

Reflexiones sobre la recuperación económica y las tensiones cambiarias

Junio 2021



OCEPP

RESUMEN EJECUTIVO

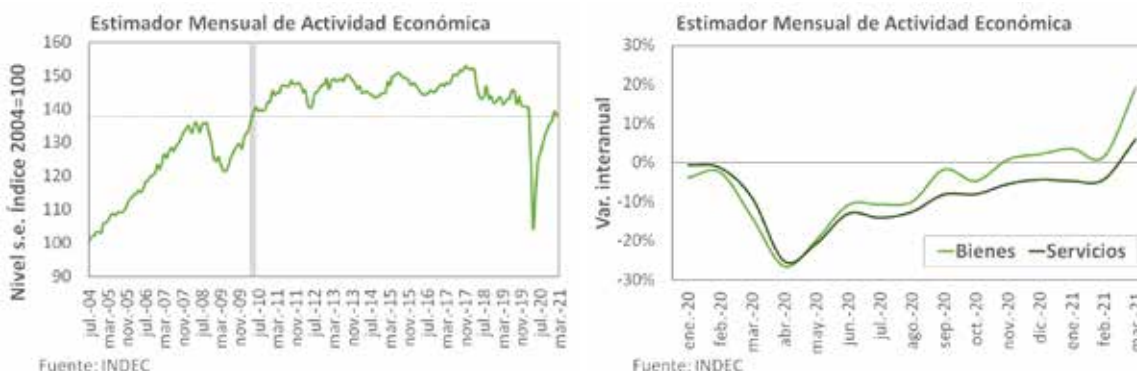
La recuperación económica que comenzó en mayo fue heterogénea y los diferentes sectores de actividad no evolucionaron al mismo ritmo. Como consecuencia de la continuidad de la pandemia, aunque con medidas menos restrictivas, los sectores de servicios evolucionaron más lentamente que aquellos vinculados a bienes. Por otro lado, la heterogeneidad señalada no sólo se vio en la evolución de la actividad de los diferentes sectores sino también en el mercado de trabajo. Así, las ramas de actividad que mostraron una mayor pérdida de puestos de trabajo fueron las ligadas a servicios con mayor contacto entre personas. Los jóvenes (y sobre todo las mujeres jóvenes) también han sufrido más las consecuencias de la pandemia en sus posibilidades de encontrar empleo o mantener el que ya poseían, dificultad que ya se observaba previamente. La evolución de los salarios también mostró divergencias importantes desde la irrupción de la pandemia. Aún hay una importante incertidumbre respecto a los drivers de la recuperación y una de las mayores incógnitas será la respuesta de la demanda interna, condicionada por la heterogénea evolución del empleo y los salarios.

Las condiciones del sector externo se mantuvieron favorables durante todo el primer semestre de 2021. Los altos precios de los commodities a nivel global, sumados a una liquidación récord por parte del Agro permitieron un superávit comercial de bienes muy importante, a pesar de la rápida recuperación de las importaciones. Las divisas de este superávit externo, dadas las fuertes restricciones cambiarias, no pueden terminar en la cartera del sector privado, sino que son compradas por el BCRA. Sin embargo, durante el primer trimestre del año, esta compra de divisas no tuvo como contrapartida el crecimiento igual de las Reservas Internacionales. Consideramos que el gobierno está siendo cauto en este sentido y que, aprovechando las condiciones externas favorables, incluso plasmadas en las brechas cambiarias, priorizó la acumulación de Reservas por sobre la flexibilización de los controles cambiarios. El segundo semestre puede ser más desafiante. No solo por el impacto de la recuperación de las importaciones, sino también por los vencimientos con el FMI y las presiones sobre los mercados paralelos que supone el calendario electoral. Por otro lado, y más importante, las exportaciones podrían sufrir un impacto negativo tanto por precios como por cantidades.

