



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 43 - Edición N° 1045 – 4 de Enero de 2021

**Vuelve a reivindicarse el cepo original, pese a
que entre 2011 y 2015 se evaporaron USD
37.000 millones**

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Vuelve a reivindicarse el cepo original, pese a que entre 2011 y 2015 se evaporaron USD 37.000 millones¹

Terminó un año complejo y muy difícil para la sociedad en general y la economía en particular, bajo el fenómeno inédito de la pandemia, porque produjo daños singulares en un momento con muy acotados grados de libertad para impulsar políticas activas, menos en un contexto de ausencia de vocación de la dirigencia gobernantes para sellar acuerdos con los líderes de la oposición y con los principales actores del ámbito empresario y sindical, para encarar transformaciones de fondo y recrear el apetito de la inversión productiva, y recuperación del crédito privado, en un momento de abundante liquidez internacional.

El 2021 se presenta, como todo nuevo año, con expectativas de un mejor escenario, tanto en lo sanitario como en lo económico, pero siempre la última palabra la dará el Gobierno con acciones que permitan alimentar esa esperanza, porque el punto de partida es muy bajo, y tanto las familias como las empresas, en general, comienzan con poco resto financiero para tomar por sí solas la iniciativa.

¹ Entrevista a Jorge Vasconcelos realizada por Daniel Sticco en el diario Infobae.com el 3 de Enero de 2021

Terminó un año complejo y muy difícil para la sociedad en general y la economía en particular, bajo el fenómeno inédito de la pandemia, porque produjo daños singulares en un momento con muy acotados grados de libertad para impulsar políticas activas, menos en un contexto de ausencia de vocación de la dirigencia gobernantes para sellar acuerdos con los líderes de la oposición y con los principales actores del ámbito empresario y sindical, para encarar transformaciones de fondo y recrear el apetito de la inversión productiva, y recuperación del crédito privado, en un momento de abundante liquidez internacional.

El 2021 se presenta, como todo nuevo año, con expectativas de un mejor escenario, tanto en lo sanitario como en lo económico, pero siempre la última palabra la dará el Gobierno con acciones que permitan alimentar esa esperanza, porque el punto de partida es muy bajo, y tanto las familias como las empresas, en general, comienzan con poco resto financiero para tomar por sí solas la iniciativa.

- Cierra un año muy complejo, para el mundo en general y la Argentina en particular, ¿Cuál es su balance, en una apretada síntesis del 2020?

- En 2020 hemos visto, al mismo tiempo, los extremos conviviendo. Una de las mayores caídas del PBI mundial de un trimestre para el otro, junto con el paquete de estímulos fiscal y monetario más contundente, cuando se consolidan las medidas aplicadas en todos los países. El mayor desconcierto e incertidumbre en términos sanitarios, que llevó en algún momento al cierre absoluto de fronteras entre naciones y al interior de muchos de ellos, junto con una inédita cooperación público-privado para el desarrollo en tiempo récord de vacunas, que en poco tiempo veremos cuan exitosas habrán de ser.

Al parecer, en países como China, India, Rusia, incluso dentro de la Unión Europea, la crisis no ha disparado cambios políticos significativos, pero sí lo hizo en los Estados Unidos, donde Donald Trump vio frustrado su proyecto de reelección, siendo que sus chances parecían elevadas antes de decretarse la pandemia. Este impacto político, a su vez, trae consecuencias, ya que, si los republicanos retienen el Senado, el mix de política fiscal y monetaria de los Estados Unidos será el más favorable a un proceso de recuperación sostenida en el mundo pos-covid.

Así, en la medida en que las vacunas resulten exitosas, la dinámica de la economía global en 2021 apunta a ser inédita, al reincorporarse progresivamente a la actividad el sector servicios, el más afectado por las medidas de distanciamiento, en un contexto de políticas monetarias fuertemente expansivas, con tasa de interés cero con chances de mantenerse hasta 2023/24. Pero en América latina no podemos dejar olvidar que,

con menos del 10% de la población mundial, hemos tenido casi el 30% de las víctimas globales de la pandemia.

