



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 30 - Edición N° 1382 - 14 de Octubre de 2021

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello y Agustín Cugno

Un acuerdo con el FMI podría resultar clave para apuntalar la sustentabilidad fiscal a largo plazo, dadas las presiones políticas al interior del gobierno

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos

Si las ganancias empresariales explicaran la inflación, la Argentina sería un país estable (o en deflación)

En Foco 2 – Marcos Cohen Arazi y Lautaro Carranza

Turismo interno con un boom el fin de semana largo permite actualizar las perspectivas

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:**4*****Un acuerdo con el FMI podría resultar clave para apuntalar la sustentabilidad fiscal a largo plazo, dadas las presiones políticas al interior del gobierno***

- Además de la sustentabilidad en las cuentas externas, a futuro Argentina necesita exhibir sustentabilidad fiscal; esto es, cumplir con los pagos de la deuda. Dado que los servicios a afrontar son cuantiosos, no se podrá hacerlo sólo con superávit fiscal, por lo que se requerirá refinanciar vencimientos con FMI y lograr volver a los mercados internacionales de crédito para hacer rollover de parte de los servicios de la deuda privada en moneda extranjera
- La sustentabilidad fiscal requiere que la relación entre deuda y PIB deje de subir. No sólo eso, dado que la Argentina parte de un nivel alto de endeudamiento, sería deseable que dicha relación baje persistentemente a futuro. Tal desafío requiere de un mix entre superávit primario, rollover de una alta porción de la deuda que vence y un tipo de cambio de equilibrio, que no sufra grandes variaciones en el tiempo
- Debería ser una estrategia creíble, que genere confianza y reduzca el riesgo país a niveles que hagan viable la vuelta a los mercados externos de deuda, y que dicha confianza ayude a la recuperación de la actividad económica, potenciando la tendencia descendente de la relación entre deuda pública y PIB
- Se desarrolla una simulación, bajo diversos supuestos: se logra un acuerdo con el FMI que traslada pagos de capital de la deuda al año 2026 y posteriores, con rollover completo de la deuda intrasector público y rollover del 90% de los servicios de la deuda con privados, a tasa decreciente, comenzando en 8,5%. Se asume, además, una variación anual del PIB del 3%
- Se considera que será difícil renunciar a la asistencia del BCRA al Tesoro en el corto plazo, y se asume transferencias de 1,2% del PIB en 2023 y del 1% en años subsiguientes, partiendo de 2,1% en 2021. En este escenario, se habrá de requerir un superávit primario de 0,7% del PIB en 2023, para transitar la “senda sustentable” en materia fiscal. Aquí se percibe una inconsistencia en el proyecto de presupuesto para 2022, que prevé un déficit primario de 3,3%, por lo que se requeriría un ajuste fiscal de 4,1 puntos del PIB en un solo año, para llegar al mencionado superávit de 0,7% en 2023
- Claramente se requiere un déficit fiscal mucho menor en 2022 que el previsto en el proyecto de presupuesto, de modo que el escalón de mejora en el resultado fiscal que se necesite en 2023 no resulte tan elevado. Dado que se trata de los dos últimos años del actual período de gobierno, para ordenar los incentivos de economía política podría colaborar en forma crucial un acuerdo con el FMI a comienzos de 2022, que evite los comportamientos fiscalmente oportunistas

En Foco 1:**11*****Si las ganancias empresariales explicaran la inflación, la Argentina sería un país estable (o en deflación)***

- La lógica subyacente en las medidas de congelamiento de precios al consumidor tiene que ver con la presunción de un “exceso” en los márgenes de ganancias de las empresas, con subas de precios que habrían evolucionado por encima de la trayectoria de los costos. Con esa lógica se conjetura que los congelamientos habrán de producir efecto positivo sobre la demanda agregada, ya que no existirían riesgos de caída de las inversiones de los sectores afectados ni de desabastecimiento en los mercados alcanzados por las medidas. Es una apuesta muy fuerte, pese a que no existen evidencias que la avalen
- Si se utilizan los ratios habituales de rentabilidad y/o flujo de caja de los balances de las compañías que cotizan en bolsa, de allí no surge ningún tipo de anomalía que justifique aquella presunción. Las ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT) son equivalentes al 15,1 % de la facturación en el consolidado de empresas que cotizan en el Merval, o sea 6,5 puntos porcentuales menos que el ratio de 21,6 % de las firmas que cotizan en la Bolsa de San Pablo. No existe correlación con los datos de inflación, que muestran una brecha de 5 a 1 entre la suba de precios anualizada de la Argentina y la de Brasil
- Una compañía promedio del Bovespa vale el EBITDA que genera multiplicado por 7,2, mientras que una firma promedio del Merval es valuada multiplicando sólo por 1,8 el EBITDA correspondiente. Este ratio es crucial a la hora de decidir inversiones y calibrar el volumen de la ampliación de los emprendimientos. Después de todo, una muy reducida valorización de las firmas en relación a su flujo de caja está reflejando

un combo de factores que deterioran el clima de negocios: falta de previsibilidad, riesgo país elevado, desaliento en las expectativas

- Luego de una pausa de un par de trimestres, el ritmo de la emisión monetaria de este segundo semestre de 2021 ha regresado al patrón de 2020, por lo que no habrá que sorprenderse si antes de fin de año y, sobre todo, en la primera parte de 2022, la variación de la base monetaria retorne al andarivel del 50 % interanual. Hay que prever en un horizonte cercano un resurgir de las presiones inflacionarias, que se habrán de potenciar por la recomposición de precios que se están rezagando (inflación reprimida), caso del tipo de cambio, las tarifas y también los de los productos de la canasta familiar que acaban de ser congelados con vigencia desde el 1ro de octubre. Esto puede tener efecto negativo sobre el nivel de actividad, tal como ocurrió con el bache del PIB del segundo trimestre de este año (en relación al primero)
- Dada la herencia que el 2021 le está dejando al año próximo, para evitar riesgos de una espiralización de la inflación, se habrá de necesitar recortar a la mitad el déficit primario del sector público nacional. El tamaño de este ajuste quizá sea la principal dificultad para un arreglo rápido con el FMI, pero visto desde la urgencia de encarrilar la macro de nuestro país, es la tarea en la que habría que concentrarse, tratando de quitar del presupuesto todos los gastos prescindibles, en lugar de imaginar que puedan dar resultado medidas que hace siglos no funcionan

En Foco 2:

18

Turismo interno con un boom el fin de semana largo permite actualizar las perspectivas

- Durante el último fin de semana largo de octubre la cantidad total de turistas y el gasto real promedio por turista crecieron 56% y 36%, respectivamente, en comparación al mismo fin de semana de 2019, según datos de CAME. Es la primera señal fuerte de recuperación a niveles pre pandemia, dado que, durante el verano, semana santa, las vacaciones de invierno y el fin de semana largo de agosto, no se había verificado una situación semejante
- Por su parte, en las últimas cuatro semanas el interés en búsquedas de alojamientos se ubicó 3% por encima de los niveles pre pandemia (mismas cuatro semanas de 2019). El mayor nivel de interés en todo 2021 se ha dado en la semana del 26 de septiembre al 2 de octubre, semana previa al último fin de semana largo de octubre. Sin embargo, en casi todo el 2021 el interés se ubicó bastante por debajo de los niveles pre pandemia: en el periodo enero-septiembre de 2021, el interés alcanzó solo el 67% del nivel pre pandemia
- La situación del turismo internacional aún resulta sumamente crítica dado que continúa siendo prácticamente nulo. En 2019 los viajeros no residentes representaron el 22% del total de viajeros en Argentina, sin embargo, estos explicaron casi la mitad (49%) del total del gasto turístico nacional. Además de no generar divisas, la falta de turismo receptivo afecta severamente a las regiones más enfocadas en los viajeros internacionales

Editorial

Un acuerdo con el FMI podría resultar clave para apuntalar la sustentabilidad fiscal a largo plazo, dadas las presiones políticas al interior del gobierno

