

Informe de coyuntura N° 39

Pablo Manzanelli y Leandro Amoretti

Septiembre 2022

- ✓ La **encrucijada** que atraviesa actualmente **la economía argentina** no está para nada dissociada de **las consecuencias de la política económica moderada que desplegó el Frente de Todos** para salir de la crisis de la deuda heredada del gobierno anterior y de los efectos económicos de la pandemia sanitaria. La expresión más sobresaliente de esto fue, por un lado, la incapacidad para acumular reservas internacionales en el marco de un abultado excedente comercial durante buena parte del gobierno, y por el otro la insustentabilidad social -y por ende política- del planteo económico, es decir, la profundización de la regresividad distributiva iniciada en 2018 que combina la sostenibilidad del descenso en el salario real en un contexto de alta inflación y una significativa elevación de los márgenes de ganancia, en especial de las grandes empresas. En base a este diagnóstico el informe se divide en dos partes. En la primera se pasa revista a las características del **estrangulamiento externo** y en la segunda se analiza la forma específica que asumió la **regresividad distributiva** y su vinculación con la dinámica de los **precios relativos**.
- ✓ Un primer aspecto a destacar es que **la caída de reservas**, que alcanzó a **8.000 millones de dólares** durante el gobierno del “Frente de Todos”, ocurrió a pesar de contar con un elevado superávit comercial en el bienio 2020-2021 que solo fue superado en lo que va del siglo XXI por tres años (2003, 2009 y 2019) que tienen como denominador común el fuerte ajuste sobre las importaciones producto de crisis económicas relevantes. En ese marco, no resulta para nada menor que **el déficit de los intereses y el capital de la deuda externa del sector privado (20.731 millones de dólares)** haya representado alrededor del 63% del superávit de bienes que ingresó al Banco Central (32.728 millones de dólares) entre enero de 2020 y junio de 2022. Según aclaró recientemente el Banco Central esa cuenta desciende en torno al 46% (15.086 millones) cuando se excluye a las líneas de crédito en moneda extranjera con entidades locales que se liquidan en moneda local y no impactan en reservas y a las obligaciones de los estados provinciales y organismos públicos que, curiosamente, el Banco Central los incluye en el sector privado.
- ✓ Más allá de las cuestiones metodológicas, la relevancia de los 20.731 millones de dólares que se canalizaron por estos conceptos se pone de relieve cuando se advierte que en 2003 la salida por esa vía fue de 2.516 millones de dólares con un stock de deuda externa privada superior al actual (48.705 versus 40.490 millones de dólares). Se trata de una magnitud muy superior, también, al **déficit comercial del sector energético que contabilizó 2.397 millones** de dólares entre enero de 2020 y junio de 2022.
- ✓ **Reunir las reservas necesarias para tornar sostenible la recuperación económica no ocurre por “generación espontánea” sino por efecto de las políticas económicas desplegadas**, que son una condición necesaria aunque no suficiente para ensanchar el límite de las posibilidades en un contexto sumamente restrictivo. Al respecto, en una entrevista radial del 9 de mayo de 2022*, previa a su renuncia, el entonces Ministro de Economía M. Guzmán sostuvo que el gobierno discutió un esquema cambiario alternativo, pero se decidió darle “la oportunidad a las empresas del sector privado para ir capitalizándose porque eso es lo que hacen cuando pagan sus deudas... y el BCRA acumuló menos reservas que si las empresas se hubieran refinanciado”.

*Radio Urbana Play (104.3 FM), Programa “De acá en más” del 09-05-2022. Disponible en: <https://ar.radiocut.fm/audiocut/martin-guzman-6764/>

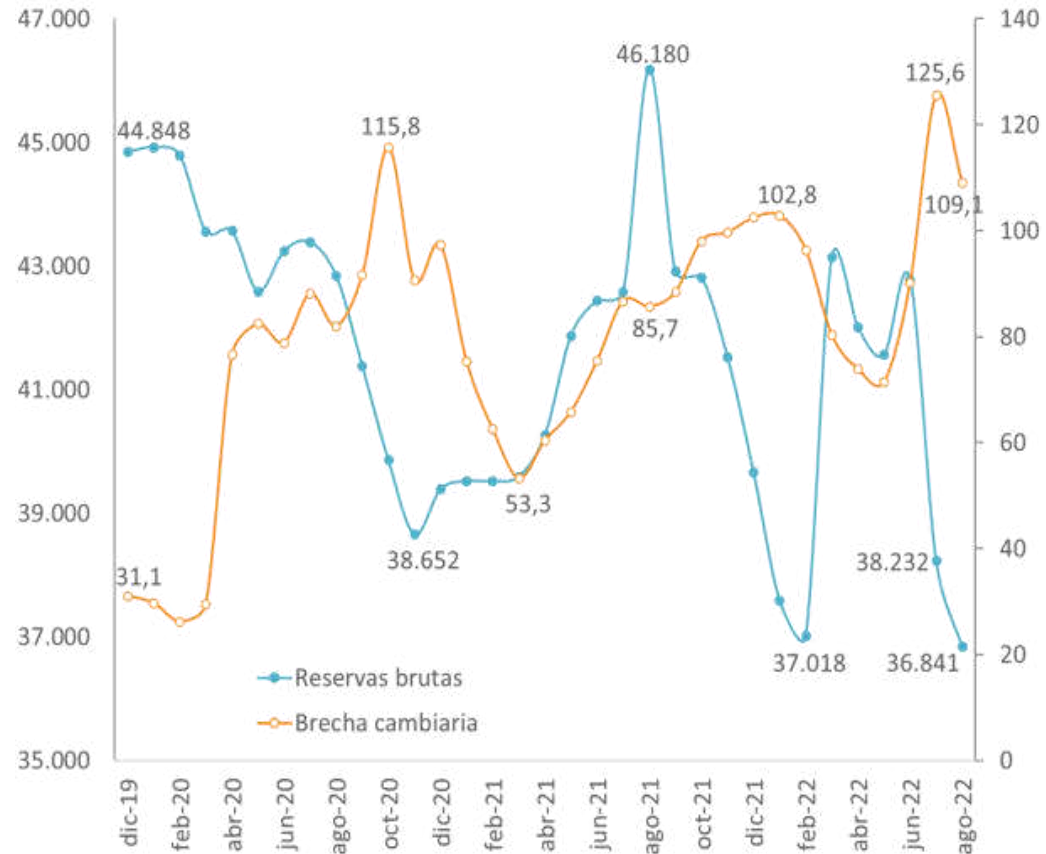
- ✓ Pues bien, los resultados de la **renegociación de la deuda pública** también se alejaron de la experiencia que se inició en 2003 y que permitió generar las condiciones para el largo crecimiento posterior. A tal punto que si se considera la deuda pública en moneda extranjera entre 2022 y 2030 **la quita nominal total alcanzada fue de apenas el 11,7%** respecto al stock de vencimientos heredado del gobierno anterior, es decir del resultante de la deuda insostenible. Esto explica, en parte, porqué la renegociación no logró modificar las expectativas negativas del “mercado”.
- ✓ Sin embargo, cabe señalar que la corrida cambiaria se desató en un año con relativamente escasos vencimientos de deuda respecto a los de los próximos. El **“boom” de las importaciones** en el primer semestre de 2022 implicó un aumento en cantidades de 20% interanual. En un contexto de altas exportaciones, el fuerte aumento de importaciones limitó la posibilidad de sostener el financiamiento a las cancelaciones de deuda del capital privado y el creciente déficit por turismo y otros pagos con tarjeta.
- ✓ La encrucijada en el sector externo y la regresiva distribución del ingreso obscurecen el hecho de que **el nivel de actividad económica mantiene**, con sus más y sus menos, **la fase de recuperación** económica tras la crisis de la deuda heredada del gobierno anterior y los impactos económicos de la pandemia en 2020. **Sin embargo, este año lo hace a un ritmo marcadamente inferior** (ascenso de 1,3% entre diciembre de 2021 y junio de 2022) y sobre el que repercutirá la suba de la tasa de interés y el ajuste fiscal de 6,9% interanual en el segundo semestre de 2022 que supone alcanzar la meta del 2,5% de déficit primario sobre el PIB establecido en el acuerdo con el FMI.
- ✓ Asimismo, **esa leve expansión económica transcurre en un contexto altamente inflacionario que anula la recomposición de los salarios reales, aunque no de los márgenes de ganancia**. En el primer trimestre de 2022 el excedente empresario fue del 47,8% del valor agregado (5,1 y 6,7 puntos más que en 2017 y 2020). No se trata solo de un aumento relativo sino absoluto: el volumen del excedente en términos reales aumentó 24,7% en el primer trimestre de 2022 respecto a igual período de 2020, siendo la industria la que registró el mayor incremento (45,6%). Se trata de una actividad que cuyos precios aumentaron 34,2% por encima del resto de la economía en ese período. Más allá de las conjeturas teóricas, el caso de la **industria siderúrgica** resulta emblemático para vincular los aumentos de rentabilidad con las modificaciones de los precios relativos en contextos de “alta inflación”. En el período apuntado el oligopolio siderúrgico logró quintuplicar el aumento de su principal insumo importado (el mineral de hierro) y aumentar los precios significativamente por encima de las actividades que utilizan a sus productos como un insumo para su producción (construcción, automóviles, productos metálicos de uso estructural y maquinarias de uso especial). De allí que, en ausencia de regulaciones, **Ternium** logró más que **triplicar su nivel de rentabilidad** sobre ventas entre 2019 y la primera mitad de 2022.

1. El estrangulamiento externo y sus especificidades

La corrida y las reservas

- ✓ Desde que asumió el gobierno Alberto Fernández las reservas internacionales se redujeron en 8.007 millones de dólares. Se advierten tres momentos en el que se registraron fuertes descensos en el nivel de reservas que fueron contemporáneos a una ampliación en la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el informal.
- ✓ Esto ocurrió en octubre de 2020 cuando ya se había consumado el canje con los acreedores privados. Esa situación se revirtió parcialmente en 2021 con una mayor intervención en el mercado paralelo, aunque el pico de agosto corresponde a la asignación extraordinaria de DEGs del FMI por la que Argentina recibió 4.319 millones de dólares.
- ✓ Luego en febrero de 2022, previo al acuerdo con el FMI, las reservas cayeron a 37.018 millones de dólares, un nivel similar a las reservas actuales a pesar de haberse firmado el acuerdo con el Fondo.
- ✓ Así, de las reservas brutas actuales cabe señalar que alrededor de 19.200 millones corresponden al swap de monedas con el Banco Popular de China y alrededor de 11.000 millones a encajes (depósitos de dólares en el BCRA). Es decir que las reservas netas se ubican en torno a los 6.600 millones, un monto similar a los DEGs del FMI (6.783 millones) que tiene transitoriamente el BCRA para hacer frente a las devoluciones.

