

Julio 2021

CONTEXTO LOCAL E INTERNACIONAL: ¿se consolida la recuperación?



RESUMEN EJECUTIVO

- Los últimos datos de actividad económica dan cuenta de la clara recuperación contra los niveles registrados un año atrás cuando el país salía de la fase más estricta de la cuarentena, pero presentan un retroceso a nivel mensual en el marco de la segunda ola. No obstante, al analizar diversos indicadores de actividad esta desaceleración está siendo más leve de lo esperado.
- Mientras la demanda aún no recupera los niveles pre pandemia, afectada por la caída del empleo y de los ingresos reales, hay sectores de la oferta que se encuentran en niveles superiores.
- Si bien las principales tasas del ámbito laboral se ubican en valores similares a los de la pre-pandemia, se registra un deterioro en la composición del trabajo. Lo cual se refleja en la mayor proporción de trabajadores que buscan trabajar más horas y en el crecimiento de las formas de contratación más precarias.
- Luego de meses con una tasa inflacionaria muy elevada, en mayo y junio hubo un –pequeño– respiro e indicios hacia un proceso de desinflación, donde la bala de atrasar el tipo de cambio oficial comenzó a surtir efecto.
- El primer semestre contó con un gran “viento a favor” que permitió fortalecer las reservas internacionales: meses de liquidación de cosecha gruesa, precios internacionales al alza, acompañado de una fuerte disciplina fiscal y muy poca asistencia del BCRA al tesoro que dieron como resultados una liquidación que fue récord y colaboró en apaciguar las brechas cambiarias.
- Esto no será igual para el segundo semestre: la estacionalidad del agro es históricamente peor, los precios internacionales se encuentran estabilizados, lo que sumado a las puertas de las elecciones de medio término y un plan exitoso de vacunación, se vislumbran mayores desafíos.
- Habrá tres frentes claves que el gobierno deberá sortear en la segunda mitad del año: la cuenta corriente, la cuestión financiera local y los vencimientos de deuda con los organismos internacionales.
- Ante esto, el gobierno tendrá a disposición las reservas acumuladas del primer semestre como así también USD 4.350 millones que ingresarán del FMI como adelanto de DEG.
- La aceleración de la inflación a nivel global enciende una señal de alarma ya que su devenir puede marcar el rumbo de la política económica de los países centrales, con implicancias para la economía local. En este marco, la política monetaria de Estados Unidos está comenzando a ser menos laxa. Si bien no subió la tasa de referencia, subió la tasa de Reverse Repurchase Agreement. Esto permitió retirar liquidez de los mercados mayoristas, por ejemplo, de los bancos globales.
- Una rápida desaceleración inflacionaria puede derivar en políticas fiscales más expansivas y políticas monetarias más laxas, mientras que su recrudecimiento puede generar la reacción contraria. Esto último tendría implicancias sobre la Argentina en materia de precios de exportación y en el frente financiero.

Contexto

Los últimos datos de actividad económica dan cuenta de la clara recuperación contra los niveles registrados un año atrás cuando el país salía de la fase más estricta de la cuarentena, pero presentan un retroceso a nivel mensual en el marco de la segunda ola. No obstante, al analizar diversos indicadores de actividad esta desaceleración está siendo más leve de lo esperado ya que el importante avance del plan de vacunación permite reducir las restricciones necesarias para enfrentar el COVID. En este sentido, de no mediar sorpresas sanitarias ni cambios bruscos en el contexto macroeconómico, es esperable que en los próximos meses la Argentina retome una senda de crecimiento.

Al analizar los datos desagregados, se observa un mejor desempeño de los indicadores de oferta que de demanda. En comparación con 2020 esto es razonable, ya que algunas actividades se vieron muy afectadas por cierres totales o parciales. Sin embargo, es interesante observar las variaciones en relación a 2019. Mientras la demanda aún no recupera los niveles pre pandemia, afectada por la caída del empleo y de los ingresos reales, hay sectores de la oferta que se encuentran en niveles superiores. Por un lado, se destaca el caso de la industria, uno de los sectores más golpeados durante el macrismo, que se encuentra estimulada por la recuperación de stocks, los mayores controles a las importaciones y la demanda del sector agrícola. Por el otro, la construcción, que se encuentra dinamizada por el mayor gasto real en obra pública

Gráfico 1 - Indicadores adelantados de Actividad Económica.

