



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACPA

Año 43 - Edición N° 1058 – 2 de Agosto de 2021

Rebote 2021; lejos del manual keynesiano

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

Rebote 2021; lejos del manual keynesiano¹

Varios países de la región habrán de lograr, a fin de este año o a principios de 2022, recuperar los niveles de actividad pre-covid. Y una característica dominante es que lo estarán haciendo con un ajuste fiscal procíclico. ¿Cuál es la razón de este fenómeno contraintuitivo?. En parte se explica por una peculiaridad de esta crisis: en 2020 hubo un fuerte incremento del ahorro privado, como contrapartida de los mayores déficits fiscales, ya que el flujo de capitales a cada país se frenó en seco. Por ende, uno de los secretos de la salida de esta crisis es la reconducción de esa masa extra de ahorros privados a favor del impulso de la demanda agregada, preferentemente la inversión, pero también bienes de consumo durable, y esto sólo puede lograrse con la confianza de familias y empresas, tanto en términos de política económica como sanitaria. Pese a la fuerte mejora de los términos de intercambio experimentada por la mayoría de los países de la región, el rebote de 2021 no es homogéneo, incluyendo en el cómputo la magnitud de las caídas de PIB de 2020, y los países que están más demorados es porque siguen absorbiendo demasiados recursos para financiar sus déficit fiscales. Este último es el caso de la Argentina, que también se encuentra de 3 a 4 meses rezagada en el porcentaje de población vacunada con dos dosis, comparado con Uruguay y Chile.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 1 de Agosto de 2021

Varios países de la región habrán de lograr, a fin de este año o a principios de 2022, recuperar los niveles de actividad pre-covid. Y una característica dominante es que lo estarán haciendo con un ajuste fiscal procíclico. ¿Cuál es la razón de este fenómeno contraintuitivo?. En parte se explica por una peculiaridad de esta crisis: en 2020 hubo un fuerte incremento del ahorro privado, como contrapartida de los mayores déficits fiscales, ya que el flujo de capitales a cada país se frenó en seco. Por ende, uno de los secretos de la salida de esta crisis es la reconducción de esa masa extra de ahorros privados a favor del impulso de la demanda agregada, preferentemente la inversión, pero también bienes de consumo durable, y esto sólo puede lograrse con la confianza de familias y empresas, tanto en términos de política económica como sanitaria. Pese a la fuerte mejora de los términos de intercambio experimentada por la mayoría de los países de la región, el rebote de 2021 no es homogéneo, incluyendo en el cómputo la magnitud de las caídas de PIB de 2020, y los países que están más demorados es porque siguen absorbiendo demasiados recursos para financiar sus déficit fiscales. Este último es el caso de la Argentina, que también se encuentra de 3 a 4 meses rezagada en el porcentaje de población vacunada con dos dosis, comparado con Uruguay y Chile.

Las secuelas de la pandemia son diversas y profundas, por lo que los distintos países deben arreglarse para mantener un flujo extra de recursos estatales a favor de los sectores más afectados y las capas sociales más vulnerables, mientras las políticas sanitarias posibilitan una completa normalización de actividades. Y, al mismo tiempo, mantener el crédito abierto de cada país obliga a los gobiernos a tomar medidas que eviten la espiralización de la deuda pública, luego de un 2020 de inéditos desbordes fiscales. En este aspecto, los emergentes corren en desventaja con países como Estados Unidos, Japón, y los miembros de la Eurozona, cuyos bancos centrales tienen todavía la potestad de emitir moneda altamente demandada en el resto del mundo.