Stock de reservas internacionales brutas y brecha entre el dólar oficial y el informal (millones de dólares y porcentajes), Diciembre 2019-Agosto 2022



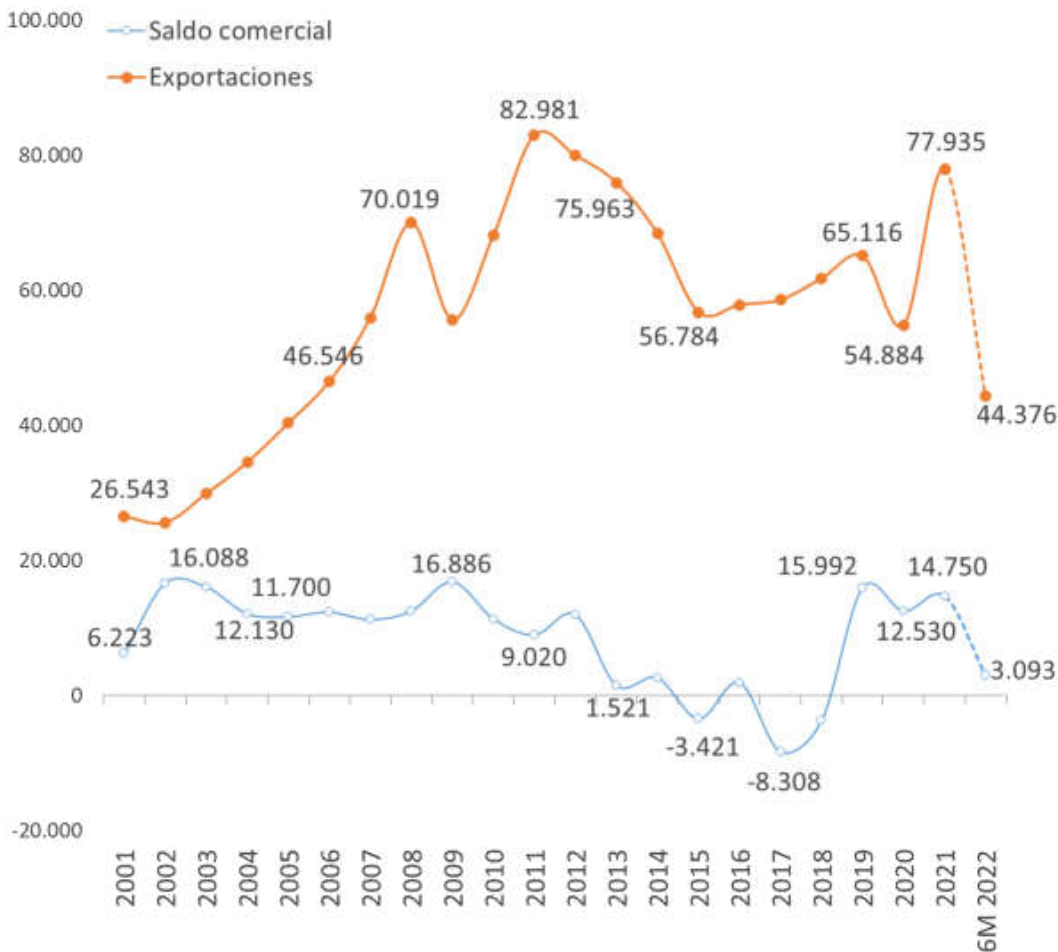
Nota: datos al último día hábil del mes. (*) datos al 12/08/22.

Fuente: elaboración propia en base al Banco Central.

Elevado saldo comercial

- ✓ La pérdida de reservas ocurre en un contexto en el que el saldo comercial contabilizó un superávit de 30.373 millones de dólares entre 2020 y el primer semestre de 2022, tratándose de un monto anual elevado en términos históricos, especialmente en 2020 y 2021.
- ✓ El superávit de 2020 fue de 12.530 millones de dólares y en 2021 de 14.750 millones, cuando el promedio de lo que va del siglo XXI fue de 8.428 millones. Se trata de un monto que en ese siglo solo fue superado en algunos años puntuales (2003, 2009 y 2019).
- ✓ Por el contrario, en el primer semestre de 2022 se acumuló un superávit comercial de apenas 3.093 millones de dólares, registrándose un déficit comercial en los últimos meses (en junio el desbalance alcanzó a 231 millones y en julio a 437 millones).
- ✓ Tanto el elevado superávit comercial de 2020-21, como su reducción en 2022, no obedecen a una caída de las exportaciones por efecto de la apreciación del tipo de cambio real. Las exportaciones por 77.935 millones de dólares en 2021 solo fueron superadas en el siglo XXI por los picos máximos de 2011 y 2012, y todo parece indicar que las exportaciones en 2022 van a superar los registros de 2021 (en la mitad del año contabilizaron 44.376 millones).

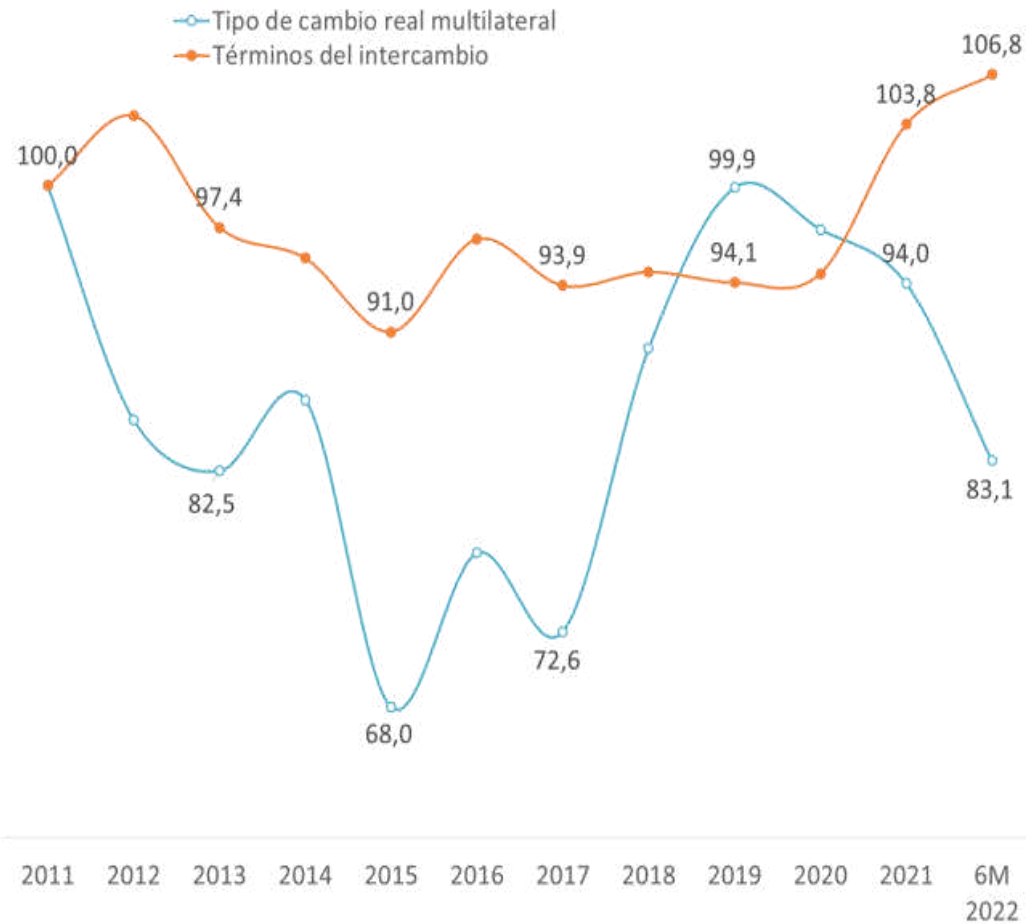
Saldo del comercio exterior y exportaciones en millones de dólares, 2001-I sem. 2022*



(*) Los datos de 2022 son el acumulado a junio.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- ✓ Es innegable que la reducción del saldo comercial en 2022 se produce en un escenario en el que la alta inflación tiende a apreciar el tipo de cambio real, lo que alienta el adelanto de importaciones en el marco de la brecha cambiaria, las escasas reservas y las expectativas de devaluación. Sin embargo, desde el punto de vista de la competitividad externa vale señalar que eso está parcialmente compensado por el importante avance en los términos del intercambio.
- ✓ En el primer semestre de 2022 el tipo de cambio real multilateral se ubicó 16,8% por debajo del de 2019 -es decir tras las devaluaciones que signaron el ocaso del gobierno anterior- y 16,9% por debajo al de 2011, cuando se registró el máximo nivel de exportaciones que se examinó previamente. Por su parte, los términos del intercambio se ubicaron 6,8% por encima de los altos niveles de 2011. Esto es así porque entre 2011 y 2022 los precios de importación se expandieron 7,7% en tanto que los de exportación lo hicieron 14,7%.
- ✓ En el marco del proceso inflacionario a escala mundial que se desató en la post pandemia y por la guerra en Ucrania, los términos del intercambio favorecieron a la Argentina: aumento de 12,9% entre 2020 y primera mitad de 2022. Si bien los precios de importación crecieron 31,2%, los de exportación lo hicieron en 47,7%.

Evolución del tipo de cambio real multilateral y de los términos del intercambio (índice 2011=100), 2011- I sem. 2022



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

El boom de las importaciones

- ✓ En el marco de una situación favorable en los términos del intercambio, resulta interesante revisar la evolución de las cantidades exportadas e importadas. En efecto, si bien las cantidades exportadas se mantuvieron en un nivel elevado en el primer semestre de 2022, las cantidades importadas treparon notablemente.
- ✓ Tal es así que en el primer semestre de 2022 las cantidades importadas aumentaron 20,0% respecto a igual período del año anterior, y 31,9% en relación a 2019. De esta manera se ubicaron en el máximo nivel de importaciones del período 2011-2022, con la única salvedad de 2018.
- ✓ La composición de este boom de importaciones en el primer semestre de 2022 exhibe un incremento interanual de 57,0% en combustibles y lubricantes, 28,7% en bienes de capital, 24,6% en piezas y accesorios para bienes de capital, 20,5% en bienes de consumo, 5,0% en bienes intermedios y una reducción de 1,1% en las compras de vehículos.

Evolución de las cantidades exportadas e importadas (índice 2011=100), I semestre 2011-2022



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

Balance cambiario

- ✓ Como es habitual existen diferencias entre los registros del balance cambiario del BCRA y los del intercambio comercial del INDEC, las cuales obedecen a que el primero sigue el criterio “caja” y el segundo el de “devengado”. Así, el balance cambiario registró un ingreso de divisas de 32.728 millones de dólares por intercambio de bienes durante el gobierno del Frente de Todos, siendo en la primera mitad de 2022 similar a todo el 2020.
- ✓ Entre 2020 y la primera mitad de 2022 la cuenta de servicios muestra un déficit de 11.030 millones de dólares, acelerándose el desbalance en 2022. De ese monto, 7.346 millones se explican por viajes y pagos con tarjeta, siendo aproximadamente la mitad destinados a la cancelación de saldos de tarjeta de crédito de empresas (el BCRA sostuvo recientemente que 3.393 millones se destinaron a ese fin entre enero de 2020 y abril de 2022).
- ✓ La formación de activos externos alcanzó 4.009 millones de dólares entre 2020 y junio de 2022, y solo 437 millones en el primer semestre de 2022.
- ✓ En efecto, el destino más importante del excedente comercial fue para el pago de los intereses de la deuda (14.700 millones -ítem 1.3-) y para la cancelación de préstamos financieros (15.114 millones de dólares -ítem 2.2-) de la deuda pública y privada. Es decir, en total salieron por esa vía 29.814 millones de dólares entre 2020 y junio de 2022 (el 91,1% del saldo de bienes).

