



INFORME DE COYUNTURA

N° 35

Pablo Manzanelli y Daniela Calvo*

CIFRA - Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

Abril de 2021

* Se agradecen los comentarios y aportes de Eduardo M. Basualdo, Mariana González, María José Castells y Cecilia Garriga, y se los exime de cualquier responsabilidad sobre los contenidos, errores u omisiones del informe.

1. Introducción

La economía argentina transita una fase de recuperación económica en el marco de avances y retrocesos signados no solo por elementos exógenos, como es la segunda ola de la pandemia sanitaria, sino también por diversos factores de carácter endógeno que se abordan en este informe: la profundidad de la crisis y sus legados, la reactivación económica con un elevado nivel de precios y, entre las principales, la política económica que está adoptando el gobierno para enfrentar la inflación y los problemas macroeconómicos.

La primera dimensión tiene que ver con la profundidad de la crisis económica de 2020, cuya contracción del producto bruto alcanzó al 9,9%. Se trata de una de las mayores caídas de la historia argentina y en términos comparativos fue la más elevada de la región latinoamericana después de Perú. Esto no solo se explica por las herramientas para enfrentar la pandemia sino también porque Argentina fue el único país latinoamericano que recibió la pandemia en el marco de una crisis económica preexistente, lo que restringió sustancialmente los márgenes de maniobra para mitigar sus impactos.

La profundidad de la crisis también se observa en dos problemáticas acuciantes que la caracterizan. Por un lado, la conformación de una verdadera “crisis de empleo” que se pone de manifiesto en la caída de 1,1 millón de ocupados/as en el cuarto trimestre de 2020 respecto a igual período del año anterior, lo que explica fundamentalmente el importante aumento de los niveles de pobreza en la segunda mitad del año. Por el otro, un proceso sistemático de destrucción de empresas que se inicia con la irrupción de la crisis en 2018 y se sostiene en el marco de la pandemia sanitaria. Esto configura un escenario sumamente crítico: en noviembre de 2020 se registraron 7,6% de empresas menos que las que había en diciembre de 2017.

Sin embargo, a partir del tercer trimestre de 2020 se advierte una reactivación económica que se fundamenta en la expansión de la inversión y el consumo privado, en tanto que las exportaciones, medidas en cantidades, profundizaron su caída a fines del año pasado y se mantuvieron estancadas en el primer trimestre de 2021 por efecto de un comercio mundial resentido por la crisis. Esta reactivación, a pesar de ser limitada y estar amenazada por la segunda ola de la pandemia sanitaria, fue contemporánea a una aceleración del proceso inflacionario, que si bien se fundamenta en la cuestión cambiaria y en la denominada “inflación importada”, no se agota en las mismas ya que la velocidad del traslado de esos factores a los precios domésticos se asocia al comportamiento de las firmas oligopólicas que detentan una posición dominante para determinar los precios de la cadena de valor en los sectores en los que operan. Se trata de un aspecto no desdeñable para la política de precios que debería poner el énfasis en el control de las grandes firmas oligopólicas, las cuales incrementan sus márgenes de ganancia al tiempo que limitan las posibilidades de recuperación del salario real y del nivel de actividad económica.

El tercer factor guarda relación con la política económica cuyo objetivo prioritario parece orientarse a recomponer los desequilibrios económicos. De allí que la política fiscal y monetaria desplegada en el primer trimestre de 2021 pueden caracterizarse como moderadas si se considera que el nivel del gasto público y de la base monetaria en términos reales son históricamente bajos. Aun sin omitir las dificultades derivadas del contexto y de la herencia recibida, la política económica no parece constituirse, por lo menos hasta el momento, como el vehículo de la recuperación económica tras la profunda crisis que azotó a la economía argentina.

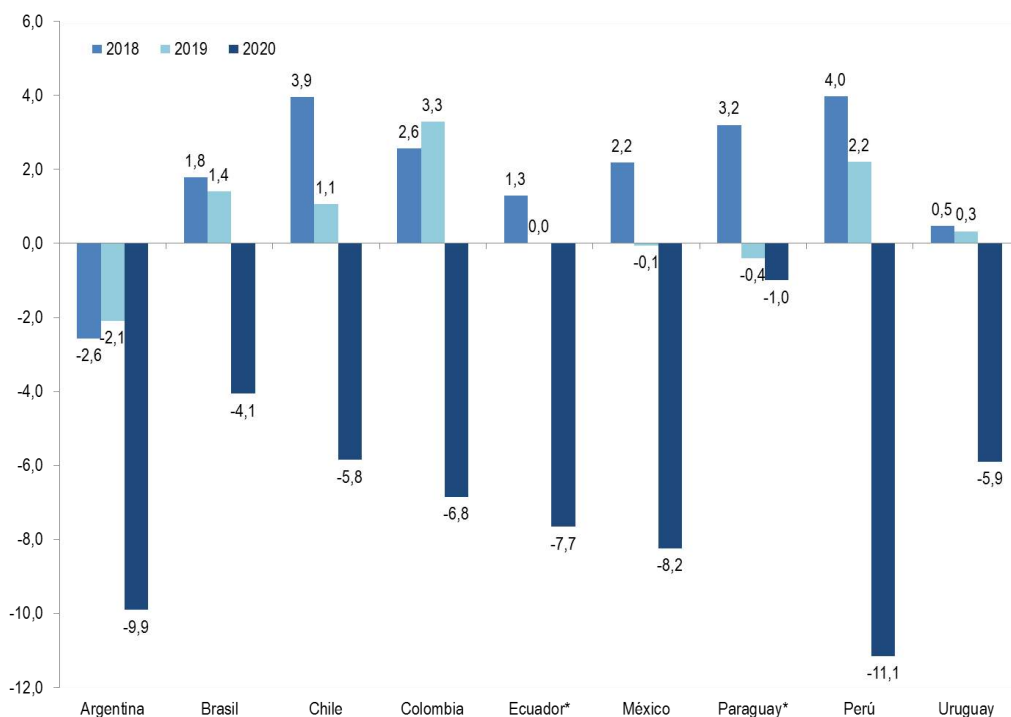
Todo ello ocurrió en un escenario signado por cierta estabilidad cambiaria durante el primer trimestre del año. En un contexto en el que las cantidades exportadas estuvieron estancadas, el aumento de los precios internacionales fue decisivo para aumentar el ingreso de divisas por la vía del excedente comercial. Asimismo, la estabilidad cambiaria se vio potenciada por dos elementos adicionales. El primero

tiene que ver con el menor peso de los vencimientos de deuda tras la restructuración con el sector privado y la inminente aprobación de una ampliación de los Derechos Especiales de Giro asignados a los países miembro del FMI. El segundo se asocia con las intervenciones del Banco Central en los denominados “contado con liqui” y el “dólar bolsa” que permitieron mantener estable la brecha cambiaria (y, en ese sentido, aminoraron las expectativas devaluatorias) pero impidieron que las compras de divisas se transformen en un crecimiento de las reservas internacionales. Este es el marco en el que se inscriben las tensiones cambiarias que emergieron en la segunda quincena de abril.

2. De la crisis a la reactivación en un contexto de incertidumbre

Como se mencionó previamente, en el marco de la pandemia sanitaria la economía argentina registró una caída de 9,9% en 2020. Se trata de una crisis que se superpone sobre una anterior generada por las políticas económicas que desplegó el gobierno de Cambiemos, lo que agravó la situación al tiempo que redujo el margen de maniobra que tuvo (y tiene) el gobierno del Frente de Todos para enfrentar las consecuencias económicas de la pandemia. Si se contrasta con las principales economías de la región, la contracción que registró el PIB de Argentina en 2020 se encuentra entre los de mayor caída después de Perú. Esta situación no se asocia únicamente con el nivel de confinamiento social y su duración en el tiempo para enfrentar la pandemia del COVID-19 sino también con la situación previa ya que la economía argentina fue la única de la región en experimentar una crisis en los dos años anteriores. A tal punto esto es así que el PIB acumuló una descenso de 4,6% en el bienio 2018-2019 (Gráfico 1).

