



# INFORME MACROECONÓMICO

---

30 de Julio de 2021 / N°: 282

La economía en la previa de las elecciones





## SUMARIO

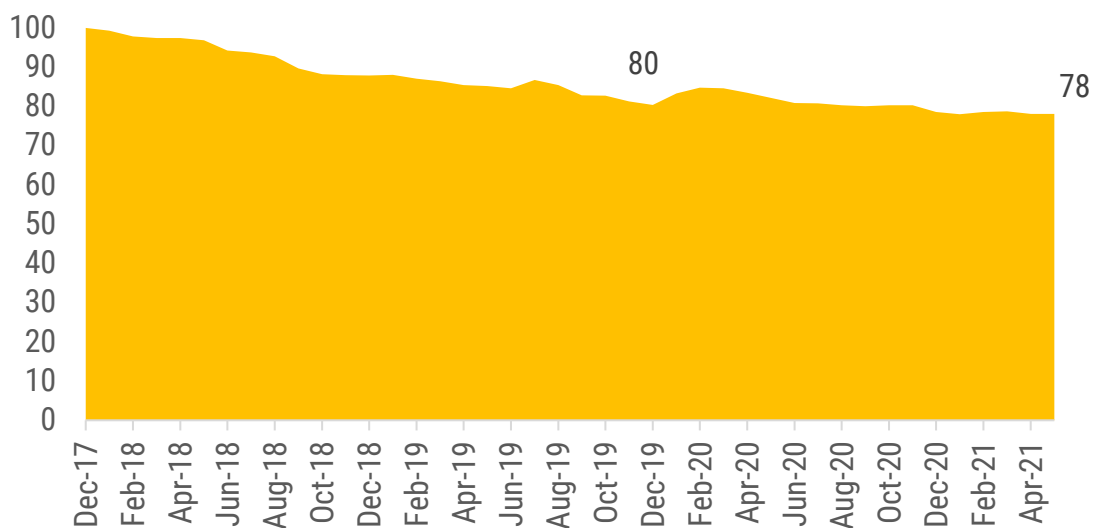
- **LA ECONOMÍA EN LA PREVIEW DE LAS ELECCIONES:** El Gobierno se encamina a las elecciones con condiciones macroeconómicas que distan de ser ideales. La recuperación de la actividad postpandemia se estancó entre febrero y mayo y la inflación se mantiene alta pese al uso del ancla cambiaria y tarifaria. Asociado a ello, el empleo y el salario siguen sin recuperar el terreno perdido.
- **LA ECONOMÍA MAS ALLÁ DEL CORTO PLAZO:** Pese a que el Gobierno ancló exitosamente en el primer semestre el tipo de cambio y las tarifas, al mismo tiempo que tuvo una política fiscal y monetaria más austera, la inflación se está acelerando respecto a 2020, la deuda argentina continúa cotizando a precio de default y reaparecieron las tensiones en el mercado paralelo. Creemos que las expectativas resuelven buena parte de esta aparente contradicción: no es la evolución de los últimos meses lo que miran quienes toman decisiones de precios y de compra de activos financieros, incluido el dólar, si no la esperada en el futuro.



## LA ECONOMÍA EN LA PREVIA DE LAS ELECCIONES

El Gobierno se encamina a las elecciones con condiciones macroeconómicas que distan de ser ideales. En efecto, el salario real tuvo en 2020 su tercera caída anual consecutiva y, a mayo de 2021, seguía sin mostrar signos concluyentes de recuperación. De igual forma, el empleo todavía no revierte completamente el golpe de la pandemia y, además, parece mostrar limitaciones estructurales de más largo plazo. Ambos resultados están vinculados a la dinámica de la actividad, que se encuentra estancada desde febrero luego de haber transitado varios meses de recuperación a partir del piso generado por la pandemia, y las medidas asociadas, en mayo de 2020. En este marco, el Gobierno continúa, asistido por los elevados precios de las *commodities* agrícolas, conteniendo el dólar oficial y los precios de las tarifas de los servicios públicos para estimular los salarios y, consecuentemente, la demanda. Sin embargo, a pesar del ancla cambiaria y tarifaria y de un manejo relativamente más prudente de la política fiscal y monetaria los resultados en materia inflacionaria no son buenos.

### Poder adquisitivo del salario (salario real) – dic-17 = 100



Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC.