Principales componentes de la cuenta corriente y cuenta financiera y capital del balance cambiario (millones de dólares), 2020- Junio 2022

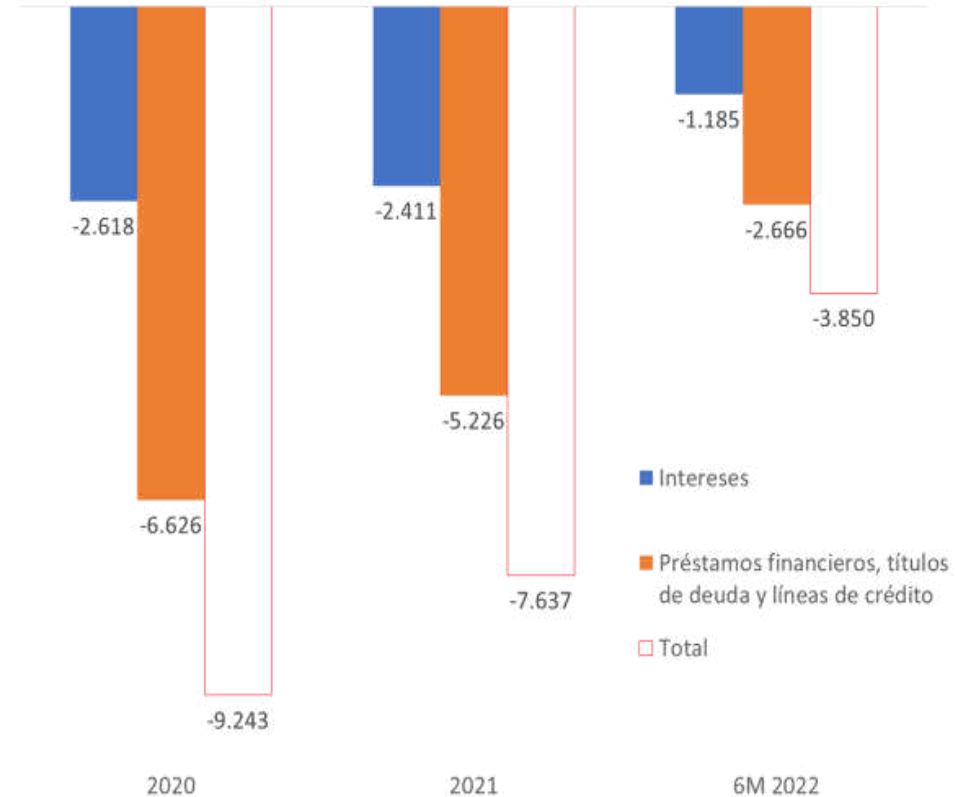
Concepto	2020	2021	6M 2022	Total
1. Cuenta corriente	322	5.566	821	6.709
1.1 Bienes	8.492	15.281	8.955	32.728
1.2 Servicios	-1.595	-4.453	-4.981	-11.030
1.2.1 Viajes, pasajes y otros pagos con tarjeta	-1.761	-2.470	-3.115	-7.346
1.3 Intereses	-6.528	-5.088	-3.084	-14.700
1.4 Otros	1.714	2.296	3.047	7.057
2. Cuenta financiera y capital	-8.048	-5.672	3.654	-10.066
2.1 Inversión Externa Directa	1.059	732	310	2.102
2.2 Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito	-7.258	-4.998	-2.858	-15.114
2.3 Operaciones con el FMI	0	589	6.799	7.388
2.4 Préstamos de otros organismos internacionales	759	216	-543	433
2.6 Formación de activos externos sector privado	-3.053	-518	-437	-4.009
2.7 Otros	445	-1.694	383	-865
Variación contable de reservas	-5.460	275	3.124	-2.062

Fuente: elaboración propia en base al BCRA

Cancelación de la deuda del sector privado (I)

- ✓ De acuerdo a las operaciones registradas en el mercado de cambios, los intereses pagados del sector privado acumularon 6.213 millones de dólares entre enero de 2020 y junio de 2022, en tanto que los préstamos financieros del sector privado sumaron 14.517 millones. Se trata, en total, de un déficit de 20.731 millones de dólares por estos conceptos del sector privado, que equivale al 63,3% del superávit por el intercambio de bienes apuntado anteriormente.
- ✓ Según el BCRA*, debe considerarse que en lo que denominan “Préstamos financieros” del sector privado se incluyen: 1) líneas de crédito en moneda extranjera con entidades locales que se liquidan en moneda local y que, por lo tanto, no afectan a las reservas; 2) los pagos por utilización de tarjetas de crédito en el exterior, que sí afectan a las reservas, aunque en el balance cambiario se registran en la cuenta de servicios; y 3) aunque en una magnitud marginal, se computan las obligaciones de los estados provinciales y organismos públicos que, curiosamente, el BCRA los incluye en el sector privado.
- ✓ En efecto, si se descuenta el primer y segundo ítem de acuerdo a lo informado por el BCRA hasta abril de 2022, la salida de divisas de las empresas por deuda y saldos de tarjeta de crédito ascendió a 15.000 millones de dólares durante el gobierno del Frente de Todos (46% del saldo por bienes).

Mercado de cambios: saldo neto por intereses y préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito del sector privado (millones de dólares), 2020-I semestre 2022



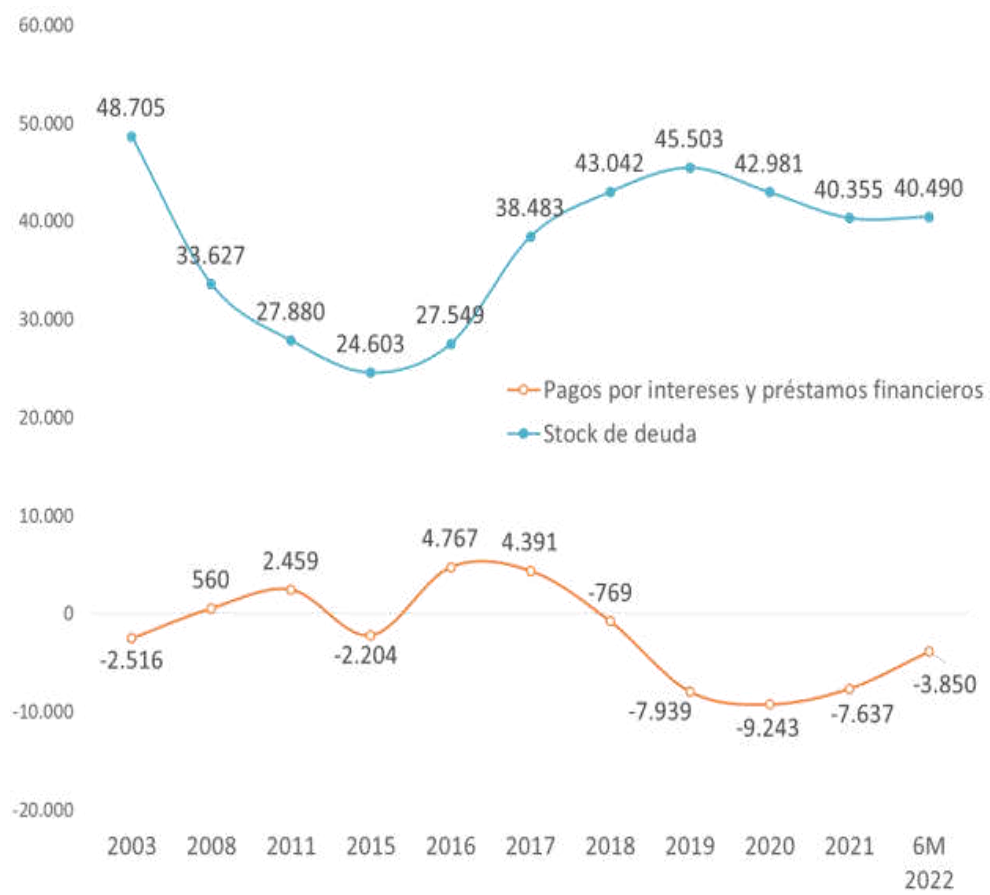
Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

*BCRA, Informe “Pagos de deuda externa financiera del sector privado 2020-2022” del 14 junio de 2022.

Cancelación de la deuda del sector privado (II)

- ✓ Para dimensionar la magnitud de las divisas concedidas al capital privado, cabe apuntar que por el pago de intereses y préstamos financieros del sector privado se registró un déficit de 2.516 millones de dólares en 2003 y de 2.204 millones en 2015. Durante la administración Macri hubo un superávit promedio de 113 millones por el incremento de la deuda del sector privado.
- ✓ Así el déficit promedio anual de 8.292 millones de dólares durante el gobierno del “Frente de Todos” resulta elevado en términos históricos.
- ✓ Incluso cuando se lo relaciona con el stock de deuda externa privada ese monto sigue siendo elevado. Los pagos de intereses y préstamos financieros se ubicaron en torno al 20% entre 2020 y la primera mitad de 2022, mientras que esta relación fue del 5,2% en 2003, cuando el stock de deuda externa privada fue superior al actual. En 2015 las necesidades treparon al 9% del stock de deuda.
- ✓ Es evidente que esta situación obedece a la crisis de la deuda heredada del gobierno anterior, que tuvo su capítulo en la deuda privada, aunque también a la forma que asumió su resolución en el actual.