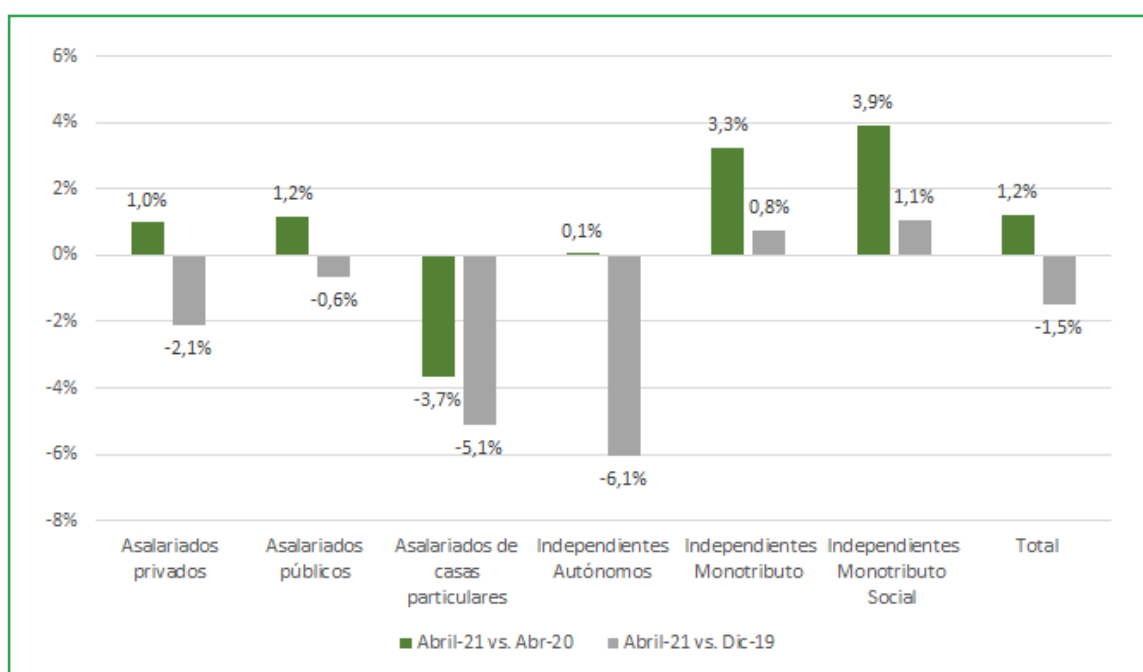
	Variación % anual	Variación % versus 2019
	Junio	Junio
Exportaciones a Brasil	91,8%	15,9%
Importaciones desde Brasil	70,7%	18,0%
Construya	31,0%	24,1%
Despacho Cemento	21,6%	11,7%
Recaudación IVA CGI real	11,1%	-18,3%
Patentamiento de Autos	1%	4%
Producción de Autos	155,7%	15,4%
CAMMESA GU Industriales	21,6%	4,7%

No obstante, la recuperación de la actividad económica no alcanza para recuperar el nivel de empleo. Según los datos del SIPA a abril 2021, el empleo registrado creció en 137 mil puestos de trabajo en relación a un año atrás, pero aún está 89 mil empleos por debajo de la pre-pandemia. Al analizar los datos de la EPH, que contempla trabajadores formales e informales, para el primer trimestre de 2021, se observa que la tasa de desempleo se recuperó después de varios meses de incremento y se ubicó en 10,2% en el primer trimestre de 2021, valor un poco inferior al 10,4% en el primer trimestre de 2020. Desagregado por género este último dato, arroja una disminución de la tasa de desempleo en los varones de -1.2 pp y un aumento de la tasa de desempleo en las mujeres del 1.1 pp, interanual. La tasa de actividad y la tasa de empleo se ubicó para el tercer trimestre de 2021 en niveles

cercanos a la pre pandemia. La tasa de actividad fue de 46,3 en el primer trimestre de 2021, de 47,1 en el primer trimestre de 2020, y de 47 en el primer trimestre de 2019.

Para entender la dinámica del empleo, de la EPH se desprende que la subocupación subió 0,2 pp. Interanual contrastando el primer trimestre de 2021 contra el primer trimestre de 2020. Asimismo subió más la subocupación demandante (0,5 pp) que la subocupación no demandante (-0,3 pp), es decir, un crecimiento de los trabajadores que están subocupados y buscan trabajar más horas. Asimismo, en los datos de la EPH se observa una disminución de la participación asalariada de 3,7 pp. Por otro lado, los datos del Ministerio de Trabajo reflejan dentro del empleo registrado un aumento de 3,3% (de abril 2020 a abril 2021) en la modalidad de ocupación Monotributista. Por lo tanto, lo que se observa es que si bien la principales tasas del ámbito laboral se ubican en valores similares a los de la pre-pandemia, se registra un deterioro en las composición del trabajo. Lo cual se refleja en la mayor proporción de trabajadores que buscan trabajar más horas y en el crecimiento de las formas de contratación más precarias.

Gráfico 2 - Evolución de los ocupados en las distintas modalidades de empleo.

