



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 30 - Edición N° 1388 - 11 de Noviembre de 2021

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Vasconcelos y Guadalupe Gonzalez

Después de las legislativas, ¿pragmatismo o intensificación de controles?

En Foco 1 – Laura Caullo y Azul Chincarini

El dato regional de la semana:

En la última década cayó el salario real en todas las provincias y sólo diez de ellas tienen hoy más empleo

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*****Después de las legislativas, ¿pragmatismo o intensificación de controles?***

- Aún con sus crisis recurrentes, no ha sido común en la Argentina la existencia de brechas cambiarias por encima del 100 % que hayan perdurado por demasiado tiempo. En la década del 80 hubo dos momentos en los que la brecha cambiaria superó el 100 %, en la Guerra de Malvinas y durante la hiperinflación, pero se trató de fenómenos fugaces. Hay que remontarse a la década del 70 para encontrar brechas cambiarias superiores al 100%, que a su vez perduraron a lo largo de varios años, con el pico de 370 %, durante el “Rodrigazo”, de acuerdo a los datos de la consultora FMyA
- En realidad, la evolución del precio del dólar en el mercado libre, ahora en el andarivel de los 200 pesos, tiende a reflejar desequilibrios monetarios. Comparando la evolución de la “Base Monetaria Amplia” con la de las reservas brutas del Banco Central, se tiene que a fin de octubre se contabilizaban 188,1 pesos de la BMA por cada dólar de las reservas brutas, cuando a fin de 2020 ese ratio había sido de 131,4 y de 66,0 a fin de 2019
- Por otra parte, para la magnitud de la brecha cambiaria importa también la trayectoria del tipo de cambio en términos reales en el mercado oficial. Calibrar el grado de “atraso cambiario” (sobreevaluación del peso) en el presente es, de todos modos, “materia opinable”, siendo que fuentes oficiales prefieren usar la referencia del tipo de cambio bilateral entre el dólar y el peso, que muestra que la paridad actual se encuentra bastante alineada con el promedio del período que va entre 1997 y 2021. Sin embargo, contradice ese argumento el hecho que desde 1997 se ha acumulado una diferencia de 19,5 puntos entre la mejora de la Productividad Total de Factores de los Estados Unidos y la caída experimentada por la Argentina
- Utilizando como deflactor el gasto público en pesos corrientes, en lugar del IPC, para calcular el tipo de cambio real; la referencia que dan las paridades con el real brasileño y el peso chileno; o el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos, pero corregido por productividad, se llega a números parecidos, respecto de la posible sobrevaluación del peso en términos reales en el mercado oficial de cambios.
- ¿Qué herramientas existen para limitar el traspaso a precios de una eventual devaluación?. Hay una gama amplia, desde las más heterodoxas a las más ortodoxas. Entre las opciones del catálogo “heterodoxo” se encuentra la típica “devaluación compensada”, que implica una suba de retenciones a las exportaciones al mismo tiempo que se anuncia el ajuste del tipo de cambio. A su vez, la modificación de los impuestos a las exportaciones podría ser exclusiva para el complejo agroindustrial, o para todos los sectores; también podría ser transitoria o permanente, entre otras variantes
- Dentro del catálogo más “ortodoxo”, se intenta que una devaluación sea “exitosa” (en el sentido de cambiar los precios relativos de una vez) a través del anclaje de las expectativas inflacionarias, lo cual requiere dosis de política fiscal y monetaria más contractivas, o menos expansivas, según el mix a adoptar. Si fuera por este camino, el gobierno debería modificar la meta de déficit primario para 2022, ya que el rojo de 3,3 % proyectado en el Presupuesto es incompatible con el objetivo de anclar las expectativas
- Por el momento, sólo se trata de conjeturas, sin que el gobierno haya dado señales claras respecto del rumbo que habrá de tomar tras las elecciones de este domingo, ni tampoco del timing para ejecutarlas. Pero, del otro lado, hay múltiples urgencias que sugieren que la Administración no debería dejar pasar un día tras los comicios, no sólo por el poco tiempo que queda para cerrar negociaciones con el FMI y evitar el default con los organismos

- Desde principios de 2019, el Índice de Precios al Consumidor (hasta setiembre), ha subido un 187 %, los precios mayoristas lo hicieron un 200%, pero el promedio simple de las tarifas de electricidad, agua y gas lo ha hecho apenas un 52 % en CABA. Se trata de una situación insostenible, por la magnitud de los subsidios involucrados y por el hecho que la única forma de financiarlos ha pasado a ser la emisión monetaria

En Foco 1:

16

El dato regional de la semana: En la última década cayó el salario real en todas las provincias y sólo diez de ellas tienen hoy más empleo

- 13 de 23 provincias tienen una mayor proporción de empleo público que de empleo privado registrado. En la cima de este ranking se encuentra La Rioja y en la base Córdoba
- El empleo asalariado registrado del sector privado, se encuentra a niveles similares a los experimentados en el primer trimestre 2011. A nivel provincial, la caída de los puestos de trabajo privados ha resultado heterogénea, siendo las provincias de Catamarca (-13%), La Rioja (-10%) y San Juan (-7%) las más afectadas. Mientras, Neuquén (+26%), Chaco (+11%) y Corrientes (+10%) ganaron puestos de trabajo en la comparación del primer semestre 2021 contra el primer semestre 2011
- Los salarios reales privados se encuentran en su piso más bajo en más de 10 años. Su evolución se manifiesta oscilante y descendiente, respondiendo al juego entre las negociaciones laborales y la inflación que los erosiona. Hacia el interior del país, todas las provincias han padecido una caída de las remuneraciones reales donde Tucumán (-26%), Neuquén (-19%) y Corrientes (-19%) se encuentran entre las más perjudicadas

Editorial

Después de las legislativas, ¿pragmatismo o intensificación de controles?