Sector privado: pagos por intereses y préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito y stock de deuda financiera con el exterior* (millones de dólares), 2003-I semestre 2022



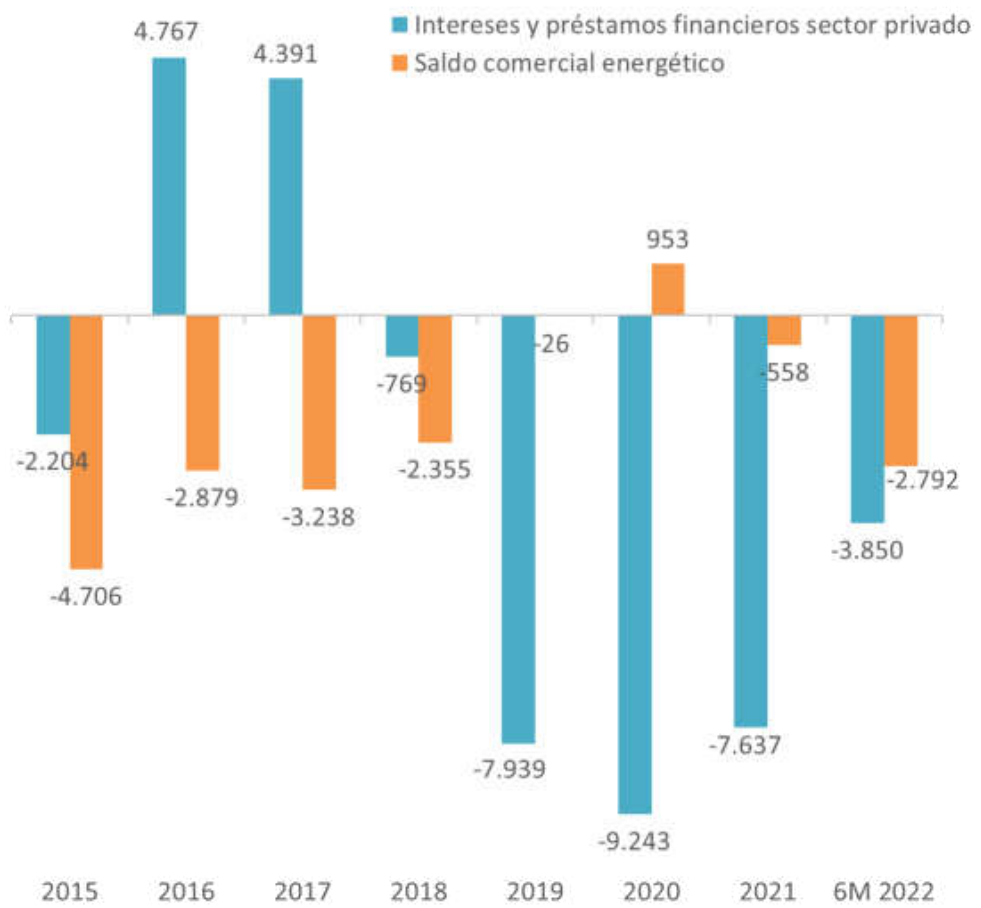
(*) A diferencia de las estadísticas de la deuda externa, en el mercado de cambios se incluye operaciones entre residentes.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Importaciones energéticas

- ✓ Es indiscutible que en la incapacidad de reunir reservas durante el gobierno del “Frente de Todos” tuvo un rol importante la cancelación de deuda del gran capital privado, aunque no se agotó en ella. Entre otros aspectos, es relevante mencionar al elevado incremento de las importaciones energéticas, especialmente en 2022.
- ✓ Sin embargo, en lo que concierne al balance de divisas su magnitud es ostensiblemente inferior al de la deuda privada ya que el déficit comercial energético fue de 2.397 millones de dólares entre enero de 2020 y junio de 2022, cuando el de los intereses y préstamos del sector privado fue, como se mencionó, de 20.731 millones (o alrededor de 15.000 considerando la porción de la deuda que impacta en reservas). Incluso esto es así en el primer semestre de 2022 (2.792 versus 3.850 millones).
- ✓ El aumento de las importaciones energéticas en 2022 obedeció, por un lado, a la suba de los precios internacionales que se profundizaron por la guerra en Ucrania (el precio de las importaciones aumentó 82,8% interanual en el primer semestre de 2022). Por el otro, también se advierte un aumento de las cantidades (57,0%) en el marco del ascenso de la demanda y la insuficiencia de la oferta por la parada programada de Atucha II y la crisis hídrica que, si bien de menor magnitud que en 2021, requirió de importaciones adicionales (GNL y combustibles líquidos) respecto a la media histórica para la generación térmica.

Saldo comercial de combustibles y lubricantes y saldo neto por intereses y capital de deuda del sector privado* (millones de dólares), 2015-I semestre 2022

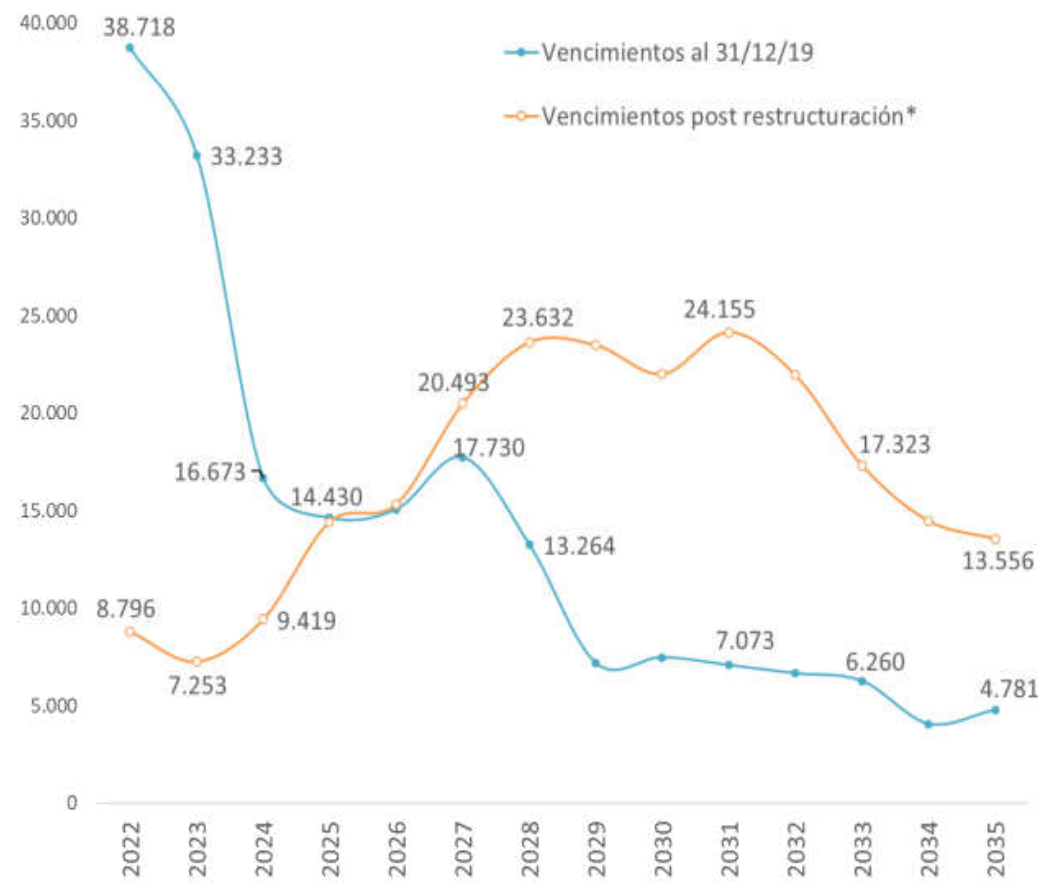


*Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito
 Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía y BCRA.

Vencimientos post canje deuda pública

- ✓ Un dato para nada menor en el análisis de la reciente corrida cambiaria es que ocurrió en un año que tiene relativamente bajos niveles de vencimientos de la deuda en moneda extranjera del sector público (8.796 millones de dólares en el año excluyendo de la cuenta al FMI y las letras intransferibles del BCRA). Esto se vincula con la restructuración de la deuda encarada por el “Frente de Todos”, cuya principal sino única virtud fue posponer por pocos años los vencimientos.
- ✓ Al respecto, cabe recordar que el proceso de restructuración contó con tres etapas: 1) la deuda bajo legislación extranjera con el sector privado que generó una quita nominal de 27,4% de la deuda original; 2) la deuda con privados bajo ley nacional, con una quita de apenas el 7,5%; y 3) el acuerdo con el FMI que fue sin quita de capital ni de intereses.
- ✓ Si se considera la deuda hasta 2030 la quita nominal total alcanzada por la restructuración de la deuda en moneda extranjera fue del 11,7% respecto al stock de vencimientos heredado del gobierno anterior (alrededor de 19.106 millones de dólares). Esto explica, en buena medida, porque la renegociación no logró modificar las expectativas negativas del “mercado”, más aun cuando deben reunirse en las reservas netas 15.000 millones de dólares entre 2022 y 2024 por el acuerdo con el FMI.

Vencimientos totales (capital e intereses) en moneda extranjera de la Administración Central pre y post restructuración de la deuda (millones de dólares), 2022 - 2035

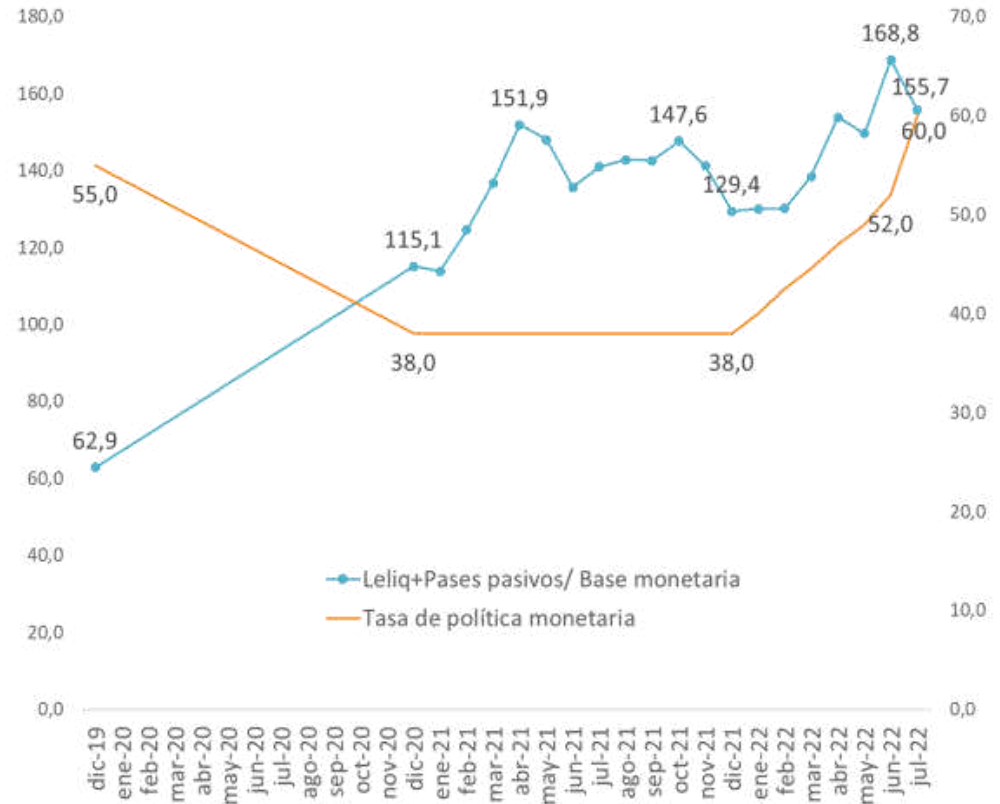


(*) Los vencimientos pre y post restructuración excluyen las Letras intransferibles del BCRA. Los vencimientos con el FMI “post restructuración” se estimaron en función del acuerdo si se efectúan los desembolsos conforme el cronograma establecido.