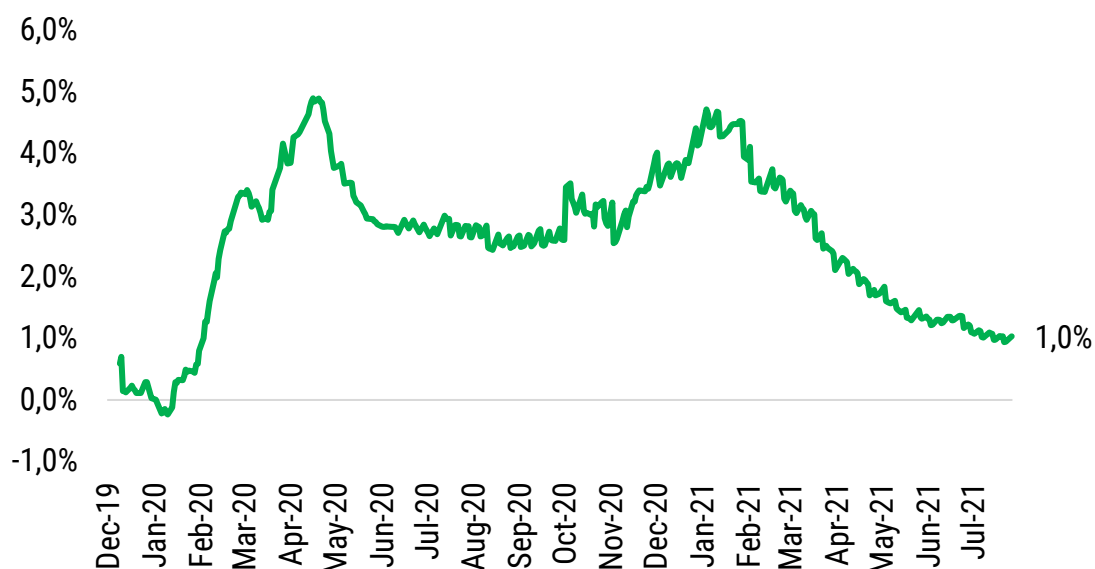
Más en detalle, con el ciclo de crisis iniciado en 2018, el salario real acumula una baja de 22,5%. Si bien la reversión de esta tendencia era una de las promesas centrales del Gobierno, en 2020 se verificó una retracción de 2,2% y, a mayo de 2021, continúa bajando (-1,4% desde diciembre 2020). Por su parte, el empleo privado formal muestra un comportamiento similar: entre 2017 y 2019 se perdieron 276 puestos de trabajo netos formales, tendencia que se vio acentuada en 2020 con una baja neta de 196 mil empleos. Como comentábamos anteriormente, buena parte de este desempeño obedece a la coyuntura actual desde 2017 la economía se contrajo un 14% (9,9% en 2020). Además,



a mayo de 2021, la actividad económica todavía se encontraba 4% por debajo del nivel prepandemia. Sería un error, sin embargo, atribuir la totalidad de la situación actual a la coyuntura considerando que Argentina tiene problemas de más larga data que la pandemia como el bajo crecimiento, la alta inflación, la situación de la deuda pública y de las cuentas fiscales. Quizás una muestra de que actualmente existen dificultades estructurales es la evolución del mercado de trabajo: desde 2012 el número de empleados privados se redujo 2,6% pero el de empleados públicos formales creció 23,9% y el de monotributistas 24,3%. Así, el mercado laboral es el reflejo de una economía con un importante peso del sector público y con dificultades para generar empleo privado formal.

Para revertir esta situación de cara a las elecciones el Gobierno abandonó su esquema cambiario en el cual la depreciación del dólar acompañaba a la inflación y también las pretensiones, reflejadas en el presupuesto, de que las partidas destinadas a subsidios no crezcan en términos de producto. Como puede verse en el gráfico, el dólar hoy aumenta a un ritmo de solo 1% mensual en el contexto de una inflación que, en los últimos 2 meses, rondó el 3% mensual lo que implica una pérdida de competitividad del tipo de cambio. Gracias al incremento de los precios internacionales de los granos, que si bien bajaron recientemente, se encuentran 52% y 57% por encima de 2019 (soja y maíz, respectivamente), el freno al tipo de cambio oficial no se tradujo en una pérdida de reservas por parte del BCRA. Por el contrario, en lo que va de 2021 el BCRA compró 3.810 millones de USD. Por otra parte, los servicios públicos que se encuentran en la órbita del ejecutivo nacional tuvieron aumentos muy modestos (6% gas, 9% luz) que se tradujo en un alza de 69% interanual entre enero y junio de los fondos destinados a subsidiar las tarifas.