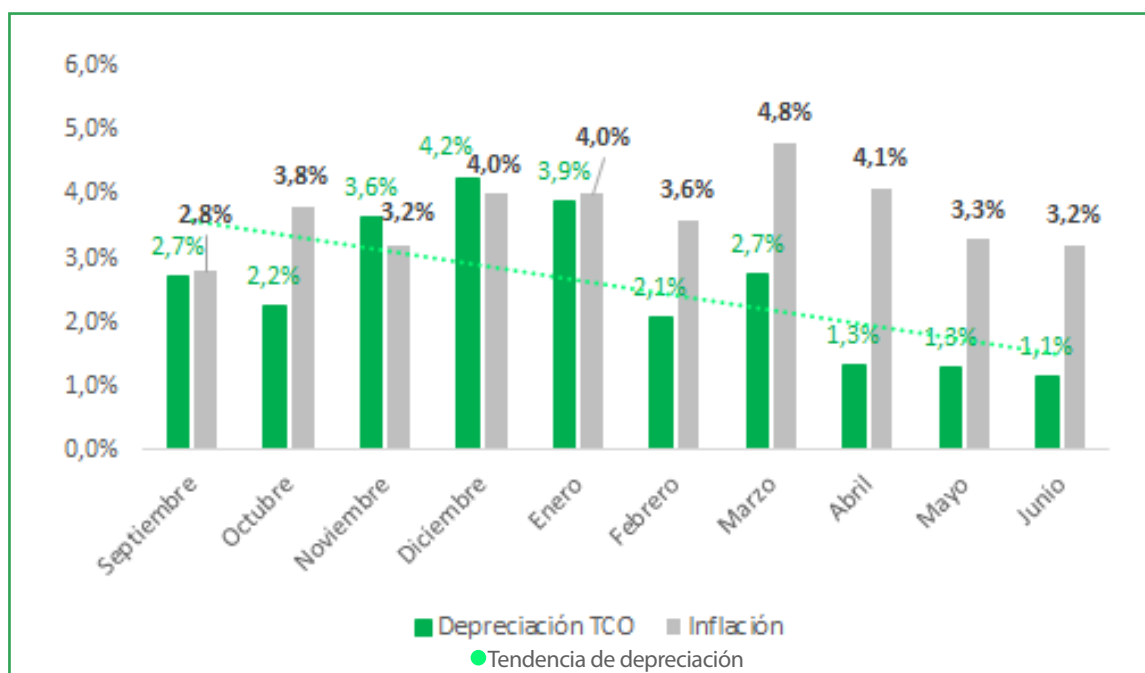


En términos de salarios, la pérdida de poder adquisitivo aún no se termina de revertir como resultado de la aceleración inflacionaria. El salario real en mayo (registrado) se retrajo un 2,8% interanual. No obstante, cabe señalar que en lo que va del año acumula una suba de 0,6%. La evolución de esta variable, atada fuertemente al devenir de los precios, será central para la dinámica de la actividad económica, al tratarse de uno de los principales determinantes de la demanda.

Desafíos

Luego de meses con una tasa inflacionaria muy elevada, en mayo y junio hubo un –pequeño– respiro e indicios hacia un proceso de desinflación, con cuatro meses consecutivos de desaceleración. Si bien el piso continúa muy elevado y golpea fuertemente los ingresos de la población, parecería ser que la bala de atrasar el tipo de cambio oficial, comenzó a surtir efecto. En este sentido, luego de un 2020 donde el ritmo de depreciación del peso frente al dólar seguía de cerca a la inflación, para el 2021 el crawling peg se desaceleró muy fuertemente: de enero a junio lleva un acumulado de 12,5%, en línea con la pauta del 25% impuesta en el presupuesto nacional. En especial, los últimos 3 meses dan cuenta de un ritmo muy desacelerado, con un promedio de 1,2%. Así a pesar de otros drivers importantes para la dinámica inflacionaria, las cuales analizamos en mayor profundidad en la agenda de mayo (www.ocepp.com)¹, para el corto plazo, el derrotero del TCO, junto a la dinámica de las brechas cambiarias, son los más significativos. De esta manera, la pregunta crucial es ¿Hasta cuándo se podrá utilizar esta herramienta sin sobresaltos?

Gráfico 3 - Evolución porcentual de la inflación general y depreciación del tipo de cambio oficial
Periodo septiembre 2020-junio 2021



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y Ámbito.