Déficit cuasi fiscal

- ✓ A la delicada situación del frente externo, que hubiera sido de menor envergadura si se hubiera administrado de otra manera los ingresos del superávit comercial, se suma el fuerte incremento de los pasivos remunerados del BCRA para esterilizar la expansión de la base monetaria.
- ✓ En junio de 2022 la suma de las Leliq y los Pases de pasivos llegaron a representar el 168,8% de la base monetaria y más del 10% del PIB, en tanto que en términos nominales la base monetaria creció tanto solo 18,1% entre diciembre de 2021 y julio de 2022 mientras que los precios minoristas se expandieron 46,2%.
- ✓ De esta manera, el gobierno le pone un freno a la actividad económica con el objetivo de limitar las presiones cambiarias por exceso de liquidez (o falta de opciones de inversión). De allí que en el marco de la corrida el BCRA subió la tasa nominal al 60% en julio y la efectiva a casi el 80% anual, ampliando el margen de ganancia que obtienen las entidades financieras.
- ✓ Una alternativa sería la de emitir bonos respaldados en actividades de la economía real (gasoducto, YPF, etc.) de modo de plantear opciones de inversión alternativas al dólar.

Stock de Leliq y Pases de pasivos como porcentaje de la base monetaria y tasa de política monetaria (porcentajes), Diciembre 2019-Julio 2022



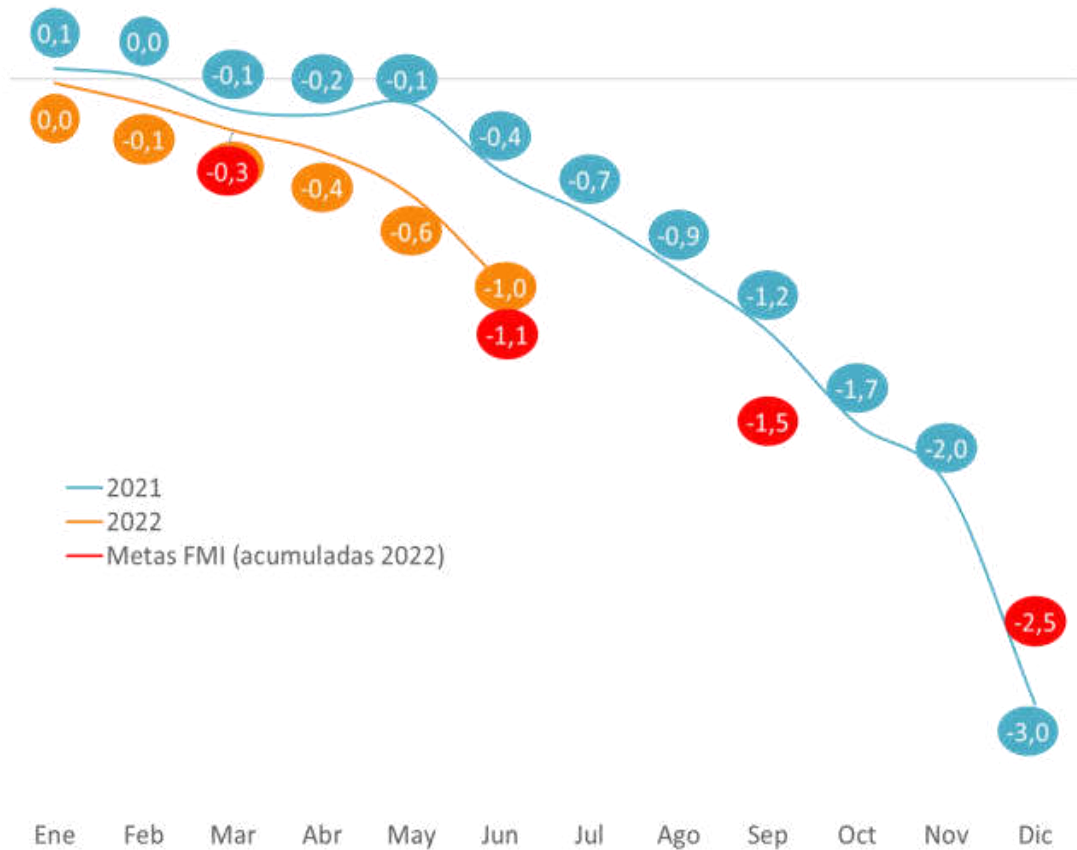
Nota: datos al último día hábil del mes. (*) datos al 12/08/22.

Fuente: elaboración propia en base al Banco Central.

Déficit fiscal

- ✓ La intención del nuevo gabinete económico de sostener la meta del déficit primario establecida en el acuerdo con el FMI (2,5% del PIB en 2022) supone una importante reducción del gasto primario en el segundo semestre del año.
- ✓ Cabe señalar que la trayectoria del resultado primario en 2021 se dividió en dos etapas diferenciadas, que guardaron relación con la dinámica del gasto que provocó los conocidos debates internos en la coalición de gobierno. Así, el déficit primario, que fue de apenas el 0,4% del PIB hasta junio de 2021, se aceleró hasta el 3,0% del PIB en diciembre de ese año. En otras palabras, casi el 87% de ese déficit se explica por lo ocurrido en el segundo semestre y poco más del 13% por el primero.
- ✓ En la primera mitad de 2022 se advierte un déficit primario acumulado de 1% del PIB, lo cual estuvo en línea con las metas del acuerdo con el FMI para este año. Se trata, en este caso, del 40% del déficit estipulado en el Programa del Fondo para el acumulado del año, e implica un crecimiento de 0,6 puntos porcentuales respecto al registrado en el mismo período de 2021.

Resultado primario acumulado del sector público nacional como porcentaje del PIB y metas del FMI, Enero 2021-Junio 2022

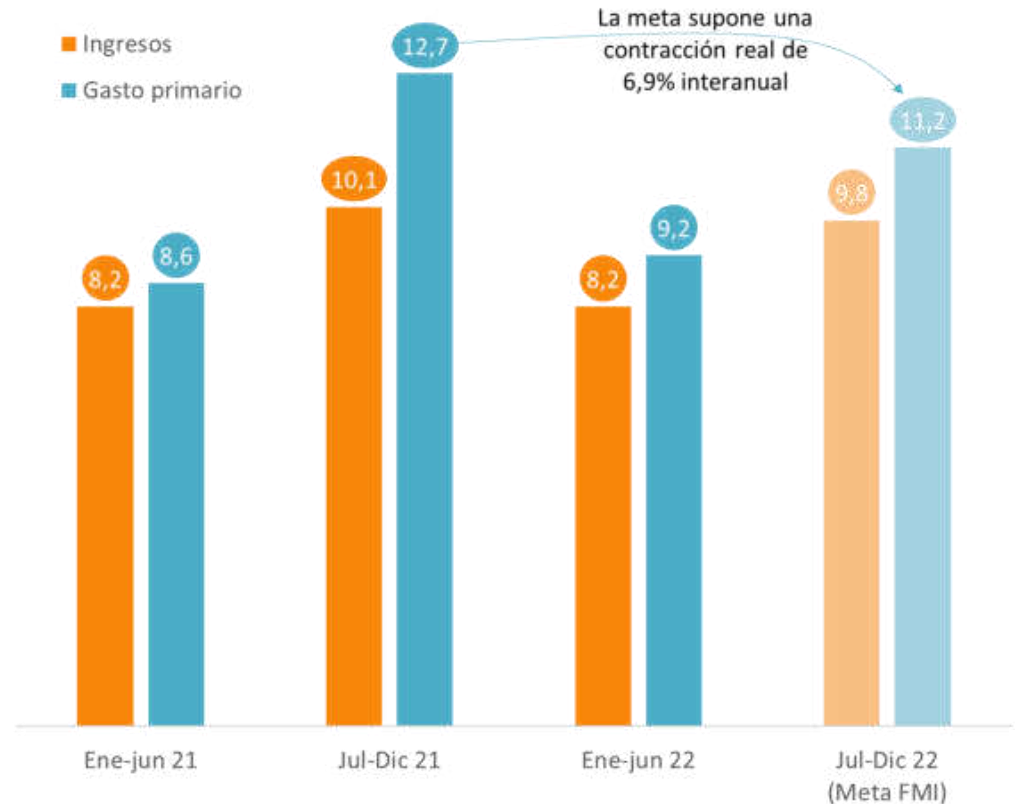


Nota: en 2022 se consideró un PIB de 76.361.190 millones de pesos que es el que surge de las estimaciones de la Secretaría de Hacienda (Informe "Resultado fiscal - Junio 2022"). En septiembre de 2021 se descontaron los ingresos extraordinarios por DEG de 427.401 millones de pesos.

Ajuste del gasto

- ✓ El mencionado incremento del déficit primario en el primer semestre de 2022 respecto a igual período de 2021 se explica por el incremento del gasto primario, que aumentó en 0,6 puntos del PIB (al pasar de 8,6% al 9,2% del PIB), mientras que los ingresos se mantuvieron en 8,2% del PIB en ambos períodos.
- ✓ Las metas establecidas en el acuerdo con el FMI implican cerrar el año con un gasto primario del 20,4% del PIB en 2022 y 18% en el caso de los ingresos. Para alcanzar esos niveles, y sostener la meta de 2,5% de déficit primario, el gasto primario debería reducirse del 12,7% del PIB en el segundo semestre de 2021 al 11,2% en 2022. Por su parte, los ingresos deberían cerrar en la segunda parte de 2022 apenas por debajo de los registrados en ese período de 2021 (0,3 puntos menos).
- ✓ Si se parte de los supuestos del Programa con el FMI, alcanzar esta meta de déficit primario supone una contracción real del gasto primario del 6,9% en el segundo semestre de 2022 respecto a igual período de 2021. Una estimación distinta del IIEP* indica que “el gasto primario deberá terminar el cuarto trimestre contrayéndose anualmente 8% en términos reales”.

Ingresos y gasto primario acumulado como porcentaje del PIB y metas del FMI, Enero-junio 2021/ Julio-diciembre 2022



Nota: en 2022 se consideró un PIB de 76.361.190 millones de pesos que es el que surge de las estimaciones de la Secretaría de Hacienda (Informe “Resultado fiscal - Junio 2022”). En septiembre de 2021 se descontaron los ingresos extraordinarios por DEG de 427.401 millones de pesos.

Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía y IMF Country Report No. 22/192.