Al confirmarse que países como China e India habrán de ser locomotoras, el impacto sobre el resto de los emergentes será más nítido, en el contexto del debilitamiento del dólar, que siempre ayuda a la valorización de los precios de las materias primas. El hecho que precios como el del hierro hayan terminado 2020 con un incremento de 70% respecto de un año atrás, y el del trigo, maíz y soja entre 30% y 40% por encima, ilustran que, en este aspecto, el 2021 está arrancando con “el pie derecho”.

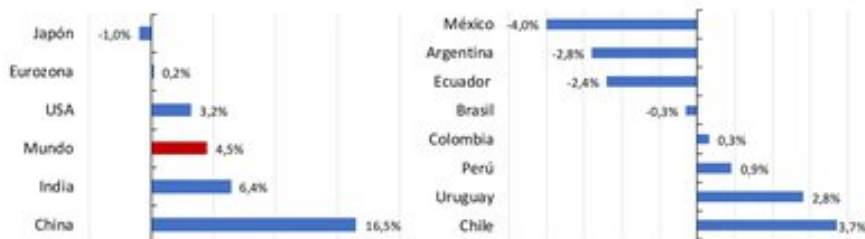
- Ya de cara a 2021, ¿Cree que el sector privado podrá repetir el esfuerzo que hizo en 2020 para suplir la falta de financiamiento del déficit fiscal por parte del gobierno nacional, al costo de volver a disminuir su tasa de inversión?

- Las variables macro de 2020 se movieron por fuera de cualquier parámetro. Con un PBI cayendo 10%, aproximadamente, el consumo de bienes básicos habría aumentado entre 2% y 3%!!. Se conjugaron diversos factores, desde cuantiosas transferencias hacia los sectores más vulnerables hasta la liberación de recursos de las familias por consumos no realizados en distintos bienes y servicios. Las variables “fuera de escuadra” apuntan a replicarse en 2021, pero de modo invertido. Con un PBI recuperando una fracción de lo perdido en 2020, pero el consumo de bienes básicos más frenado, por el recorte de algunos instrumentos (IFE), por la persistencia de un elevado desempleo, y por la captura de una fracción de los presupuestos familiares de gastos que se achicaron al mínimo en el período más estricto del confinamiento.

Dado que el sector público expandió su déficit en forma significativa en 2020, y no dispuso de financiamiento internacional, como lo muestran las variables del sector externo, el ajuste recayó sobre el sector privado con capacidad de ahorro, empresas y familias, en detrimento de la inversión. Por eso, cuando se discute la política fiscal para 2021, el trasfondo es semejante al de 2020: si el sector público se resiste al ajuste, a llevar el déficit fiscal a un nivel más financiable, entonces será el sector privado el que volverá a pagar los principales costos. Pero con una diferencia crucial entre ambos años, ya que la inflación de 2021 apunta al menos a ser 15 puntos porcentuales superior a la de 2020, lo que implica que entramos a un año en el que el impuesto inflacionario a pagar será mayor, y a los consumidores les resultará difícil seguirle al ritmo a la suba de los precios. Y si el gobierno redobla los controles, entonces se multiplicarán los problemas de escasez de determinados bienes.

La nueva normalidad, diferente al pre-covid

Variación estimada del PIB en países seleccionados. 2022 vs. 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a FMI, BM y bancos de inversión

- ¿Cómo influirá la persistencia del cepo cambiario en la capacidad de recuperación de la actividad económica? ¿Qué diferencias observa respecto del escenario similar de 2012/15?

- Justamente, lo que sucede en el contexto internacional de fin de 2020 y apunta a prolongarse más allá de 2021 se ubica en las antípodas del ciclo externo que arrancó entre 2011 y 2012, y que diera lugar a medidas de abroquelamiento, como las que se aplicaron en la Argentina con el cepo original, o el giro al estatismo que llevara adelante Dilma Rousseff en Brasil. En aquel momento había que girar en la búsqueda de competitividad (algo que no hicieron ni Brasil ni la Argentina), porque el dólar comenzó un proceso de fuerte apreciación contra el resto de las monedas en el mundo y el precio de las materias primas se derrumbó. Ahora que el dólar apunta a seguir debilitándose en el mundo y el precio de las commodities se recupera, deberían hacerse las cosas de un modo muy distinto a lo que se intentó entre 2012 y 2015. Y nos encontramos con que, en el seno del oficialismo, vuelve a reivindicarse la política del cepo original.