Jorge Vasconcelos y Guadalupe Gonzalez

- Aún con sus crisis recurrentes, no ha sido común en la Argentina la existencia de brechas cambiarias por encima del 100 % que hayan perdurado por demasiado tiempo. En la década del 80 hubo dos momentos en los que la brecha cambiaria superó el 100 %, en la Guerra de Malvinas y durante la hiperinflación, pero se trató de fenómenos fugaces. Hay que remontarse a la década del 70 para encontrar brechas cambiarias superiores al 100%, que a su vez perduraron a lo largo de varios años, con el pico de 370 %, durante el “Rodrigazo”, de acuerdo a los datos de la consultora FMyA
- En realidad, la evolución del precio del dólar en el mercado libre, ahora en el andarivel de los 200 pesos, tiende a reflejar desequilibrios monetarios. Comparando la evolución de la “Base Monetaria Amplia” con la de las reservas brutas del Banco Central, se tiene que a fin de octubre se contabilizaban 188,1 pesos de la BMA por cada dólar de las reservas brutas, cuando a fin de 2020 ese ratio había sido de 131,4 y de 66,0 a fin de 2019
- Por otra parte, para la magnitud de la brecha cambiaria importa también la trayectoria del tipo de cambio en términos reales en el mercado oficial. Calibrar el grado de “atraso cambiario” (sobreevaluación del peso) en el presente es, de todos modos, “materia opinable”, siendo que fuentes oficiales prefieren usar la referencia del tipo de cambio bilateral entre el dólar y el peso, que muestra que la paridad actual se encuentra bastante alineada con el promedio del período que va entre 1997 y 2021. Sin embargo, contradice ese argumento el hecho que desde 1997 se ha acumulado una diferencia de 19,5 puntos entre la mejora de la Productividad Total de Factores de los Estados Unidos y la caída experimentada por la Argentina
- Utilizando como deflactor el gasto público en pesos corrientes, en lugar del IPC, para calcular el tipo de cambio real; la referencia que dan las paridades con el real brasileño y el peso chileno; o el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos, pero corregido por productividad, se llega a números parecidos, respecto de la posible sobrevaluación del peso en términos reales en el mercado oficial de cambios.
- ¿Qué herramientas existen para limitar el traspaso a precios de una eventual devaluación?. Hay una gama amplia, desde las más heterodoxas a las más ortodoxas. Entre las opciones del catálogo “heterodoxo” se encuentra la típica “devaluación compensada”, que implica una suba de retenciones a las exportaciones al mismo tiempo que se anuncia el ajuste del tipo de cambio. A su vez, la modificación de los impuestos a las exportaciones podría ser exclusiva para el complejo agroindustrial, o

para todos los sectores; también podría ser transitoria o permanente, entre otras variantes

- Dentro del catálogo más “ortodoxo”, se intenta que una devaluación sea “exitosa” (en el sentido de cambiar los precios relativos de una vez) a través del anclaje de las expectativas inflacionarias, lo cual requiere dosis de política fiscal y monetaria más contractivas, o menos expansivas, según el mix a adoptar. Si fuera por este camino, el gobierno debería modificar la meta de déficit primario para 2022, ya que el rojo de 3,3 % proyectado en el Presupuesto es incompatible con el objetivo de anclar las expectativas
- Por el momento, sólo se trata de conjeturas, sin que el gobierno haya dado señales claras respecto del rumbo que habrá de tomar tras las elecciones de este domingo, ni tampoco del timing para ejecutarlas. Pero, del otro lado, hay múltiples urgencias que sugieren que la Administración no debería dejar pasar un día tras los comicios, no sólo por el poco tiempo que queda para cerrar negociaciones con el FMI y evitar el default con los organismos
- Desde principios de 2019, el Índice de Precios al Consumidor (hasta setiembre), ha subido un 187 %, los precios mayoristas lo hicieron un 200%, pero el promedio simple de las tarifas de electricidad, agua y gas lo ha hecho apenas un 52 % en CABA. Se trata de una situación insostenible, por la magnitud de los subsidios involucrados y por el hecho que la única forma de financiarlos ha pasado a ser la emisión monetaria

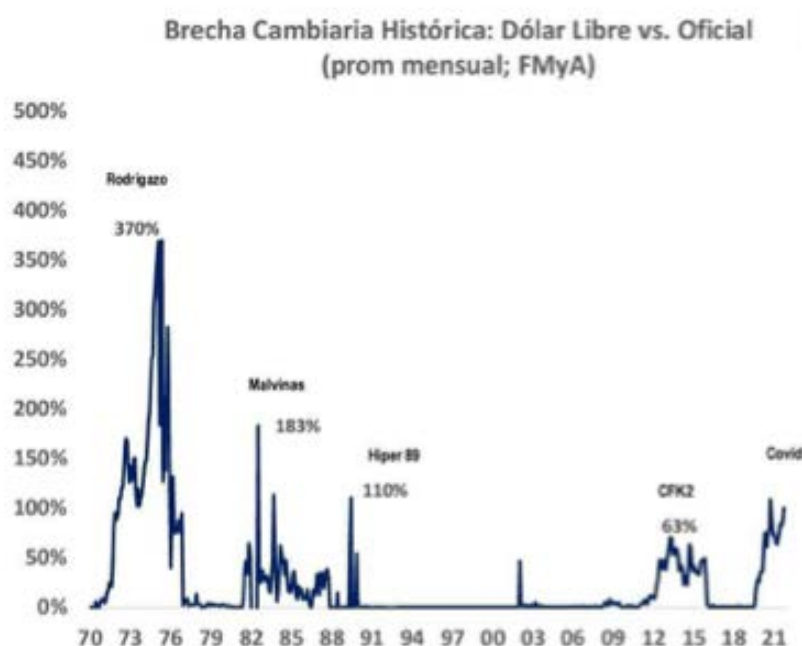
Más allá del resultado de los comicios del 14 de noviembre, lo lógico para cualquier gobierno a partir del día 15 sería enfocarse en llegar del mejor modo posible, en términos económicos y sociales, al siguiente desafío electoral, marcado para 2023. Por ende, la clave está en el diagnóstico subyacente de quien ejerza el liderazgo en el espacio oficialista. Si predomina la visión de que variables tales como la inflación y la brecha cambiaria se han escapado de control por la acción de los “especuladores” en el mercado, entonces no deberían sorprender, al menos inicialmente, medidas en línea con las adoptadas hasta aquí. En ese caso, el recurso de la emisión monetaria para financiar al Tesoro pasaría a ser excluyente, y la distorsión de precios relativos que ya se observa se acentuaría, al igual que las trabas al proceso productivo por falta de insumos importados. Si, en cambio, se asumiera, para seguir con el ejemplo, que la inflación por encima del 50 % anualizado y la brecha cambiaria en torno del 100% son apenas el síntoma de severos desequilibrios macroeconómicos que se están acumulando, entonces la dirección que habría de tomar la política económica sería muy distinta. En este último caso, un escenario en el que vuelva a reinar el pragmatismo, la inflación seguiría en un andarivel muy elevado, y el nivel de actividad apenas si despegaría, pero al menos podrían evitarse riesgos mayores, alejando el fantasma de un “Rodrigazo”.

Cuando se hicieron más severos los controles y el congelamiento de precios sobre productos de la canasta básica, se mostró en estos informes cómo la evolución muy acotada de la rentabilidad empresarial de ningún modo justificaba la visión de las presiones inflacionarias como una derivación de la ampliación de los márgenes operativos de las firmas. En forma análoga, la brecha no se explica por los “especuladores del mercado”, sino por la intensidad de los controles cambiarios en el contexto de, a) desequilibrios macro que se acumulan; b) de un ritmo ascendente de emisión monetaria para financiar el déficit fiscal, y c) de la falta de anclas firmes para las expectativas. Por ende, sin atacar la raíz de la cuestión, no hay forma de lograr que los controles produzcan efectos distintos a los ya observados. El problema está en que, cualitativamente, se agravarían los problemas para mantener la macro bajo control.

En las últimas décadas, la economía argentina registra distintos períodos en los que las condiciones macroeconómicas y la introducción de regímenes de control de cambios dieron lugar a la aparición de tipos de cambios múltiples, con una paridad oficial y diversas variantes de “mercados libres”. Aun dentro de esa experiencia, no ha sido común que brechas cambiarias por encima del 100 % hayan perdurado por demasiado tiempo.