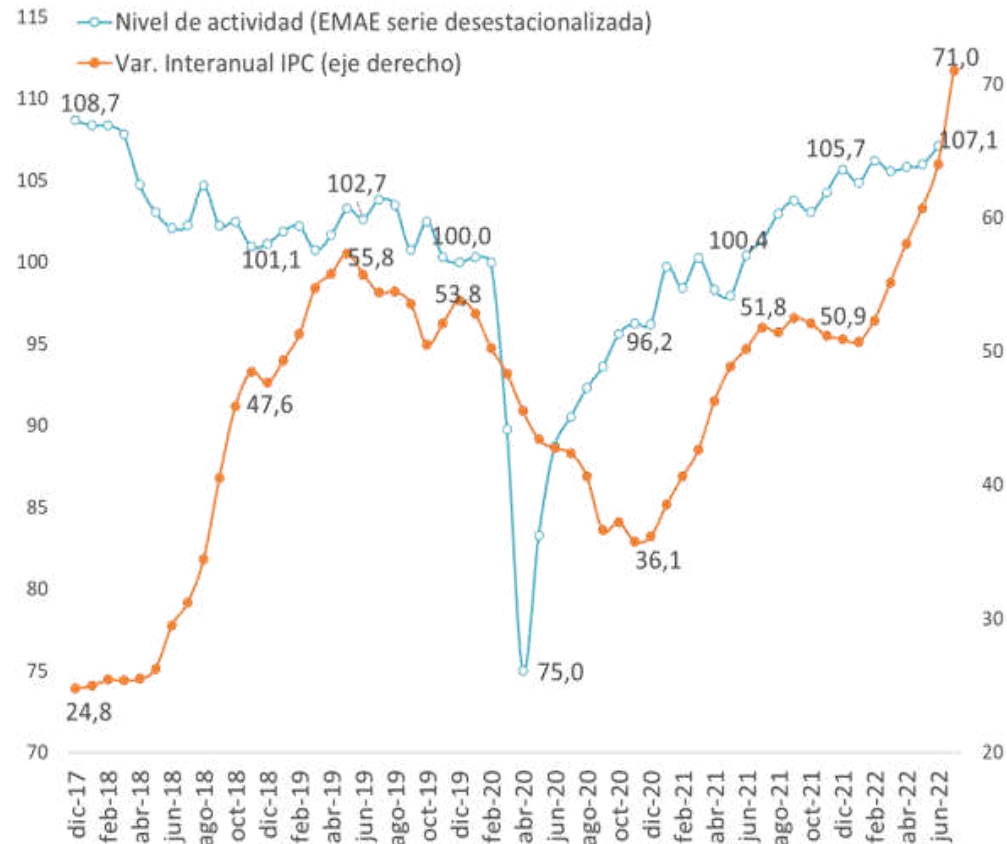
*IIEP-CONICET-UBA, “Reporte de política fiscal”, Agosto de 2022

2. Precios, salarios y la regresividad distributiva

Actividad y precios

- ✓ A pesar de la encrucijada en el sector externo, el nivel de actividad económica mantiene la fase de recuperación tras la crisis de la deuda heredada del gobierno anterior y los impactos económicos de la pandemia en 2020.
- ✓ El EMAE muestra que el PIB se contrajo el 8% entre diciembre de 2017 y el mismo mes de 2019. Posteriormente, tras la fuerte caída en marzo y abril, el 2020 cerró con un nivel de actividad económica 3,8% inferior a la de diciembre de 2019 (la caída de 9,9% del PIB corresponde al promedio anual). A partir de allí se advierte una acelerada tendencia hacia la recuperación en 2021 (aumento del 9,8% en diciembre interanual y 10,4% promedio anual), situación que se mantiene en 2022 aunque a un ritmo marcadamente inferior (ascenso de 1,3% entre diciembre de 2021 y junio de 2022).
- ✓ Esta recuperación de la actividad económica se da en un contexto altamente inflacionario como consecuencia de factores domésticos y otros derivados de la pandemia y la guerra en Ucrania. En 2021, la variación de los precios al consumidor creció hasta superar el 50% interanual, un nivel similar al que se registró producto de las devaluaciones de 2018 y 2019. Este fenómeno se recrudece en 2022, trepando al 71% interanual en julio.

Evolución del nivel de actividad económica (EMAE) y variación interanual del índice de precios al consumidor (IPC) (índice dic.19=100 y porcentaje), Diciembre 2017 – Julio 2021

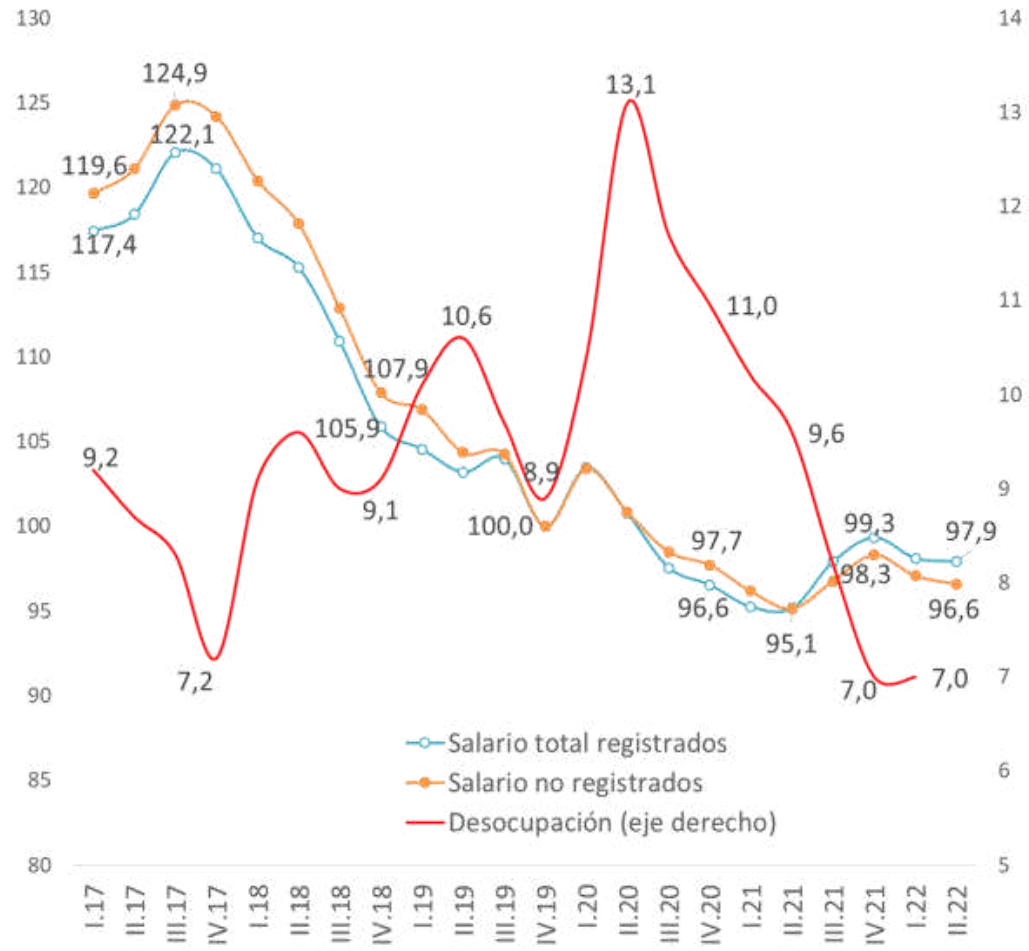


Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Salarios y desempleo

- ✓ La aceleración del proceso inflacionario anuló la posibilidad de que se recuperen los salarios reales. Esto se suma a una política de ingresos moderada que se vio reflejada, por ejemplo, en las actualizaciones del salario mínimo y de los empleados públicos de los últimos años.
- ✓ Si se compara con el cuarto trimestre de 2019, los salarios reales de los trabajadores registrados se redujeron 2,1% en el segundo trimestre de 2022. En el caso de los trabajadores no registrados en el sistema previsional, la caída fue de 3,4% en ese horizonte temporal. De esta manera, no se revierte la caída del salario real que se verificó a partir del primer trimestre de 2018.
- ✓ La otra cara de la moneda guarda relación con la importante reducción del desempleo. Es decir, que si bien la recuperación del nivel de actividad no repercutió en una recomposición de las remuneraciones reales, sí lo hizo en materia de empleo. De allí que la tasa de desempleo se redujo hasta el 7,0% de la población activa en el primer trimestre de 2022.
- ✓ Cabe señalar que, de constatarse un estancamiento o reducción del nivel de actividad en el marco del ajuste esperado por las metas establecidas con el Fondo, la conjunción de bajos salarios con alto desempleo agravaría la situación social y política del país así como la sustentabilidad del proceso económico.

Evolución del salario real de los trabajadores registrados y no registrados y tasa de desocupación (índice 4to trim. 19=100 y porcentaje), 1er trimestre 2017 - 2to trimestre 2022

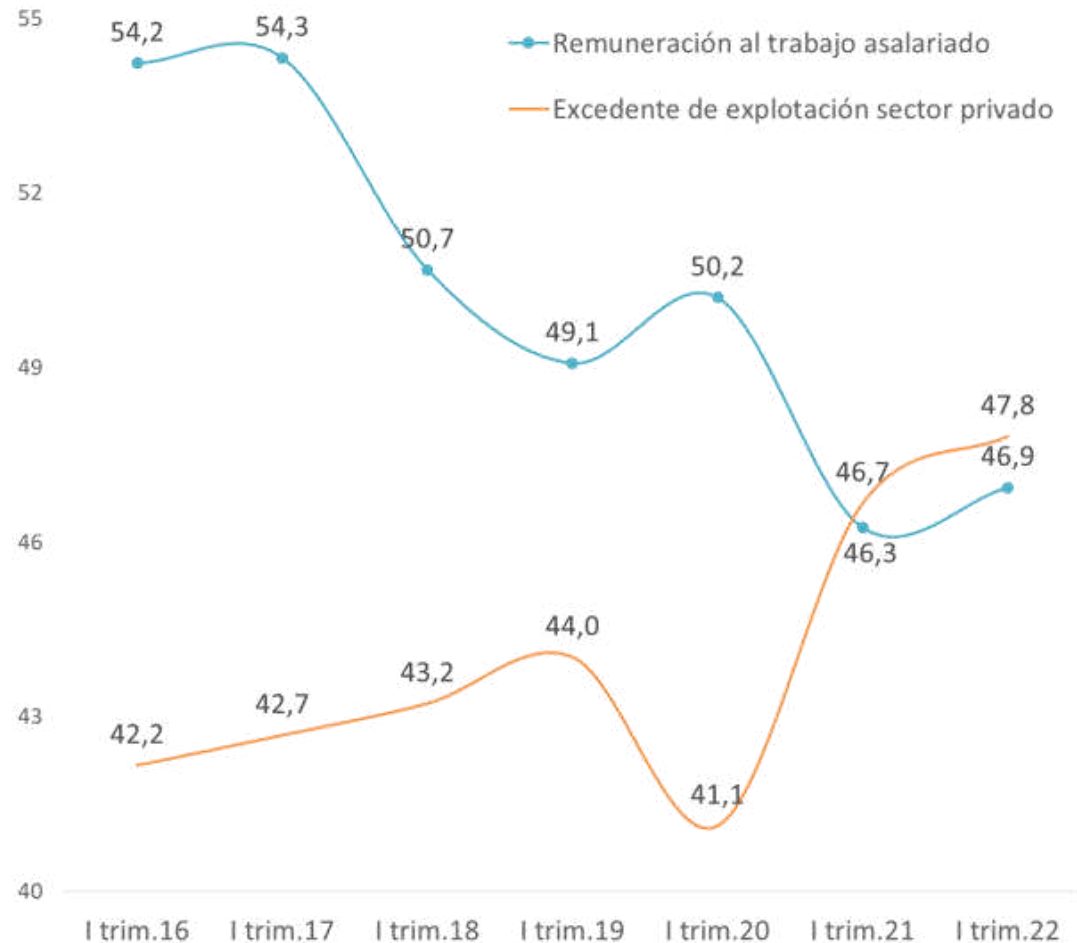


Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

La regresividad distributiva

- ✓ La reducción del salario real produjo una significativa caída de la participación de los asalariados en el ingreso a partir de 2018. A eso se sumó el aumento de la productividad a partir de 2021*.
- ✓ Comparando los primeros trimestres de cada año, entre 2017 y 2022 la caída de la remuneración al trabajo asalariado fue de 54,3% a 46,9% del valor agregado, es decir, una caída de 7,4 puntos porcentuales. Resaltan los casi 4 puntos que se perdieron entre 2020 y 2021. Por su parte, en el primer trimestre de 2022 se registró una leve recuperación (0,6 puntos respecto a igual período del año anterior).
- ✓ La contracara de la trayectoria del peso de los asalariados en el ingreso es la importante recomposición de los márgenes de ganancia. El excedente de explotación ascendió del 42,7% en el primer trimestre de 2017 al 47,8% del valor agregado del sector privado en el mismo período de 2022 (un aumento de 5,1 puntos porcentuales). Si bien esa tendencia se constata desde la crisis de la deuda que produjo el gobierno anterior, se intensificó a partir de 2021. A tal punto que el incremento fue de 6,7 puntos entre el primer trimestre de 2020 y mismo período de 2022.