Diferencias del cepo 2020 vs 2012/15

	Emisión y brecha cambiaria	
	2012/15	2020
Emisión por motivo fiscal (en % del PIB)	2,8	7,4
Brecha cambiaria (en %)	45,0	70,5

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA y estimaciones propias

Es muy llamativo, porque con el cepo original se evaporaron reservas netas del Banco Central por unos USD 37.000 millones, ya que se arrancó con USD 33.000 millones a fin de 2011 para llegar a un nivel negativo estimado en USD 4.000 millones a fin de

2015. Pero además, los pasivos remunerados del Central se mantuvieron relativamente estables medidos en dólares a lo largo de aquella experiencia, mientras que a fin de 2020 éstos alcanzaron un equivalente en dólares (tipo de cambio oficial) de USD 33.600 millones, multiplicando por 10 el nivel de las reservas netas (contabilizando el oro). El ritmo de emisión monetaria para financiar el rojo fiscal prácticamente triplicó en 2020 los guarismos promedios de 2012 a 2015, cuando se los mide en términos del PBI.

Se tiene entonces en 2021 un contexto externo que de ningún modo justifica medidas de abroquelamiento. y, además, en el plano local, condiciones iniciales para el actual cepo mucho menos favorables que las de 2012 cuando se mide el nivel de las reservas netas contra los pasivos remunerados del Banco Central, que son a su vez (Leliq y pases) los instrumentos a los que se apela para moderar el impacto inflacionario de la emisión monetaria.

- Una de las características de 2020, más allá de la pandemia de covid-19, fue el resurgimiento de una elevada brecha cambiaria y también entre el ritmo de aumento de los depósitos y préstamos al sector privado en pesos ¿Qué cabe esperar en el nuevo año?

- La brecha cambiaria promedio del cepo original estuvo en el orden del 45%. No sorprende que en la última parte de 2020 esa brecha haya oscilado entre el 70% y el 80%, por la diferencia en el ritmo de la emisión monetaria, que tiene que ver no sólo con el mayor déficit fiscal (vs el promedio de 2012 a 2015) sino por la magnitud que ha alcanzado ahora el déficit cuasifiscal (los intereses de Leliq y pases alcanzarían en 2021 el equivalente a 3,5 puntos del PBI). El limitado nivel de monetización que tenía la economía a fin de 2019, y la canalización del ahorro hacia plazos fijos (por las restricciones para dolarizarse), generaron un aumento de depósitos en pesos que en algunos meses de 2020 superó el 80% interanual. Fue por eso que se pudieron colocar Leliq en forma masiva en el sistema financiero. Pero el comportamiento de estas variables no es extrapolable. En 2021 no puede emitirse al ritmo de 2020, porque se habrán de desbordar los diferentes diques de contención (el Central tampoco tiene reservas para vender dólares y retirar pesos).

En la Argentina, los ciclos de brecha cambiaria muy elevada, cercana o superior al 100%, han sido períodos cortos, no han sido duraderos. Los gobiernos que se enfrentaron a esa situación tomaron medidas para reducir la brecha, dados los malos incentivos que genera en materia de comercio exterior, desalentando las exportaciones que pasan por el canal cambiario oficial y engrosando la demanda de dólares por importaciones. Pese a que esos malos incentivos se han hecho visibles en poco tiempo, recortando drásticamente el superávit comercial, no se ha visto todavía en el seno del

Gobierno una definición clara acerca de si se comenzará a resolver este problema de raíz, o sólo se intentará operar sobre las consecuencias, escenario en el cual se acentuarían las restricciones y los controles, un camino contraindicado si se aspira a recuperar inversiones y empleos.