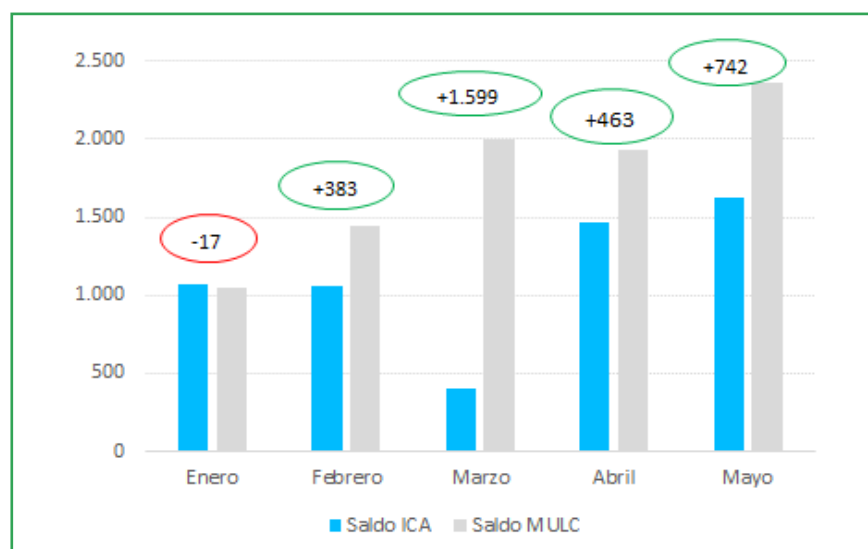
En este aspecto, el primer semestre contó con un gran “viento a favor” que permitió fortalecer las reservas internacionales: meses de liquidación de cosecha gruesa, precios internacionales al alza, acompañado de una fuerte disciplina fiscal y muy poca asistencia del BCRA al tesoro. Lo primero dio como resultado una liquidación que fue récord en comparación a los últimos años para el acumulado de enero a mayo (USD 30.150 millones en concepto de exportaciones), siendo en promedio un 38% mayor desde el 2017 en

¹ <https://www.ocepp.com/post/inflaci%C3%B3n-en-argentina-alarmas-causas-y-consecuencias>

adelante y una liquidación base caja por encima del devengado. Lo segundo colaboró en apaciguar las brechas cambiarias.

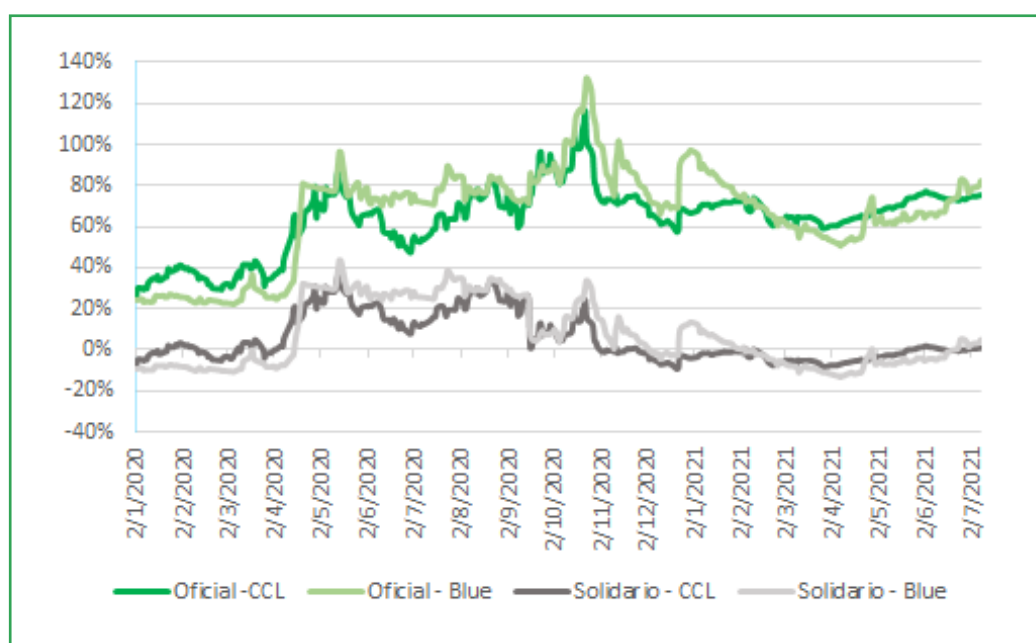
Es claro que lo antedicho no será igual para el segundo semestre: la estacionalidad del agro es históricamente peor, los precios internacionales se encuentran estabilizados, lo que sumado a las puertas de las elecciones de medio término y un plan exitoso de vacunación, se vislumbran mayores desafíos para el segundo semestre. Así, podemos diferenciar tres frentes claves que el gobierno deberá sortear en la segunda mitad del año: la cuenta corriente, la cuestión financiera local y los vencimientos de deuda con los organismos internacionales. Por supuesto que esto impactará en la dinámica de precios. Iremos de a partes.