Gráfico 1. Variación interanual del PIB en países seleccionados de América Latina, 2018-2020 (porcentajes)



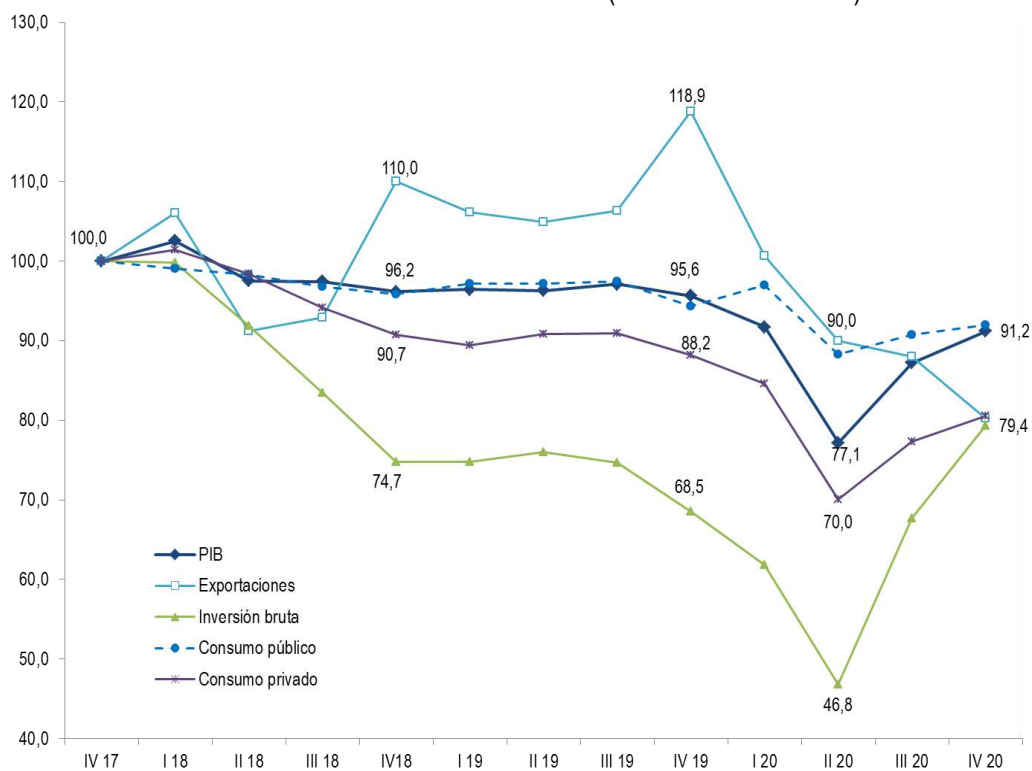
*Corresponde a los tres primeros trimestres.

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Con el objeto de examinar las características de la crisis de 2020 resulta interesante observar que, desde el punto de vista de la demanda agregada, la caída del PIB se explicó, principalmente, por la caída del consumo privado (-13,1%), las exportaciones (-17,7%) y la inversión bruta (-13,0%) en tanto que el

consumo público se contrajo en menor medida (-4,7%). Asimismo, las evidencias indican que a partir del tercer trimestre de 2020, en el marco de una mayor flexibilización del aislamiento social, se constató una recuperación de la actividad económica. Así, el nivel del PIB en el cuarto trimestre de 2020 fue apenas inferior al del primer trimestre del año y un 4,3% menor al mismo trimestre de 2019 (Gráfico 2).

Gráfico 2. Evolución del PIB y de los componentes de la demanda agregada (serie desestacionalizada), 4to trimestre 2017-4to trimestre 2020 (índice 4to trim.15=100)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

El ritmo de la recuperación llevó a diversos sectores a discutir las causas del mismo. Resulta especialmente interesante traer a colación las explicaciones que ensayaron los economistas de FIEL¹ puesto que retomaron la noción de “viento de cola” como factor explicativo del proceso de reactivación aduciendo diversos elementos: la reactivación de Brasil, las condiciones climáticas más benignas para la cosecha gruesa tras la modificación de las expectativas de una gran sequía por el fenómeno La Niña, el aumento de los precios internacionales de las *commodities* agrícolas y la decisión de ampliar los Derechos Especiales de Giro asignados a los países miembro del FMI.

Esta mirada desatiende la importancia del profundo “viento de frente” que representan las consecuencias económicas inevitables de la pandemia sanitaria, máxime cuando las condiciones económicas preexistentes reducen las posibilidades para enfrentarla al tiempo que son inminentes los efectos de la segunda ola. Así, el denominado “viento de cola” solo trajo aparejado aportes al ingreso de divisas y cierta estabilidad cambiaria (lo que se analiza en el sexto apartado) ya que los componentes de la demanda agregada que explicaron la reactivación económica fueron el consumo privado y la inversión en tanto que las exportaciones en precios constantes mantienen y profundizan sus niveles de contracción en un comercio mundial resentido por la crisis económica.

¹ Véase Bour, J. L., “Viento de Cola”, FIEL, Indicadores de coyuntura N° 628, Buenos Aires, Marzo 2021.

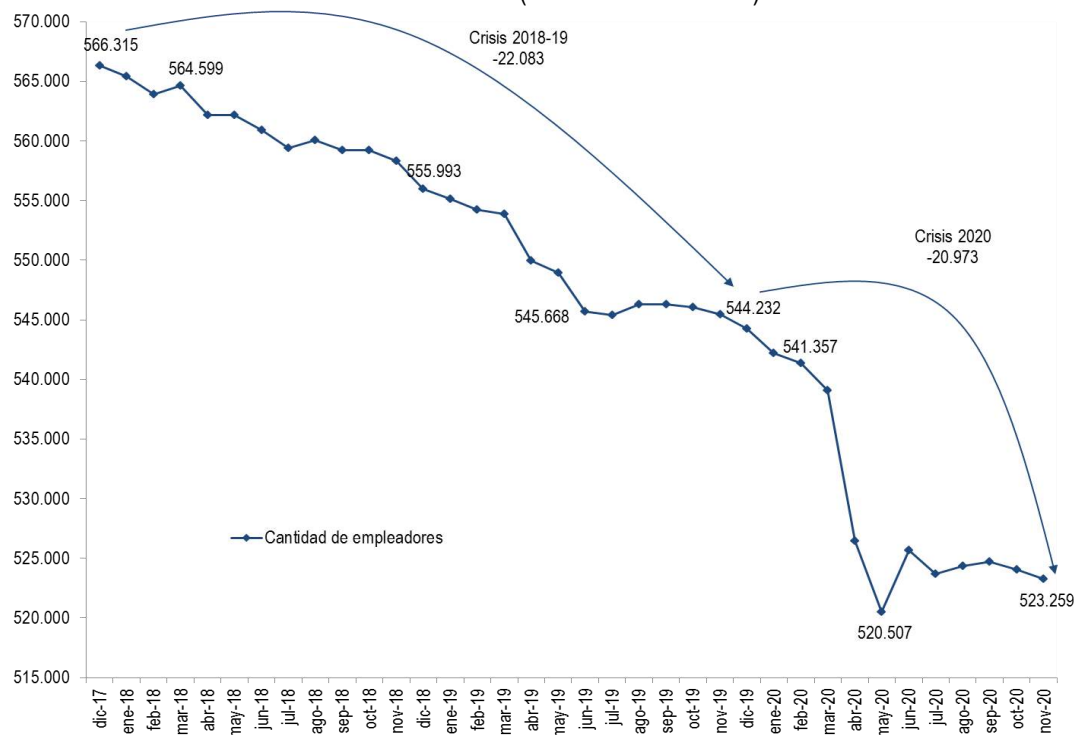
Al respecto, tal como puede observarse en el Gráfico 2, el consumo privado, que se había contraído al 22,3% en el segundo trimestre, desaceleró su ritmo de caída hasta el 8,1% en el cuarto trimestre, en tanto que la inversión experimentó una expansión interanual de 15,9% en el cuarto trimestre de 2020 después de su derrumbe que había alcanzado su piso en el segundo trimestre (-38,3%). Como se mencionó, el único componente que no solo no desaceleró su ritmo descendente sino que lo profundizó fueron las exportaciones que cayeron 32,5% en el cuarto trimestre de 2020, cuando en el segundo trimestre habían caído al 13,6% y en el tercero al 17,1% interanual.