### Depreciación del dólar oficial – variación acumulada 30 días

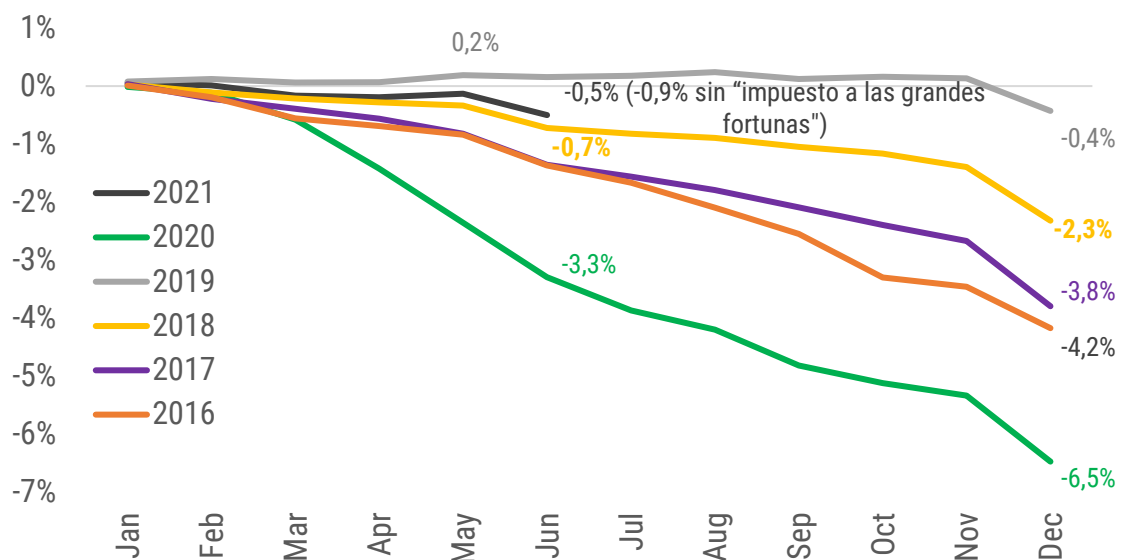


Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.



Más allá de las anclas cambiaria y tarifaria, lo cierto es que también el frente fiscal y monetario se mostró contenido en la primera parte del año. En efecto, en los primeros 6 meses hubo una reducción importante del déficit fiscal y, consecuentemente, de la emisión monetaria necesaria para financiarlo. Como puede verse en el gráfico, el rojo fiscal se encuentra en niveles similares a los de 2018 (-0,5% del PBI acumulado) debido a que la eliminación de la mayoría del paquete de estímulo implementado durante la pandemia, el aumento de la recaudación y la licuación vía inflación del poder adquisitivo de las jubilaciones y los salarios públicos más que compensan el incremento del gasto en subsidios y obra pública. Ampliando sobre la situación de los impuestos, el crecimiento de los ingresos impositivos se debe tanto a la introducción de nuevos impuestos (notablemente, impuesto a las grandes fortunas), como a la comparación contra un 2020 muy débil en materia de recaudación y, nuevamente, a la asistencia provista por el aumento de las *commodities* que se traduce en un alza de 190% interanual en los fondos captados vía derechos de exportación. Así, el financiamiento monetario al Tesoro a través de utilidades y adelantos transitorios del BCRA pasó de 5,4% del PBI de enero a julio de 2020 a 1,2% en igual periodo de 2021 lo cual permitió que la base monetaria pase de aumentar 52% interanual 2020 a 28% interanual en 2021.