Marcelo Capello y Agustín Cugno

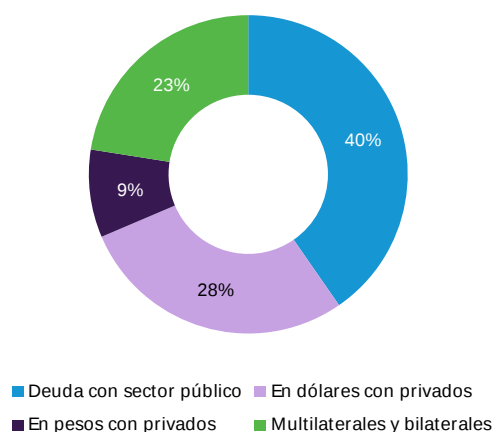
- Además de la sustentabilidad en las cuentas externas, a futuro Argentina necesita exhibir sustentabilidad fiscal; esto es, cumplir con los pagos de la deuda. Dado que los servicios a afrontar son cuantiosos, no se podrá hacerlo sólo con superávit fiscal, por lo que se requerirá refinanciar vencimientos con FMI y lograr volver a los mercados internacionales de crédito para hacer rollover de parte de los servicios de la deuda privada en moneda extranjera
- La sustentabilidad fiscal requiere que la relación entre deuda y PIB deje de subir. No sólo eso, dado que la Argentina parte de un nivel alto de endeudamiento, sería deseable que dicha relación baje persistentemente a futuro. Tal desafío requiere de un mix entre superávit primario, rollover de una alta porción de la deuda que vence y un tipo de cambio de equilibrio, que no sufra grandes variaciones en el tiempo
- Debería ser una estrategia creíble, que genere confianza y reduzca el riesgo país a niveles que hagan viable la vuelta a los mercados externos de deuda, y que dicha confianza ayude a la recuperación de la actividad económica, potenciando la tendencia descendente de la relación entre deuda pública y PIB
- Se desarrolla una simulación, bajo diversos supuestos: se logra un acuerdo con el FMI que traslada pagos de capital de la deuda al año 2026 y posteriores, con rollover completo de la deuda intrasector público y rollover del 90% de los servicios de la deuda con privados, a tasa decreciente, comenzando en 8,5%. Se asume, además, una variación anual del PIB del 3%
- Se considera que será difícil renunciar a la asistencia del BCRA al Tesoro en el corto plazo, y se asume transferencias de 1,2% del PIB en 2023 y del 1% en años subsiguientes, partiendo de 2,1% en 2021. En este escenario, se habrá de requerir un superávit primario de 0,7% del PIB en 2023, para transitar la “senda sustentable” en materia fiscal. Aquí se percibe una inconsistencia en el proyecto de presupuesto para 2022, que prevé un déficit primario de 3,3%, por lo que se requeriría un ajuste fiscal de 4,1 puntos del PIB en un solo año, para llegar al mencionado superávit de 0,7% en 2023
- Claramente se requiere un déficit fiscal mucho menor en 2022 que el previsto en el proyecto de presupuesto, de modo que el escalón de mejora en el resultado fiscal que se necesite en 2023 no resulte tan elevado. Dado que se trata de los dos últimos años

del actual período de gobierno, para ordenar los incentivos de economía política podría colaborar en forma crucial un acuerdo con el FMI a comienzos de 2022, que evite los comportamientos fiscalmente oportunistas

Al 31 de marzo de 2021 (último dato disponible de stock por acreedor) la deuda pública nacional alcanzó un valor de U\$S 335.555 millones de dólares. De ese total, el 40% está en manos de diversas agencias del Sector Público (ej: BCRA y FGS), el 23% se trata de deuda con organismos multilaterales de crédito (alrededor de U\$S 45 mil millones con el Fondo Monetario Internacional), un 28% es moneda extranjera con privados y un 9% resulta deuda en moneda nacional con privados.

Stock de deuda nacional al 31/03/2021 (en millones de dólares)

Tipo de deuda	Monto
Deuda con sector público	135.425
Sector privado y multilaterales	200.130
<i>En dólares con privados</i>	94.719
<i>En pesos con privados</i>	29.911
<i>Multilaterales y bilaterales</i>	75.500
Total	335.555

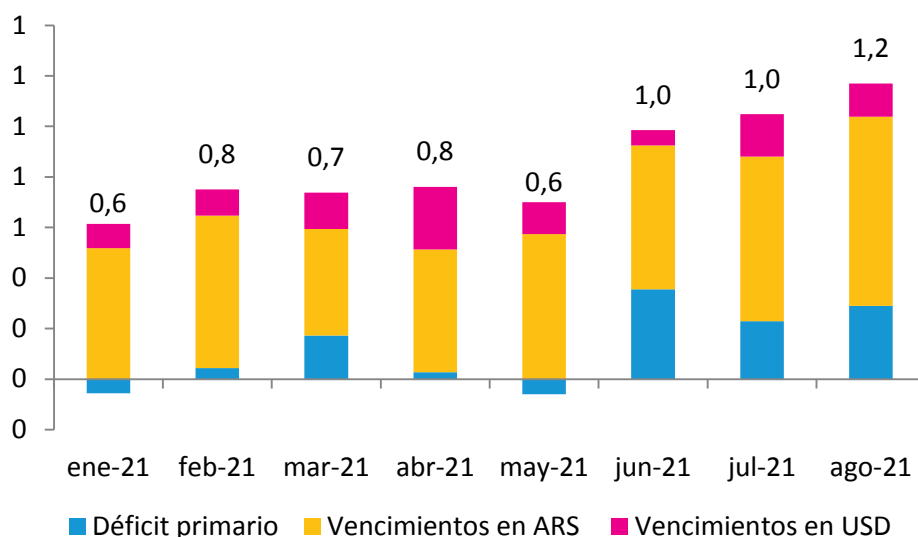


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía

En el período comprendido entre enero y agosto, el Tesoro Nacional tuvo necesidades de financiamiento por 6% del PIB, originados en el déficit primario y los servicios de la deuda a pagar. Su financiamiento ha recaído principalmente en la emisión de deuda en pesos en el mercado local y el financiamiento monetario del BCRA. Para pagar servicios en moneda extranjera se han utilizado reservas del BCRA. En el subperíodo citado, el *roll-over* promedio de la deuda en pesos resultó del 116%, alcanzando un máximo del 164% en junio¹ y un mínimo de 97% en agosto. En septiembre, el porcentaje de refinanciamiento fue de 104%.

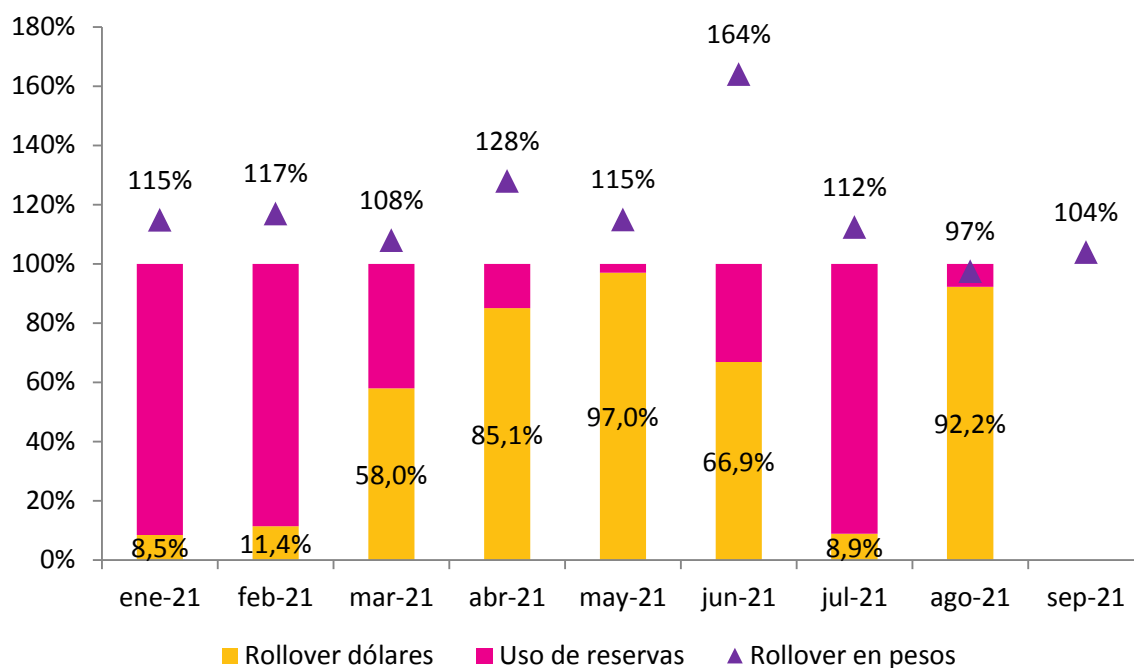
¹ En junio se incorporó la posibilidad de los bancos de integrar encajes con bonos del Tesoro Nacional, lo que incrementó la demanda de estos títulos.