Todo ello parece insinuar la necesidad de avanzar en medidas de estímulo fiscal y monetario en lugar de la moderación de la política económica actual. De lo contrario la salida de la crisis va a encontrar avances y retrocesos, como lo demuestran las variaciones mensuales negativas durante el mes de febrero de la producción industrial (-1,6% en la serie desestacionalizada) y la construcción (-3,9%). Más aún en el contexto de la segunda ola que puede detener o aminorar la incipiente reactivación económica.

3. Los legados de la crisis: destrucción de empresas y crisis de empleo

La magnitud de la crisis no solo se aprecia en el derrumbe del nivel de actividad sino también en dos fenómenos que la caracterizan. En primer lugar, la significativa reducción en el stock de empresas existentes en la economía argentina, lo cual es un indicador a considerar para evaluar los límites de la recuperación económica. En segundo lugar, la conformación de una verdadera “crisis de empleo” que es uno de los legados más críticos de la crisis y cuya recuperación fue limitada y con empleos informales, lo que explica, junto con el deterioro de los salarios reales, el aumento de los niveles de pobreza.

Gráfico 3. Cantidad de empleadores/as registrados/as en el sistema de seguridad social, Diciembre 2017- Noviembre 2020 (cantidades absolutas)



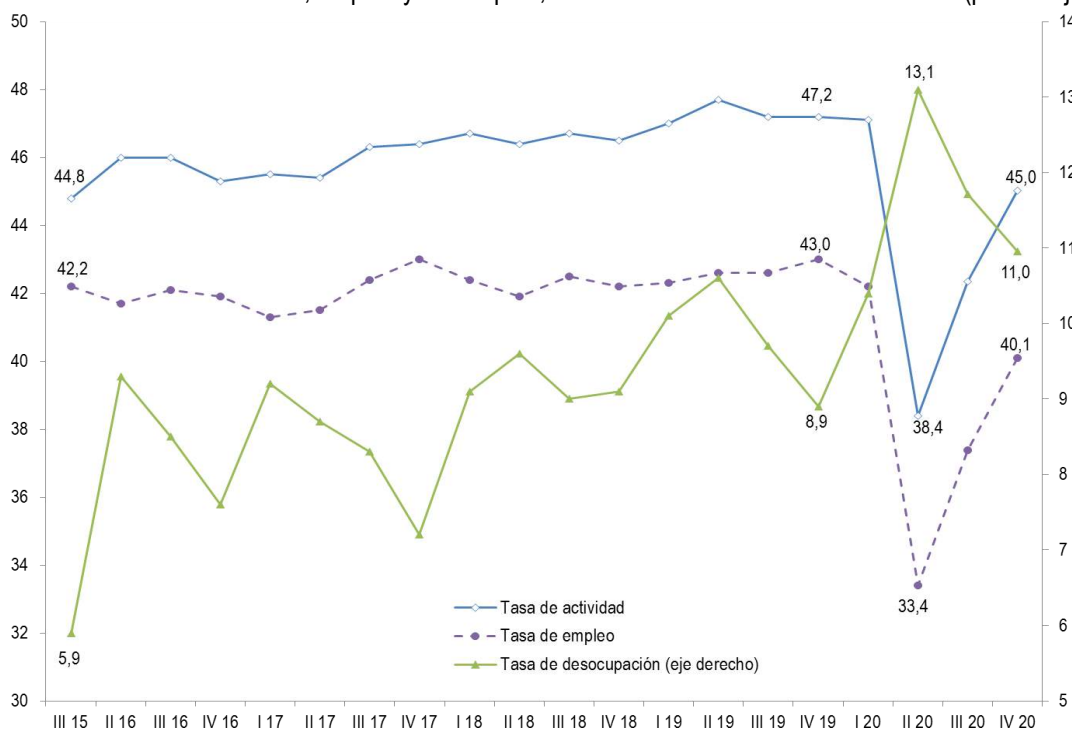
Fuente: elaboración propia en base a AFIP.

Respecto a la primera dimensión mencionada, los datos aportados por en el Gráfico 3 son contundentes para indicar que desde diciembre de 2017 a noviembre de 2020 se registraron 43.056 empleadores/as

menos que representan el 7,6% de las empresas que estaban registradas en diciembre de 2017. Durante la crisis de 2018-19 la reducción neta alcanzó a 22.083 firmas, un registro similar al que tuvo lugar en 2020 (-20.973).

En cuanto al segundo aspecto cabe mencionar que tras la aguda caída en la tasa de empleo en el segundo trimestre (cuando las y los ocupados bajaron del 43,0% al 33,4% de la población entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo de 2020), a partir del tercero se experimenta un crecimiento que ubica a la tasa de empleo en el 40,1% durante el cuarto trimestre del año (Gráfico 4). Se trata, de todos modos, de un nivel que es casi 3 puntos porcentuales inferior al del cuarto trimestre de 2019. Lo propio cabe para el examen de la evolución de la tasa de desempleo. En el cuarto trimestre de 2019 las y los desocupados eran el 8,9% de la población económicamente activa (es decir, la población que tiene empleo o lo busca activamente) y ascendieron al 13,1% en el segundo trimestre de 2020. Posteriormente se redujo el nivel de desempleo hasta el 11,0% en el marco de la recuperación del cuarto trimestre.

Gráfico 4. Tasa de actividad, empleo y desempleo, 4to trimestre 2015-4to trimestre 2020 (porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Proyectando los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares al conjunto de la población se advierte que tras la recuperación de más de 3 millones de empleos entre el segundo y cuarto trimestre de 2020, el legado de la pandemia fue una reducción de 1,1 millones de empleos si se considera la comparación entre el cuarto trimestre de 2020 e igual período del año anterior.

De esos 1,129 millones de ocupadas/os menos 777 mil dejaron de buscar activamente un nuevo empleo y, por lo tanto, pasaron a ser “inactivas/os”, en tanto que 351 mil buscan activamente un empleo y no lo encuentran por lo que pasaron a ser “desocupadas/os”. Por su parte, de los 3 millones de empleos recuperados entre el segundo y cuarto trimestre de 2020, el 40,4% son empleos de menos de 35 horas semanales y cuyos ocupadas/os buscan activamente cambiarlo, es decir, son subocupadas/os demandantes de empleo. De allí que la tasa de subocupación haya crecido al 15,1% de la población económicamente activa en el cuarto trimestre de 2020. En efecto, el legado de la crisis de 2020 tiende a

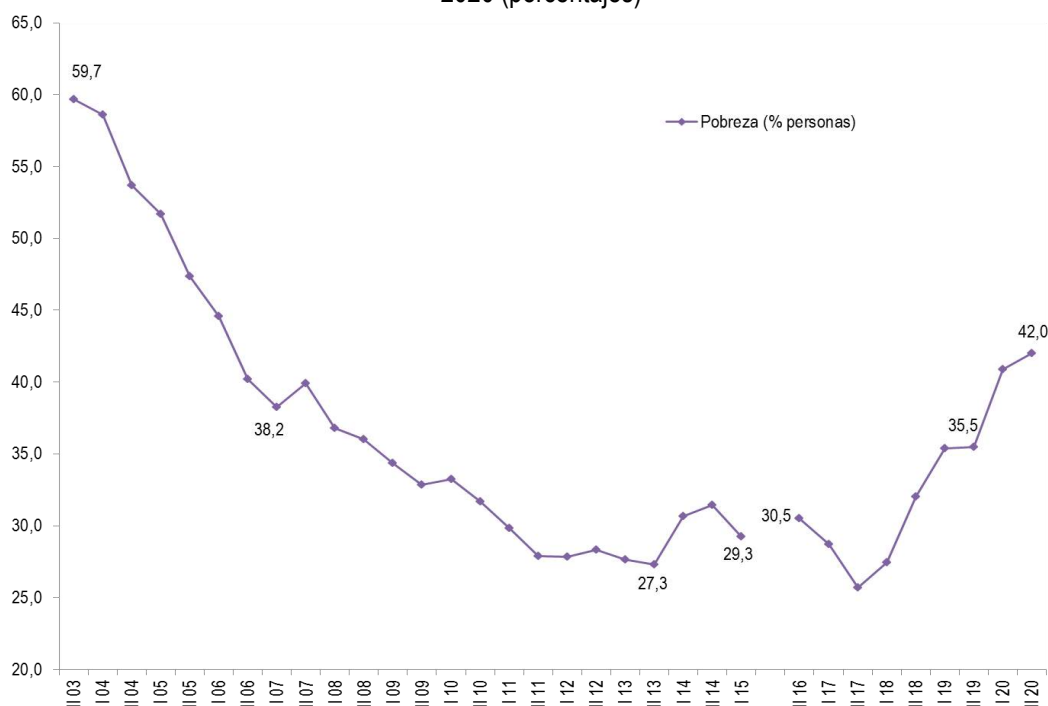
profundizar no solo el problema preexistente de la falta de empleo sino que incrementa la informalidad del mismo.