En la década del 80, por ejemplo, hubo dos momentos en los que la brecha cambiaria superó el 100 %, uno en ocasión de la Guerra de Malvinas, en 1982, y otro durante la hiperinflación, en 1989, pero en ambos casos se trató de un fenómeno fugaz, una especie de “fogonazo”. A su vez, durante la vigencia del “cepo original”, entre fin de 2011 y fin de 2015, la brecha cambiaria osciló en torno al 45/50 %, con picos que se ubicaron por debajo del 70 %.

Hay que remontarse a la década del 70 para encontrar brechas cambiarias superiores al 100%, que a su vez perduraron a lo largo de varios años, pero se trató de una combinación inédita de crisis política con severas distorsiones de precios relativos y desequilibrios fiscales y monetarios. Fue en esa ocasión en la que se alcanzó una brecha cambiaria de 370 %, durante la explosión del “Rodrigazo”, de acuerdo a los datos de la consultora FMyA.



Fuente: FMyA

Con estos antecedentes, alertar sobre la necesidad de un cambio de rumbo de la política económica de ningún modo puede ser considerado alarmista. En un escenario de “statu quo”, no existen elementos que permitan prever una reducción sustentable de la brecha cambiaria, más bien riesgos de una eventual ampliación. De ser así, las reservas netas del Banco Central podrían pasar a terreno negativo, con las implicancias que esto tiene sobre la confianza en el sistema financiero; el superávit comercial achicarse por los diversos mecanismos que se activan cuando existe tamaña diferencia entre el tipo de cambio libre y el oficial, y acentuarse las trabas al comercio exterior, tanto por la falta de insumos importados como por la incertidumbre para asumir compromisos de exportación.

La pregunta es por qué la brecha cambiaria habría de reducirse sin mediar un giro en la política económica. En realidad, la evolución del precio del dólar en el mercado libre, ahora en el andarivel de los 200 pesos, tiende a reflejar desequilibrios monetarios que, en forma rústica, se pueden medir por la trayectoria de dos variables: por un lado, la llamada “Base Monetaria Amplia”, que incluye tanto a la “Base Monetaria” propiamente dicha, como a los “Pasivos Remunerados” del Banco Central. El consolidado de esos dos ítems alcanzó a fin de octubre de 2021 una cifra cercana a 7,5 millón de millones de pesos, que compara con 5,1 millón de millones a fin de 2020 y con 2,9 millón de millones a fin de 2019. Así, la Base Monetaria Amplia está aumentando a un ritmo de 4,4 % mensual acumulativo desde fin de 2019 guarismo que, anualizado, implica una expansión del 67,7% acumulativa cada doce meses.

Frente a esa dinámica monetaria, se tiene que las Reservas Brutas del Banco Central han pasado de 44,4 mil millones de dólares a fin de 2019 a 39,9 mil millones a fin de octubre de este año (se excluyen los DEG, porque habrán de ser aplicados a la cancelación de deudas

de aquí a fin de año). De este modo, el ratio Base Monetaria Amplia/Reservas Brutas, que a fin de 2019 era de 66 pesos por cada dólar de reservas brutas, pasó a 131,4 a fin de 2020 y a 188,1 a fin de octubre de este año. El paralelismo con la trayectoria del precio del dólar en el mercado libre es notable, ya que para esas fechas se tiene un valor del CCL de 74,8 pesos; 140,2 y 179,3.

Relación entre la Base Monetaria Amplia y las Reservas del BCRA y evolución del precio del dólar

(mercado oficial y CCL)

	Dic de 2018	Dic de 2019	Dic de 2020	Fin de octubre de 2021
Dólar oficial	38,9	63,0	84,1	105,1
CCL	38,0	74,8	140,2	179,3
BMA (miles de mill)	2.056,0	2.930,0	5.111,0	7.500,0
Reservas Brutas (miles de mill)	57,000	44,400	38,877	39,868**
BMA/Reservas brutas*	36,07	66,00	131,47	188,12

*En puntos porcentuales

**Excluye DEG

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ámbito y BCRA

Vale subrayar que la cotización del dólar en el mercado CCL ha dejado de ser enteramente libre, ya que desde fin de 2020 rige una especie de “flotación sucia”, con intervenciones vendedoras regulares de parte del Banco Central. Tanto que se estima que, desde aquel momento, el Banco Central ha vendido 2,4 mil millones de dólares por esta ventanilla. De hecho, en octubre pasado las intervenciones vendedoras habrían alcanzado los 400 millones de dólares. Y en los primeros días de noviembre esa intervención sería del orden de los 30 millones de dólares por día. Esto explica la existencia de “sub-brechas” cambiarias, siendo que el “dólar CCL” ha cotizado en las últimas semanas unos 20 pesos por debajo del llamado “dólar Senebi”, por el que se canalizan operaciones estrictamente privadas.

Como se describió, la evolución del precio del dólar en los mercados libres tiene una lógica atada a los desequilibrios monetarios, y mecanismos como el de la “flotación sucia” descripta pueden atenuar temporalmente esta dinámica, pero no revertirla, al costo de un drenaje significativo de reservas de libre disponibilidad. Por ende, la tarea de reducir la brecha, asumiendo la subsistencia del control de cambios, requiere un abordaje de “equilibrio general”, ya que medidas puntuales producen resultados fugaces, y la intensificación de los controles deriva en efectos contrarios a los buscados.

En todo caso, una opción sería darle más volumen al mercado del CCL. En ese sentido, desde IERAL se había propuesto derivar la liquidación del “dólar tarjeta” al CCL, tanto para el pago de los extranjeros de los consumos en el país, como de los locales en el exterior. De ese modo se nivelarían los incentivos de extranjeros y nativos, con un mecanismo simple y al alcance de operadoras de tarjetas y entidades bancarias, al tiempo que se incrementaba el volumen de operaciones en ese mercado. Dada la sensibilidad de los flujos turísticos al tipo de cambio real, con un dólar en torno a 200 pesos, el neto de las operaciones en este segmento sería positivo, con más ingreso de divisas que egresos. Pese a estas ventajas, las novedades en este terreno no han ocurrido en esta dirección, limitándose el gobierno a promover la apertura de cuentas bimonetarias para extranjeros, con resultados que habrá que evaluar.