- Ahora el Gobierno espera un acuerdo con el FMI para poder avanzar con un plan o medidas destinadas a lograr un crecimiento “sustentable” ¿Es una condición suficiente para poder interrumpir más de una década de estancamiento real?

- Hay que tener en cuenta que el FMI es un acreedor de la Argentina por unos USD 46.000 millones y que, por ende, se necesita negociar un acuerdo de facilidades extendidas, en líneas que lleguen hasta los 10 años, porque no hay forma que el país pueda devolver ese monto en un plazo más corto. Para que el ciclo se complete, se necesita que en dos a tres años el riesgo país de la Argentina baje en forma contundente, para poder salir al mercado y tomar deuda a tasas de interés razonables, consiguiendo fondos para devolver en cuotas el compromiso con el FMI.

No es un capricho de los organismos internacionales que la Argentina realice reformas para resolver los problemas fiscales y para recuperar dinamismo en la inversión privada. Sin dar esos pasos, la Argentina será incapaz de devolver esos créditos, porque no podrá volver a los mercados. Ahora bien, en el Ministerio de Economía se habían diseñado una serie de pasos, vinculados con actualización de tarifas para que el monto de los subsidios económico no siga creciendo y para estabilizar en términos del PBI las partidas jubilatorias, pero rápidamente los argumentos técnicos fueron dejados de lado por motivaciones políticas de corto plazo, una movida que abre serios interrogantes acerca de las chances de cerrar en tiempo y forma un acuerdo con el FMI que efectivamente contribuya a bajar el riesgo país; si el congelamiento de tarifas se extiende, o aumentan los subsidios o se deterioran rápidamente las prestaciones de servicios clave como electricidad y gas.

Ha habido mucha polémica a propósito del cambio de manos de Edenor, pero el “elefante en el bazar” en este caso es el bajísimo valor de la compañía. Cuando se enfoca en este “detalle”, se tiene la verdadera dimensión del problema: si los activos en la Argentina se devalúan de ese modo, ¿qué incentivos habrán de tener los inversores en “enterrar fierros” en el país? El cortoplacismo y la falta de transparencia en la relación Estado-privados nos puede salir muy caro como país, dadas las oportunidades que abre el panorama internacional. Hoy, no habría nada más reactivante para la economía argentina que una sostenida baja del riesgo país.

- ¿El tipo de cambio para el comercio exterior está en niveles competitivos como sostiene el Gobierno?

- La medición tradicional del tipo de cambio real indica que si la paridad oficial (digamos, peso/dólar) está alineada con la inflación local, los costos en dólares de las compañías exportadoras se mantienen estables. Si en un país la inflación es del 3% anual, la variable clave es la relación de cambio entre la moneda local y divisas internacionales y/o de la región. Pero en la Argentina, la incertidumbre sobre la evolución de los costos en dólares (variable clave para cerrar contratos de exportación) viene del lado de la inflación local.

El índice de precios al consumidor en 2020 subió menos de 40%, pero en los últimos tres meses la canasta de precios libres que sigue Ieral se encareció a un ritmo anualizado del 57%. ¿De dónde puede venir el deterioro de la competitividad de los exportadores?. De la presión sobre los costos que ejerce un gasto público (en las tres jurisdicciones) fuera de escala. Hay mil maneras por las que la expansión del gasto público deteriora la competitividad, ya que puede ser un anticipo de más impuestos, de mayor emisión monetaria para financiar el déficit, o de múltiples combinaciones, que pasan también por restricciones al comercio exterior, dificultad para conseguir insumos importados y demás.

Medido al tipo de cambio oficial, y de acuerdo a los números del Presupuesto, el gasto del sector público nacional quedaría en 2021 cerca de un 15% por encima del monto en dólares de 2019, siendo que esta proyección es un piso, porque hay erogaciones discrecionales que se habilitarán en la medida en que la recaudación responda a la inflación verdadera y no a la proyectada por el gobierno.