Si bien la reducción del salario real fue un elemento decisivo para los incrementos de los niveles de pobreza durante el gobierno de Cambiemos, durante la crisis de la pandemia sanitaria el factor explicativo principal es la reducción del empleo. Ello no quiere decir que no haya aumentado el desempleo en el período 2016-2019 (tal como se puede constatar en el Gráfico 4) y tampoco que se haya revertido la reducción de los salarios reales en 2020, sino que esas no fueron las variables decisivas en su evolución.

En el Gráfico 5 se expone una mirada de mediano plazo sobre los niveles de pobreza bajo la metodología actual del INDEC. Ciertamente, se trata de una problemática estructural en la economía argentina, pero eso no es menos cierto que el hecho de que su desempeño fue marcadamente distinto en los gobiernos que se sucedieron (y los regímenes económicos que conformaron) durante las primeras décadas del siglo XXI.

A tal punto esto es así que los niveles de pobreza descendieron del 59,7% en el segundo semestre de 2003 al 29,3% en el primer semestre de 2015. A partir de allí se pone de manifiesto un nuevo ciclo de crecimiento de los niveles de pobreza que ascienden al 35,5% durante la pandemia económica resultante de la política económica desplegada durante el gobierno de Cambiemos (datos correspondientes al segundo semestre de 2019) y al 42,0% en el segundo semestre de 2020 tras los efectos de la pandemia sanitaria. El aumento de 6,5 puntos porcentuales de las personas bajo la línea de pobreza en el inédito 2020 no es significativamente superior al legado de Macri (6,2 puntos), es decir sin pandemia sanitaria.

Gráfico 5. Porcentaje de personas por debajo de la línea de pobreza, 2do semestre 2003-2do semestre 2020 (porcentajes)



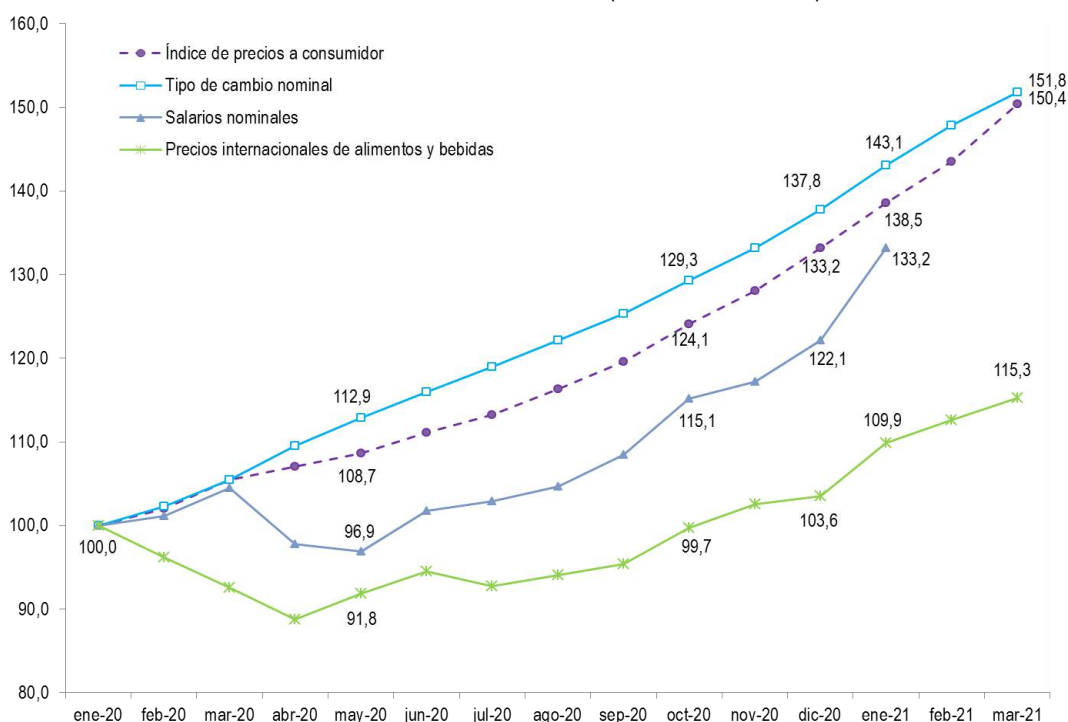
Nota: el cálculo de pobreza corresponde a la nueva metodología del INDEC. Para el período 2003-2015 véase: Fernández, A. L. y González, M.: "Cambios metodológicos en la medición de la pobreza en Argentina. Revisión y construcción de series homogéneas." CIFRA, Documento de Trabajo N° 16, Abril 2019.

Fuente: elaboración propia en base a CIFRA e INDEC.

4. El problema de la inflación

La recuperación económica estuvo acompañada por una aceleración en el nivel de precios que interrumpió la tendencia a la desaceleración que había tenido lugar en el marco de la crisis económica y la aguda caída del consumo privado del año pasado. Esta desaceleración se había registrado entre abril y septiembre de 2020, cuando el índice de precios al consumidor promediaba un ascenso del 2,1% mensual, cifra que contrastaba con el 2,5% mensual del primer trimestre de 2020 y el 3,7% que se había registrado en promedio durante 2019. Esta tendencia se interrumpió a partir de octubre. Así, la inflación minorista se elevó al 3,9% mensual en el promedio de octubre de 2020 a marzo de 2021, con una expansión del 4,8% en marzo de 2021.

Gráfico 6. Evolución del índice de precios al consumidor, el tipo de cambio nominal, el salario promedio nominal de los trabajadores registrados en el sector privado y los precios internacionales de alimentos y bebidas, Enero 2020-Marzo 2021 (índice ene-20=100)



Nota: el tipo de cambio refiere al promedio mensual del tipo de cambio mayorista. Los precios internacionales de los alimentos y bebidas son lo que estima el FMI (cabe apuntar que el de alimentos y bebidas es el de mayor expansión, por encima de los precios internacionales de *commodities*).

Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, MTEySS y FMI.