Brecha cambiaria y tipo de cambio oficial

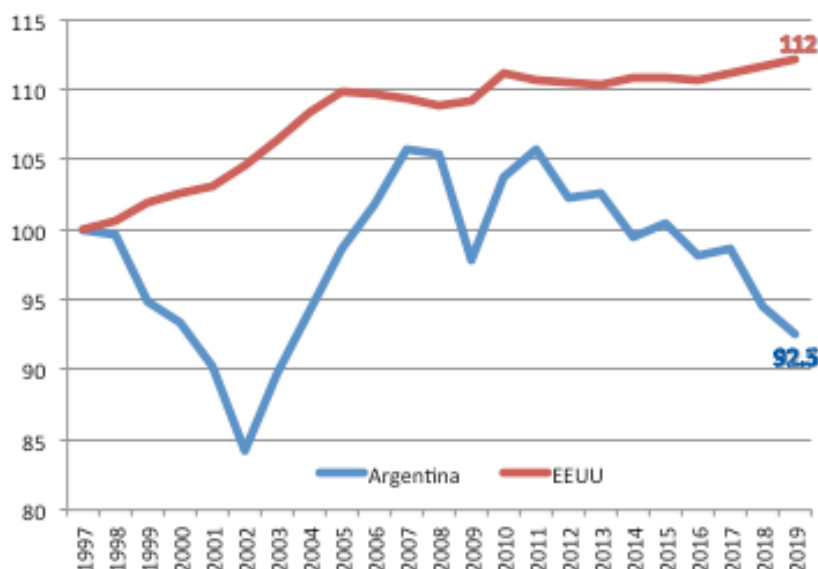
Por otra parte, para la magnitud de la brecha cambiaria importa también la trayectoria del tipo de cambio en términos reales en el mercado oficial. Hay tres evidencias respecto a que éste no se encuentra en equilibrio: a) la amplitud de esa misma brecha; b) el hecho que se estén reprimiendo importaciones como forma de evitar la reducción del superávit; c) la tendencia declinante de las reservas netas del Banco Central.

Calibrar el grado de “atraso cambiario” (sobreevaluación del peso) en el presente es, de todos modos, “materia opinable”, siendo que fuentes oficiales prefieren usar la referencia del tipo de cambio bilateral entre el dólar y el peso, que muestra que la paridad actual se encuentra bastante alineada con el promedio del período que va entre 1997 y 2021, tal como lo refleja el cuadro adjunto.

Sin embargo, esa medición no contempla la fortaleza que ha adquirido el dólar frente al resto de las divisas en el escenario pos-covid, ni las diferencias en la evolución de la productividad entre ambas economías. Obsérvese que, de acuerdo a la base de datos de “The Conference Board” sobre la trayectoria de la Productividad Total de Factores, con base 100 en 1997, los últimos datos muestran para Estados Unidos un aumento del Índice hasta 112 y una caída hasta 92,5 para el caso argentino: la diferencia de productividad se ha ampliado en 19,5 puntos entre ambos países en el último cuarto de siglo!!. Es muy difícil con esa brecha de productividad que una moneda como la de la Argentina pueda mantener la paridad en términos reales con el dólar estadounidense.

Productividad Total de los Factores. Argentina y Estados Unidos

Base 1997 = 100



Fuente: IERAL en base a The Conference Board Total Economy Database

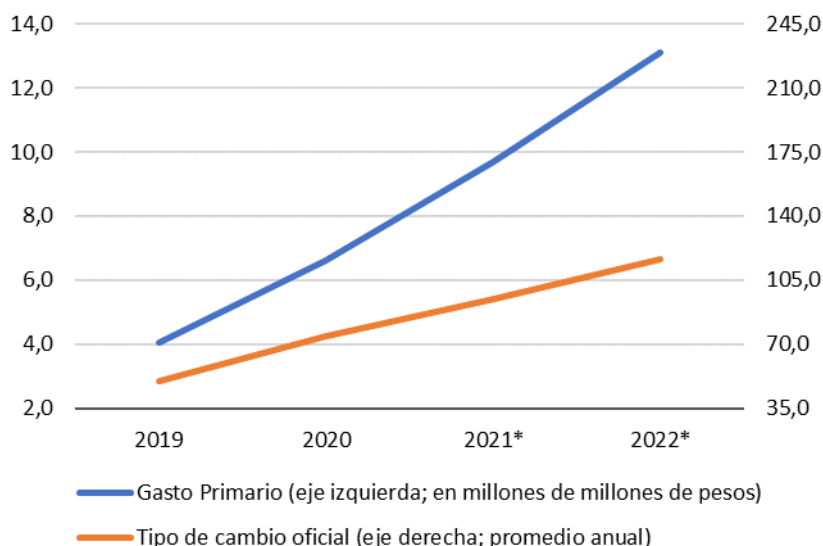
Además, hay que tener en cuenta que, en la medición de tipo de cambio real del peso contra el dólar y el resto de las monedas, por convención se utiliza para deflactar el Índice de Precios al Consumidor local. Esta metodología no puede tener en cuenta situaciones como la actual de la Argentina, en la que el IPC está contaminado por la llamada “inflación reprimida”, que es la contracara del uso como ancla de las tarifas y del tipo de cambio.

No es sencillo ponerse de acuerdo acerca de la magnitud de esa “inflación reprimida”, pero una medida simple y relevante para calibrar el “adelanto” o el “atraso” cambiario es comparar la evolución del precio del dólar en el mercado oficial con la trayectoria del gasto primario del sector público, variable esta última considerada en pesos corrientes. Como se sabe, la demanda derivada del gasto público se concentra en bienes y servicios no comercializables internacionalmente. Por ende, en una economía como la argentina, sin anclas antinflacionarias, cada vez más indexada y con limitada apertura comercial externa, en el mediano plazo el gasto nominal del estado y el IPC terminan convergiendo.

Pues bien, hay un desfase muy significativo, acumulado en poco tiempo, entre el tipo de cambio oficial y el gasto público. Si este año se terminaran cumpliendo las metas presupuestarias (ratificadas en el proyecto para 2022 enviado al Congreso), estaríamos llegando a un gasto primario anual para 2021 de 9,7 millón de millones de pesos, con un incremento de nada menos que 140,7 % respecto de las erogaciones en pesos corrientes de 2019. En cambio, el tipo de cambio oficial de 2021 (si no hay cambios bruscos en las próximas semanas), terminaría en torno a 94,5 pesos promedio del año, lo que implica un aumento de 88,8 por ciento contra el tipo de cambio promedio de 2019: la variación del

tipo de cambio ha copiado sólo 2/3 de la suba experimentada por el gasto público en este período.

Gasto público y tipo de cambio oficial



*Corresponde al Presupuesto 2022

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ámbito, BCRA y Presupuesto 2022

En otras palabras, el gasto público estaría pasando de 80,6 mil millones de dólares (tipo de cambio oficial) en 2019 a 102,7 mil millones en 2021, un incremento de 27,4 % en moneda dura. Por regla de tres, para que el gasto en dólares de 2021 resulte similar al de 2019, el tipo de cambio promedio de este año debería haber sido de 120,4 pesos por dólar, en lugar del promedio estimado de 94,5 pesos.

Al tomar el gasto público como deflactor y no el IPC, podríamos tener un “proxy” más adecuado en términos de detectar problemas de competitividad, que no se ven a primera vista por la “inflación reprimida”. En 2015, al final del cepo original, el grado de atraso cambiario medido por el índice gasto público era mucho mayor al que reflejaba la medición tradicional, que utiliza el IPC. El gobierno de Cambiemos no prestó suficiente atención a ese problema y al final fue “el mercado” el que terminó ajustando el gasto primario medido en dólares, hasta los 80,6 mil millones referidos para 2019.