Gráfico 4 - Evolución del Saldo Comercial Argentino devengado (ICA) y base caja (MULC)
Periodo enero-mayo 2021



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

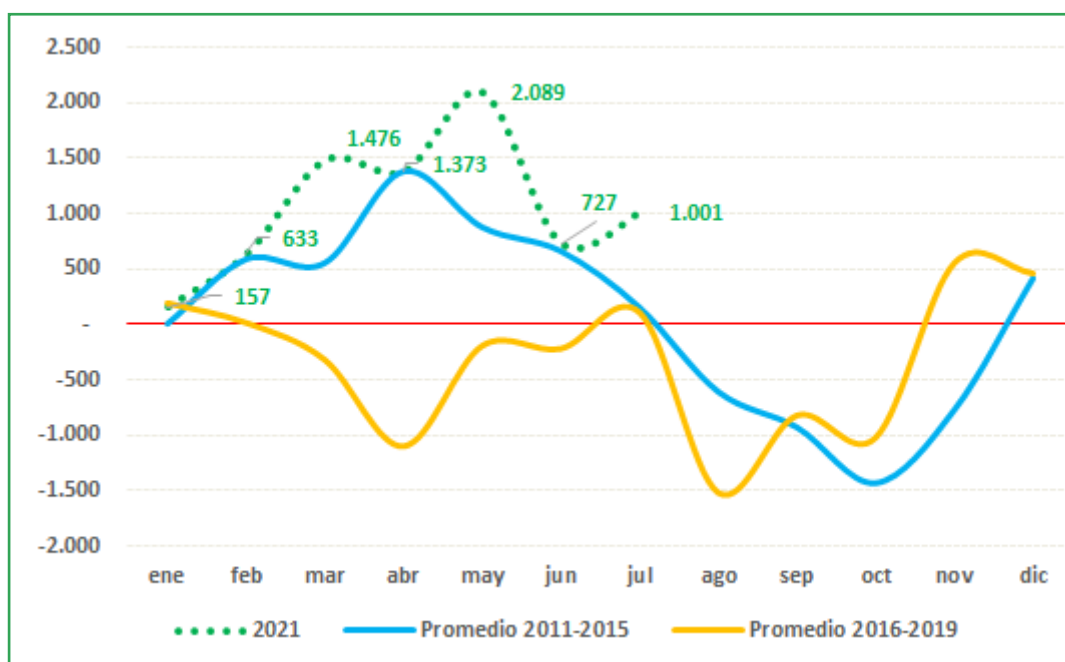
Gráfico 5 - Evolución de las brechas cambiarias
Periodo enero 2020-julio 2021



En primer lugar, a pesar de contar con un tipo de cambio real que se encuentra competitivo y un mercado regulado, donde son pocos los agentes que efectivamente logran acceder a las divisas, el segundo semestre es estacionalmente deficitario para la balanza comercial argentina. Así se espera que para los próximos meses la liquidación del complejo agroexportador muestre signos de debilitamiento, ya que los meses de cosecha gruesa van desde marzo a junio. Por el contrario, con un ritmo de vacunación muy acelerado, donde se prevé que muchas actividades puedan retomar cierta normalidad y con el condimento extra de las elecciones de medio término, donde los ingresos puedan ganarle a la inflación, tener mayor capacidad de compra y que el consumo logre –en parte– impulsar la recuperación económica, se espera que la actividad retome un sendero creciente, luego de dos meses de caídas para la serie desestacionalizada. En definitiva, esto llevaría a una menor oferta de dólares en el mercado cambiario, y a su vez, una mayor demanda por mayores importaciones, lo que se traduce en un saldo negativo para el BCRA, pasando de comprador a vendedor.

Si tomamos años anteriores y hacemos un promedio simple para 2 etapas bien diferenciadas en cuanto al: A) estricto control de capitales vs liberalización de la cuenta capital y financiera y B) El mega-endeudamiento de la gestión de Cambiemos, se observa cómo a pesar de sus particularidades, el comportamiento cíclico es que el segundo semestre es deficitario en términos de divisas. Otra conclusión que se desprende es que el BCRA tuvo compras netas por encima del promedio histórico. Siguiendo el análisis, parece más apropiado relativizar el 2021 contra el periodo 2011-2015, por tener mayores puntos en común. Además, por lo antedicho, el 2016-2019 cuenta con un sesgo de ingreso de dólares por endeudamiento, que no corresponde al periodo actual. Así, de continuar el comportamiento estacional, una proyección viable para el segundo semestre del 2021, es mirar el promedio histórico del 2011-2015, el cual arroja una pérdida de USD 3.155 millones.