Necesidades de financiamiento del Tesoro (En % del PIB)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la OPC y el Ministerio de Economía

Refinanciamiento de deuda del Tesoro (en %, excluye deuda con el BCRA)



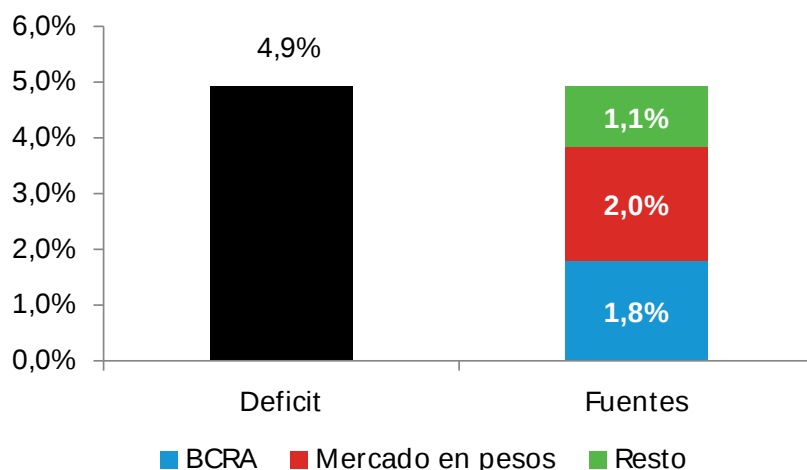
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la OPC y el Ministerio de Economía

Financiamiento en el proyecto de Presupuesto para 2022

En el proyecto de Presupuesto 2022 el resultado financiero se prevé en 4,9% del PIB, financiado un 1,8% mediante la asistencia del BCRA a través de Adelantos Transitorios (el presupuesto no prevé el uso de Utilidades); 2,0% por financiamiento neto del mercado en deuda local y el 1,1% restante vía Organismos internacionales y otras deudas menores.

Sector Público Nacional: Financiamiento del déficit financiero

(En porcentaje del PIB)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Presupuesto 2022

Además, para 2022 el Gobierno Nacional presupuestó un déficit primario de 3,34% del PIB, intereses a pagar por 1,57% y vencimientos de deuda por 13,73%. En total, las necesidades de financiamiento del SPN alcanzan la magnitud de 18,6% del PIB. Cabe recordar que dentro de estos vencimientos se excluyen los hipotéticos vencimientos con el FMI (US\$ 19.200 millones aproximadamente), puesto que el Gobierno descuenta llegar a un acuerdo de *Extended Fund Facilities*, empezando a repagar la deuda con el organismo en 2026.

Sustentabilidad fiscal a futuro: el resultado primario necesario

Además de la sustentabilidad en las cuentas externas (generar dólares suficientes para financiar el crecimiento), a futuro Argentina necesita exhibir sustentabilidad fiscal; esto es, cumplir con los pagos de la deuda. Dado que los servicios a afrontar son cuantiosos, no se podrá hacerlo sólo con superávit fiscal, por lo que se requerirá refinanciar vencimientos con FMI y lograr volver a los mercados internacionales de crédito para hacer rollover de parte de los servicios de la deuda privada en moneda extranjera.

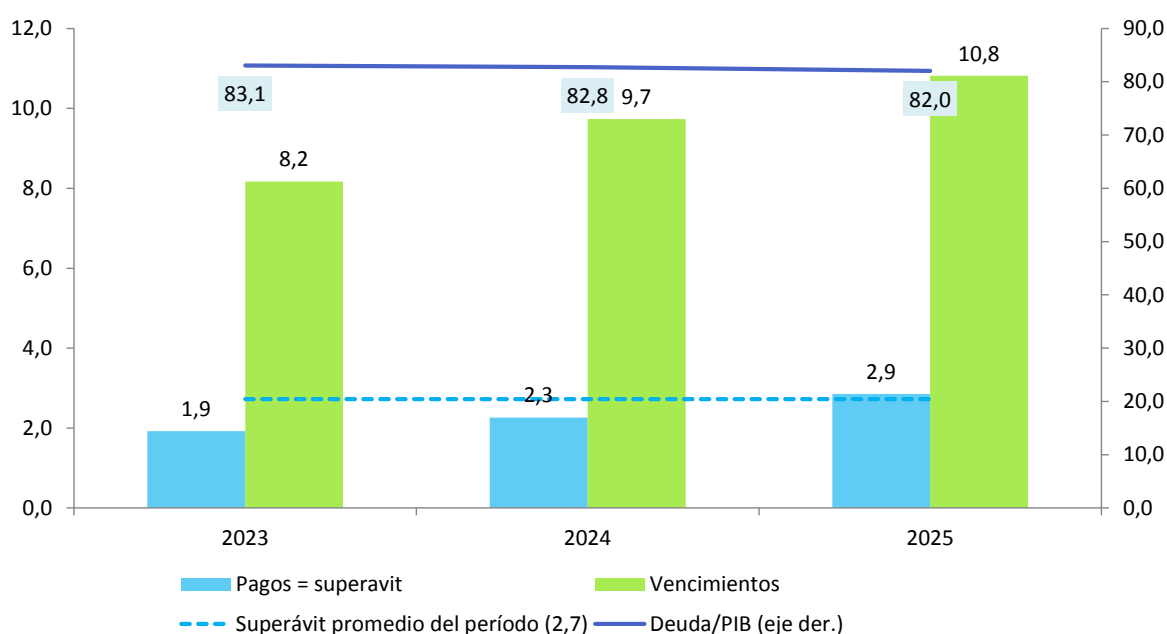
La sustentabilidad fiscal requiere que la relación entre deuda y PIB no suba permanentemente. No sólo eso, dado que en Argentina parte de un nivel alto de endeudamiento, sería deseable que dicha relación baje persistentemente a futuro. Tal

desafío requiere de un mix entre superávit primario, rollover de una alta porción de la deuda que vence y un tipo de cambio de equilibrio, que no sufra grandes variaciones en el tiempo. Debería ser una estrategia creíble, que genere confianza y reduzca el riesgo país a niveles que vuelvan viable la vuelta a los mercados externos de deuda, y que dicha confianza ayude a la recuperación de la actividad económica, de modo que resulte viable bajar paulatinamente el peso de la deuda sobre el valor de la producción.

Como simulación, se ha supuesto que se logra un acuerdo con el FMI que traslada pagos de capital de la deuda a año 2026 y posteriores, con rollover completo de la deuda intrasector público y rollover del 90% de los servicios de la deuda con privados, a tasa decreciente, comenzando en 8,5%. Con un supuesto de suba anual del PIB del 3%, se requeriría un superávit primario del 1,9% en 2023, y de entre 2 y 3% en años subsiguientes, para que el stock de deuda baje en términos del PIB cada año.

Superávit primario necesario para una relación deuda / PIB decreciente

En % PIB

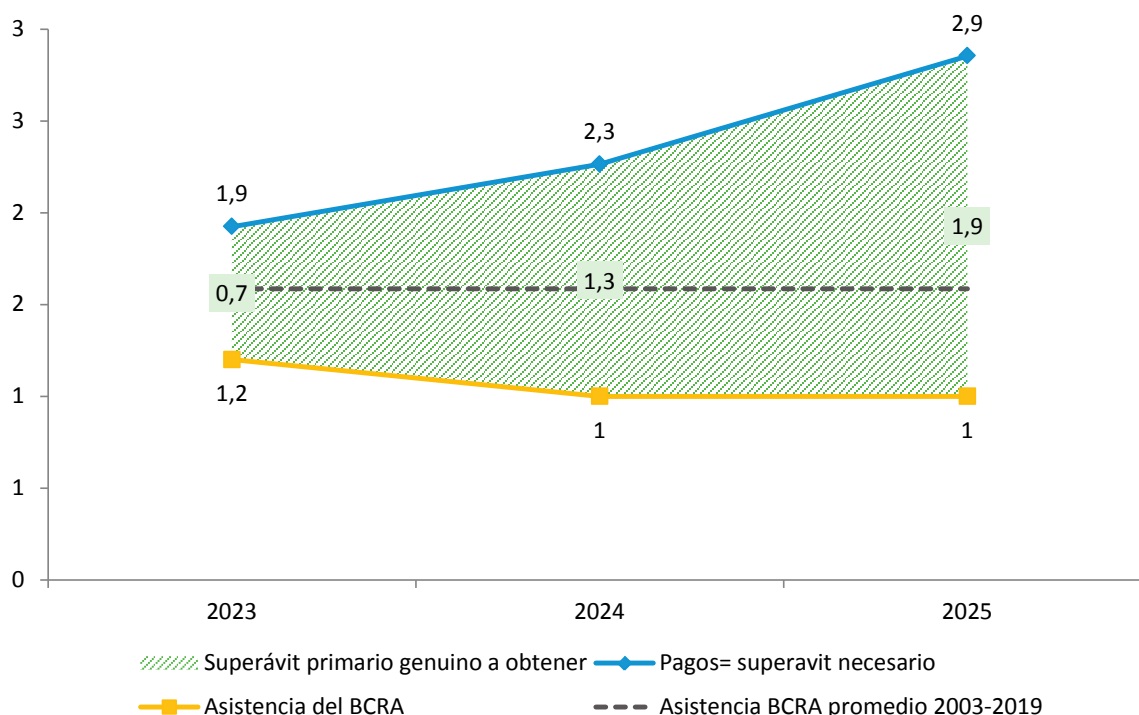


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Si se considera que será difícil renunciar a la Asistencia del BCRA al Tesoro en el corto plazo, y se asume una asistencia de 1,2% del PIB en 2023 y del 1% a partir de entonces (sería del 2,1% en 2021), entonces se requerirá un superávit primario de 0,7% del PIB en 2023, para transitar la “senda sustentable” en materia fiscal. Aquí se percibe una inconsistencia en el proyecto de presupuesto para 2022, que prevé un déficit primario de 3,3% ese año, lo cual requeriría un ajuste fiscal de 4,1 puntos del PIB en un solo año, para llegar al mencionado superávit de 0,7% en 2023.