Países de la región que vuelven en 2021 al nivel del PIB de 2019, con fuerte ajuste fiscal

	Ajuste fiscal 2021*	Variación PIB 2021 vs. 2019
Argentina	2,5 p.p.	-4,0%
Brasil	7,4 p.p.	1,0%
Chile	4,0 p.p.	1,2%
Perú	4,1 p.p.	-1,0%
Uruguay	1,0 p.p.	-2,6%

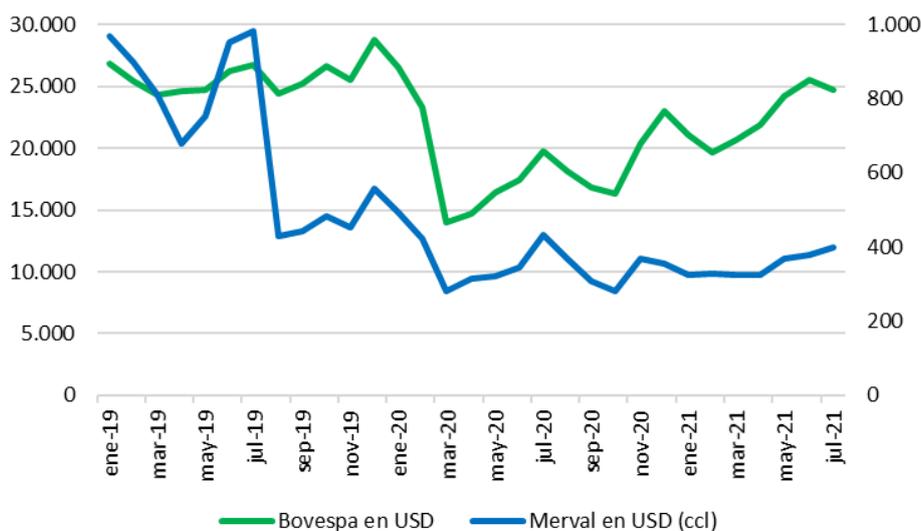
*Reducción del déficit primario en relación a 2020, diferencia en puntos porcentuales del PIB

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de mercado

De todos modos, retomar la responsabilidad fiscal no está afectando la recuperación del 2021 en determinados países. Más bien lo contrario, podría estar ayudando a impulsarla. Por caso, Brasil y Chile a fin de este año ya estarían superando el nivel del PIB de 2019, pese (o gracias) a que están recortando en forma significativa el déficit fiscal respecto de 2020, en 7,4 y 4.0 puntos del PIB, respectivamente.

La Argentina, por su parte, parecía encaminarse en similar dirección hasta mayo/junio, pero en julio ha “vuelto a las andadas”. La consecuencia rezagada de la moderación fiscal del primer semestre está ayudando a descender un escalón la tasa de inflación, pero no alcanzó para revertir expectativas cercanas al 50 % anual, ni tampoco para retirar al estado del rol de “toma todo” en el mercado de crédito. Esta es una diferencia crucial, por caso, con Brasil, dónde los últimos datos muestran que los préstamos a privados se expanden al 15 % interanual en términos reales, en contraste con la Argentina, dónde se contraen al 10 %.

Evolución del valor de las empresas en Brasil y la Argentina, según el Bovespa y el Merval*



*El Merval es en dólares según contado con liquidación

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

La recreación de préstamos al sector privado no es la única consecuencia de esa política “antikeynesiana” en lo fiscal. La ampliación del horizonte que significa la preservación del crédito soberano se refleja en otras dimensiones: el riesgo país, la entrada o la salida de capitales y también el valor de las empresas, una variable altamente correlacionada con la trayectoria de la inversión. Obsérvese que, mientras el índice Merval en dólares

(CCL) todavía cae un 60 % a fin de julio en relación a principios de 2019, el BOVESPA prácticamente ha recuperado aquel nivel.

En 2021, la Argentina se está beneficiando de una mejora en torno al 40 % del precio internacional de las materias primas en relación al promedio de 2020 y las exportaciones del complejo agroindustrial se incrementan en 9,6 mil millones de dólares, para acercarse a los 36 mil millones.

Precios internacionales de los principales productos de exportación de la Argentina



Último dato: 26 de julio de 2021

*Promedio de los últimos 20 años

**Mide la evolución de los precios internacionales de las materias primas que representan cerca del 50% de las exportaciones de Argentina

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En otras condiciones macroeconómicas y con diferentes políticas, el impacto de la mejora de los términos de intercambio sobre el PIB habría sido seguramente mayor al observado. Pero su poder multiplicador se debilita por diversos mecanismos: la introducción de cupos de exportación (carnes vacunas), la elevadísima presión tributaria (retenciones), el encarecimiento de insumos y partes por las trabas a la importación, entre otros.