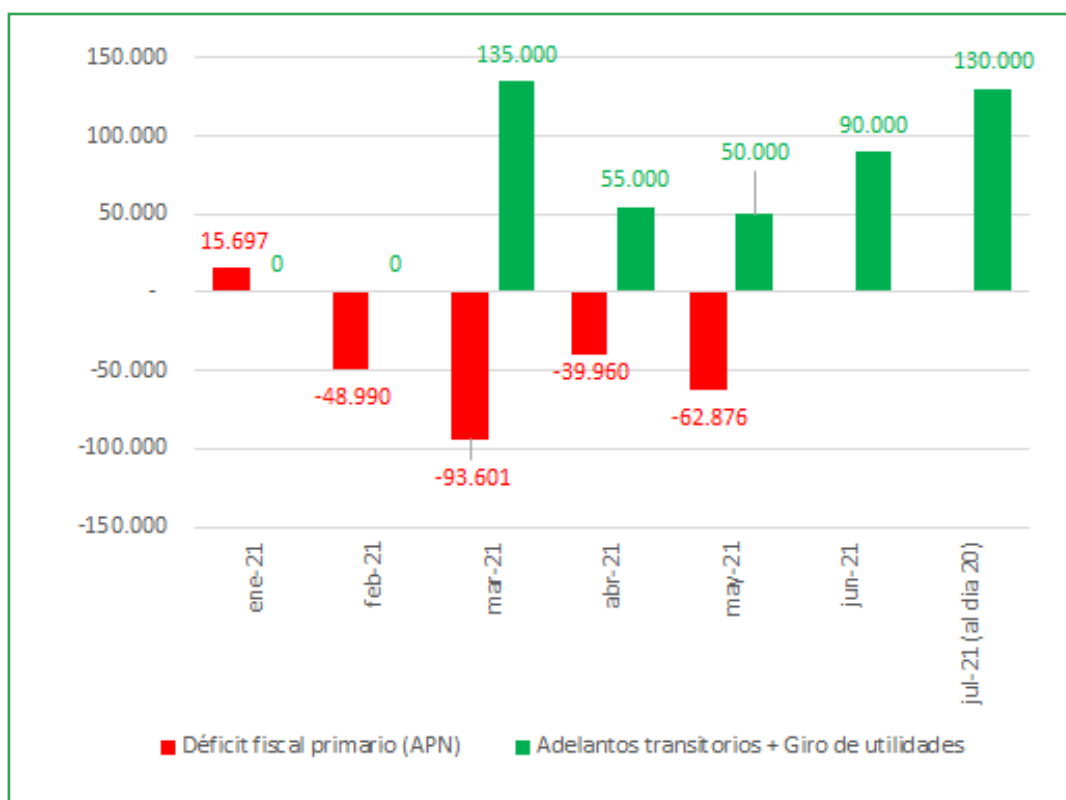
Gráfico 6 - Compra neta de dólares por parte del BCRA
Periodo 2011-2015, 2016-2019 y 2021. En millones.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

En segundo lugar, la disciplina fiscal del primer semestre no volvería a repetirse con la misma rigidez (para 2021 se proyecta un déficit primario de 4,5% sobre el PIB, que hasta el momento lleva números muy inferiores), lo que, sumado a la típica dolarización de cartera por parte de los agentes frente a las elecciones, ambos funcionarían como combustibles para acelerar la brecha cambiaria. De hecho, en los últimos meses (tal como explicamos en la agenda de marzo (www.ocepp.com)² el BCRA convalidó mayores intervenciones y a través de la comunicación “A” 7327, la autoridad monetaria restringió a las empresas controladas a ingresar al MULC si la firma controlante opera en el CCL. A su vez, una resolución de la Comisión Nacional de Valores (CNV) limita el monto de operación semanal en USD 50.000 para bonos de legislación local y extranjera y el parking pasa de 48 a 72 hs para el CCL, dando la pauta de que el mercado cambiario paralelo tendrá mayores presiones, lo que junto a una desaceleración del TCO, tensionarán las brechas cambiarias, con toda la incertidumbre e incentivos que la misma genera.

Grafico 8 - Déficit fiscal primario y Asistencia del BCRA al Tesoro
Periodo enero-julio 2021



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Por último, el macrismo dejó en su haber el periodo de endeudamiento más vertiginoso de la historia argentina, si bien gran parte de la misma –con el sector privado- ya fue reestructurada y para lo que resta del 2021 no hay vencimientos importantes, aún queda cerrar la deuda con el Fondo Monetario Internacional. Respecto al Club de París, en junio se llegó a un entendimiento y para fines de julio se deberán girar USD 230 millones y aproximadamente USD 200 millones a principios del 2022, para no entrar en default. Al hacer foco en el corto plazo, o sea, en lo que resta del 2021, se observa como la gran disyuntiva se encuentra en los vencimientos que restan con el FMI: para septiembre y

² <https://www.ocepp.com/post/inflaci%C3%B3n-en-argentina-alarmas-causas-y-consecuencias>

diciembre, se debe pagar USD 1.868 millones en cada ocasión, lo que sumado a los USD 346 millones de agosto y USD 390 millones de noviembre, representa un aproximado de USD 4.500 millones en lo que queda del año.