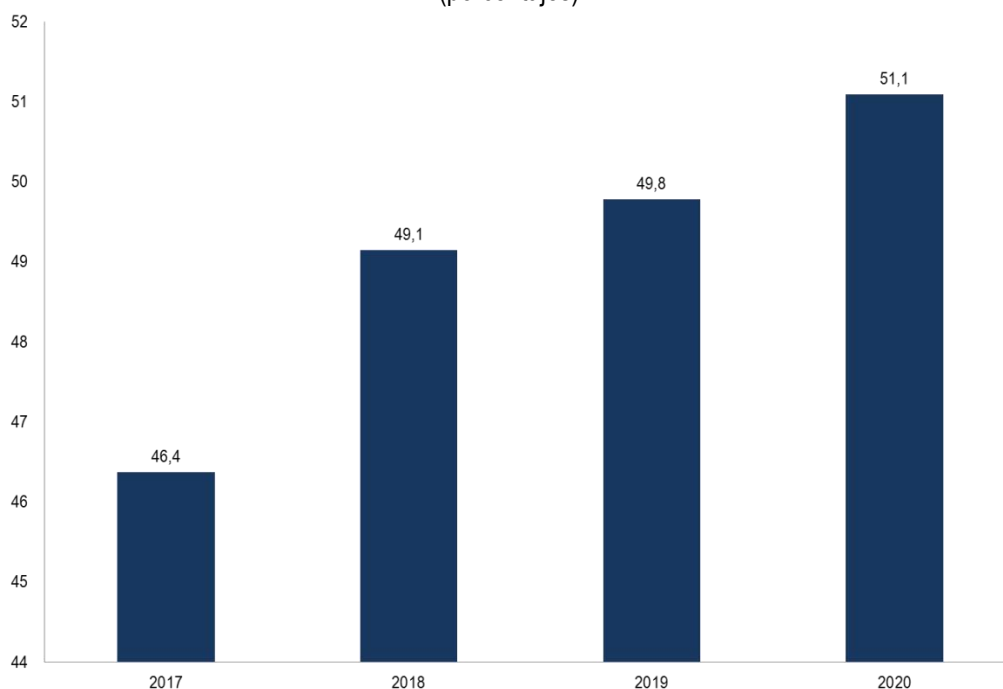
Como resultado de la desaceleración primero y la aceleración posterior, la inflación acumulada entre enero de 2020 y marzo de 2021 fue del 50,4% (Gráfico 6). Las evidencias muestran que los salarios nominales corrieron por detrás de la inflación ya que aumentaron 33,2% entre enero de 2020 y mismo mes de 2021 (último dato disponible), cuando el índice de precios al consumidor creció 38,5% durante ese período y los precios de los alimentos y bebidas a nivel local lo hicieron 42,3%. Por su parte, los precios parecen alinearse con la variación del tipo de cambio que creció 51,8% entre enero de 2020 y marzo de 2021 (solo 1,4 puntos porcentuales más que el IPC en el mismo horizonte temporal), en tanto que los precios internacionales de los alimentos y bebidas que elabora el FMI mostraron un crecimiento de 15,3%.

Si bien las presiones inflacionarias no tienen impactos inmediatos, entre octubre de 2020 y marzo de 2021 la variación de los precios minoristas (21,2%) fue contemporánea a una expansión del resto de las variables: la devaluación del tipo de cambio fue de 17,4% en ese período debido a la desaceleración en el ritmo devaluatorio en el margen (pasó de 3,3% mensual en febrero a 2,7% en marzo), a eso se suma el alza de los precios internacionales de los alimentos en dólares que alcanzó el 15,6% entre octubre de 2020 y marzo de 2021, y, por último, la evolución de los salarios que tras registrar un crecimiento por debajo de la inflación se incrementó 15,7% entre octubre de 2020 y enero de 2021, recuperando parte de lo perdido en los meses anteriores.

La explicación del proceso inflacionario actual se fundamenta, por ende, en la cuestión cambiaria y en la denominada “inflación importada” en un contexto en el que la reactivación económica y del consumo, a pesar de ser limitada y estar amenazada por la segunda ola de la pandemia sanitaria, ensanchó los límites para los incrementos de precios que dieron un lugar a un aumento de la rentabilidad empresarial que ya venía registrándose en la crisis de 2018-19.

Como puede observarse en el Gráfico 7 la participación del excedente bruto de explotación en el PIB del sector privado se incrementó tanto durante el gobierno de Cambiemos como en la pandemia sanitaria. A tal punto que creció del 46,4% del PIB en 2017 al 51,1% del PIB en 2020, lo que equivale a un aumento de más del 10% en la gravitación de las ganancias empresarias en el PIB. Es decir que en un contexto de caída del PIB, el empleo y los salarios reales, el excedente del sector privado creció en términos relativos, aunque no ocurrió lo mismo en términos absolutos dado la contracción del producto bruto.

Gráfico 7. Excedente bruto de explotación como porcentaje del PIB en el sector privado, 2017-2020 (porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Si bien no existen evidencias empíricas, la experiencia pasada permite suponer que, tal como ocurrió en crisis de magnitud similar a la actual como fue la de 2002, el alza en los precios no solo se resuelve en una reducción de la participación de las y los asalariados en el ingreso sino también en una disputa por el

excedente en el plano intra-capital a favor de las corporaciones oligopólicas y en detrimento de las empresas pequeñas y medianas².

Las grandes empresas, en especial las que integran grupos económicos, no solo son las que se apropian de la mayor parte del excedente generado en la economía argentina³ sino que en un escenario de aceleración inflacionaria tienen la capacidad de sacar la mejor tajada debido a la capacidad oligopólica de fijación de precios resultante del control de los núcleos técnicos y económicos de la cadena de valor de los sectores en los que operan. Así, las presiones que imponen la devaluación gradual del tipo de cambio en una economía bimonetaria y el alza en los precios internacionales no se resuelven en ajustes de precios homogéneos en el entramado empresarial, al tiempo que la velocidad que adquiere el ajuste de estos elementos a los precios internos se asocia con el elevado nivel de concentración económica y la consiguiente capacidad oligopólica de formación de precios. Es por esto que resulta importante que la política de precios ponga el énfasis en la regulación de las grandes firmas oligopólicas.

5. La moderación de la política económica

La política que despliega el gobierno parece poner el énfasis, en cambio, en la búsqueda de los equilibrios macroeconómicos como resolución a la problemática de los precios. Independientemente de los intentos de arribar a un “pacto social” y de contener algunos precios regulados, los aspectos más contundentes de la política económica son la desaceleración en el ritmo devaluatorio y la implementación de una política fiscal y monetaria que son moderadas si se considera el punto de partida y la magnitud de la crisis.

En cuanto a la evolución del gasto público cabe mencionar que, después de las importantes erogaciones extraordinarias en el marco de la pandemia sanitaria, se asiste a una reducción del gasto primario en términos reales a partir del tercer trimestre de 2020, siendo su nivel en el primer trimestre de 2021 apenas 0,6% superior al mismo trimestre de 2020 (Gráfico 8). Los únicos componentes que muestran una expansión del gasto primario son los subsidios económicos, en el marco del congelamiento tarifario, y los gastos de capital.

Respecto a los subsidios económicos cabe señalar que en el primer trimestre de 2021 fueron 25,8% superiores en términos reales respecto al mismo trimestre del año anterior y están por debajo del nivel de subsidios del primer trimestre de 2016, cuando ya se había recibido la primera ronda de los ajustes tarifarios del gobierno anterior. Todo parece indicar que la política parece estar orientada a incrementar levemente las tarifas de los servicios públicos este año, muy por debajo del nivel de precios.