Además, no todos los dólares extra quedan en el país, ya que la brecha cambiaria genera malos incentivos en materia de facturación de exportaciones e importaciones. Justamente, la falta de confianza hace que, pese a una diferencia cercana al 80 % entre

el dólar libre (CCL) y el oficial, la demanda no ceda, llevando al Banco Central a intervenir para contener la brecha cambiaria. La fuga de capitales que fue contra las reservas del Banco Central promedió los 150 millones de dólares por mes hasta junio, pero ya en julio esa cifra estaría llegando a 250 millones de dólares, equivalente en términos anualizados a 0,7 % del PIB. Es una filtración que no sólo resta reservas del BCRA, sino también debilita la demanda agregada.

La emisión monetaria de origen fiscal cuadruplica en Julio el promedio mensual del primer semestre

	Primer semestre 2021 (promedio mensual)	Julio 2021 (datos al 24/7)
Emisión de origen fiscal (en miles de millones de pesos)	41.3	158.0
Venta de dólares del BCRA a través del CCL (en millones)	150.0	230.0
Variación de reservas netas (en millones de dólares)	+ 508.3	+ 672.0
Variación de pasivos remunerados del BCRA (en miles de millones de pesos)	144.0	143.0

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a PPI

La mayor demanda de dólares en los mercados libres verificada en julio parece responder a la percepción del mercado de un gobierno dispuesto a apelar a la emisión monetaria sin reparar en las consecuencias. Obsérvese que la emisión de origen fiscal había registrado un promedio mensual de 41,3 mil millones de pesos en el primer semestre, pero esta cifra se cuadruplicó, hasta 158 mil millones de pesos, en lo que va de julio. Dado lo precario de las anclas que intentan poner freno a la inflación, esta movida importa riesgos que deberán calibrarse en meses venideros.

No se trata de procesos que vayan a eclosionar en lo inmediato. Pero, al ser instrumentos recurrentes de diez años de estanflación, alimentan la percepción de un escenario de deterioro secular. Y no es una cuestión de expectativas, sino de hechos palpables.

Patentamientos de vehículos cero km

Promedio mensual primer semestre

	2012-2019	2021	Variación
Uruguay	4.154,7	4.274,5	2,9%
Brasil	243.446	179.029	-26,5%
Argentina	67.030	35.300	-47,3%

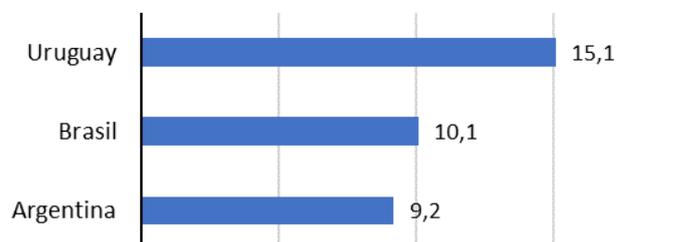
*Incluye comerciales, automóviles, camiones y ómnibus.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA, ACAU y ANFAVEA

Un indicador simple para reflejar la evolución de la clase media es el tamaño del mercado automotriz. En la Argentina, el patentamiento de vehículos cero km registró en el primer semestre de 2021 un promedio mensual de 35.300 unidades, con una merma de 47,3% respecto del promedio de los años 2012 a 2019. No toda la región sufrió esa debacle: en Brasil, la caída fue de 26,5 % y en Uruguay hubo una mejora de 2,9 % en el periodo de referencia.

Ventas de vehículos 0 km

Unidades cada 1.000 habitantes, estimado 2021



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA, ACAU y ANFAVEA

Tradicionalmente, el mercado automotriz argentino ha sido el más voluminoso en términos per-cápita de la región pero, tras la década de estanflación, esto también forma parte del pasado. Anualizando los datos del primer semestre, se tiene que las ventas de cero kilómetro en nuestro país equivalen a 9,2 unidades cada 1000 habitantes, cuando en Brasil y en Uruguay esa relación es actualmente de 10,1 y 15,1 cada 1000, respectivamente.