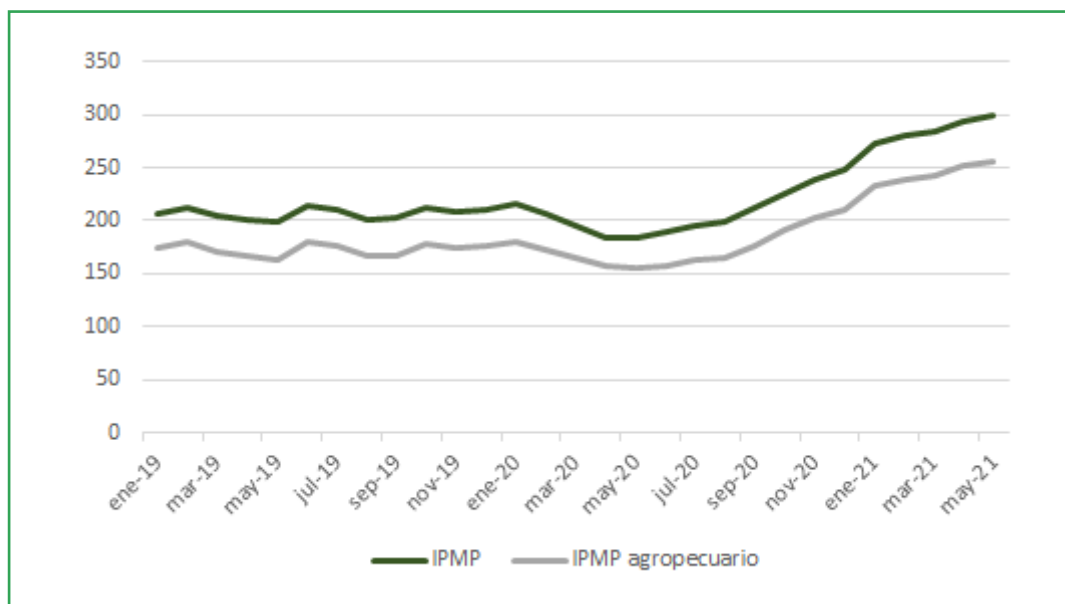
En definitiva, el BCRA tiene tres frentes abiertos para la segunda parte del 2021: por un lado, el menor saldo comercial, con una actividad que repunta y consume más dólares de los que ingresan. Por el otro, la incertidumbre de las elecciones, que, en conjunto de una menor disciplina fiscal, tensionarán las brechas cambiarias y podrían jugar un rol clave en las expectativas de devaluación, las cuales hoy en día se encuentran apaciguadas, como así también generar incentivos dañinos para las arcas del BCRA. Por último, los vencimientos de deuda con los organismos internacionales. En este aspecto, ¿Podrá el gobierno cerrar un acuerdo favorable con el organismo para despejar dudas y morigerar las expectativas? Si bien parecería ser difícil concretar un acuerdo previo a las elecciones por el poco tiempo disponible, al menos debería haber indicios de que el acuerdo no solo está encaminado, sino que será beneficioso para la Argentina.

Ante esto, el gobierno tendrá a disposición las reservas acumuladas del primer semestre (USD 6.456 millones compró el BCRA y USD 3.050 efectivamente se sumaron como reservas), que, si bien en términos netos siguen siendo escasas, se encuentra en una mejor posición que hace un año atrás, como así también USD 4.350 millones que ingresaran del FMI como adelanto de DEG. Además, hay dos instrumentos que, si bien ambos tienen efectos no deseados sobre el nivel de actividad, podrían utilizarse si los resultados cambiarios no son los esperados: subir la tasa de referencia y reprimir importaciones no esenciales.

De todos modos, lo antedicho quedará supeditado al contexto internacional, el cual fue relevante para los últimos meses y los posibles escenarios impactarán en la economía local. A ello se aboca la última sección.

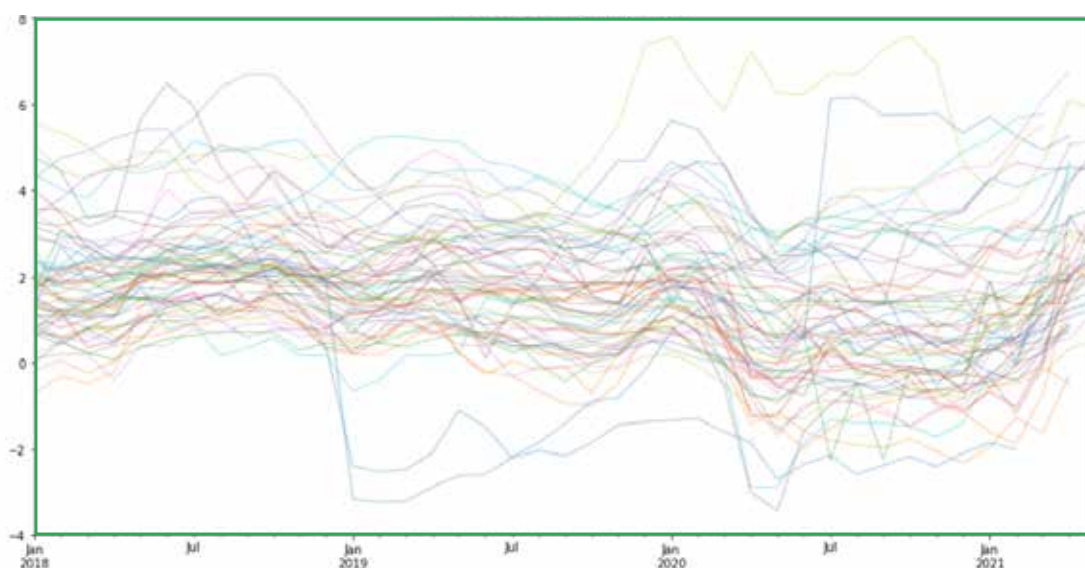
¿Qué esperar del contexto internacional?