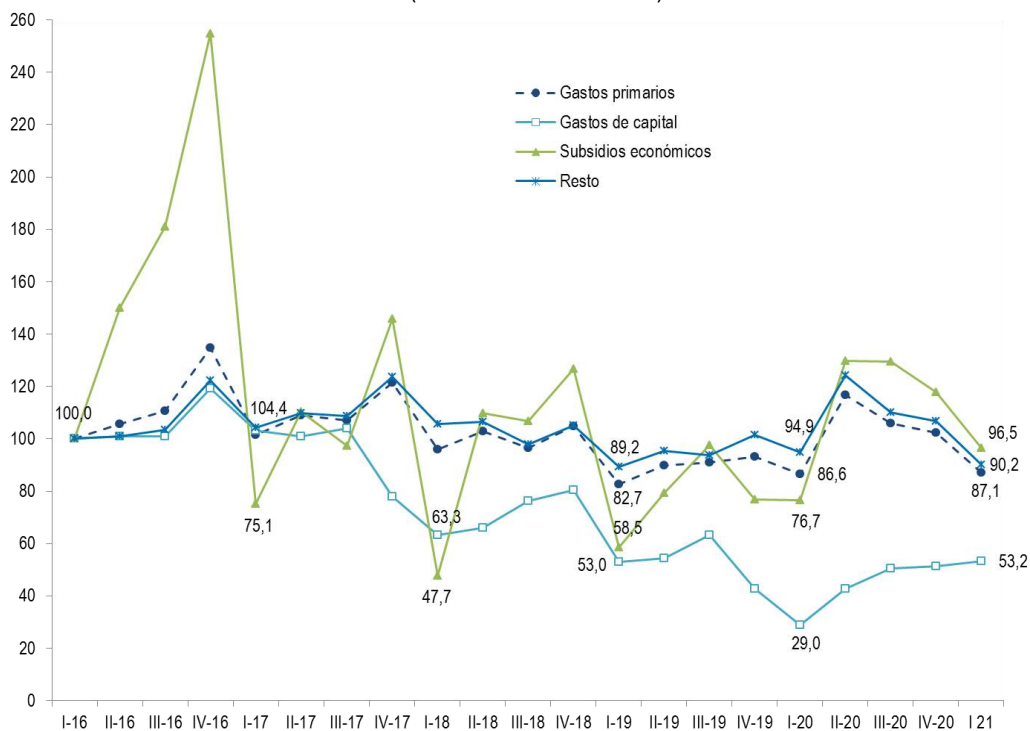
Por su parte, el gasto de capital aumentó 83,8% en términos reales durante el primer trimestre de 2020 respecto al mismo período del año anterior, cuando la obra pública estaba paralizada como ocurre en cualquier cambio de gobierno. Si se compara con el primer trimestre de 2019, es decir bajo los efectos del “megaajuste” tras el acuerdo con el FMI, el gasto de capital es apenas 0,4% superior en términos reales,

² En un estudio que abordó el desempeño diferencial de los precios industriales según estratos de concentración se arribó a la conclusión de que entre 2001 y 2003, en un escenario signado por un incremento del 114,3% en los precios industriales mayoristas tras la megadevaluación de 2002, las Ramas Altamente Concentradas aumentaron sus precios un 10,7% por encima del promedio, en tanto que las Ramas Medianamente Concentradas aumentaron sus precios un 13,2% por debajo del promedio y las Ramas Escasamente Concentradas un 18,8% por debajo del promedio. Véase Manzanelli, P. y Schorr, M.: “Aproximación al proceso de formación de precios en la industria argentina en la posconvertibilidad”, Realidad Económica N° 273, Buenos Aires, 2013.

³ Según datos de AFIP acerca del impuesto a las ganancias de sociedades durante el período fiscal 2018, solo 1.537 empresas (el 0,9% del total que estuvieron alcanzadas por el impuesto) explicaron el 63,7% del total de las ganancias netas imponibles.

y es significativamente inferior a los volúmenes volcados a la obra pública en el primer trimestre de los primeros tres años del gobierno de Cambiemos (2016, 2017 y 2018). Con excepción de los subsidios económicos y el gasto de capital, el resto del gasto primario exhibe un ajuste que alcanza a 5% en términos reales entre el primer trimestre de 2021 y el mismo período del año anterior.

Gráfico 8. Evolución del gasto primario, el gasto de capital, los subsidios económicos y el resto del gasto primario en términos reales del sector público nacional no financiero, 1er trimestre 2015-1er trimestre 2021 (índice 1er trim. 16=100)



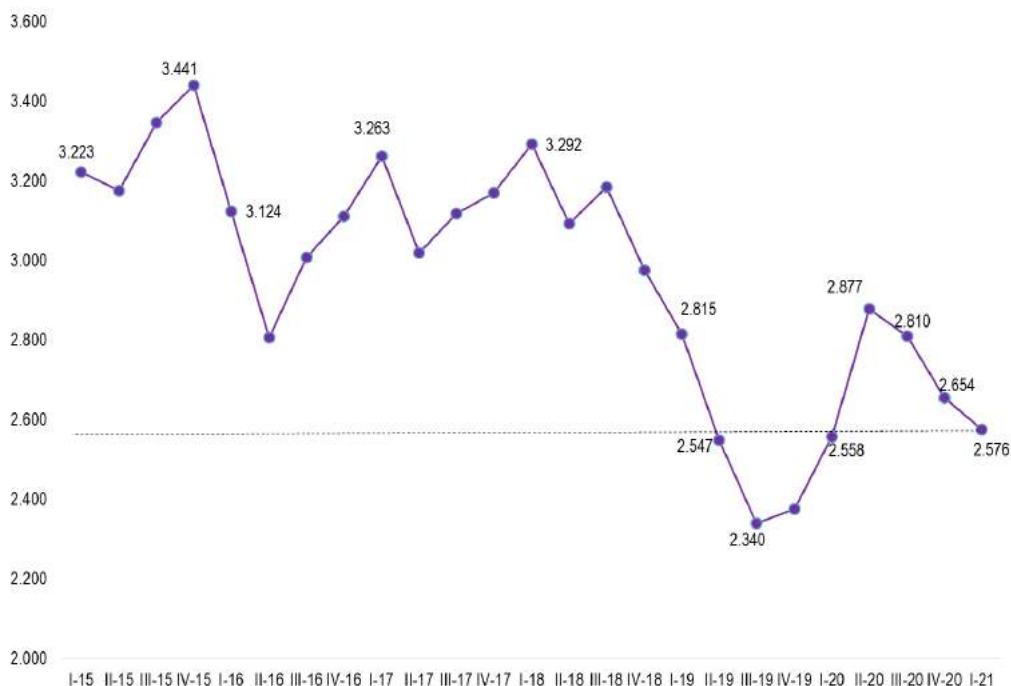
*El gasto está deflactado por el IPC.
Fuente: elaboración propia en base a MECON e INDEC.

En suma, en un escenario en el que la recaudación trepó considerablemente (11,5% en el primer trimestre en términos reales) y la carga de vencimientos de la deuda se redujo por efecto de la restructuración (- 52%), la moderación de la política fiscal durante el primer trimestre de 2021 tiende a equilibrar las cuentas públicas después del aumento del déficit que tuvo lugar el año anterior. Así, en el primer trimestre de 2021 se registró un déficit primario en el sector público nacional no financiero que es 69,7% inferior al del mismo período de 2020 en precios constantes. Si se considera el resultado financiero (que incluye los intereses netos) se redujo el déficit de 324.701 millones de pesos en el primer trimestre de 2020 a 184.408 millones de pesos en el mismo período de 2021, lo que equivale a una reducción de 60,3% en términos reales. Por consiguiente, las cuentas públicas tienden a equilibrarse a costa de la posibilidad de que la política fiscal actúe de modo expansivo para salir de la crisis.

La moderación en el gasto público tuvo su correlato en lo que concierne a la reducción de la base monetaria. En el marco de la irrupción de la pandemia, especialmente durante el segundo trimestre de 2020, el gobierno nacional desplegó una serie de medidas para mitigar los impactos económicos de la misma (ATP, IFE, bonos jubilados/as y pensionados/as, entre otras) que implicaron el incremento real de la base monetaria en línea con la expansión del gasto público. Posteriormente, el Banco Central tendió a contraer su expansión en términos reales. A tal punto que durante el primer trimestre de 2021 el nivel de la base monetaria en términos reales se encuentra apenas 0,7% por encima del registrado en el mismo

periodo de 2020. Asimismo, vale apuntar que el nivel de la base monetaria del primer trimestre de 2021 no solo es reducido en términos históricos sino que es semejante al del segundo trimestre de 2019, cuando su desempeño estaba influido por el experimento de congelar la base monetaria en el marco del acuerdo con el FMI.

Gráfico 9. Evolución de la base monetaria en pesos constantes del primer trimestre de 2021, 1° trimestre 2015-1° trimestre 2021 (miles de millones de pesos constantes)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC y CIFRA.