Estos riesgos, sin embargo, podrían encontrarse con un mayor espacio de política económica. Por el lado de la política fiscal, una recuperación económica si se mantiene el ritmo acelerado de vacunación permitiría un impulso a la recaudación y reduciría los riesgos de requerir un mayor gasto para paliar el impacto negativo de la pandemia y la cuarentena. A esto se suma la mejora en el financiamiento vía mercado local de bonos en pesos, impulsada tanto por un Tesoro más agresivo como por políticas activas por parte del BCRA. Gracias a estos factores se mantendría el sendero de menor asistencia monetaria de este año y, con ello, la menor presión sobre los tipos de cambio paralelos. Por último, el *game changer* es aún la negociación con el Fondo Monetario Internacional.

Una recuperación heterogénea

Luego del desplome de la actividad económica en marzo y abril 2020, el **rebote en un primer momento fue rápido**, para luego comenzar a desacelerarse. En los últimos meses, el EMAE incluso mostró leves caídas mensuales. Dada la muy baja base de comparación, el indicador mostró un **fuerte crecimiento interanual en marzo**, pero si se lo compara con 2019 todavía evidenció una caída (-0,9%) y **respecto a la prepandemia se encontró un 1,8% por debajo** (vs feb-20 sin estacionalidad).



La recuperación que comenzó en mayo fue **heterogénea** y los diferentes sectores de actividad no evolucionaron al mismo ritmo. Como consecuencia de la continuidad de la pandemia, aunque con medidas menos restrictivas, **los sectores de servicios evolucionaron más lentamente que aquellos vinculados a bienes**.



Por su parte, **la Industria manufacturera y la Construcción** mostraron una recuperación relativamente acelerada y superaron el nivel prepandemia a fines del 2020. A su vez, en marzo se ubicaron un 28,9% y un 44,1% respectivamente por sobre el nivel del año anterior, dado que desde mediados de marzo 2020 ya regían fuertes restricciones

a la circulación. Por otra parte, el caso de **Hoteles y restaurantes** es ilustrativo, por ser el que continúa con la mayor caída interanual en marzo a pesar de la baja base de comparación (-22,3%), pero otros sectores de servicios también evidencian aún caídas respecto al año anterior o una recuperación de mucha menor magnitud que los sectores de bienes.

Por otro lado, la heterogeneidad señalada no sólo se vio en la evolución de la actividad de los diferentes sectores sino también en el **mercado de trabajo**. Así, las ramas de actividad que mostraron una mayor pérdida de puestos de trabajo fueron las ligadas a **servicios con mayor contacto entre personas**: Comercio, Servicio doméstico, Hoteles y restaurantes y Transporte y comunicaciones. Aunque Comercio tuvo una pérdida tan considerable explicada en parte por su mayor participación en el empleo total, las otras tres ramas mencionadas cayeron en promedio un 22,4% interanual en el cuarto trimestre 2020.

Asimismo, el impacto de la pandemia fue heterogéneo e **incrementó las brechas de desigualdad de género existentes**. A la par de una caída generalizada del empleo, al cuarto trimestre 2020 una mayor proporción de mujeres quedó desempleada (+2,4 pp. vs +1,8 pp. en los hombres), llevando la tasa de desempleo femenino al 11,9%, con una brecha de 1,7 pp. Esto se vio potenciado además por una mayor salida de la actividad, ampliando la brecha de género a 20,8 pp. (la tasa de actividad cayó 1,8 pp. vs 1 pp en los hombres). Los **jóvenes (y sobre todo las mujeres jóvenes)** también han sufrido más las consecuencias de la pandemia en sus posibilidades de encontrar empleo o mantener el que ya poseían, dificultad que ya se observaba previamente.

Otra característica del impacto del COVID-19 en los mercados laborales fue que los asalariados registrados fueron los menos afectados en un contexto de fuertes regulaciones laborales (-4% i.a.), mientras que los no registrados cayeron un 17% i.a. al cuarto trimestre en los aglomerados urbanos relevados por la EPH.

