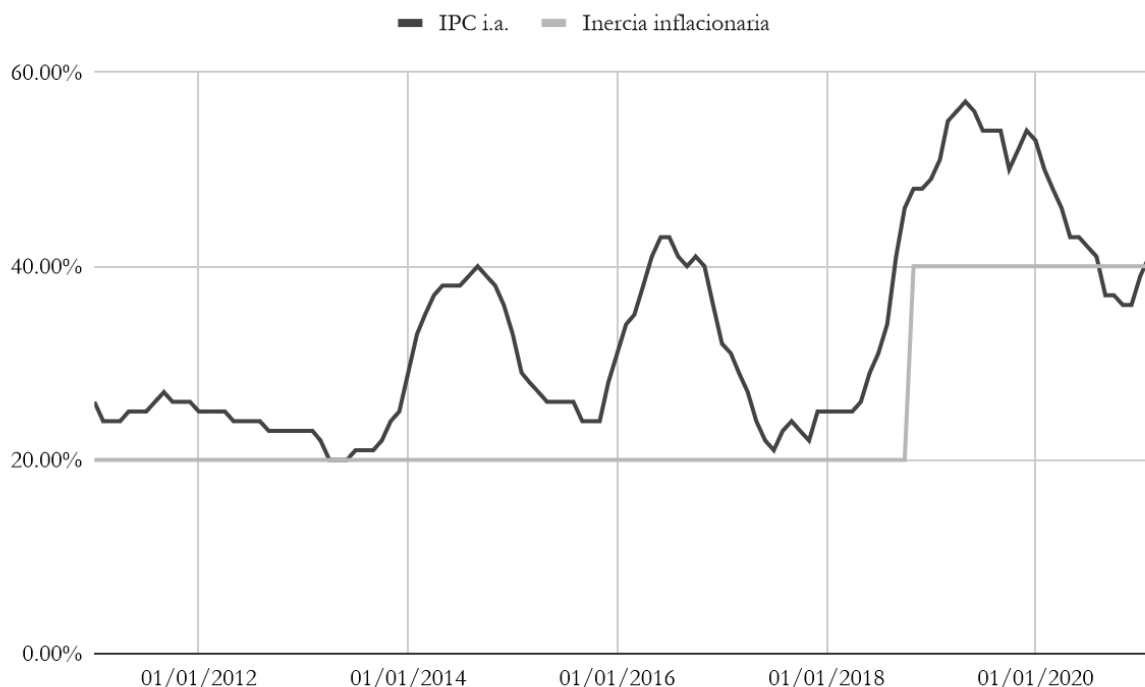
La visión estructuralista heterodoxa de la inflación incorpora el tipo de cambio como variable clave para cualquier economía que enfrenta una restricción externa al crecimiento. Resulta evidente el rol desencadenante que tienen las devaluaciones en cada aceleración inflacionaria. Desde ya, no es la primera vez que lo mencionamos pero no puede perderse de vista como un componente fundamental cada vez que se pretenda explicar la variación de los precios. Además, también sirve para relativizar en cierta medida la idea de que la aceleración inflacionaria actual se produce a pesar del ancla cambiaria. Si bien en los últimos meses se desaceleró fuertemente el ritmo de devaluación, desde septiembre hasta enero se fue acelerando la devaluación que llegó al 4% mensual. En marzo, la devaluación mensual fue de 2,7% y en abril apunta terminar por debajo del 2%.



Sin embargo, una visión estructural tampoco reduce el problema a una sola variable como el tipo de cambio. El otro componente que explica en buena medida el escenario actual es la inercia inflacionaria. La inercia es ese valor al que retornó la inflación después de cada shock que la aceleró y que se mostró como un piso difícil de perforar. En gran parte de los últimos años, ese valor se ubicó en torno al 20%. Sin embargo, esa inercia incorporada en las expectativas se elevó al

40% después de dos años de una aceleración mucho más elevada. El año pasado por el atípico efecto de la pandemia pudo verse levemente por debajo de ese valor pero está claro que hoy ese 40% se muestra como aquel que proyectan quienes tienen capacidad de adaptar los precios mes a mes, trimestre a trimestre.

Esa inercia inflacionaria es una de las causas que explican la limitada respuesta de la inflación al menor ritmo de devaluación de los últimos meses. Incluso con el apoyo sindical al gobierno traducido en reclamos salariales que han estado absolutamente alineados con las proyecciones fijadas en el presupuesto. Entonces ¿qué factores están detrás de la aceleración de los últimos meses?