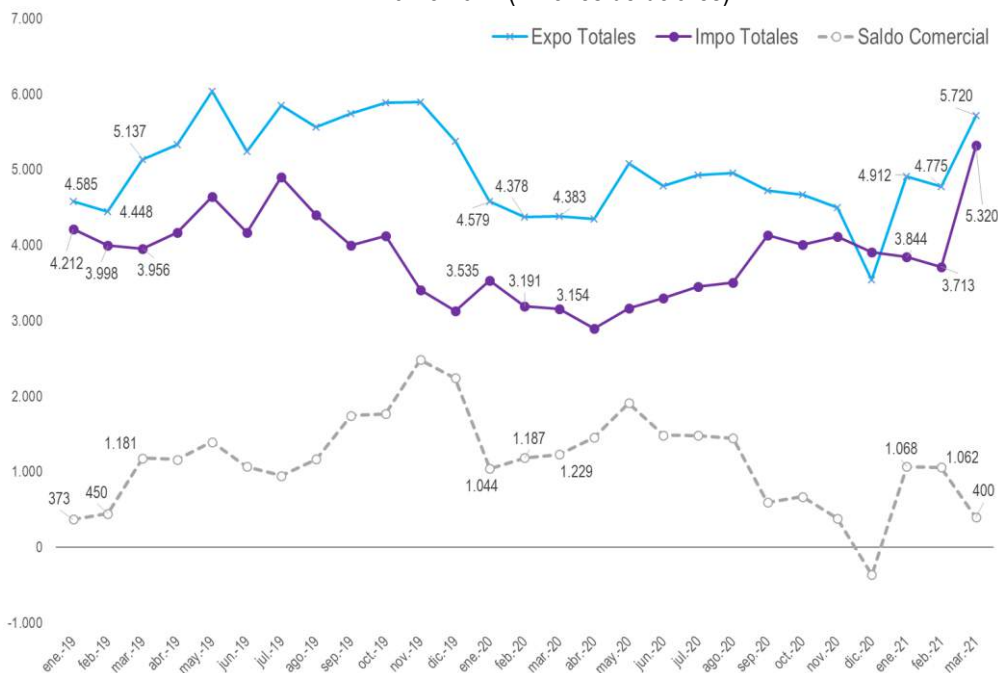
6. El frente externo y la estabilidad cambiaria

Uno de los efectos más perniciosos que generó la pandemia fue la caída del comercio mundial, especialmente durante el segundo trimestre de 2020 cuando se registró un desplome de 15% interanual. Tras la apertura de la actividad económica se reanudaron las transacciones, y el volumen del comercio mundial cerró con una merma de 5,3% en 2020, superior a la contracción del PIB mundial según los datos de la OMC (-3,8%).

En ese marco, el examen del comercio argentino durante 2020 indica que, medidas en dólares corrientes, las exportaciones cayeron 15,7% y las importaciones 13,7% con respecto a 2019. Como resultado de ello, el superávit comercial fue de 12.530 millones de dólares en 2020, que si bien es inferior al de 2019 sigue siendo significativo. Por su parte, en el primer trimestre de 2021 el saldo comercial se ubicó en torno a los 1.000 millones de dólares mensuales durante los dos primeros meses del año y se redujo a 400 millones durante marzo como consecuencia del notable incremento de las importaciones (Gráfico 10).

En la explicación del superávit comercial del primer trimestre es ineludible advertir que las exportaciones, tras casi un año de caída, exhiben por primera vez un crecimiento interanual a partir de enero de 2021, manteniéndose durante los dos meses subsiguientes (16% de variación interanual para el primer trimestre de 2021 con respecto al mismo periodo de 2019).

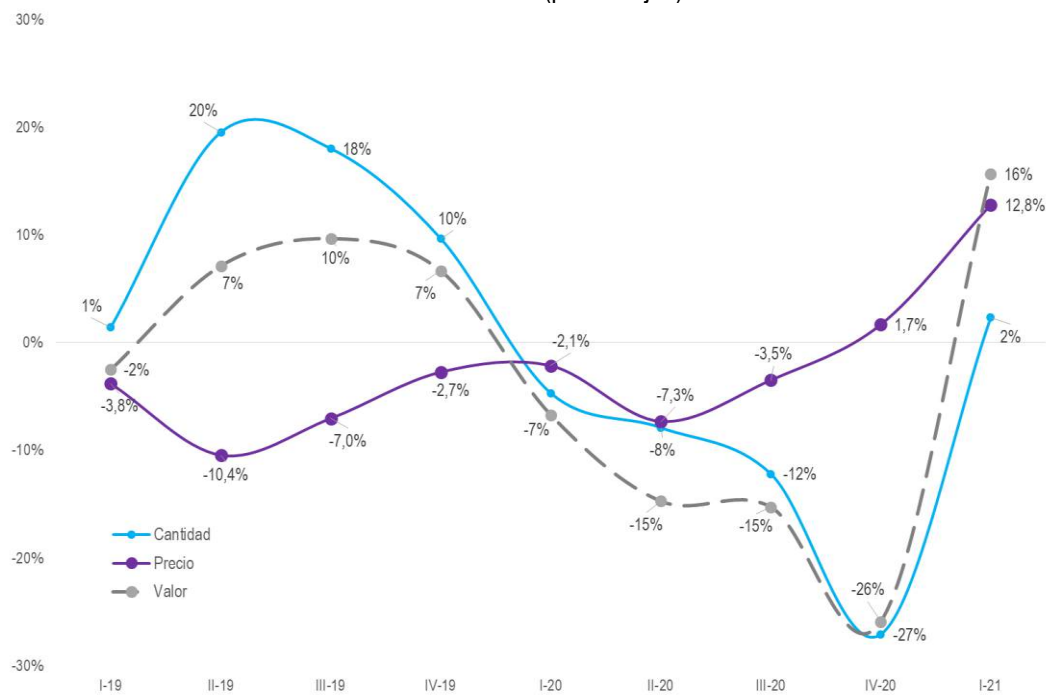
Gráfico 10. Exportaciones, importaciones y saldo comercial en dólares corrientes, Enero 2019-Marzo 2021 (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Este incremento de las exportaciones se sustentó, sin embargo, en el aumento de los precios de exportación más que en un incremento de las cantidades que podría generar un aumento de la actividad a nivel local. Tal como lo muestra el Gráfico 11, mientras el incremento en los precios de la canasta de exportación total durante los tres primeros meses del año fue de 12,8% interanual, las cantidades apenas aumentaron el 2%.

Gráfico 11. Variación interanual del valor, las cantidades y precios de exportación, 1° trimestre 2019-1° trimestre 2021 (porcentajes)

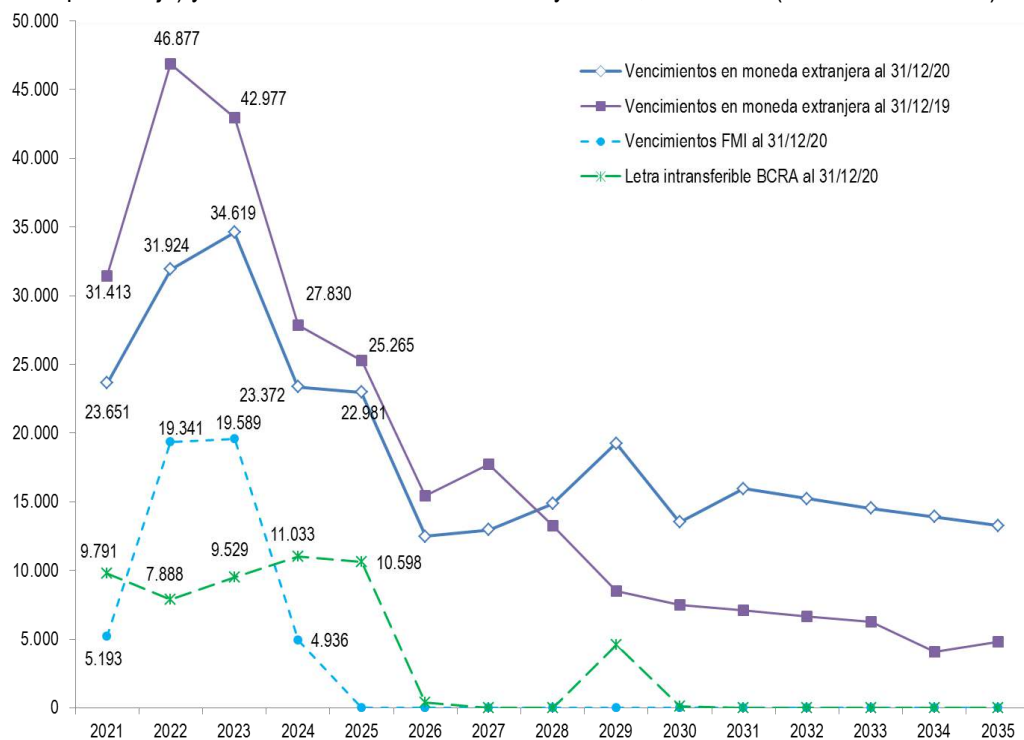


Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

Además de los efectos positivos del aumento de los precios internacionales de exportación en lo que concierne al ingreso de divisas por la vía del superávit comercial, otro factor que contribuyó a cierta estabilidad cambiaria durante el primer trimestre del año fue la restructuración de la deuda con el sector privado que se llevó a cabo el año pasado. La quita nominal, que alcanzó el 21% por efecto de una fuerte quita de intereses de la deuda, despejó los vencimientos en moneda extranjera en el corto plazo de esa parte de la deuda pública (que equivalía al 37% del stock de deuda del sector público nacional en diciembre de 2019)⁴.