En la recuperación de los mercados laborales será clave generar nuevos puestos de trabajo registrado abordando la formalidad de los trabajadores y fomentar la inclusión de grupos más vulnerables como las mujeres y los jóvenes.



La evolución de los **salarios** también mostró **divergencias importantes** desde la irrupción de la pandemia. Los ingresos salariales del sector público fueron los más afectados durante 2020, con una caída real del 6,9% i.a., mientras que los del sector privado registrado cayeron un 1,3%. Los asalariados no registrados, si bien como mencionamos fueron los más afectados por la caída del empleo, en términos salariales experimentaron un incremento del 2,1% i.a. En marzo del presente año el índice de salarios total acumula un aumento del 13,1% contra diciembre, mientras que la inflación fue del 13%, casi idénticos.

Las primeras **paritarias** se habían cerrado en torno a la pauta inflacionaria del gobierno del 29% i.a., aunque con cláusulas de revisión. Las que le siguieron se ubicaron más cerca del 35% y en las últimas semanas se cerraron algunas nuevas paritarias superando el 40% i.a. (ANSES, algunos estatales provinciales, personal doméstico, revisión de encargados de edificios). La incógnita es cómo seguirán evolucionando con respecto a la inflación si esta última sigue elevada.

Mientras que en abril se espera una estabilización o leve mejora de la actividad respecto al nivel de marzo, la evolución de **la segunda ola de COVID-19 y las nuevas medidas sanitarias** que debieron implementarse podrían tener un mayor impacto en mayo. Los primeros indicadores adelantados de actividad aún presentan variaciones interanuales muy elevadas producto de la baja base de comparación con el año previo. Respecto a 2019, si bien mantienen una mejora en términos generales hay indicadores mixtos. La **recaudación real del IVA DGI** muy vinculada al consumo se mantiene rezagada y las exportaciones a Brasil también a pesar de la reciente mejora en las proyecciones de crecimiento del país vecino.

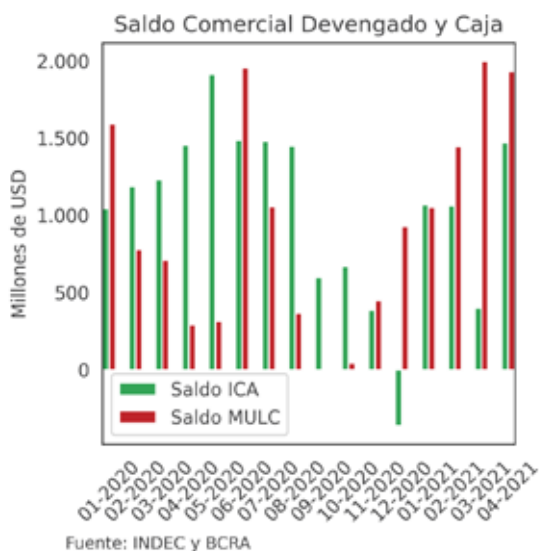
Aún hay una **importante incertidumbre** respecto a los drivers de la recuperación y una de las mayores incógnitas será la respuesta de la demanda interna, condicionada por la heterogénea evolución del empleo y los salarios. En un contexto de alta nominalidad, la recuperación de los salarios reales se encuentra tironeada por la necesidad de reducir la pobreza, el desempleo y la desigualdad existente, mantener el precario equilibrio macroeconómico de los últimos meses y la campaña electoral. El desenlace contribuirá a la consolidación de la recuperación o dificultará la trayectoria futura.

Sector externo: alertas y viento de cola

Las condiciones del sector externo se mantuvieron favorables durante todo el primer semestre de 2021. Los altos precios de los commodities a nivel global, sumados a una liquidación récord por parte del Agro permitieron, a pesar de la rápida recuperación de las importaciones, un **superávit comercial de bienes** de cuatro mil millones de dólares durante el primer cuatrimestre. Este superávit, dada la dinámica de las Reservas Internacionales, puede inferirse se mantuvo elevado durante mayo y lo que va de junio.