Remuneración al trabajo asalariado como porcentaje del valor agregado y excedente de explotación como porcentaje del valor agregado del sector privado, 1er trimestre 2016 - 2022



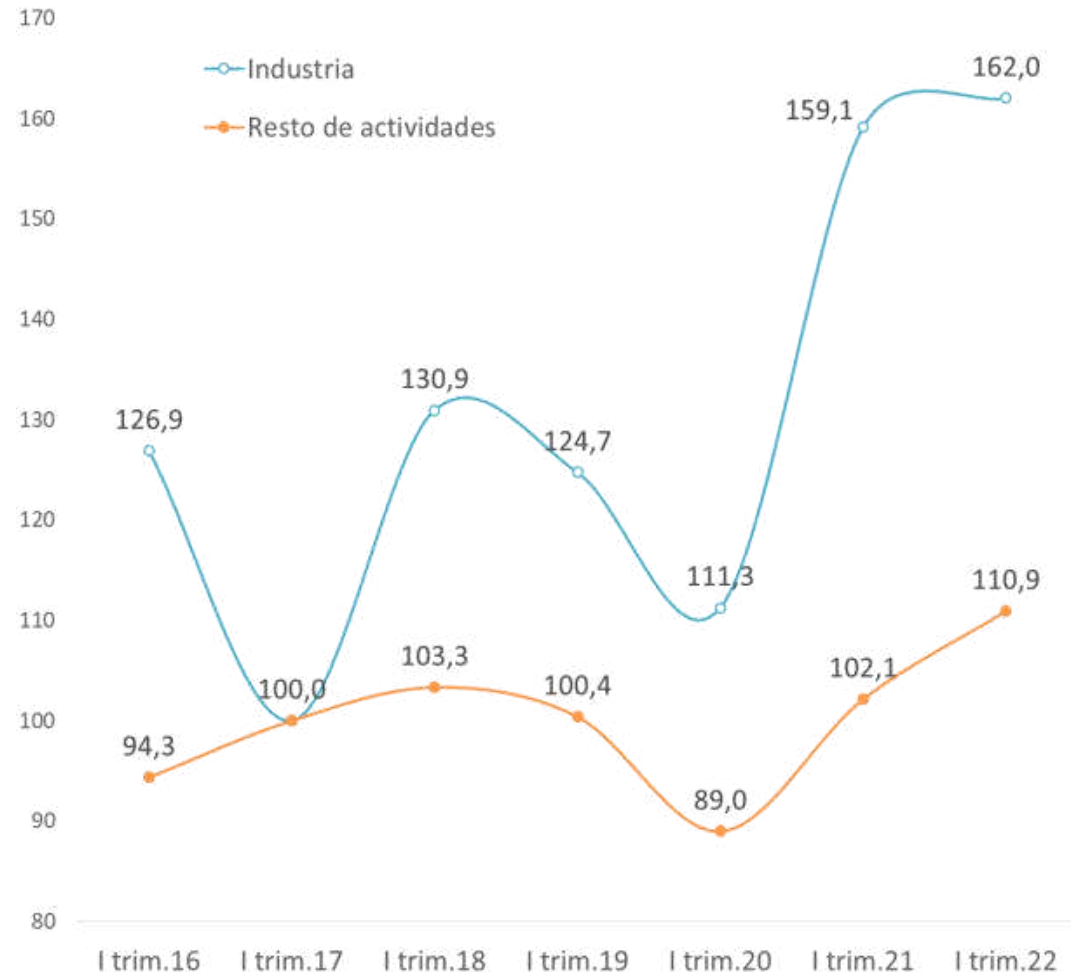
Fuente: elaboración propia en base a INDEC

*Manzanelli P., Amoretti L. y Basualdo E.: "La distribución del ingreso en la etapa actual", Documento de Trabajo N° 18, CIFRA-FLACSO.

Ganancia industrial

- ✓ La apertura sectorial permite advertir que en la industria fue donde se puso de manifiesto una mayor recuperación de los márgenes de ganancia (del 27,2% al 36,2% del valor agregado industrial entre el primer trimestre de 2017 y mismo período de 2022), así como una superior caída en la participación de los trabajadores (de 51,9% del valor agregado industrial al 36,0% entre esos respectivos períodos)*.
- ✓ Pues bien, esto no solo se advierte en términos relativos sino también en términos absolutos. Entre el primer trimestre de 2017 y el mismo período de 2022, el volumen del excedente de explotación en precios constantes se incrementó 62%, cuando en el resto de la economía el incremento fue de 10,9%.
- ✓ Esto ocurrió durante las devaluaciones de 2018-19 y, con mayor intensidad, a partir de 2021. Entre el primer trimestre de 2017 y el mismo período de 2019, el excedente industrial se incrementó 24,7% en términos reales, en tanto que en el resto de las actividades aumentó 0,4%. Por su parte, entre el primer trimestre de 2020 y mismo período de 2022 el aumento del excedente industrial fue del 45,5% y el del resto de las actividades 24,6%.

Evolución del volumen del excedente bruto de explotación industrial y del resto de las actividades en precios constantes (índice 1er trim.17=100), 1er trimestre 2016 - 2022

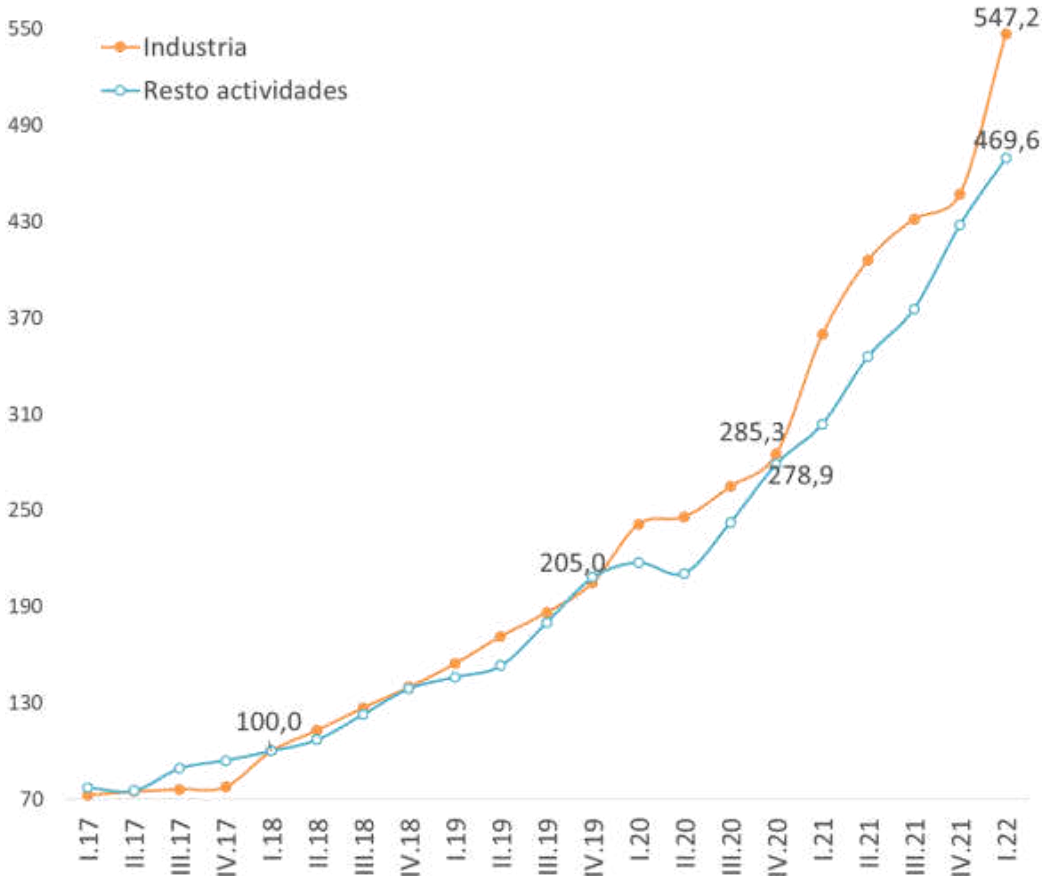


*Deflactado por el IPI del valor agregado
Fuente: elaboración propia en base a INDEC

El liderazgo de los precios industriales

- ✓ Precisamente fue en la industria donde se advierte un mayor incremento de los precios de producción respecto a la evolución de los precios del resto de las actividades a partir de 2018.
- ✓ En efecto, los precios implícitos del valor agregado industrial aumentaron 447,2% entre el primer trimestre de 2018 y el mismo período de 2022. Dicho de otra manera, los precios industriales subieron 16,5% por encima del resto de las actividades.
- ✓ Considerando los dos períodos de aceleración inflacionaria cabe señalar que en el primero de ellos (2018-2019) los precios industriales crecieron en forma similar al resto de las actividades (en torno al 105%). En cambio, en el segundo (el que tuvo lugar en 2021-22) los precios fabriles se despegaron de la trayectoria general: entre el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2022, los precios implícitos en la industria ascendieron 91,8%, mientras que los del resto de las actividades aumentaron 68,4%. Es decir que los precios industriales aumentaron 34,2% por encima del resto de la economía.