## Déficit fiscal primario – % del PBI



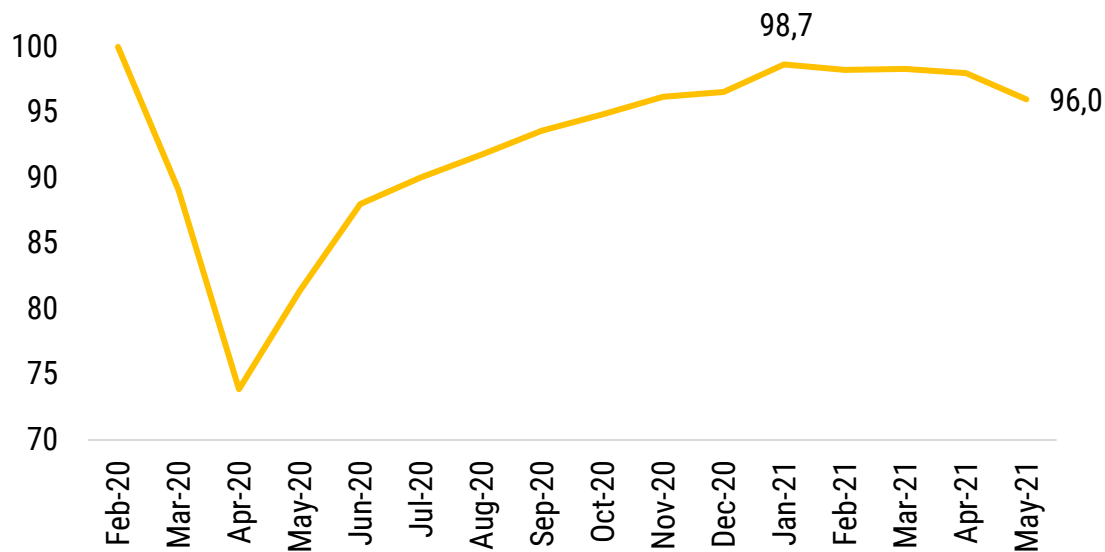
Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC y Ministerio de Economía.

Pese a la utilización del ancla cambiaria y tarifaria y a una situación monetaria relativamente más contenida, los resultados en materia inflacionaria son acotados. En efecto, entre enero y junio la inflación promedio fue de 3,9% mensual y los precios acumulan un incremento de 26,5%, dinámica que explica el hecho de que el poder adquisitivo del salario no se recupere en el corto plazo luego de tres años de crisis, contribuyendo al estancamiento de la recuperación postpandemia. Por otra parte, si bien en 2021 la circulación fue restringida en mucho menor medida que en 2020, las autoridades



decidieron tomar algunas medidas en ese sentido especialmente durante el mes de mayo. Este factor externo a lo económico, posiblemente, explica la dinámica de la actividad.

Estimador mensual de actividad económica – prepandemia = 100.



Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC y Ministerio de Economía.

## LA ECONOMÍA MAS ALLÁ DEL CORTO PLAZO

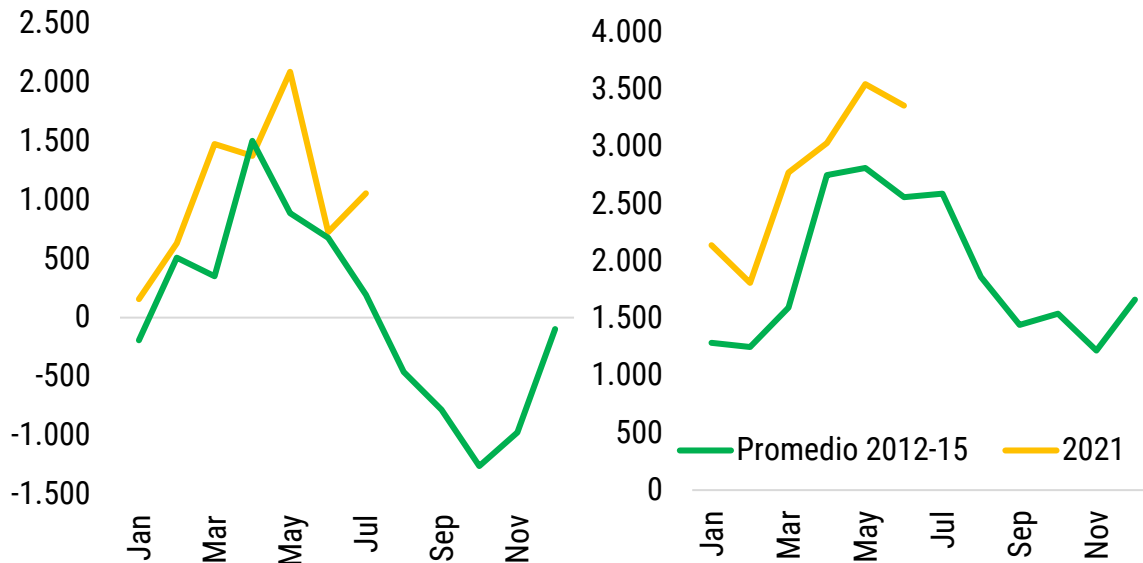
Hasta aquí, hemos descripto cómo el Gobierno ancló exitosamente en la primera parte del año el tipo de cambio y las tarifas, al mismo tiempo que tuvo una política fiscal y monetaria más austera. Sin embargo, la inflación se está acelerando respecto de 2020, la deuda argentina continúa cotizando a precio de default y, además, en las últimas semanas reaparecieron las tensiones en el mercado paralelo. Creemos que las expectativas explican buena parte de esta aparente contradicción: no es la evolución de los últimos meses lo que miran quienes toman decisiones de precios y de compra de activos financieros, incluido el dólar, si no la esperada en el futuro. En efecto, más allá de la dinámica pasada una cuestión central es si lo observado en el primer semestre puede mantenerse. Como veremos a continuación, hay varios elementos que permiten inferir que la situación actual no constituye un sendero viable a largo plazo.