Entendemos que **el impulso a la inflación se reparte en distintos fenómenos**. A un piso inercial ya de por sí elevado, se agregan precios internacionales de productos primarios a valores récord que impactan en lo más básico de la canasta (especialmente carnes). En paralelo, la recomposición de algunos precios sectoriales que habían estado retrasados en el contexto de pandemia (entretenimiento, turismo y educación) también contribuyó al empujón inflacionario de los últimos meses.

El comportamiento de sectores concentrados que, a pesar de “los buenos gestos” del año pasado en el cual el programa “Precios Máximos” contenía cada vez menos productos e iba a desarticularse totalmente, respondieron con incrementos y estrategias para evadir las políticas públicas antes de alcanzar un nuevo acuerdo. Esto se dio a pesar de ser un sector empresario que



## Resumen de Coyuntura

cuenta con un particular “colchón” dado que los alimentos aumentaron un 244% frente a un 212% del nivel general del IPC desde inicios de la crisis cambiaria en Abril de 2018, como venimos señalando [desde nuestro informe de noviembre](#). Ello incluye a algunos actores empresarios incorporados a las propias filas del gobierno, que han hecho su kiosco con el manejo de las licencias de importación, imponiendo precios desproporcionados en la reventa de insumos importados al mercado interno. La incertidumbre de la política tarifaria, debatida a cielo abierto los últimos meses, no contribuye a “alinear expectativas” en el 29% de inflación que proyecta el equipo económico. Más aún, el fuerte incremento de las naftas es uno de los elementos que contribuyó al salto en el precio de los alimentos frescos.

### ¿Qué le pone techo a los precios?

La estrategia integral compuesta por el diálogo político a nivel de sectores - el trabajo y la patronal empresaria -, la estabilidad macroeconómica y la regulación microeconómica no termina de balancearse del todo, aunque **se muestra reacción e incomodidad en el propio gobierno con la respuesta del sector privado**. Nuevos regímenes, nuevas herramientas de control y algunas sanciones no son la solución definitiva y son los instrumentos que cualquier gobierno prefiere no utilizar, aunque ayudan a encauzar las mesas de negociación.

El sector del trabajo organizado puso en riesgo, nuevamente, su participación en el producto nacional. A esta altura, lamentablemente está destinado a perder desde aquí hasta las elecciones al cerrar paritarias en torno al 35% con una inflación que difícilmente se ubique debajo del 40%. Por esa razón, **entre octubre y diciembre se van a disparar un conjunto de cláusulas gatillo que van a alcanzar para que las paritarias 2021 no arranquen tan retrasadas y, en un escenario optimista, tener una recomposición para el cierre del año**. Mientras tanto, los esfuerzos deben estar concentrados en que la pérdida a lo largo del año sea la menor posible porque de lo contrario se sentirá el impacto en la actividad: la combinación de pandemia e ingresos en retracción genera poco incentivo al consumo y, por ende, a la producción. Con la negociación del Salario Mínimo Vital y Móvil, hay una oportunidad de dar un fuerte mensaje a la base de la pirámide de ingresos.

Gremio	Acuerdo	Cláusula de Revisión
ATILRA	30% + Bonos	Octubre
UOCRA	36%	Diciembre
UOM	35%	Diciembre
SOEME	35%	Octubre

Comercio	36% (pendiente)	A definir
FOESGRA	34%	Octubre
Asoc. Bancaria	29% + Bonos	Septiembre y Noviembre
Docente (Nacional)	35%	No tiene
SUTERH	32%	Septiembre
SGBATOS (AySA)	32%	Noviembre
UTEDyC	30%	Octubre
Camioneros	Vence el 30 de Junio	

**Hacia adelante, no se perciben factores que continúen acelerando los precios** y todo indica que paulatinamente deberían moderarse los indicadores mensuales. **Exagerar el rol del ancla fiscal en este contexto puede profundizar los costos a cambio de un muy limitado aporte a la dinámica inflacionaria.**

Combinar los tiempos económicos con los electorales no será sencillo. Para compensarlo, deberá hacer énfasis en su aporte al cuidado y a la salud. Después de todo, la oposición representada por Cambiemos tuvo como uno de los pilares de su política económica el descenso de los salarios reales en el marco de un desastroso modelo económico y, difícilmente, logre hacer allí alguna diferencia sustantiva.

# INFORME ECONÓMICO MENSUAL

**ABRIL 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.