Problemas similares de competitividad se detectan cuando la variable a considerar es la evolución de los tipos de cambio bilaterales del peso contra el real brasileño y el peso chileno.

El grado de apreciación del peso contra el real es muy significativo, unos 40 puntos porcentuales en relación al promedio del período 1997/2021, siempre considerando tipos de

cambio reales. Sólo en la etapa previa a la ruptura de la convertibilidad (después de la fuerte devaluación del real a principios de 1999) se han observado grados mayores de apreciación del peso, pero la diferencia con ese período tampoco es tan amplia.

Contra el peso chileno, el grado de apreciación de la moneda argentina en términos reales es de 19 puntos porcentuales, comparando los últimos datos con el promedio de los últimos 25 años.

Utilizando como deflactor el gasto público en pesos corrientes; la referencia de las paridades con el real brasileño y el peso chileno; o el tipo de cambio bilateral con el dólar estadounidense, pero corregido por productividad, se llega a números parecidos en términos de la magnitud de la sobrevaluación de la moneda local. Es posible que ese desfase se ubique en torno a los 30 puntos porcentuales, en términos reales. Sin embargo, hacen falta condiciones adecuadas para que una corrección cambiaria genere un cambio perdurable de los precios relativos, como se verá más abajo.

Tipo de Cambio Real

Indice Base 100 = 17/12/2015

	Promedio 1997/21	Nov de 2021	Diferencia en puntos porcentuales Nov-21 vs. promedio histórico
Tipo de cambio Real Multilateral	117,2	105,3	-11,9
TCR bilateral con Brasil	131,2	91,1	-40,1
TCR bilateral con Chile	121,6	102,6	-19,0
TCR bilateral con E.E.U.U.	110,8	113,2	2,4

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

La hoja de ruta de un eventual escenario dominado por el pragmatismo

Con los datos aportados hasta aquí, parece bastante evidente que, en el momento en el que el gobierno se decida a trazar una hoja de ruta para que la economía del 2023 logre mejores indicadores que los de 2022, en el punto de partida del eventual “escenario del pragmatismo”, se habrá de necesitar una corrección importante del tipo de cambio oficial. Ese ajuste debería calibrarse teniendo en cuenta el fenómeno de la inflación reprimida y, sobre todo, deberá ser consistente con un retorno a la normalidad del funcionamiento del comercio exterior, eliminando las trabas actuales. Pero, una vez que se llega a esa conclusión, surge la necesidad de evitar el temido “traspaso a precios” de la devaluación, ya que si la inflación termina copiando 100 % la variación del tipo de cambio, se habrá empeorado la situación. De este modo, la necesidad de instrumentos para limitar el “pass

through” a un cierto porcentaje de la devaluación es la otra “cara de la moneda” cuando un gobierno advierte que no le quedan opciones y termina ajustando el tipo de cambio.

¿Qué herramientas existen para limitar el traspaso a precios de una eventual devaluación? Hay una gama amplia, desde las más heterodoxas a las más ortodoxas.

-Entre las opciones del catálogo “heterodoxo” se encuentra la típica “devaluación compensada”, que implica una suba de retenciones a las exportaciones al mismo tiempo que se anuncia el ajuste del tipo de cambio. A su vez, la modificación de los impuestos a las exportaciones podría ser exclusiva para el complejo agroindustrial, o para todos los sectores; también podría ser transitoria o permanente, entre otras variantes. Hay que tener en cuenta que en los “silo-bolsas” hay un stock muy importante de granos, quizá del doble de los inventarios normales para esta época del año. Por ende, un anuncio de “devaluación compensada” debería estar calibrado para que los productores agropecuarios se apresuren a liquidar sus “sobre- stocks” de aquí a la entrada de la próxima cosecha de soja, en abril de 2022. Un ajuste cambiario muy limitado o un ajuste de retenciones desfavorable para los productores podría llevar al efecto contrario, de mayor retención de granos.

-Dentro del catálogo más “ortodoxo”, se intenta que una devaluación sea “exitosa” (en el sentido de cambiar los precios relativos de una vez) a través del anclaje de las expectativas inflacionarias, lo cual requiere dosis de política fiscal y monetaria más contractivas, o menos expansivas, según el mix a adoptar. Si fuera por este camino, el gobierno debería modificar la meta de déficit primario para 2022, ya que el rojo de 3,3 % proyectado en el Presupuesto es incompatible con el objetivo de anclar las expectativas.

El punto es que para proponerse estabilizar la economía argentina lo primero es atarse a una política fiscal que permita proyectar un descenso gradual pero sostenido del ratio deuda pública/PIB. Esta es, a su vez, una de las principales condicionalidades de cara a un eventual acuerdo con el FMI. Un reciente trabajo de Marcelo Capello, presidente de IERAL, muestra que para iniciar un ciclo “sustentable” para la deuda pública sería necesario ya en 2023 obtener un superávit primario de 0,7 puntos del PIB (suponiendo transferencias del Central al Tesoro por 1,2 puntos del PIB), con metas más ambiciosas para años subsiguientes. Pero si en 2022 el déficit primario llegara a 3,3 puntos del PIB (tal lo estipulado por el Presupuesto), habría que hacer un ajuste fiscal de 4 puntos del PIB para aterrizar en 2023 en el superávit de 0,7 % del PIB.

- Tampoco debería descartarse una mezcla de instrumentos, con alguna pauta para el gasto público nominal de 2022, junto con algún ajuste mínimo de la política monetaria y novedades en el esquema actual de retenciones a las exportaciones.

-Más allá de las consideraciones técnicas, cada opción tiene distintas connotaciones políticas. Algunos instrumentos pueden encontrar mayor resistencia entre proveedores e integrantes del aparato estatal, otros entre los sectores productivos y, en particular, los productores agropecuarios.

Por el momento, sólo se trata de conjeturas, sin que el gobierno haya dado señales claras respecto del rumbo que habrá de tomar tras las elecciones de este domingo, ni tampoco del timing para ejecutarlas. Pero, del otro lado, hay múltiples urgencias que sugieren que la Administración no debería dejar pasar un día tras los comicios, no sólo por el poco tiempo que queda para cerrar negociaciones con el FMI y evitar el default con los organismos.

La distorsión de precios relativos

En el corazón de las tareas fiscales se encuentra la necesidad de volver a achicar el monto de los subsidios económicos, que estarían llegando este año al equivalente a 3 puntos del PIB, cuando en 2019 se habían logrado achicar a 1,5 % del PIB.

A su vez, el problema de los subsidios está directamente conectado con la recomposición de precios relativos, que en 2020 y 2021 se están distorsionando a mucho mayor velocidad que durante el “cepo original” (entre 2012 y 2015). Volver a acercar el set local de precios relativos a los parámetros internacionales es clave, recuperando el concepto de tarifas que cubran sus costos, lo cual tiene directa vinculación con los incentivos a la inversión.