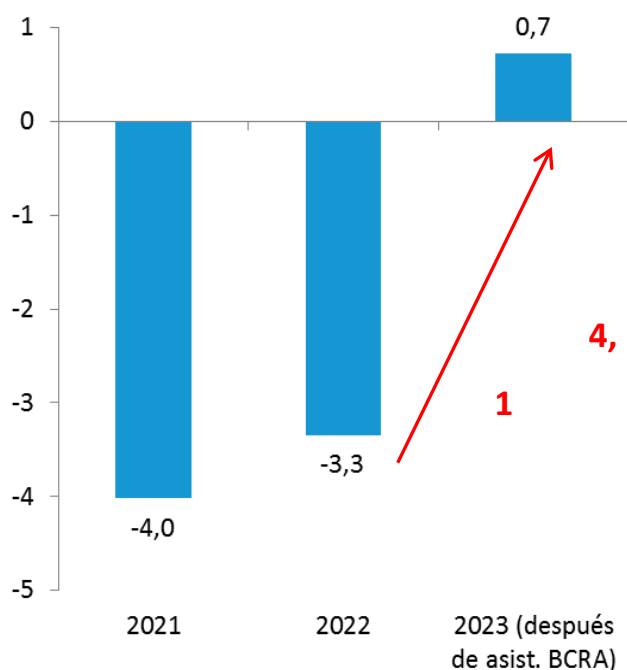
Claramente se requiere un déficit fiscal mucho menor en 2022 que el previsto en el proyecto de presupuesto, de modo que el escalón de mejora en el resultado fiscal que se necesite en 2023 no resulte tan elevado. Dado que se trata de los dos últimos años del actual período de gobierno, para ordenar los incentivos de economía política podría colaborar en forma crucial un acuerdo con el FMI a comienzos de 2022, que evite los comportamientos fiscalmente oportunistas.

Superávit primario necesario y asistencia del BCRA (2023-2025. En % PIB)



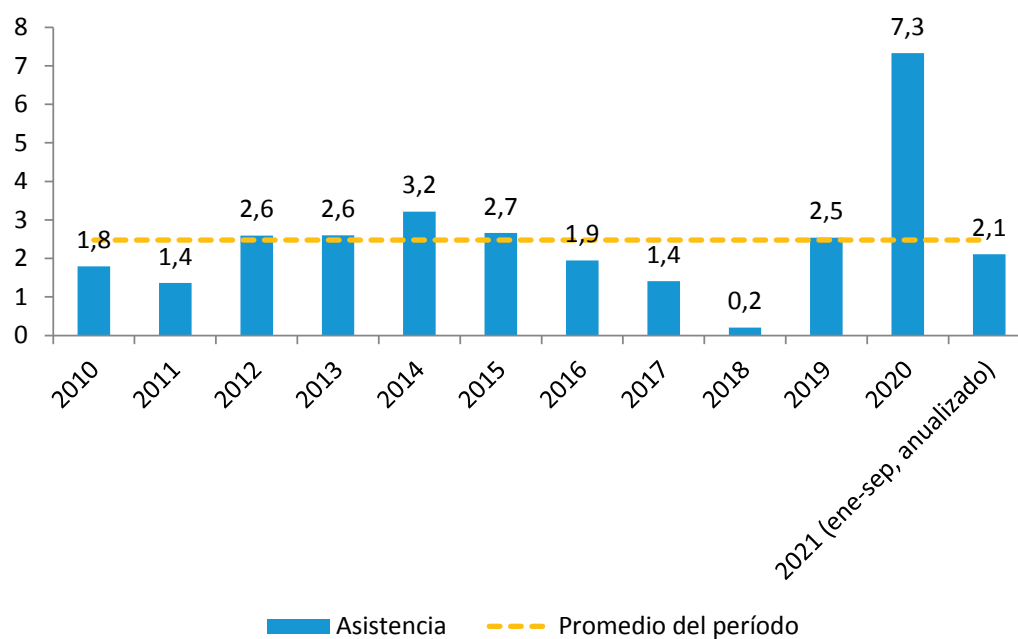
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Ajuste necesario para llegar al superávit requerido de 2023 (En % PIB)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Asistencia del BCRA al Tesoro (2010-2021. En % PIB)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

En Foco 1

Si las ganancias empresariales explicaran la inflación, la Argentina sería un país estable (o en deflación)

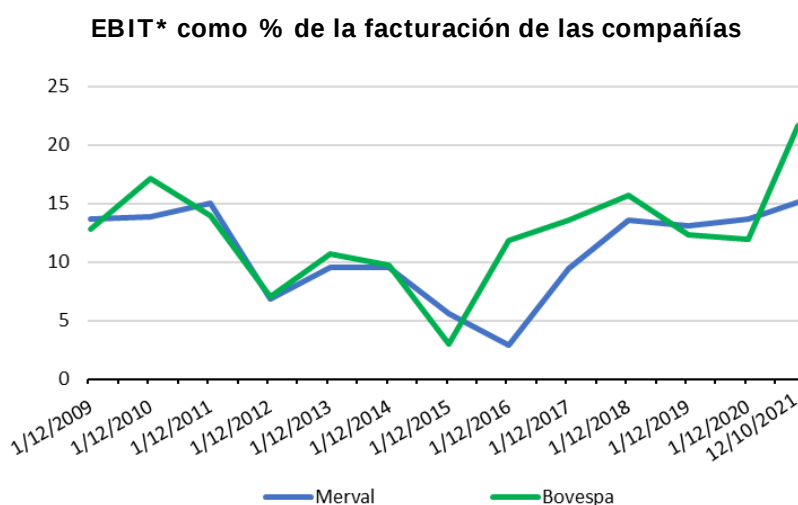
Jorge Vasconcelos

- La lógica subyacente en las medidas de congelamiento de precios al consumidor tiene que ver con la presunción de un “exceso” en los márgenes de ganancias de las empresas, con subas de precios que habrían evolucionado por encima de la trayectoria de los costos. Con esa lógica se conjetura que los congelamientos habrán de producir efecto positivo sobre la demanda agregada, ya que no existirían riesgos de caída de las inversiones de los sectores afectados ni de desabastecimiento en los mercados alcanzados por las medidas. Es una apuesta muy fuerte, pese a que no existen evidencias que la avalen
- Si se utilizan los ratios habituales de rentabilidad y/o flujo de caja de los balances de las compañías que cotizan en bolsa, de allí no surge ningún tipo de anomalía que justifique aquella presunción. Las ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT) son equivalentes al 15,1 % de la facturación en el consolidado de empresas que cotizan en el Merval, o sea 6,5 puntos porcentuales menos que el ratio de 21,6 % de las firmas que cotizan en la Bolsa de San Pablo. No existe correlación con los datos de inflación, que muestran una brecha de 5 a 1 entre la suba de precios anualizada de la Argentina y la de Brasil
- Una compañía promedio del Bovespa vale el EBITDA que genera multiplicado por 7,2, mientras que una firma promedio del Merval es valuada multiplicando sólo por 1,8 el EBITDA correspondiente. Este ratio es crucial a la hora de decidir inversiones y calibrar el volumen de la ampliación de los emprendimientos. Después de todo, una muy reducida valorización de las firmas en relación a su flujo de caja está reflejando un combo de factores que deterioran el clima de negocios: falta de previsibilidad, riesgo país elevado, desaliento en las expectativas
- Luego de una pausa de un par de trimestres, el ritmo de la emisión monetaria de este segundo semestre de 2021 ha regresado al patrón de 2020, por lo que no habrá que sorprenderse si antes de fin de año y, sobre todo, en la primera parte de 2022, la variación de la base monetaria retorne al andarivel del 50 % interanual. Hay que prever en un horizonte cercano un resurgir de las presiones inflacionarias, que se habrán de potenciar por la recomposición de precios que se están rezagando (inflación reprimida), caso del tipo de cambio, las tarifas y también los de los productos de la canasta familiar que acaban de ser congelados con vigencia desde el 1ro de octubre. Esto puede tener efecto negativo sobre el nivel de actividad, tal como ocurrió con el bache del PIB del segundo trimestre de este año (en relación al primero)