Por otro lado, el superávit comercial en **base caja** registrado por el BCRA no sólo también se mantuvo superavitario durante los primeros cuatro meses del año, sino que presentó montos mayores. Esto no es menor, ya que este balance no solo registra las divisas que efectivamente ingresan al sistema financiero local, sino que durante 2020 el mismo presentó valores considerablemente menores a los del **balance devengado**, dados los diferimientos en las operaciones de comercio exterior y otras prácticas para aprovechar la brecha cambiaria.

Las **divisas** de este superávit externo, dadas las fuertes restricciones cambiarias, no pueden terminar en la cartera del sector privado, sino que son compradas por el BCRA. Sin embargo, durante el primer trimestre del año, esta compra de divisas no tuvo como contrapartida el crecimiento igual de las **Reservas Internacionales**, ya que las mismas fueron compensadas por tres factores: i) pagos de deudas en moneda extranjera tanto por el BCRA como por el Tesoro Nacional, ii) caída en los encajes en moneda extranjera de las entidades financieras, en un principio por salida de depósitos y luego por cambios en los activos de dichas entidades (de encajes a otros activos en moneda extranjera) y iii) operaciones del BCRA para intervenir en la brecha cambiaria y recomprar deuda soberana (reduciendo la deuda neta del sector público consolidado).

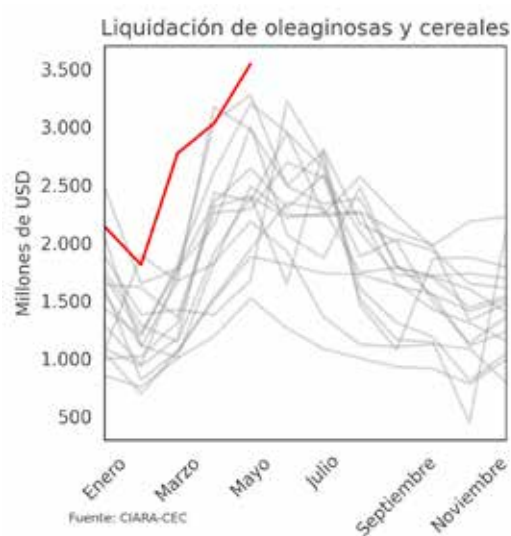
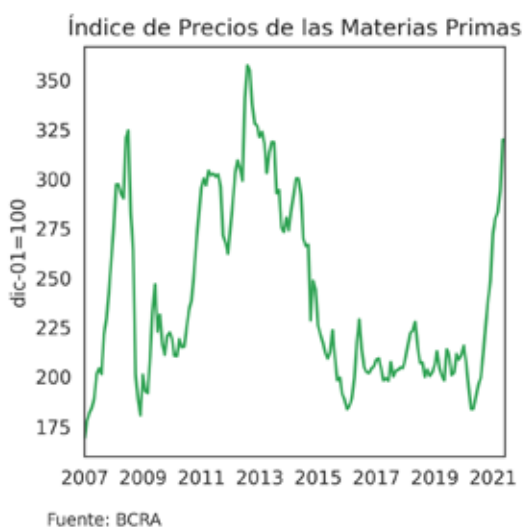


El impacto del último punto se redujo notablemente desde abril, lo cual sumado a mayores compras de divisas impactó fuertemente en la acumulación de Reservas Netas. Sin embargo, el nivel de Reservas Netas, incluso suponiendo un pronto ingreso de los DEGs del FMI que le corresponden a Argentina, no superaría el registrado a principios de 2020.

Consideramos que el gobierno está siendo cauto en este sentido y que, aprovechando las condiciones externas favorables, incluso plasmadas en las brechas cambiarias, **priorizó la acumulación de Reservas por sobre la flexibilización de los controles cambiarios**. Esto incluye tanto acceso a la divisa para el ahorro, como se observa en la cantidad de

personas accediendo al dólar solidario, la cual está en sus mínimos, como en la prórroga de la instrucción de reestructuraciones privadas y los permisos de acceso al mercado de cambios solo en función de nuevas exportaciones y nuevo financiamiento externo. Por otro lado, si bien el tipo de cambio real se está apreciando, en lo que parece su típico ciclo de año electoral, esta apreciación no solo parte de niveles mucho más altos, sino que, al analizarla en comparación a otros países, es más bien acotada, dados los altos precios de las exportaciones. En este sentido, si bien creemos que la apreciación se va a mantener en la búsqueda de reducir la inflación post cuarentena, **el impacto sobre el balance externo vía importaciones será marginal en comparación al efecto de la recuperación económica si se mantiene este ritmo de vacunación.**

Así, **el segundo semestre puede ser más desafiante.** No solo por el impacto de la recuperación de las importaciones, sino también por los **vencimientos con el FMI y las presiones sobre los mercados paralelos** que supone el calendario electoral. Por otro lado, y más importante, las exportaciones podrían sufrir un impacto negativo tanto por precios como por cantidades. Por un lado, el precio de las materias podría revertirse si la promesa de mantener las tasas bajas hasta 2023 por la Reserva Federal de Estados Unidos no es suficiente para mantener las actuales condiciones financieras globales.



Si el actual boom en los precios de las exportaciones tiene la duración que tuvo aquel en 2007 y no la del que terminó en 2014, **este año podría terminar con precios mucho más similares a los del lustro pasado.** Así, la reciente reversión en los precios, enciende alertas en este sentido. Por otro lado, incluso aunque la liquidación se mantenga en valores récord durante todo el año, el segundo semestre es estacionalmente un período de menores liquidaciones.

Estos riesgos, sin embargo, podrían encontrarse con un mayor espacio de política económica. Por el lado de la política fiscal, una recuperación económica si se mantiene el

ritmo acelerado de vacunación permitiría un impulso a la recaudación y reduciría los riesgos de requerir un mayor gasto para paliar el impacto negativo de la pandemia y la cuarentena. A esto se suma la mejora en el financiamiento vía mercado local de bonos en pesos, impulsada tanto por un Tesoro más agresivo como por políticas activas por parte del BCRA. Gracias a estos factores **se mantendría el sendero de menor asistencia monetaria de este año** y, con ello, la menor presión sobre los tipos de cambio paralelos. Por el lado de la política del BCRA, los actuales niveles de **tasa de interés**, más allá de si uno considera que deberían ser más altos en la actualidad, dejan espacio a la suba en caso de necesitarse como medida para controlar el dólar en el corto plazo. Por otro lado, tanto la mencionada acumulación de Reservas Netas, como la fuerte reducción en la posición del BCRA en el mercado de futuros, dan mayor **poder de fuego** a la autoridad monetaria para controlar el tipo de cambio tanto en el mercado spot como futuro. Finalmente, el **aprendizaje institucional** reciente aceitó la capacidad del BCRA para además intervenir en los mercados paralelos. Todos estos factores serán claves en un escenario de estrés cambiario en lo que queda del año.

Posteriormente, el *game changer* es aún la **negociación con el Fondo Monetario Internacional**. Luego de ello, la posibilidad de refinanciar los vencimientos en moneda extranjera con privados, lograr un mayor dinamismo de las exportaciones y estabilizar la acumulación de activos externos por el sector privado siguen siendo los eternos desafíos del país en este frente. Sin embargo, estos objetivos requieren de un tiempo importante de maduración por lo que, en el corto plazo, **es imprescindible evitar una crisis cambiaria de magnitud**, lo cual es aún más imperativo en las actuales condiciones sociales. Paso a paso.



OCEPP

www.ocepp.com