La dinámica del gasto público medido en dólares y no la "fotografía" del Índice de Precios al Consumidor es la variable que permite analizar la evolución de la competitividad. Y el problema está en que cuando la economía ya no puede avanzar por haber entrado en crisis del sector externo, la devaluación del peso que "arregla" la falta de competitividad, termina desarreglando más aun el frente social y el mercado interno. El peso de los impuestos, se puede "corregir" para los exportadores mediante la devaluación (excepto la carga de las retenciones), pero ese instrumento no modifica en un ápice la situación de las empresas que dependen del mercado interno que, a su vez, ven achicadas sus ventas por la pérdida de poder adquisitivo de los salarios. Este problema de "frazada corta" es crónico en nuestro país, pero se ha agravado de modo increíble por el tamaño que adquirió el gasto público en los últimos 15 años.

Ahora que se reivindica el cepo original, ¿sabe cuánto subió en la Argentina el gasto público medido en canasta de monedas (dólar, euro, real y demás)? Nada menos que

65% entre 2011 y 2015. Y, ¿sabe cuánto cayeron las exportaciones del país en ese período? Un tremendo 31,6%, desde USD 83.000 millones en 2011 a USD 56.800 millones en 2015. Ciertamente es que también pesó el desaliento originado en las recurrentes medidas de imposición de cuotas o restricciones diversas a la exportación de determinados productos, como las que se acaban de anunciar para el caso del maíz”.

- ¿Qué escenario base proyecta para el corriente año en términos de PBI, inflación, déficit fiscal, tipo de cambio y sobre el desempeño de los instrumentos de regulación monetaria?

- La economía del 2021 no está “escrita en piedra” para la Argentina, se trata de un escenario “en desarrollo”. Como ocurrió con el gobierno de Cambiemos, que cometió errores cruciales en el transcurso del primer trimestre de 2018 y también de 2019, la actual administración enfrenta unos primeros meses decisivos. Dependiendo de qué opciones vaya eligiendo el rebote de este año en relación al 2020 se puede hacer más o menos intenso, más o menos prolongado.

Y no se trata sólo de política económica. También tendremos que estar extremadamente atentos a lo que ocurra con el clima, dada la amenaza de sequía. En el primer semestre de 2020, tres cuartas partes de las exportaciones del país correspondieron a productos agroindustriales, de allí la dependencia del factor climático. Para aprovechar el incremento de más de 30% de los precios internacionales de maíz y soja, primero hay que cosechar.

Al margen de la incertidumbre derivada del factor salud, uno de los “problemas” de 2021 es que los instrumentos utilizados en 2020 no son extrapolables al año en curso. La emisión bruta de pesos por parte del Banco Central se acercó a los 10 puntos del PBI, pero el impacto monetario inmediato quedó acotado al equivalente a 4 puntos del PIB, no sólo porque el BCRA tuvo algunos dólares disponibles para vender y esterilizar pesos, sino especialmente porque la demanda de depósitos en el sistema bancario le permitió incrementar sus pasivos remunerados (Leliq y pases), en nada menos que 6 puntos del PBI. Por la evolución previsible de los depósitos bancarios en 2021, no hay forma de repetir tales guarismos sin experimentar “efectos colaterales”, tales como la confianza en el sistema, la capacidad prestable de los bancos hacia el sector privado, la evolución de las tasas de interés.

Además, en términos de equilibrios monetarios, el 2021 está arrancando con el “pie izquierdo”, dado que en diciembre la asistencia del Central al Tesoro superó los \$360.000 millones, sin que se haya registrado un aumento significativo en la demanda genuina de pesos, considerando el factor estacional. Así, los especialistas estiman un

desequilibrio monetario (exceso de pesos) equivalente a 15% de la base monetaria, que habrá de exteriorizarse a partir de mediados de enero. Brecha cambiaria, tasas de interés, evolución del stock de plazos fijos, son todas variables a monitorear en las próximas semanas.