En primer lugar, comenzando por el tipo de cambio, en la estabilidad cambiaria de los últimos meses fueron determinantes las liquidaciones del sector agropecuario que se producen de manera estacional siguiendo los ciclos de la actividad (ver gráfico). Además, puede observarse que las liquidaciones de 2021 estuvieron muy por encima del promedio 2011-15, referencia que elegimos por tratarse de otro periodo con controles cambiarios, producto de los elevados precios internacionales. Así, a partir de agosto es previsible que baje la oferta de divisas del sector agropecuario en el mercado



oficial. En ese sentido, ya los últimos días de julio parecen mostrar el cambio de tendencia y el BCRA pasó de comprar divisas en el mercado a venderlas.

Compras de divisas netas por parte del BCRA (izq.) y Liquidaciones del agro (der.) – USD millones



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

De igual forma, se debe tener en cuenta que, habitualmente, el déficit de la segunda mitad del año es mayor al de la primera. Por ejemplo, en el caso de 2018 el rojo fiscal a junio ascendía a 0,7% del PBI pero terminó el año en 2,7% del PBI, más del doble. De esta manera, si bien el déficit fiscal registrará una importante reducción respecto a los niveles récord de 2020, la segunda mitad del año será más expansiva que la primera y, por lo tanto, la emisión monetaria también será mayor. Nuevamente, en las estadísticas recientes parecen observarse los primeros indicios de esta tendencia: ya en julio el financiamiento monetario vía utilidades y adelantos transitorios alcanzó 0,4% del PBI, el más alto del año.

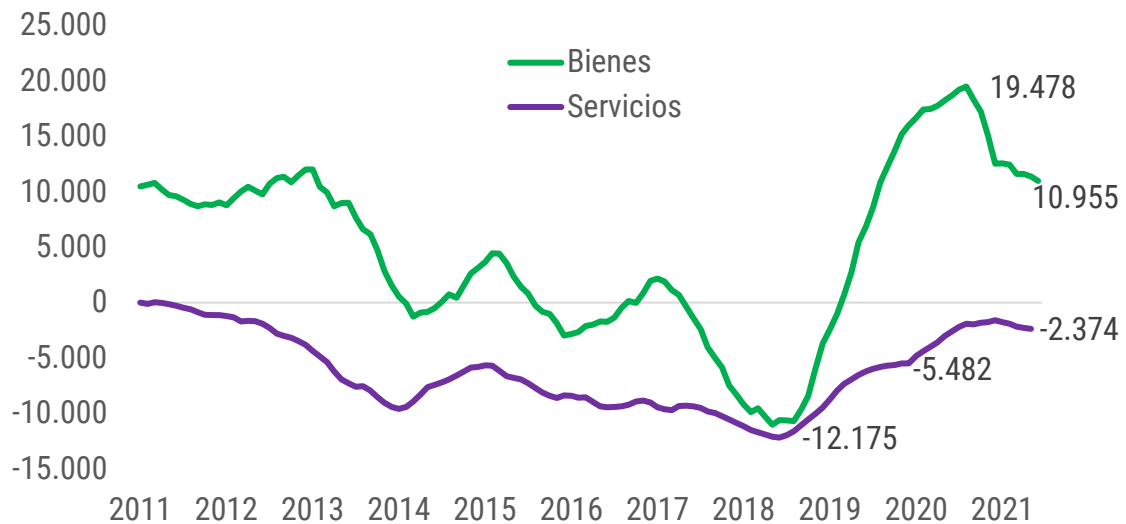
En definitiva, los próximos meses se transitarán con menor disponibilidad de dólares en el mercado oficial y con mayor emisión monetaria. Sin embargo, más allá de la dinámica de corto plazo en los próximos meses, lo cierto es que el esquema actual no parece viable a largo plazo bajo las condiciones actuales. En ese sentido, se debe tener en cuenta que, cerrado el canal financiero por la crisis de deuda y los controles cambiarios, la única fuente de divisas para el país es el canal comercial y, en 2021, pese a la fuerte suba de los precios internacionales se observó una reducción del superávit que pasó de USD8.097 millones en el primer semestre de 2020 a USD 6.739 millones en 2021. Este comportamiento ocurre porque el crecimiento de las importaciones (49% interanual) fue superior al de las exportaciones (29% interanual) en los primeros 6 meses del año. Es decir, sólo una recuperación modesta achicó sensiblemente el superávit comercial aún bajo un contexto externo



(precios) favorable. Otro factor a tener en cuenta es que la demanda de divisas a futuro es creciente no sólo porque las importaciones continuarán aumentando sino también por otros factores. Por un lado, la combinación de la devaluación de la moneda de los últimos años junto con la pandemia achicó fuertemente el saldo negativo de la balanza de turismo, componente fundamental del gasto en servicios. En efecto, el déficit por turismo pasó de USD8.622 millones en 2017 a USD 4.644 millones en 2019 y a sólo USD 1.550 millones en 2020. Adicionalmente, también los pagos de deuda en dólares son crecientes en el tiempo. A partir de la renegociación de la deuda con privados, recién en 2024 comienzan a ganar relevancia los pagos con estos acreedores por lo cual actualmente transitamos años de desembolsos bajos que, sin embargo, no van a ser permanentes.

Un factor adicional a ser considerado son los pagos al FMI, que son un condicionante tanto por su magnitud (USD43.147 millones entre 2022 y 2024) como por los términos bajo los cuales se deberá renegociar la deuda. En efecto, a diferencia de los acreedores privados, el FMI incide directamente en la política económica de sus deudores y una renegociación con el organismo es inevitable para el año próximo teniendo en cuenta que los vencimientos de capital e intereses (USD 19.020 millones) exceden largamente las posibilidades de pago de nuestro país.

## Balance comercial – USD millones, acumulado 12 meses.



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA e INDEC.

En suma, no parece que pueda sostenerse a largo plazo la actual pérdida de competitividad del tipo de cambio si el superávit comercial sigue tendiendo a achicarse, pero la demanda de divisas (deuda y turismo) es creciente. Una manera de salir de la lógica actual, donde mantener un superávit comercial importante es condición necesaria para evitar una crisis de deuda, es ordenar la macroeconomía y, especialmente, las cuentas públicas para poder volver a acceder al financiamiento





# INFORME MACROECONÓMICO



voluntario y renovar los vencimientos con el sector privado. Sin embargo, ese sendero también implica el abandono de buena parte del esquema actual de política. Así, el esquema cambiario actual parece “garantizado” hasta las elecciones, pero cual será la política de más largo plazo es todavía una incógnita.