- Dada la herencia que el 2021 le está dejando al año próximo, para evitar riesgos de una espiralización de la inflación, se habrá de necesitar recortar a la mitad el déficit primario del sector público nacional. El tamaño de este ajuste quizá sea la principal dificultad para un arreglo rápido con el FMI, pero visto desde la urgencia de encarrilar la macro de nuestro país, es la tarea en la que habría que concentrarse, tratando de quitar del presupuesto todos los gastos prescindibles, en lugar de imaginar que puedan dar resultado medidas que hace siglos no funcionan

La lógica subyacente en las medidas de congelamiento de precios al consumidor tiene que ver con la presunción de un “exceso” en los márgenes de ganancias de las empresas, con subas de precios que habrían evolucionado por encima de la trayectoria de los costos. Con esa lógica se conjetura que los congelamientos habrán de producir efecto positivo sobre la demanda agregada, ya que no existirían riesgos de caída de las inversiones de los sectores afectados ni de desabastecimiento en los mercados alcanzados por las medidas. Es una apuesta muy fuerte, pese a que no existen evidencias que la avalen: si se utilizan los ratios habituales de rentabilidad y/o flujo de caja de los balances de las compañías que cotizan en bolsa, de allí no surge ningún tipo de anomalía que justifique aquella presunción.

Además, si se comparan los ratios locales con los de países vecinos, caso de Brasil, tampoco se ven “puntos fuera de la línea”. Por ejemplo, los últimos datos muestran que las ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT en la jerga) fueron equivalentes al 15,1 % de la facturación en el consolidado de empresas que cotizan en el Merval, o sea 6,5 puntos porcentuales menos que el ratio de 21,6 % de las firmas que cotizan en la Bolsa de San Pablo, no existiendo correlación con los datos de inflación, que muestran una brecha de 5 a 1 entre la suba de precios anualizada de la Argentina y la de Brasil.



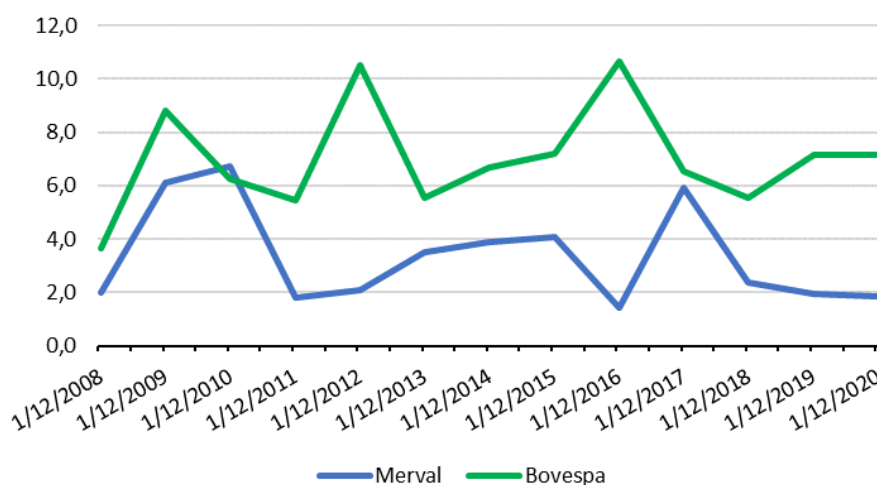
*ganancias antes de intereses e impuestos

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a fuentes del mercado bursátil

Hay momentos del ciclo económico de cada país en el que, por diversas razones, las presiones inflacionarias subyacentes, antes de manifestarse en la variación del índice de Precios al Consumidor, se expresan en lo que se llama la “inflación de activos”, que abarca desde la revaluación de propiedades e inmuebles, hasta el valor de las empresas y, en particular, de las acciones de las cotizantes en bolsa. Pero, a juzgar por la evolución del Merval, la Argentina debería estar sufriendo un fenómeno deflacionario (lo opuesto a inflacionario) por el lado del valor de los activos.

Obsérvese al respecto que el valor de las empresas en la Argentina equivale a una cuarta parte del de las firmas brasileñas, para un nivel similar de flujo de caja. Esto surge de la relación entre el precio de las acciones y el EBITDA (Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones). Una compañía promedio del Bovespa vale el EBITDA que genera multiplicado por 7,2, mientras que una firma promedio del Merval es valuada multiplicando sólo por 1,8 el EBITDA correspondiente. A la inversa, para equiparar el valor de una empresa brasileña, una firma local necesitaría ganar 4 veces en términos de su facturación.

Precio de las compañías/EBITDA*



*ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a fuentes del mercado bursátil

Hay que subrayar que estas comparaciones están lejos de ser un “juego” algebraico, ya que el valor de las empresas como múltiplo de su rentabilidad es absolutamente crucial a la hora de decidir inversiones y calibrar el volumen de la ampliación de los emprendimientos. Después de todo, una muy reducida valorización de las firmas en relación a su flujo de caja está reflejando un combo de factores que deterioran el clima de negocios: falta de previsibilidad, riesgo país elevado, desaliento en las expectativas, entre otros determinantes.

Y en una economía en la que se intenta esconder los desequilibrios macroeconómicos bajo cepos y controles de diverso tipo, terminan aflorando efectos colaterales de segunda y tercera ronda: precios múltiples para el tipo de cambio, congelamientos intermitentes del precio de diversos bienes y servicios, entre otros, deprimiendo aún más el valor de las empresas en relación a su capacidad de generar flujos de caja (y pagar impuestos, dicho sea de paso).

Al respecto, es ilustrativa nuevamente la comparación con Brasil. Obsérvese que antes de la era de los cepos de Argentina, que arrancó hacia fin de 2011, el valor de las empresas como múltiplo de su generación de caja era similar entre ambos socios del Mercosur, fluctuando entre 6 y 8 veces para el caso de los años 2009 y 2010. Es a partir de fin de 2011 que ambas curvas se separan, en una trayectoria que llega hasta el presente. Así, los cepos locales consolidan el escenario por el cual las empresas de Brasil valen cuatro veces más que las argentinas para un similar flujo de caja en términos de la facturación.

Las presiones inflacionarias y la emisión monetaria

Respecto de la inflación, hay otros indicadores que muestran verdadera correlación y sobre los cuales los mecanismos de cepo o controles no tienen efecto, lo que nos coloca en el “peor de los mundos”. Como es sabido, durante el 2020 hubo un uso intenso de la emisión monetaria por motivo fiscal y cuasi fiscal (intereses de los pasivos remunerados del BCRA), al punto que por esos dos vectores se emitieron 2,6 millón de millones, equivalentes al 9,6 % del PIB del año pasado.

Por esa dinámica, hacia setiembre de 2020 la base monetaria alcanzaba una variación de 72 % contra igual mes de 2019 y, aunque a partir de allí las mediciones interanuales registraron una sostenida desaceleración, el rezago con el que opera esta variable sobre la inflación hizo que los meses de marzo y abril de 2021 hayan marcado picos en la variación mensual del IPC.

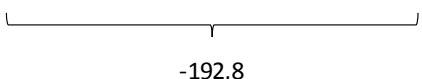
Luego de una pausa de un par de trimestres, el ritmo de la emisión monetaria de este segundo semestre de 2021 ha regresado al patrón de 2020, por lo que no habrá que sorprenderse si antes de fin de año y, sobre todo, en la primera parte de 2022, la variación de la base monetaria retorna al andarivel del 50 % interanual.

Hay que prever en un horizonte cercano un resurgir de las presiones inflacionarias, que se habrán de potenciar por la recomposición de precios que se están rezagando (inflación reprimida), caso del tipo de cambio, las tarifas y también los de los productos de la canasta familiar que acaban de ser congelados con vigencia desde el 1ro de octubre. El resurgir de las presiones inflacionaria tiene efecto negativo sobre el nivel de actividad, tal como ocurrió con el bache del PIB del segundo trimestre de este año (en relación al primero)

Si se suma la emisión de origen fiscal más los intereses devengados por los pasivos remunerados del BCRA (Leliq y pases), se tiene que esos dos vectores se ubicaban en el andarivel de los 137 mil millones de pesos por mes, promedio, a lo largo del primer semestre de 2021. El salto de trayectoria ha sido notable en lo que va del segundo semestre, pasando a una emisión promedio de 354 mil millones de pesos por mes, multiplicando por 2.6 los guarismos de la primera parte del año.