Es difícil hablar de un contexto internacional favorable cuando el mundo aún no salió de la crisis económica sin precedentes que marcó el COVID-19. Sin embargo, en los últimos meses el contexto internacional contribuyó a la relativa calma cambiaria argentina. Entre los factores más evidentes se destacan las subas de precios internacionales de los alimentos, en particular de la soja, que fueron un factor clave para la acumulación de 3.577 millones dólares de Reservas Internacionales en lo que va del año, a pesar de la menor tasa de depreciación del tipo de cambio. Por otro lado, el sostenimiento del “quantitative easing” (compra de activos por parte de la FED) y las bajas tasas de interés contribuyeron a que, a pesar de la incertidumbre, no se vuelvan a producir episodios de “flight to quality” como a comienzos del COVID-19. En ese momento, esos movimientos debilitaron fuertemente las monedas de la región. Lo que en otros países en su momento se expresó en el tipo de cambio oficial, en Argentina se manifestó en los paralelos.

Gráfico 9 - Índice de precios de Materias Primas (dic-2001:100)

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Ahora bien... ¿qué esperar para lo que resta del año? En este punto cobra interés observar lo que sucede con la inflación a nivel mundial, ya que su devenir puede marcar el rumbo de la política económica de los países centrales, con implicancias para la economía local. La inflación de Estados Unidos en particular y del mundo en general se ha acelerado. En el marco de la recuperación de la actividad económica, apuntalada por la política fiscal y monetaria se destacan tres factores detrás de este fenómeno: (1) suba global del precio de los alimentos, (2) suba de salarios en el marco de una recuperación acelerada del empleo y (3) cuellos de botella sectoriales dados por un nivel de actividad que volvió a niveles pre pandemia con cadenas de producción que siguen afectadas por cierres.

Gráfico 10 - Evolución de la inflación de países de inflación baja (menor al 8%)

Fuente: elaboración propia en base a BIS

Actualmente la mayoría de las encuestas de mercado coinciden en que las expectativas sobre recuperación e inflación llegaron a su techo. Esto se debe a que esperan justamente que la política económica comience a actuar sobre este fenómeno con una desaceleración de la política fiscal y un endurecimiento de la política monetaria. En efecto, la política monetaria de Estados Unidos está comenzando a ser menos laxa. Si bien no subió la tasa de referencia, subió la tasa de Reverse Repurchase Agreement. Esto permitió retirar liquidez de los mercados mayoristas, por ejemplo, de los bancos globales. Esta suba ayudó a apreciar el valor del dólar global.

En este marco el precio de la soja comenzó a disminuir, aunque tuvo un pequeño rebote cuando la Secretaría de Agricultura de Soja pronosticó que la cosecha de soja no sería tan grande como lo esperado, pero luego volvió a estancarse. Por ahora los precios siguen altos, pero si los países centrales comienzan a realizar políticas restrictivas y si la recuperación económica se desacelera por el recorte de estímulos los precios internacionales podrían continuar bajando. Un aspecto positivo es que en el corto plazo no se vislumbra una crisis financiera con episodios como los de marzo 2020. Tanto para la estabilidad del mundo financiero como del resto de las variables de la economía a nivel global, será determinante que no tengan lugar nuevos rebrotes de COVID y que el avance de la vacunación a nivel mundial se corone con la reapertura total de la economía.

Por lo tanto, la evolución de la inflación global será un factor a tener en cuenta. Mientras que su desaceleración puede derivar en políticas fiscales más expansivas y políticas monetarias más laxas, su recrudecimiento puede generar la reacción contraria. Esto último tendría implicancias sobre la Argentina en materia de precios de exportación y en el frente financiero, lo que puede derivar en tensiones cambiarias.

*Leé el informe de julio
en la web del OCEPP*
www.ocepp.com