## TABLERO MACRO

### Variables Mensuales

Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	<b>EMAE</b>	-2,0%	13,6%	9,5%	May-21	Pesos Constantes
	Agro	EMAE -Sector Agropecuario	-	-4,3%	-1,1%	May-21	Pesos Constantes
	Construcción	<b>ISAC</b>	-3,0%	70,9%	70,9%	May-21	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	9,8%	20,6%	44,2%	Jun-21	Toneladas
	Industria	<b>IPI</b>	-5,0%	30,2%	23,0%	May-21	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	14,5%	155,7%	123,9%	Jun-21	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados y Mayoristas	-	-2,6%	-2,6%	May-21	Pesos Constantes
	Consumo	<b>IVA Real</b>	-	42,8%	25,6%	Jun-21	Pesos Constantes
	Consumo	<b>Confianza del Consumidor</b>	-2,3%	-12,2%	-10,1%	Jun-21	Índice
Empleo y Salarios	Nivel General	<b>Empleo Privado Formal</b>	0,7%	1,0%	-1,5%	Apr-21	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	-1,0%	1,1%	-0,7%	Apr-21	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	<b>Empleo Público Formal</b>	0,6%	1,2%	0,4%	Apr-21	Miles de Trabajadores
	Nivel General	<b>Salario Privado Formal</b>	-	-0,6%	-4,0%	Apr-21	Pesos Constantes
Exportaciones	Nivel General	<b>Exportaciones Totales</b>	-	45,8%	28,3%	Jun-21	Millones de Dólares
	Agro	Productos Primarios	-	18,6%	1,5%	Jun-21	Millones de Dólares
	Agro	Manufacturas de Origen Agrop.	-	39,9%	47,2%	Jun-21	Millones de Dólares
	Industria	Manufacturas de Origen Ind.	-	116,2%	44,1%	Jun-21	Millones de Dólares
Importaciones	Minería / Petróleo	<b>Combustibles y Energía</b>	-	35,2%	5,0%	Jun-21	Millones de Dólares
	Nivel General	<b>Importaciones Totales</b>	-	79,1%	48,7%	Jun-21	Millones de Dólares
	Inversión	Bienes de Capital	-	62,0%	48,1%	Jun-21	Millones de Dólares
Precios	Consumo	Bienes de Consumo	-	14,3%	17,2%	Jun-21	Millones de Dólares
		<b>IPC Nacional</b>	3,2%	50,2%	25,3%	Jun-21	Índice de Precios
Monetarias y Financieras		<b>Dólar Mayorista</b>	1,2%	37,0%	41,4%	Jun-21	Pesos por Dólar
		<b>Índice Merval</b>	21,9%	55,1%	44,3%	Jun-21	Puntos Básicos
		<b>Reservas</b>	-1,5%	-1,5%	3,4%	Jun-21	Millones de Dólares
		<b>Prestamos en Pesos</b>	-49,8%	-53,9%	-6,5%	Jun-21	Pesos Constantes
		<b>Prestamos en Dólares (S Privado)</b>	-2,4%	-28,2%	-40,6%	Jun-21	Millones de Dólares
Fiscales		<b>Gasto Primario</b>	-	40,1%	31,8%	Jun-21	Pesos Corrientes
		Subsidios Económicos	-	116,6%	69,4%	Jun-21	Pesos Corrientes
		Gasto Social	-	18,9%	20,4%	Jun-21	Pesos Corrientes
		Gasto en Infraestructura	-	210,5%	134,1%	Jun-21	Pesos Corrientes
		<b>Recaudación</b>	-	71,7%	72,8%	Jun-21	Pesos Corrientes
		IVA Neto de Reintegros	-	96,1%	75,9%	Jun-21	Pesos Corrientes
		Ganancias	-	56,0%	79,2%	Jun-21	Pesos Corrientes
	Seguridad Social	-	52,4%	42,8%	Jun-21	Pesos Corrientes	

### Variables Trimestrales

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	<b>PBI</b>	2,6%	2,5%	2,5%	I-21	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	3,0%	3,0%	I-21	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	2,9%	-0,7%	-0,7%	I-21	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	6,1%	38,4%	38,4%	I-21	Pesos Constantes
	Agro	<b>Venta de Cosechadoras</b>	-25,4%	-25,4%	-25,4%	I-21	Unidades
	Agro	<b>Venta de Tractores</b>	26,8%	26,8%	26,8%	I-21	Unidades
	Agro	<b>Venta de Sembradoras</b>	67,3%	67,3%	67,3%	I-21	Unidades
Agro	<b>Venta de Implementos</b>	29,5%	29,5%	29,5%	I-21	Unidades	

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.



# INFORME MACROECONÓMICO



Informe Macroeconómico  
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:  
Laura Pederiva  
Economista a Cargo:  
Santiago Giraud

Visite nuestra página web: [www.crea.org.ar](http://www.crea.org.ar)

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. [economia@crea.org.ar](mailto:economia@crea.org.ar)  
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación y trabajan para el desarrollo sostenible de las empresas, las localidades de las que forman parte y el país. Para mayor información <http://www.crea.org.ar/>