La presión inflacionaria subyacente hace que no sorprendan mediciones mensuales de inflación en torno al 4%, que automáticamente tienden a escalar el andarivel de la devaluación mensual del peso, con lo que esto implica sobre las expectativas. No hay anclas sólidas para atravesar este proceso, en la medida en que el gobierno tenga dudas sobre la importancia de mantener el gasto público bajo control. Aun así, tiene cierta validez el consenso que se está generando, de un PBI rebotando algo más que 5%, una inflación por encima del 50% y una variación del tipo de cambio algo por encima. Insisto en que, de todos modos, es difícil pensar en variables evolucionando de modo lineal. Es más probable que haya aceleración y frenos temporales en su comportamiento.

El 2021, un escenario en desarrollo

Escenario 2021, principales supuestos

	2020	2021
Déficit primario/PIB	7,0%	4,5%
Déficit	9,0%	6,1%
Intereses LELIQ	2,5%	3,7%
LELIQ/Depósitos	42%	51%
Variación PIB	-11,0%	5,5%
Variación IPC	38,0%	54,0%
Variación tipo de cambio	37,0%	60,0%

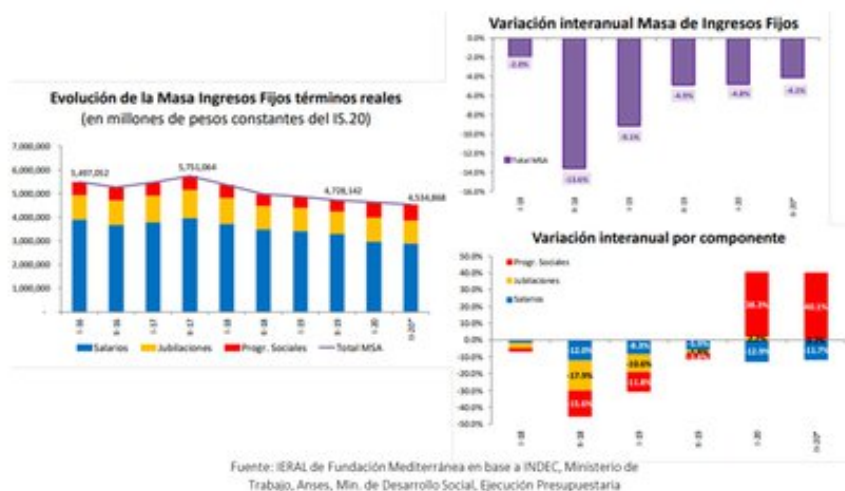
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

- El mercado laboral quedó severamente debilitado por la profundización de la caída del salario real, junto a una drástica caída del empleo, en particular en el sector informal ¿Qué cabe esperar para 2021?

- Decía que el "cepo original" apareció como un intento de abroquelamiento frente a un contexto internacional que había experimentado un punto de inflexión luego del "boom de commodities" que llegó hasta 2011. Fue una reacción del tipo "conservar lo que tenemos" aunque, como vimos, eso implicó consumir stocks de activos de distinto tipo, desde financieros hasta reales. Pero la tasa de desempleo de aquel entonces era

la mitad de la que podemos llegar a tener cuando las variables del mercado de trabajo se estabilicen, posiblemente a mediados de este año. No hay que sorprenderse si, en este nuevo escenario, nos cuesta bajar una tasa de desempleo que podría instalarse en torno al 15% de la oferta laboral, acentuando los tremendos problemas que tenemos en materia de vulnerabilidad y pobreza.

Masa salarial, desempleo y ajuste fiscal



Seguir insistiendo con el vector del empleo público sería tremendamente inconsistente. Diría que el desempleo es una de las variables que menos encaja en un esquema de política económica basado en la reivindicación del cepo original. Y llama la atención lo alejado que está el problema del centro de la agenda oficial.

Ocurre que, si uno comienza a diseñar las políticas en función de lograr un crecimiento sostenido del empleo privado, se vería obligado a revisar infinidad de instrumentos, e inevitablemente a regenerar incentivos a la inversión de parte de empresas locales y extranjeras, grandes y pymes. Por empezar, habría que rediseñar los mecanismos de protección social, de modo de fomentar la inserción laboral de millones de personas, que hoy no ven horizonte, más allá de los próximos treinta días.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 45596210.. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org