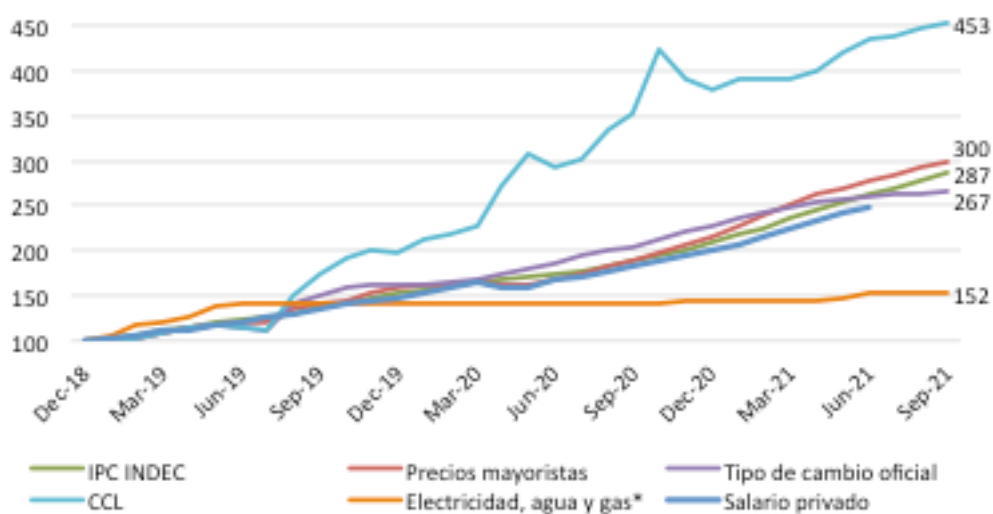
Es cierto que la cuestión de las tarifas de los servicios públicos es políticamente muy delicada. Pero si este tema no se ataca, el contrafáctico es enfrentarse al riesgo de un “Rodrigazo”.

La velocidad con la que se están distorsionando los precios relativos es mucho mayor en el presente, con una inflación instalada en el 50 % anual, que en ocasión del “cepo original”, cuando la inflación fluctuaba entre el 25% y el 30 %.

Obsérvese que, desde principios de 2019, el Índice de Precios al Consumidor (hasta setiembre), ha subido un 187 %, los precios mayoristas lo han hecho un 200%, pero el promedio simple de las tarifas de electricidad, agua y gas lo ha hecho apenas un 52 % en CABA. Se trata de una situación insostenible, por la magnitud de los subsidios involucrados y por el hecho que la única forma de financiarlos ha pasado a ser la emisión monetaria.

Argentina: precios relativos de la economía

Índice base 100 = diciembre de 2018



*corresponde al promedio simple de los tres ítems

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC, Ámbito y al Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires

En Foco 1

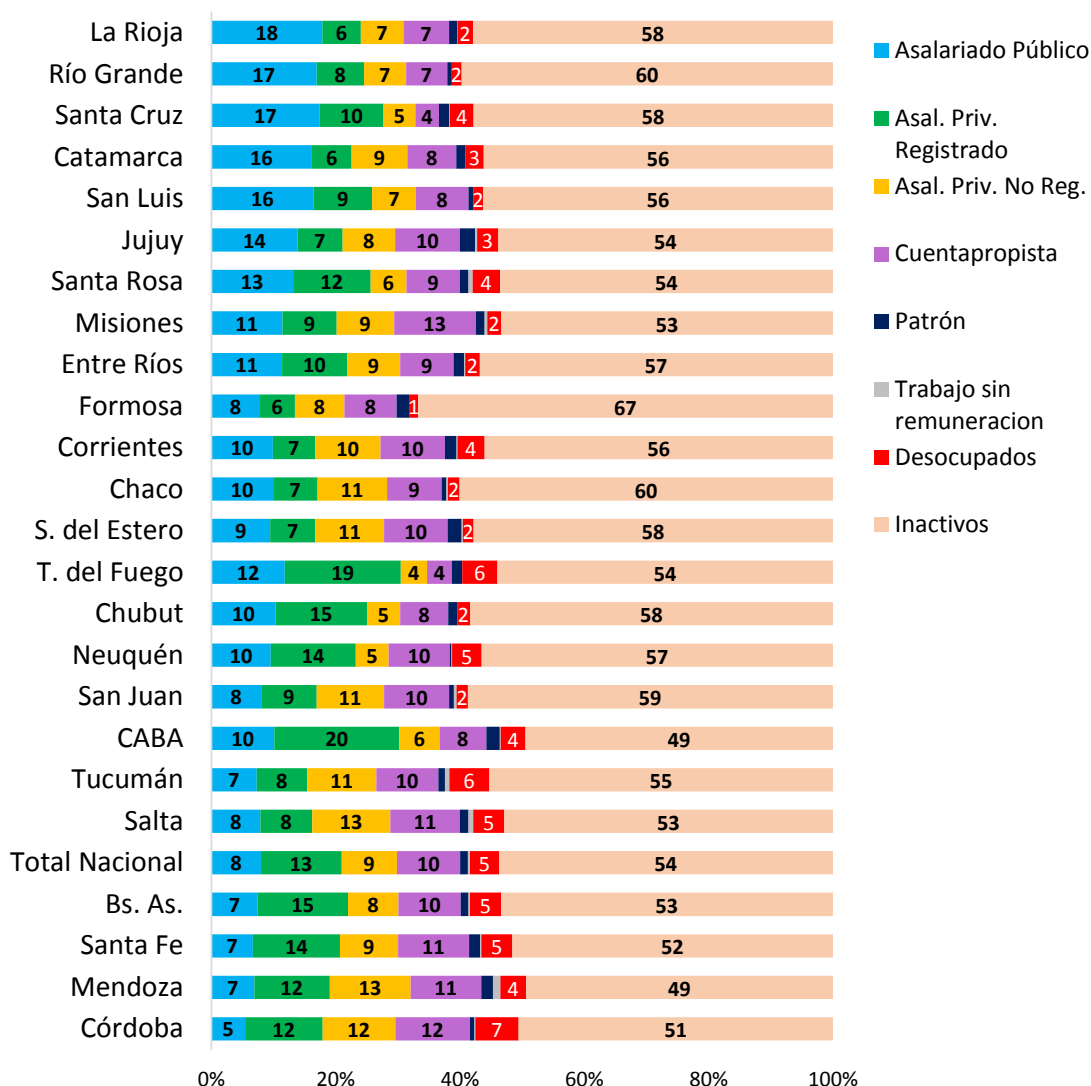
El dato regional de la semana: En la última década cayó el salario real en todas las provincias y sólo diez de ellas tienen hoy más empleo

Laura Caullo y Azul Chincarini

- 13 de 23 provincias tienen una mayor proporción de empleo público que de empleo privado registrado. En la cima de este ranking se encuentra La Rioja y en la base Córdoba
- El empleo asalariado registrado del sector privado, se encuentra a niveles similares a los experimentados en el primer trimestre 2011. A nivel provincial, la caída de los puestos de trabajo privados ha resultado heterogénea, siendo las provincias de Catamarca (-13%), La Rioja (-10%) y San Juan (-7%) las más afectadas. Mientras, Neuquén (+26%), Chaco (+11%) y Corrientes (+10%) ganaron puestos de trabajo en la comparación del primer semestre 2021 contra el primer semestre 2011
- Los salarios reales privados se encuentran en su piso más bajo en más de 10 años. Su evolución se manifiesta oscilante y descendiente, respondiendo al juego entre las negociaciones laborales y la inflación que los erosiona. Hacia el interior del país, todas las provincias han padecido una caída de las remuneraciones reales donde Tucumán (-26%), Neuquén (-19%) y Corrientes (-19%) se encuentran entre las más perjudicadas

El mercado laboral argentino exhibe una participación del 46% de la población total, aún por debajo de los niveles previos a la pandemia por Covid-19. Un tercio de la población del país, se encuentra trabajando en el sector privado: El 22% se desempeña como trabajador asalariado privado, donde un 13% son empleados registrados y un 9% informales. Al mismo tiempo, un 10% de la población es cuentapropista y una participación reducida del 1,3% y del 0,3% de la población está compuesta por patrones y trabajadores sin remuneración, respectivamente. Por otro lado, al empleo público lo ocupa un 8% de la población total.

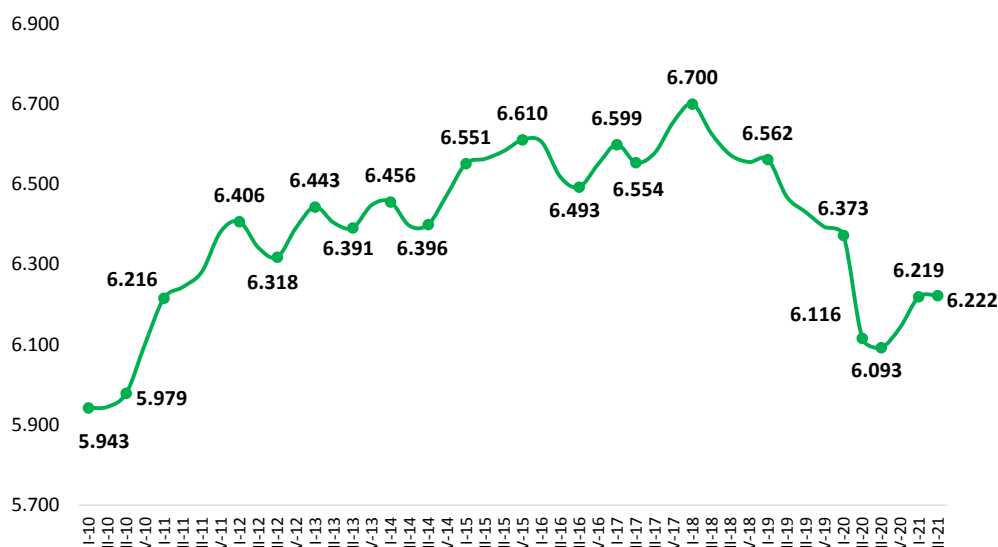
Hacia el interior del país, el trabajo asalariado registrado del sector privado no siempre supera al del sector público. Según datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH-INDEC) para el primer trimestre 2021, son 13 provincias las que tienen una mayor proporción de empleo público que empleo privado formal, es decir, más de la mitad. En el caso de La Rioja, el 18% de sus habitantes son empleados públicos, mientras que el 13% son asalariados privados tanto formales como informales. En el extremo opuesto, se ubica la provincia de Córdoba, donde sólo el 5% de sus habitantes son empleados en el ámbito público y el 12% son empleados formales del sector privado.

Composición de la población en el mercado laboral por provincia*Ordenado según ratio entre empleo público y privado – 1er trimestre 2021**Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EPH-INDEC*

Los resultados anteriores no resultan sorprendentes dada la evolución del empleo asalariado formal. Este último, ha mantenido un curso descendente desde el primer trimestre 2018 que fue acentuado durante el 2020, alcanzando en el segundo trimestre 2021 6,2 millones de puestos de trabajo, un valor que no supera a los niveles pre-pandemia y se asemeja a la misma cuantía registrada hace 10 años atrás en 2011.

Evolución del empleo asalariado registrado del sector privado

En miles



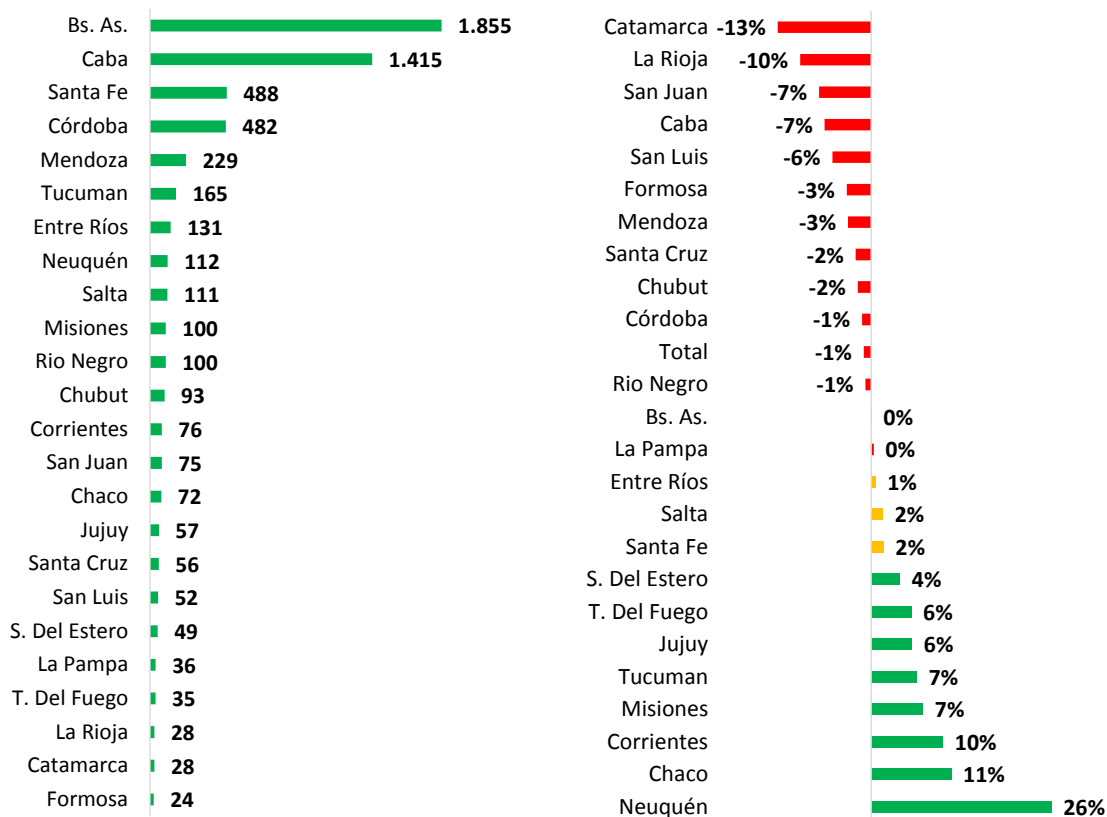
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Trabajo de la Nación

A nivel provincial, es posible comparar la situación del empleo formal hace una década atrás (2011) con la observada en el primer semestre 2021. Este ejercicio no refleja un desempeño homogéneo entre las jurisdicciones, sino todo lo contrario. Entre las que crearon puestos de trabajo se ubica Neuquén (+26%), Chaco (+11%) y Corrientes (+10%). Mientras, Catamarca (-13%), La Rioja (-10%) y San Juan (-7%), se encuentran entre las provincias que perdieron más puestos de trabajo en esta comparación.