Emisión de origen fiscal y cuasifiscal y canalización del exceso de pesos

(en miles de millones de pesos, promedio mensual)

Promedio mensual	Emisión fiscal + cuasi	Esterilización MULC	Esterilización AL30	Pasivos remunerados BCRA	Reservas netas (en millones de dólares)
2020	231,16	-39,4	-4,3	-134	-700
Primer semestre 2021	136,6	73,8	-21,7	-144,2	500
Tercer trimestre 2021	353,3	-61,3	-63,3	-160,3	-1200
Diferencia entre el tercer trimestre y primer semestre	216,7	-135,1	-41,6	-16,1	-1700
					-192,8

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base BCRA

Entre julio y setiembre, una fracción importante del exceso de pesos que generó ese cambio en la política se canalizó hacia dólares disponibles. Así fue como, por vía del mercado oficial como de la “flotación sucia” del CCL, abastecer esa demanda le significó al Banco Central perder reservas netas a un ritmo superior a los mil millones de dólares mes. Las nuevas restricciones dispuestas por el BCRA la semana pasada para acceder a divisas tanto por comercio exterior como por el CCL tendrán como efecto colateral una menor fluidez en el abastecimiento de productos importados, con trabas adicionales al proceso productivo y un nuevo envión a la suba de los precios mayoristas.

A su vez, con las reservas llegando a un piso, se pierde el instrumento de esterilización que significa retirar pesos excedentes a cambio de dólares. En este sentido, el escenario de los próximos meses es más complejo que el 2020: a principios del año pasado, las reservas netas del Banco Central alcanzaban los 13,7 mil millones de dólares, por lo que la venta de divisas por parte de la autoridad monetaria fue un instrumento de esterilización de primer orden, aunque se sacrificaron reservas a un ritmo de 700 millones de dólares por mes. Ahora, esa tarea descansará casi exclusivamente en el aumento del stock de Leliq y pases, pero esto a su vez engordará cada vez más la cuenta de intereses de los pasivos remunerados del Central. Así, sólo por este vector, puede estimarse para 2022 que la emisión de origen cuasifiscal se estará aproximando al equivalente a 3,6 % del PIB.

Dada la herencia que el 2021 le está dejando al año próximo, para evitar riesgos de una espiralización de la inflación, se habrá de necesitar recortar a la mitad el déficit primario del sector público nacional. El tamaño de este ajuste quizá sea la principal dificultad para un arreglo rápido con el FMI, pero visto desde la urgencia de encarrilar la macro de nuestro país, es la tarea en la que habría que concentrarse, tratando de quitar del presupuesto todos los gastos prescindibles, en lugar de imaginar que puedan dar resultado medidas que hace siglos no funcionan.

En Foco 2

Turismo interno con un boom el fin de semana largo permite actualizar las perspectivas

Marcos Cohen Arazi y Lautaro Carranza

- Durante el último fin de semana largo de octubre la cantidad total de turistas y el gasto real promedio por turista crecieron 56% y 36%, respectivamente, en comparación al mismo fin de semana de 2019, según datos de CAME. Es la primera señal fuerte de recuperación a niveles pre pandemia, dado que, durante el verano, semana santa, las vacaciones de invierno y el fin de semana largo de agosto, no se había verificado una situación semejante
- Por su parte, en las últimas cuatro semanas el interés en búsquedas de alojamientos se ubicó 3% por encima de los niveles pre pandemia (mismas cuatro semanas de 2019). El mayor nivel de interés en todo 2021 se ha dado en la semana del 26 de septiembre al 2 de octubre, semana previa al último fin de semana largo de octubre. Sin embargo, en casi todo el 2021 el interés se ubicó bastante por debajo de los niveles pre pandemia: en el periodo enero-septiembre de 2021, el interés alcanzó solo el 67% del nivel pre pandemia
- La situación del turismo internacional aún resulta sumamente crítica dado que continúa siendo prácticamente nulo. En 2019 los viajeros no residentes representaron el 22% del total de viajeros en Argentina, sin embargo, estos explicaron casi la mitad (49%) del total del gasto turístico nacional. Además de no generar divisas, la falta de turismo receptivo afecta severamente a las regiones más enfocadas en los viajeros internacionales

Recuperación incipiente, ya sobre el final del año

El pasado fin de semana de octubre ha sido la primera señal desde el comienzo de la pandemia de la recuperación del turismo interno a sus niveles pre-pandemia, incluso sobrepasándolos. Luego de más de un año y medio sumamente crítico para todo el sector turístico nacional, las cifras alcanzadas durante el corriente mes de octubre dejan una expectativa muy optimista de cara a los próximos meses.

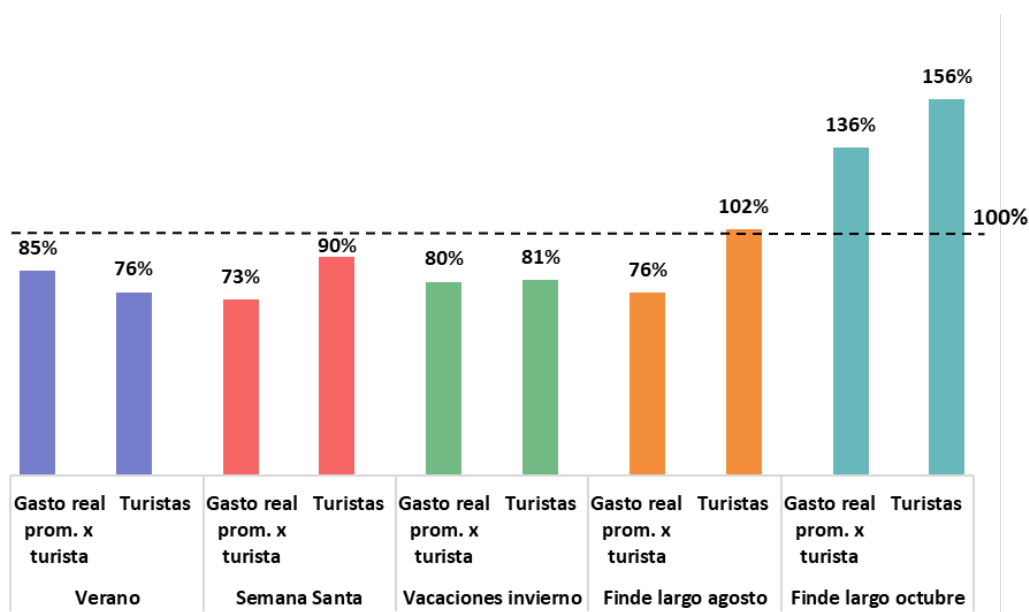
Desde el jueves 7 hasta el lunes 11 de octubre, 1.65 millones de turistas y 2.62 millones de excursionistas recorrieron el territorio argentino, alcanzando un total de 4.23 millones de personas viajando. En comparación al mismo fin de semana de 2019, la cantidad de turistas creció 56%, mientras que la cantidad de excursionistas aumentó 43%, de acuerdo con cifras de CAME.

El gasto turístico promedio diario por turista, no obstante, cayó 14% respecto a los niveles pre pandemia de 2019 debido a una mayor duración promedio de las estadías. Lo mencionado corresponde, como en las cifras anteriores, al desempeño durante el fin de semana largo de octubre.

Observando el panorama global de lo que va del año, queda más claro lo incipiente y focalizado del repunte. Durante los fines de semana largos anteriores, como también durante la temporada de verano, tanto la cantidad de turistas como el gasto real promedio por turista estuvieron por debajo de los niveles pre pandemia. Así, durante la temporada de verano el gasto promedio por turista fue del 85% de los niveles pre pandemia (en moneda constante), mientras que la cantidad de turistas llegó al 76% de la cantidad que hubo durante la temporada de verano de 2019. En semana santa, el gasto por turista alcanzó el 73% del nivel alcanzado durante el mismo fin de semana de 2019, al tiempo que la cantidad de turistas fue del 90% de los niveles pre pandemia. En vacaciones de invierno, el gasto por turista y la cantidad total de turistas alcanzaron el 80% y 81%, respectivamente, de los niveles pre pandemia; y luego, durante el fin de semana largo de agosto, el gasto representó el 76% de los niveles pre pandemia, al tiempo que la cantidad total de turistas superó ligeramente la que hubo durante tal fin de semana de 2019.

Gasto promedio por turista y cantidad de turistas

Comparación con 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de CAME. Nota: El gasto ha sido medido en unidades monetarias de valor constante.

El buen desempeño durante el fin de semana largo más reciente, se evidencia en altos niveles de ocupación, informados por autoridades y referentes de cámaras empresariales, entre los que se destacan: Bariloche, Puerto Iguazú, Villa General Belgrano, Calingasta, Lago Puelo y Esquel alcanzaron el 100% de ocupación; otras muy buenas tasas de

ocupación se dieron en: Cafayate (98%), El Calafate (95%), Villa Gesell (93%), Mar del Plata (92%), Quebrada de Humahuaca (90%) y Villa Carlos Paz (85%).

Otras métricas de turismo interno

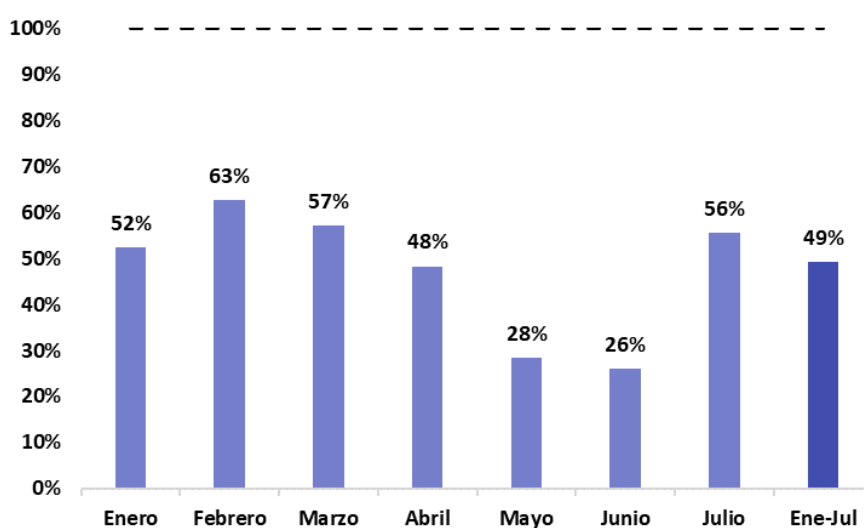
La referencia a los datos de CAME resulta oportuna debido a que la estadística oficial lleva un importante retraso, aunque es útil para confirmar lo expresado respecto de los primeros meses del año. A partir de las cifras de la Encuesta de Ocupación Hotelera (INDEC), se analiza la evolución hasta el mes de julio. Luego, para una mayor actualización, se examina el tráfico de búsquedas en Google relacionadas con alojamientos (información ofrecida por la herramienta Google Trends), que cuenta con datos hasta comienzos de octubre.

Durante el mes de julio de 2021 la cantidad total de viajeros residentes en todo el país fue de 917 mil personas, reflejando esta cifra una caída de 44% con respecto al mismo mes de 2019. De esta forma, puede afirmarse que el turismo interno (viajeros residentes) en Argentina durante el mes de julio ha funcionado al 56% del nivel pre pandemia. Durante 2021, el mes con mejor desempeño relativo ha sido el de febrero, que ha alcanzado el 63% del nivel pre pandemia. Por su parte, el mes de junio ha sido el de peor desempeño, ya que durante tal mes el turismo interno argentino funcionó al 26% de los niveles pre pandemia (la caída fue 74%); le sigue mayo, mes en el cual se alcanzó el 28% de la cantidad total de viajeros residentes de mayo de 2019.

Considerando el acumulado entre enero y julio de 2021, el turismo interno argentino (viajeros residentes) ha funcionado al 49% de los niveles pre pandemia.

Viajeros residentes hospedados en 2021 (cifras EOH-INDEC)

Comparación con meses de 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de EOH (INDEC).

La cantidad de viajeros totales hospedados en el país (residentes y no residentes) en el periodo enero-julio de 2021 fue de 4.82 millones de personas, cifra que resultó 61% menor que el total alcanzado de 12.4 millones de personas durante los primeros siete meses de 2019. Entre estos dos periodos, la caída de viajeros residentes fue de 51%, mientras que la de no residentes fue de 98%.

Entre las regiones relevadas por la EOH, la que ha sufrido una mayor caída en la cantidad de viajeros residentes durante los primeros siete meses del año (versus los niveles pre pandemia) es la región de CABA (-73,3%), seguida por el Litoral (-58%) y Buenos Aires (-51,9%). La de menor caída entre las regiones consideradas es la región de la Patagonia (-35,5%).

Como la estadística oficial de ocupación hotelera y viajeros lleva un retraso de casi tres meses, es necesario recurrir a otras fuentes de información. Por ello, para analizar la dinámica reciente del turismo interno argentino puede observarse el tráfico de búsquedas en Google relacionadas con alojamientos, información que es ofrecida por la herramienta Google Trends.

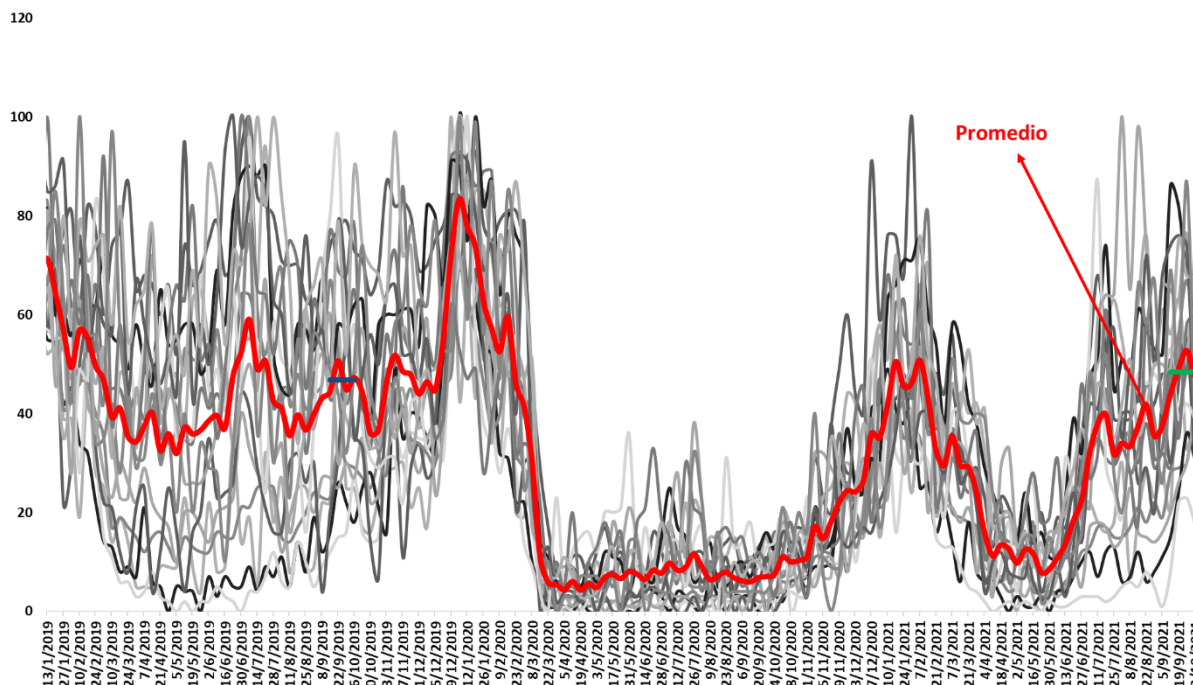
Se considera que la dinámica que exponen estos datos puede ser un indicador aproximado del interés por viajar a cada ciudad, sin embargo, es importante destacar que no necesariamente existe una conversión directa entre las búsquedas y la concreción real de una reserva, pero en general existe una correlación muy alta entre ambas.

Analizando el tráfico promedio de búsquedas relacionadas con alojamientos en las 17 ciudades argentinas con mayor cantidad de viajeros según la Encuesta de Ocupación Hotelera de INDEC, se observa un muy buen desempeño en las últimas semanas (la última semana en el periodo considerado es la del 3 al 9 de octubre). Considerando el promedio de las últimas cuatro semanas con datos disponibles, el interés promedio por búsquedas relacionadas con alojamientos se ubicó 3% por encima de los niveles pre pandemia (mismas cuatro semanas de 2019).

El mayor nivel de interés en todo 2021 se ha dado en la semana del 26 de septiembre al 2 de octubre, semana previa al último fin de semana largo que, como se ha visto, ha tenido un muy buen desempeño en términos de cantidad total de viajeros y gasto real promedio por turista.

Volumen semanal de búsquedas relacionadas con turismo interno

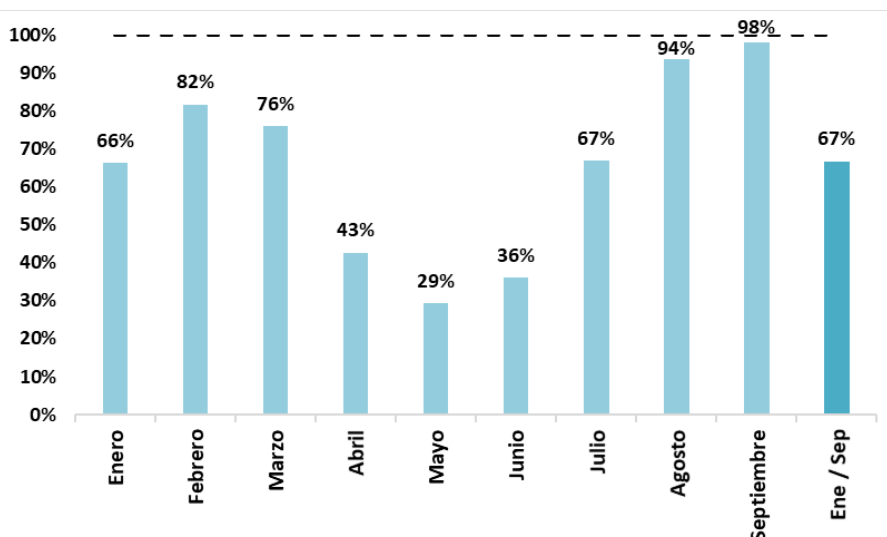
Índice de búsquedas “hotel + ciudad” o “cabaña + ciudad” – 17 ciudades de Argentina

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends.*

Este repunte y acercamiento a los niveles pre pandemia en el interés online por hacer turismo es la primera vez que se observa. En el periodo enero-septiembre de 2021, el tráfico promedio de búsquedas relacionadas con alojamientos se ubicó 33% por debajo del nivel alcanzado durante el mismo periodo de 2019; en otras palabras, el interés alcanzó dos tercios (67%) del nivel pre pandemia.

Analizando la dinámica mes a mes, puede observarse que, durante la primera parte del 2021, el mes con mayor acercamiento a los niveles pre pandemia fue el mes de febrero, que alcanzó el 82% del nivel de febrero 2019. Luego se observó un deterioro progresivo, alcanzándose en mayo apenas un 29% de los niveles de interés pre pandemia (es decir, la caída en tal mes fue de 71% versus mayo 2019).

En los meses siguientes la mejora fue sostenida, alcanzándose el 36% en junio (versus junio 2019), 67% en julio, 94% en agosto y 98% en septiembre, de los niveles alcanzados en tales meses de 2019.

Volumen mensual promedio de búsquedas relacionadas con turismo interno**Comparación con meses de 2019**

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends.

En esta recuperación ha colaborado notoriamente la segunda edición del programa PreViaje, que estimula los viajes para los próximos meses y ya influye en las búsquedas, fruto de su anuncio reciente. Este programa ofrece un 50% de reintegro de los gastos turísticos para volver a gastar durante el mismo viaje o posteriormente. En esta segunda edición, según comunicaciones gubernamentales, más de un millón de personas ya se han beneficiado del programa PreViaje y, además, ya se han ingresado comprobantes por más de \$17.000 millones. Si bien las cifras son alentadoras, es importante destacar que dicha cifra equivale a representar el 10% del gasto en turismo interno realizado durante el año 2019, de modo que el programa resulta en un disparador, pero debe complementarse con un incremento mayor del gasto turístico para dar lugar a una recuperación que permita la viabilidad de las empresas del sector. Además, sus efectos no son homogéneos en todo el territorio, de acuerdo a cómo se está dando su aprovechamiento por parte de público. Entre los destinos más elegidos para el PreViaje, según anuncios oficiales, se encuentran: Bariloche, Ushuaia, El Calafate, Puerto Iguazú, Salta, Mendoza, San Martín de los Andes, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Mar del Plata y Villa La Angostura.

Turismo internacional en crisis

Lo planteado respecto del turismo interno resulta auspicioso, como fue señalado, aunque debe resaltarse que la situación del turismo receptivo aún es muy desfavorable. Se trata de un aspecto crítico considerando que muchas regiones argentinas dependen fuertemente del turismo internacional.

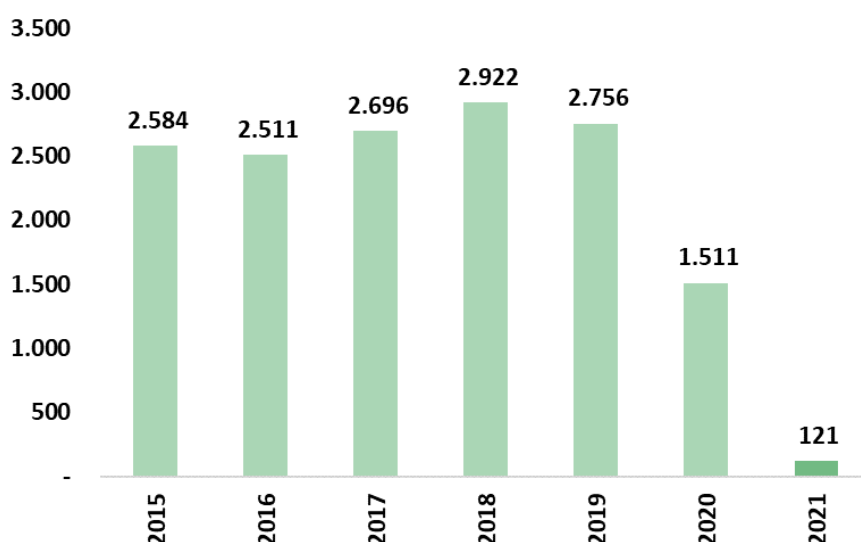
La provincia que más depende de la llegada de turistas internacionales es Santa Cruz, teniendo en cuenta que en 2019 el 58% del total de viajeros fueron viajeros no residentes. Le siguen en importancia de viajeros internacionales la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (turistas no residentes tuvieron una participación del 51% en 2019), Tierra del Fuego (48%), Mendoza (39%) y Misiones (39%).

En este sentido, también es importante destacar que el gasto turístico realizado por los turistas internacionales dentro de Argentina tiene una gran participación dentro del total de gasto turístico nacional; en 2019 el gasto turístico del turismo receptivo representó casi la mitad (49%) del total del gasto turístico en el país, siendo que los viajeros no residentes representaron apenas el 22% del total de viajeros ese año.

Además, debido a que el turismo internacional sigue siendo prácticamente nulo (el turismo receptivo por todas las vías en enero-julio funcionó solo al 1,8% de los niveles pre pandemia), otro gran problema de este fenómeno es la gran cantidad de divisas por turismo que dejan de ingresar al país. Durante el primer semestre han ingresado al país solo U\$S 121 millones por la cuenta “Viajes” (Balanza de pagos, INDEC), es decir, apenas 4% del total de divisas que ingresaron por esta vía durante el primer semestre de 2019 (U\$S 2.756 millones). En otras palabras, al estar el turismo internacional prácticamente paralizado, se están perdiendo alrededor de 96% de divisas que ingresaban por turismo. El turismo emisor, por su parte, también se encuentra muy limitado, ya que representa en torno al 5,3% del nivel que experimentó en 2019.

Ingreso de divisas por la cuenta “Viajes” del Balance de Pagos

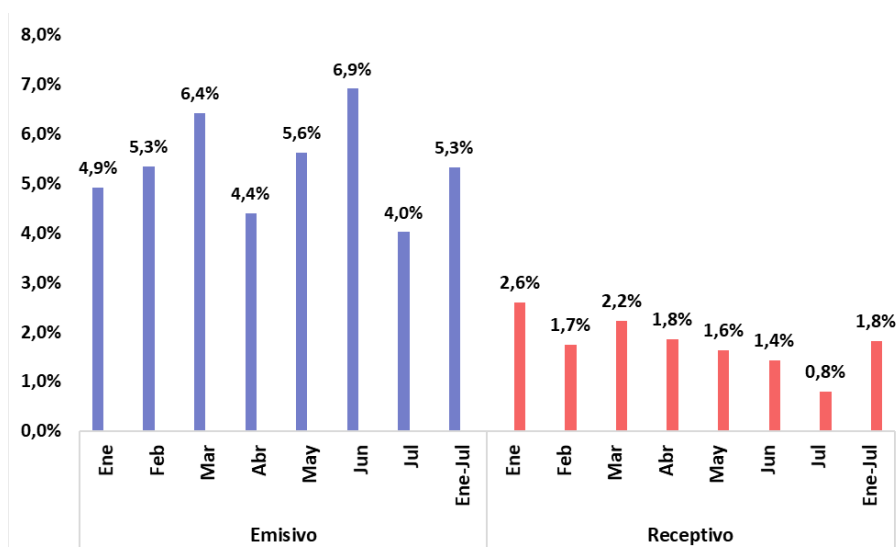
En millones de dólares. Acumulado primeros semestres



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de INDEC.

Turismo emisor y turismo receptivo por todas las vías de transporte

Comparación con meses de 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de ETI (INDEC).

La recuperación de los turistas internacionales es, sin duda, uno de los mayores desafíos para poder revitalizar la actividad turística en todo el territorio nacional, como también para regenerar la capacidad de generación de divisas a través del turismo.