Desde una perspectiva agregada los vencimientos totales (incluyendo capital e intereses) en moneda extranjera durante 2021, que alcanzaban a 31.413 millones de dólares al 31 de diciembre de 2019, se redujeron a 23.651 millones de dólares, que corresponden fundamentalmente a deuda con el FMI, el Club de París y deuda intra sector público (por ejemplo las letras intransferibles con el BCRA que se utilizan para que el Estado Nacional pueda pagar sus deudas en dólares con las reservas internacionales).

Gráfico 12. Vencimientos totales de la deuda en moneda extranjera de la Administración Central (pre y post canje) y vencimientos totales con el FMI y BCRA, 2021-2035 (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

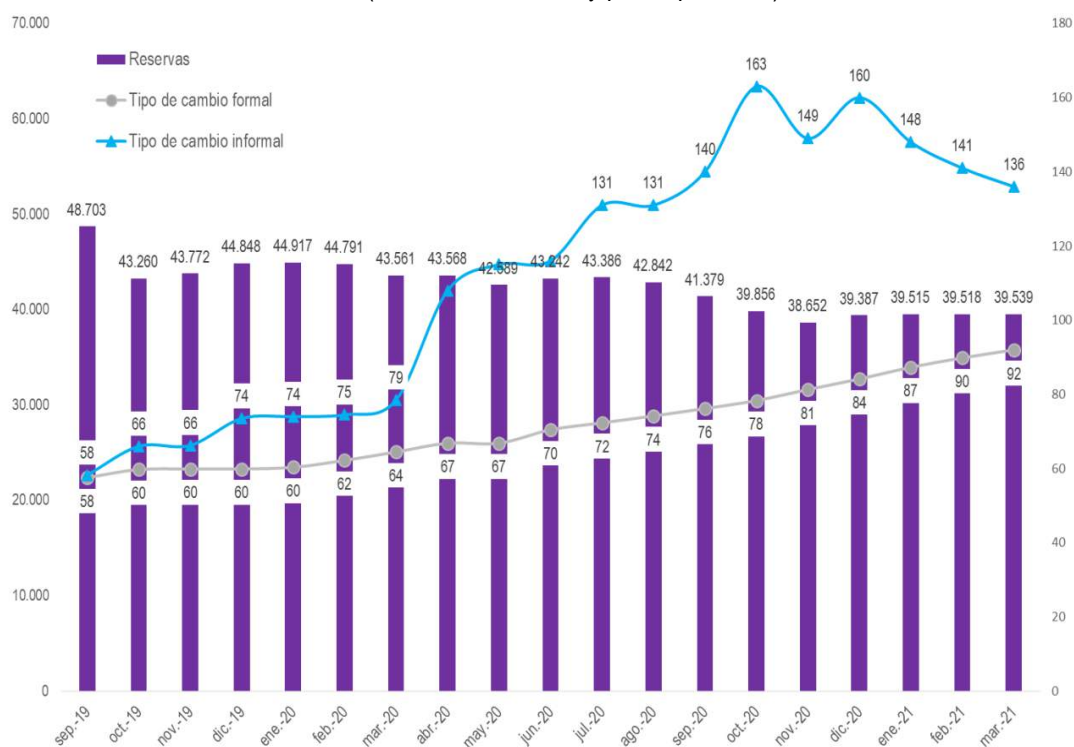
El panorama para afrontar los vencimientos con los organismos internacionales aparenta ser más promisorio por la inminente aprobación de una ampliación de los Derechos Especiales de Giro asignado a los países miembro del FMI. No obstante ello, la renegociación de la deuda con el Fondo se vuelve imprescindible si se tienen en cuenta que los vencimientos en 2022 y 2023 superan los 19.000 millones de dólares anuales considerando la amortización del capital de la deuda y los intereses de la misma. Equivalen al 60,6% y el 56,6% de los vencimientos de deuda en moneda extranjera previstos para 2022 y 2023 respectivamente, siendo que los vencimientos restantes son en buena medida letras intransferibles con el Banco Central. De allí que se torne decisiva la restructuración y procurar incrementar las reservas

⁴ Sobre el particular véase Manzanelli, P. y Calvo, D., "Informe de coyuntura N° 33", CIFRA, Buenos Aires, septiembre 2020.

internacionales para hacerle frente a los requerimientos de divisas que resulten de esa negociación y del elevado incremento de las importaciones en el marco de la reactivación.

En este sentido, cabe apuntar que en el marco la disminución de las expectativas de devaluación sustentadas en la reducción de la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el informal durante los tres primeros meses de 2021, se viene registrando la compra neta de divisas al sector privado por parte del Banco Central que totalizaron 2.266 millones de dólares (las mayores compras se concentraron durante el mes de marzo: 1.476 millones de dólares). No se trata de una cuestión menor si se considera que el año pasado durante 8 de los 12 meses del año se registraron mayores niveles de ventas de divisas que de compras, lo que condujo a una pérdida de 4.169 millones de dólares por esta vía. No obstante la compra de divisas, el stock de reservas se mantiene estable en torno a los niveles de noviembre de 2020, es decir en 39 mil millones de dólares (Gráfico 14).

Gráfico 13. Stock de reservas internacionales y tipo de cambio formal e informal*, Septiembre 2019-Marzo 2021 (millones de dólares y pesos por dólar)



*Datos al último día hábil de cada mes.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ámbito Financiero.

Esto se explica por el gasto de divisas destinado, por un lado, al pago de capital e intereses a organismos internacionales (-715 millones de dólares) y, por el otro a la compra de títulos valores con el objetivo de intervenir en el mercado paralelo del dólar (-723 millones de dólares). Es decir, que un porcentaje importante de la compra de divisas se orientó a reducir la brecha cambiaria a través de la compra de títulos en dólares en el “contado con liqui” y el “dólar bolsa” (y la venta de títulos en pesos), lo que si bien fue relevante para disminuir las expectativas de devaluación de fines del año pasado, una vez controlada la situación en este año le restó las posibilidades de acumular reservas internacionales al Banco Central para los compromisos futuros.

Cuadro 1. Factores de explicación de la variación de las reservas internacionales, Enero 2021-Marzo 2021 (millones de dólares)

Factores	ene-21	feb-21	mar-21	2021
Acumulación de reservas	128	3	75	206
Compra de Divisas	157	633	1476	2266
Organismos Internacionales (capital e intereses)	-98	-397	-220	-715
Otros Sector Público	-307	-97	-77	-481
Efectivo Mínimo	530	400	-615	315
Otros (incl. pases pasivos en USD con el exterior)	-154	-535	-344	-1033
Intervención por compra de títulos en dólares	-353	-101	-269	-723
Resto no explicado	199	-434	-75	-310

Nota: los datos de "Otros (incl. pases pasivos en USD con el exterior)" en marzo corresponden a los primeros 23 días del mes.
 Fuente: Elaboración propia en base al BCRA y a la Subsecretaría de Programación Económica, Informe "Evolución del mercado de Cambios y balance cambiario-febrero 2021".