Asalariados registrados del sector privado por provincia

Primer semestre 2021

Var. 1er semestre 2021 vs 1er semestre 2011

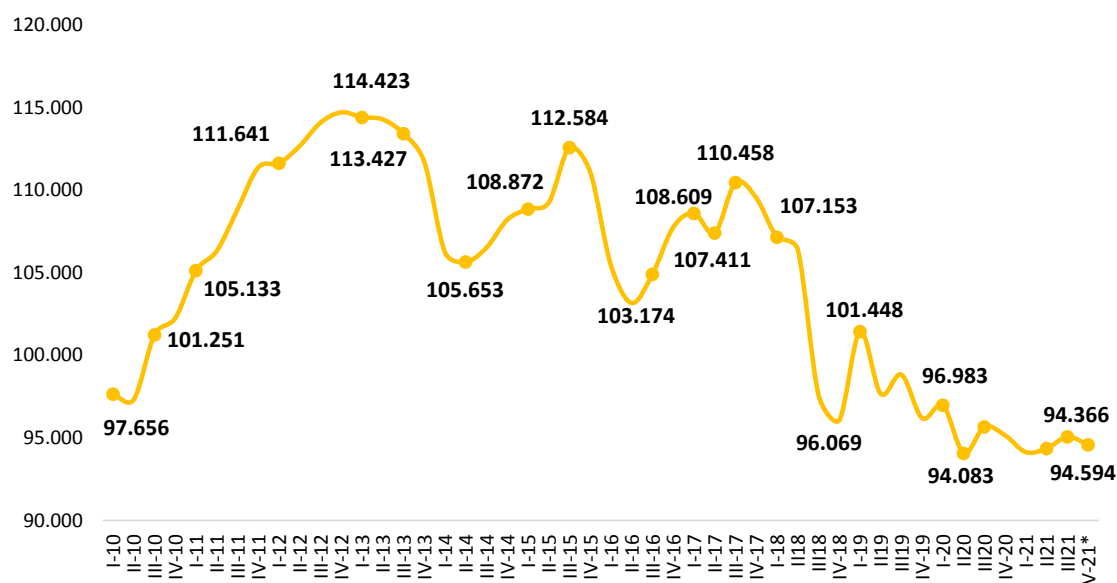


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Trabajo de la Nación, INDEC e IPC combinado

En consonancia, al estudiar la evolución de las remuneraciones reales en la última década, ésta exhibe un curso oscilante, pero de tendencia negativa, producto de la erosión de una inflación en ascenso.

Evolución trimestral del salario privado registrado en términos reales

2020-2021 a valores del 3er trimestre 2021



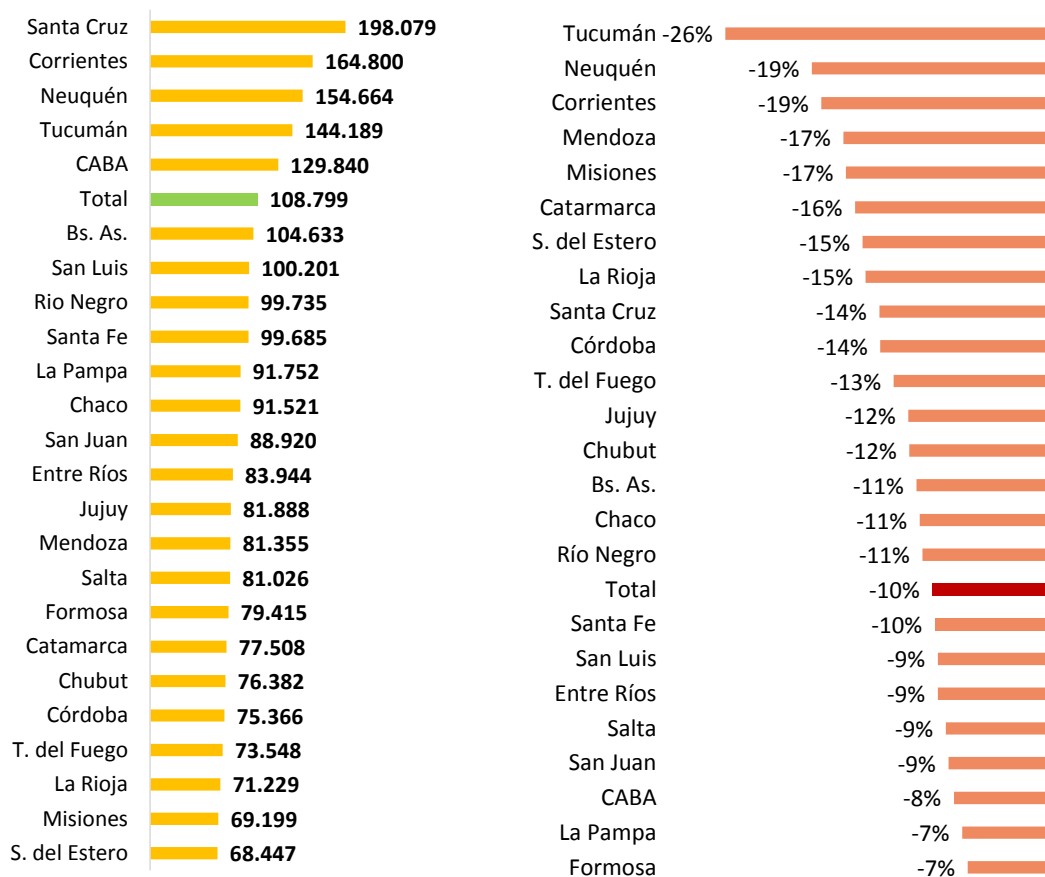
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON, Ministerio de Trabajo de la Nación, INDEC e IPC combinado

Nuevamente, comparando el primer semestre 2011 con el del año, se observa que, en todas las provincias, la caída de los salarios reales del sector privado ha sido generalizada. A nivel nacional, la reducción fue del 10%, donde Tucumán (-26%), Neuquén (-19%) y Corrientes (-19%) se posicionaron entre las más afectadas. Mientras, Formosa (-7%), La Pampa (-7%) y CABA (-8%), resultaron las jurisdicciones que presentaron una menor caída del salario real privado.

Remuneración real promedio de los trabajadores registrados del sector privado por provincia

Primer semestre a precios de septiembre 2021

Var. de salarios reales 1er semestre 2021 vs 1er semestre 2011



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Trabajo de la Nación, INDEC e IPC combinado