Evolución del índice de precios implícitos del valor agregado industrial y del valor agregado del resto de las actividades (índice 1er trim.18=100), 1er trimestre 2017 - 2022

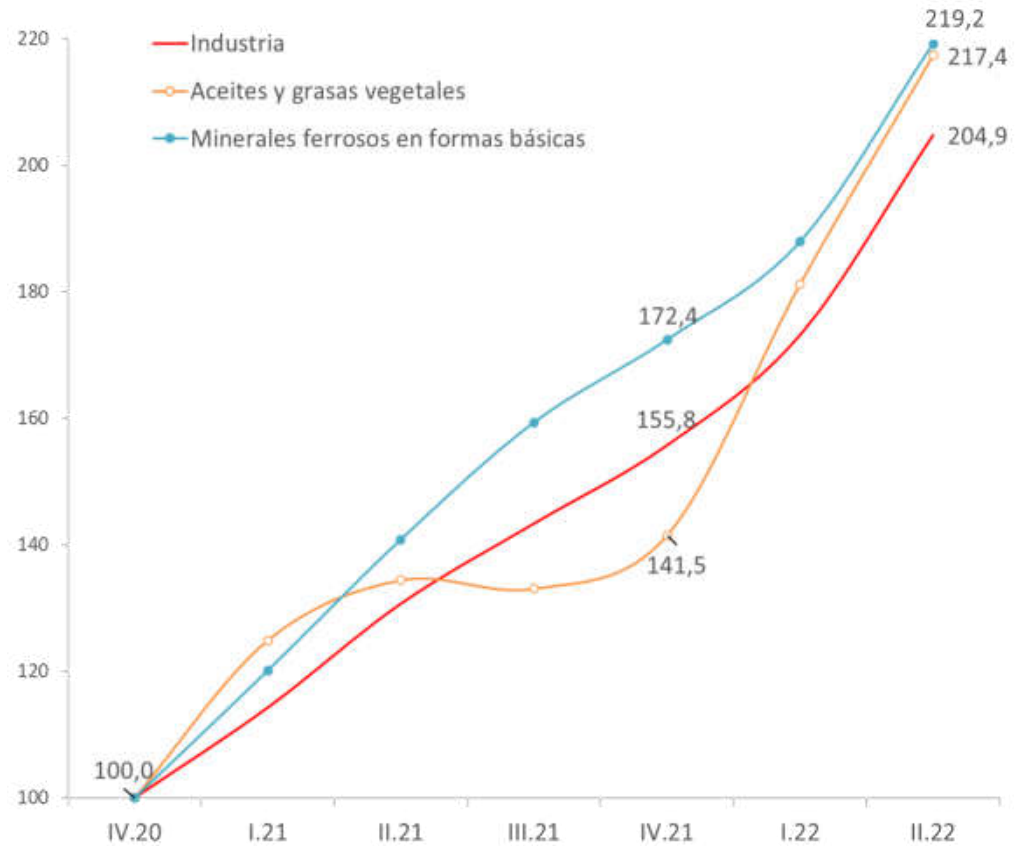


Fuente: elaboración propia en base a INDEC

El caso de la industria aceitera y siderúrgica

- ✓ Con el objeto de estilizar el análisis de la dinámica de los precios industriales, resulta interesante observar las variaciones de precios de dos industrias que impulsaron, junto a otras actividades, la elevación de los precios mayoristas del sector en la etapa en que los precios industriales se despegan de la trayectoria general. Se trata de la industria aceitera y la siderúrgica.
- ✓ Cabe aclarar que aquí se analizan los precios mayoristas en lugar de los implícitos del PBI que se habían examinado previamente, dada la desagregación sectorial necesaria para este análisis y una mayor actualización de la información.
- ✓ Así, las evidencias permiten constatar que mientras los precios mayoristas industriales aumentaron 104,9% entre el cuarto trimestre de 2020 y el segundo de 2022, los precios mayoristas de aceites y grasas vegetales aumentaron 117,4% y los siderúrgicos (minerales ferrosos en formas básicas) 119,2%. En efecto, los precios aceiteros subieron 11,9% por encima de la media industrial en tanto que los siderúrgicos la superaron en 13,6%.

Evolución de los precios mayoristas industriales y de los de la industria aceitera y siderúrgica (índice 4to trim.20=100), 4to trimestre 2020 – 2do trimestre 2022



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

- ✓ Para evaluar el contexto específico del aumento de precios en la rama siderúrgica y la aceitera resulta interesante partir de sus relaciones de compra-venta que surgen de los cuadros de oferta y utilización del INDEC, y así evaluar las variaciones de precios de sus principales insumos y productos entre el cuarto trimestre de 2020 y el segundo de 2022.
- ✓ Así, el aumento los precios siderúrgicos quintuplicaron el de su principal insumo “extra sectorial” que es el mineral de hierro, un insumo importado cuyos precios en dólares se redujeron 16,6% y por la variación del tipo de cambio aumentaron tan solo el 22,8% en pesos. Asimismo, las actividades que utilizan a la siderurgia como un insumo aumentaron los precios considerablemente por debajo de la misma (construcción, automóviles, productos metálicos de uso estructural y maquinarias de uso especial).
- ✓ Distinto es el caso del oligopolio molinero ya que pudo trasladar parcialmente el aumento de su principal insumo (cereales y oleaginosas) a sus precios mayoristas. Respecto a las actividades “hacia adelante” de la cadena se advierte un aumento levemente superior al incremento minorista del aceite de girasol, siendo más significativo en los mayoristas de los productos “extra sectoriales” que utilizan al aceite como un bien intermedio (alimentos balanceados y productos de panadería).

Variación porcentual de los precios de los productos que componen la relación de compra-venta en la industria aceitera y siderúrgica* (porcentaje), 4to trimestre 2020 – 2do trimestre 2022

		II.22/IV.20
1) Minerales ferrosos en formas básicas (IPIM)		119,2
Principal insumo extra-sectorial	Precio de importación de mineral de hierro*	22,8
Principales ventas extra-sectoriales	Máquinas de uso especial (IPIM)	96,8
	Prod. metálicos para uso estructural (IPIM)	101,0
	Vehículos automotores (IPIM)	103,8
	Construcción (IPI)	88,3
2) Aceites y grasas vegetales (IPIM)		117,4
Principal insumo extra-sectorial	Cereales y oleaginosas (IPIM)	119,0
Principales ventas extra-sectoriales	Alimentos balanceados (IPIM)	102,0
	Productos de panadería (IPIM)	112,1
	Aceite de girasol (IPC)	115,1

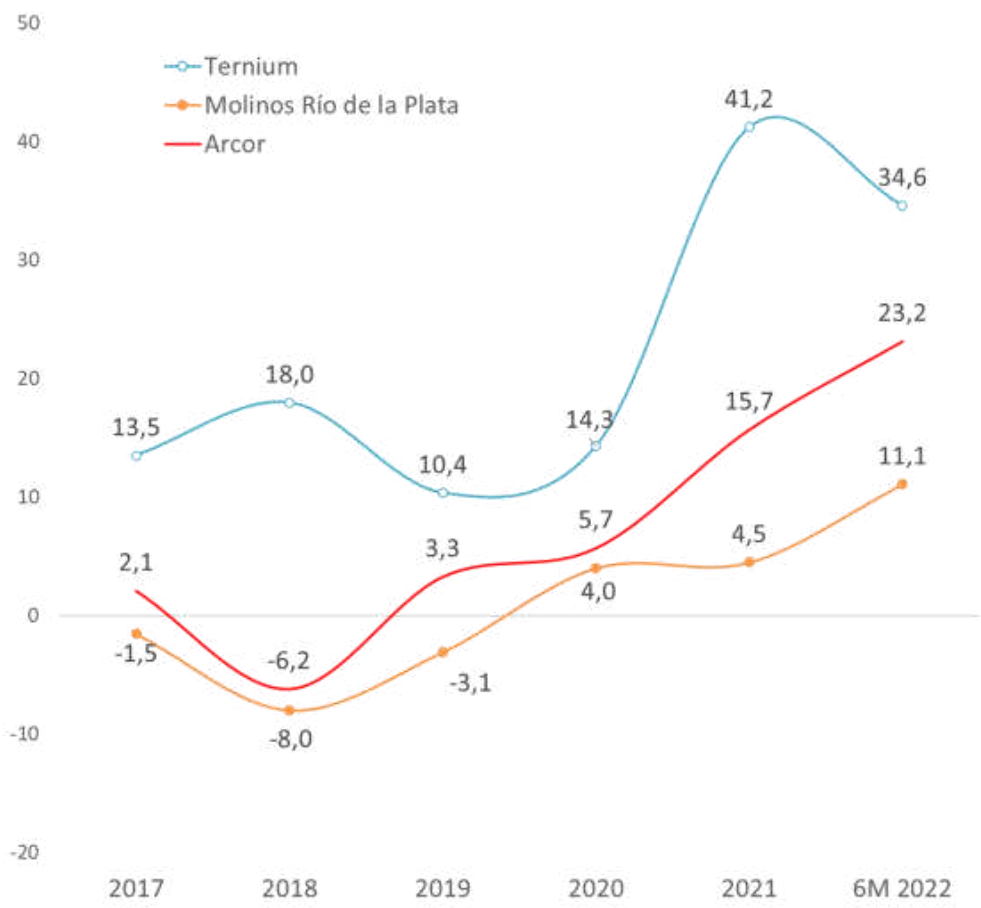
(*) Los principales insumos (compras) y productos (ventas) fueron estimados a partir de los Cuadros de Oferta y Utilización que publicó el INDEC para el período 2019. Los precios corresponden a los mayoristas (IPIM) con excepción de Aceite de girasol (IPC), Construcción (IPI, hasta el primer trimestre 2022) y Mineral de Hierro que corresponde al precio implícito de la base de consulta de comercio exterior del INDEC (valor/cantidad) multiplicado por el tipo de cambio oficial.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Rentabilidad de grandes firmas

- ✓ Es base a los expuesto se puede inferir que la nueva configuración de los precios relativos a favor de la industria manufacturera permitió la importante recomposición de los márgenes de ganancia sectoriales revisados anteriormente. Sin embargo, dadas las trayectorias disímiles entre los precios de las actividades fabriles que conforman una misma cadena sectorial, se puede presumir que esa recomposición no fue homogénea en el entramado empresarial. Es decir, que la regresividad distributiva no solo opera en la relación capital-trabajo sino también en la relación capital-capital a favor de las grandes empresas que son oligopólicas en sus mercados y que tienden a integrarse en grupos económicos.
- ✓ Si bien se trata de ejemplos de los que no se pueden extraer conclusiones generales, resulta ilustrativa la significativa recuperación de la rentabilidad de Ternium Argentina (del Grupo Techint), Molinos Río de la Plata (Grupo Pérez Companc) y Arcor (del grupo homónimo). El primero de ellos elevó sus utilidades netas del 10,4% en 2019 al 34,6% de sus ventas en la primera mitad de 2022, en tanto que Molinos Río de la Plata pasó de registrar pérdidas contables (-3,1%) a ganancias del 11,1% de sus ventas en el mismo período. Finalmente, Arcor las incrementó del 3,3% al 23,2%.

Utilidades sobre ventas de Ternium Argentina, Molinos Río de la Plata y Arcor (porcentaje), 2017 – 1er semestre 2022



Fuente: elaboración propia en base a Balances empresarios

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina



ISSN 2314-3975

Publicación **70**imestral

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina