

# Informe de coyuntura N° 37

Pablo Manzanelli y Daniela Calvo

Diciembre 2021

- ✓ El análisis de la coyuntura económica y la reactivación que se puso en marcha en 2021 no puede prescindir del punto de partida. Es decir, la pandemia económica que generó el gobierno anterior (crisis económica, vencimientos de la deuda insostenibles, altos niveles de inflación, reducción de salarios reales, altos niveles de desocupación, pobreza e indigencia, etc.) y las consecuencias de la pandemia sanitaria. Ambos factores convergen para analizar las características de la propia fase de reactivación económica así como sus límites estructurales.
- ✓ A grandes rasgos el proceso de reactivación estuvo signado por una trayectoria sinuosa. Durante el primer semestre de 2021 el PIB experimentó una desaceleración en el crecimiento respecto a la elevada expansión que se había registrado en el segundo semestre de 2020. De hecho, se interrumpió la reactivación en el segundo trimestre de 2021. A partir del tercer trimestre se advierte, en cambio, un nuevo repunte del nivel de actividad.
- ✓ Estos vaivenes en el proceso de recuperación obedecieron a varios factores entre los que se destacan los impactos de la segunda ola del Covid-19, la moderación de la política económica durante el primer semestre y la debilidad que encontró el proceso de recuperación del empleo y los salarios. De allí que, en el marco de un elevado proceso inflacionario, la reactivación fue contemporánea a una caída significativa en el peso de los salarios en el PIB (del 49,8% al 40% entre el segundo trimestre de 2020 y mismo período de 2021). La contracara de ello fue la importante recuperación de la rentabilidad empresarial, en particular de las firmas oligopólicas que, debido a su capacidad diferencial de formación de precios, aceleraron el traslado del fuerte crecimiento de los precios internacionales a los internos en detrimento de los salarios y de las empresas de menores dimensiones.
- ✓ Otro factor que incidió en la trayectoria sinuosa del proceso de recuperación fue el papel de la política económica ya que en el primer semestre se desplegó una política fiscal moderada que limitó la expansión del nivel de actividad. Esto se evidenció no solo en un ajuste del gasto primario respecto a 2020 sino en un nivel de gasto apenas superior al de 2019 si se excluye el único componente expansivo que fueron los subsidios económicos. Es decir, un nivel de gasto primario similar al del “megaajuste” que puso en marcha Juntos por el Cambio en el marco del acuerdo con el FMI. Por el contrario, en el segundo semestre, y sobre todo en forma posterior a las PASO, cambia la tendencia hacia una política más expansiva por el lado del gasto que se evidencia en un crecimiento interanual del 6,7% en el período de julio-noviembre de 2021. Cabe mencionar que esta expansión del gasto no provocó un desequilibrio monetario ya que en noviembre el nivel de la base monetaria fue inferior, incluso, a la de 2019 (6,3% del PIB).

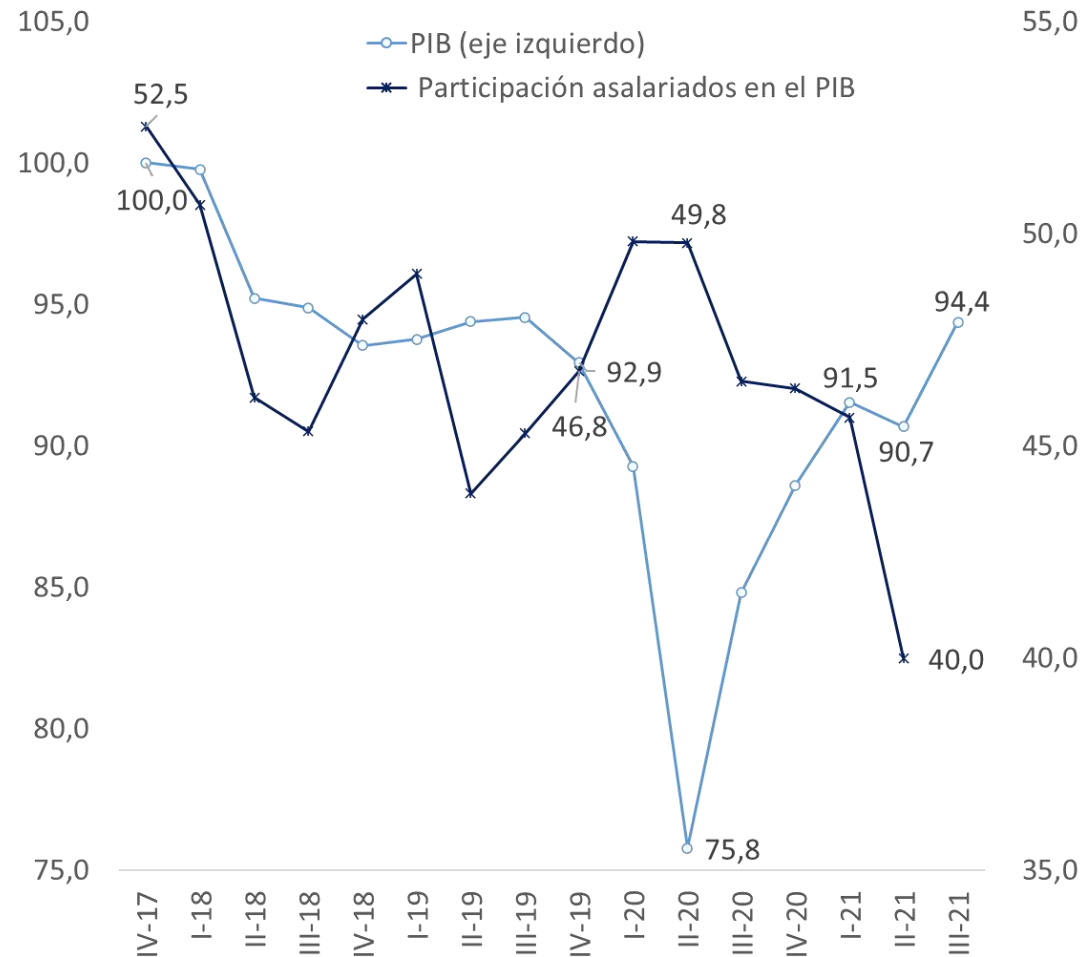
- ✓ Uno de los límites estructurales más relevantes para sostener la fase de recuperación se desprende de la fuerte carga de vencimientos de la deuda. Es decir, los límites no obedecen a una restricción externa producida por la incapacidad para importar (y que, por lo tanto, requiere de una devaluación) sino a una crisis de deuda generada por el gobierno anterior. De hecho las devaluaciones de 2018-2019 ya produjeron el ajuste a las importaciones e incrementaron, junto a los favorables términos del intercambio, el saldo comercial en forma significativa: en el acumulado de los primeros 10 meses de 2021 rozó los 14.000 millones de dólares, uno de los mayores del siglo XXI.
- ✓ De lo que se trata, por consiguiente, es de transitar el sinuoso camino para la resolución de esa crisis que tuvo su primer capítulo en el canje con tenedores privados que se efectuó el año pasado cuyo resultado, en especial en lo que concierne a la restructuración bajo ley nacional, distó de ser satisfactorio. Prueba de ello es que la quita nominal fue de 27,4% para la deuda bajo ley extranjera y de solo el 7,5% para la de ley nacional. De allí que el perfil actual de vencimientos de la deuda en moneda extranjera, excluyendo al FMI y las letras intransferibles del BCRA, se ubica en torno a los 6.500 millones de dólares entre 2022 y 2024 y asciende a poco menos de 13.800 millones de dólares en promedio entre 2025 y 2031. En un escenario en el que el acuerdo con el FMI incluya 10 años de plazo, cuatro de gracia y un interés de 4,05%, esos vencimientos ascenderían a un promedio de 9.500 millones de dólares en el período 2022-2025 y a 22.000 millones en 2026-2031. En cambio, en un escenario en el que se consiga estirar el plazo a 15 años, con 3 de gracia y eliminación de los sobrecargos en la tasa de interés, esos vencimientos se reducirían a 7.000 millones entre 2022 y 2024 y a alrededor de 17.500 millones entre 2026 y 2031.
- ✓ En efecto, más allá de los condicionamientos que busque imponer el FMI y que el gobierno actual procure impedir, la cuestión de fondo es la restricción al crecimiento derivada de la carga de vencimientos de la deuda que será más o menos acuciante de acuerdo a los resultados de la negociación pero indiscutiblemente relevantes, en cualquier caso, para la sostenibilidad de la economía argentina. De allí que se vuelve central la necesidad de consolidar el proceso de recuperación económica en el marco de políticas expansivas y, al mismo tiempo, reforzar la administración cambiaria. Esto último es especialmente importante para que el abultado saldo comercial no financie, por caso, la salida de divisas para cancelar el crédito y los intereses de la deuda del sector privado (en lo que va del gobierno del Frente de Todos salieron por esa vía 15.000 millones de dólares) sino para fortalecer las reservas requeridas para afrontar los compromisos externos y las importaciones que se requieren para sostener la fase de recuperación.

# 1. Reactivación económica sin distribución del ingreso

# Reactivación sin distribución

- ✓ Tras las dos pandemias que precedieron a 2021 (la económica de Macri y la sanitaria), la economía ingresó en proceso de reactivación. Éste fue particularmente intenso en el segundo semestre de 2020: el PIB creció 16,9% entre el segundo y cuarto trimestre de ese año.
- ✓ En el primer semestre de 2021 se advierte una desaceleración en el ritmo de la recuperación (el PIB creció apenas 2,3% entre el segundo trimestre de 2021 y el cuarto del año anterior). Entre las causas de la desaceleración se encuentran los impactos de la segunda ola del Covid-19, la moderación de la política económica y la debilidad que encontró el proceso de recuperación del empleo y los salarios. De allí que la reactivación fue contemporánea a una caída del 49,8% al 40% en la participación de los asalariados en el ingreso entre el segundo trimestre de 2020 y mismo período de 2021.
- ✓ A partir del tercer trimestre parece revertirse la tendencia con un crecimiento trimestral del 4,1% en el marco de cierta expansión en la política económica y la reanudación de las paritarias en un contexto altamente inflacionario.

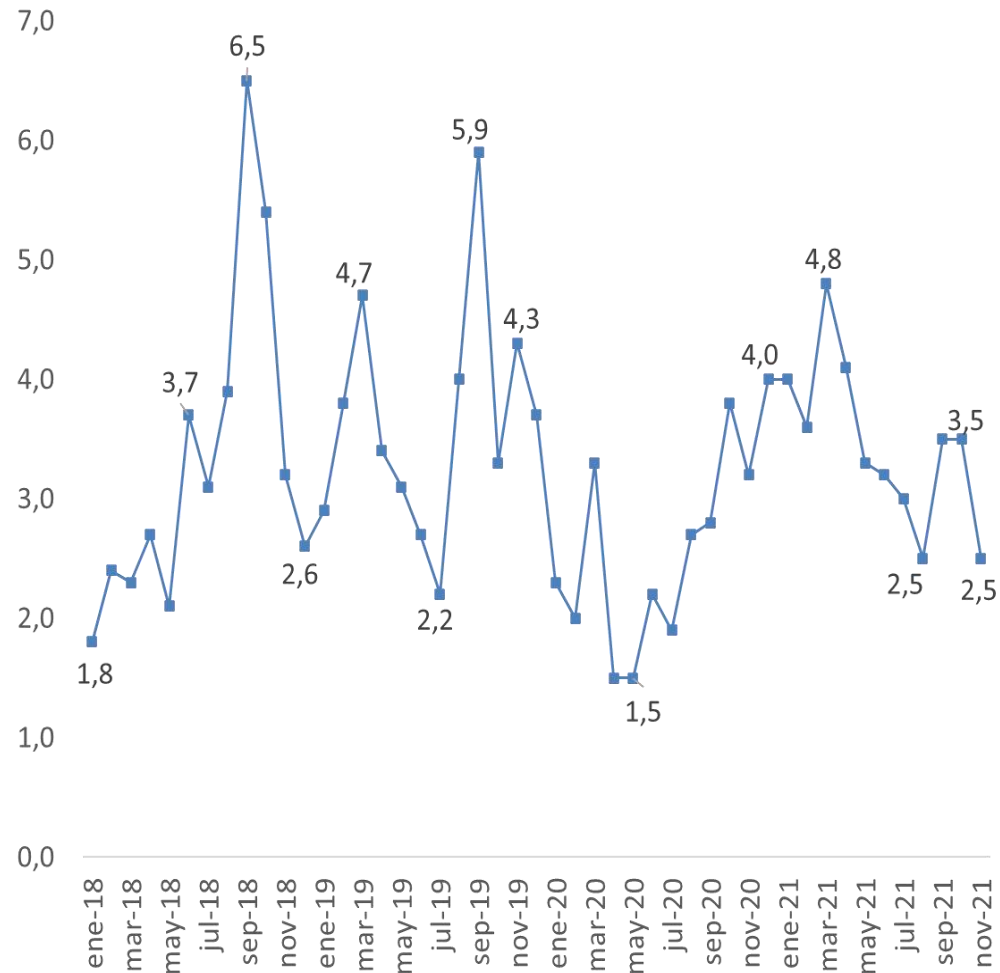
Evolución del PIB serie desestacionalizada y de la participación de los asalariados en el ingreso (Índice IV trim.17=100 y porcentaje), IV trimestre 2017-III trimestre 2021



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

- ✓ Si bien en el marco de la pandemia sanitaria se asistió a una desaceleración en el aumento de los precios, los mismos se aceleraron significativamente entre octubre de 2020 y marzo de 2021. Posteriormente se observó una nueva desaceleración que se interrumpió en los meses de septiembre y octubre.
- ✓ Esta situación llevó al gobierno a endurecer la política de control de precios. En ese marco, y bajo el sostenimiento del ancla cambiaria y tarifaria, la variación de precios al consumidor se redujo al 2,5% mensual en noviembre a pesar de las políticas expansivas que se desplegaron después de las PASO.
- ✓ Tal como fue expuesto en un informe anterior, en un contexto de fuerte crecimiento de los precios internacionales, las empresas oligopólicas aceleraron su traslado a los internos en detrimento de los salarios y de las empresas de menores dimensiones. Esto les permitió registrar una significativa recomposición de sus niveles de rentabilidad. La contracara de ello fue que, como se vio anteriormente, la reactivación económica estuvo acompañada de la caída en la participación de las y los asalariados en el ingreso.

Variación mensual del IPC nacional (%)  
Enero 2018-Noviembre 2021

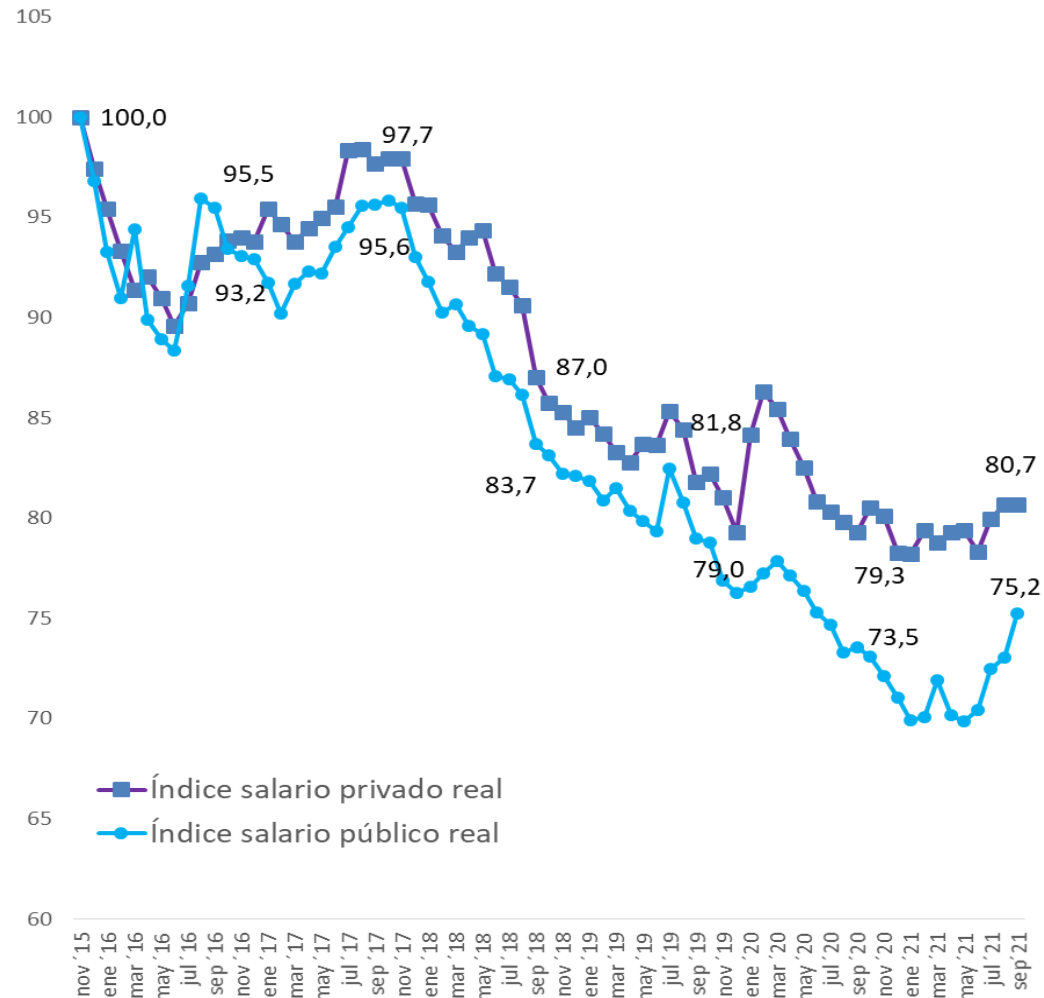


Fuente: elaboración propia en base al INDEC

# Los salarios con pocos avances

- ✓ Durante la pandemia macrista los salarios reales de las y los trabajadores registrados en el sector privado se redujeron 19%. En el caso de los del sector público la pérdida fue de 23,1%.
- ✓ Durante los tres primeros meses del 2020 los salarios reales registraron una recuperación producto de los incrementos otorgados por el Frente de Todos a cuenta de futuras paritarias. Sin embargo, durante la pandemia sanitaria los salarios reales retomaron la caída y cerraron el año con una variación interanual de -1,3% y -6,0% en el sector privado y público, respectivamente, en relación a diciembre de 2019.
- ✓ En el primer semestre de 2021 las remuneraciones se mantuvieron relativamente estables y tendieron a aumentar a partir de julio. Así, en septiembre de 2021 se registró un incremento interanual de 1,8% para el sector privado y de 2,3% para el sector público.
- ✓ Aún así, los salarios reales de las y los trabajadores del sector privado se ubican 19,3% por debajo de noviembre de 2015, y los de las y los estatales 24,8% por debajo.

Evolución del salario real de las y los trabajadores registrados en el sector privado registrado y público (Índice Nov.15=100)  
Noviembre 2015-Septiembre 2021



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y CIFRA.

# La recuperación del empleo

- ✓ El índice de desempleo trepó a dos dígitos a partir de 2020, alcanzando un máximo de 13,1% durante el segundo trimestre de 2020 debido al cierre de actividades en el marco de la pandemia.
- ✓ La posterior apertura y recuperación de la economía disminuyó los niveles de desempleo en los trimestres siguientes cerrando el año con un promedio de 11,5%.
- ✓ Durante el 2021 se afianzó esta dinámica y la tasa de desempleo disminuyó hasta llegar a 8,2% a nivel nacional en el tercer trimestre.
- ✓ Si se incluye a quienes reciben planes sociales como “desocupados/as”, la tasa de desempleo hipotética ascendería en torno al 12% en el tercer trimestre de 2021 .
- ✓ Independientemente de la mejora de la tasa de empleo y actividad respecto a 2020, en el tercer trimestre de 2021 se registró un leve incremento del empleo respecto al mismo período de 2019 (0,3 puntos porcentuales) en el marco de una menor tasa de actividad (0,5 puntos).
- ✓ Cabe mencionar que la recuperación del empleo evidencia el sostenimiento de elevados niveles de subempleo (12,2%) y un crecimiento de los asalariados sin descuento jubilatorio (aumentaron de 28,6% a 33,1% entre los terceros trimestres de 2020 y 2021).

Evolución de las tasas básicas del mercado de trabajo (porcentaje), 2015-3° trim. 2021

Periodo	Tasa de actividad	Tasa de empleo	Tasa de desocupación	Tasa de subocupación
2015	44,6%	41,7%	6,5%	9,3%
2016	45,8%	41,9%	8,5%	12,0%
2017	45,9%	42,1%	8,4%	11,2%
2018	46,6%	42,3%	9,2%	11,9%
2019	47,3%	42,6%	9,8%	12,7%
2020	43,2%	38,3%	11,5%	12,5%
1T20	47,1%	42,2%	10,4%	11,7%
2T20	38,4%	33,4%	13,1%	9,6%
3T20	42,3%	37,4%	11,7%	13,4%
4T20	45,0%	40,1%	11,0%	15,1%
1T21	46,3%	41,6%	10,2%	11,9%
2T21	45,9%	41,5%	9,6%	12,4%
3T21	46,7%	42,9%	8,2%	12,2%

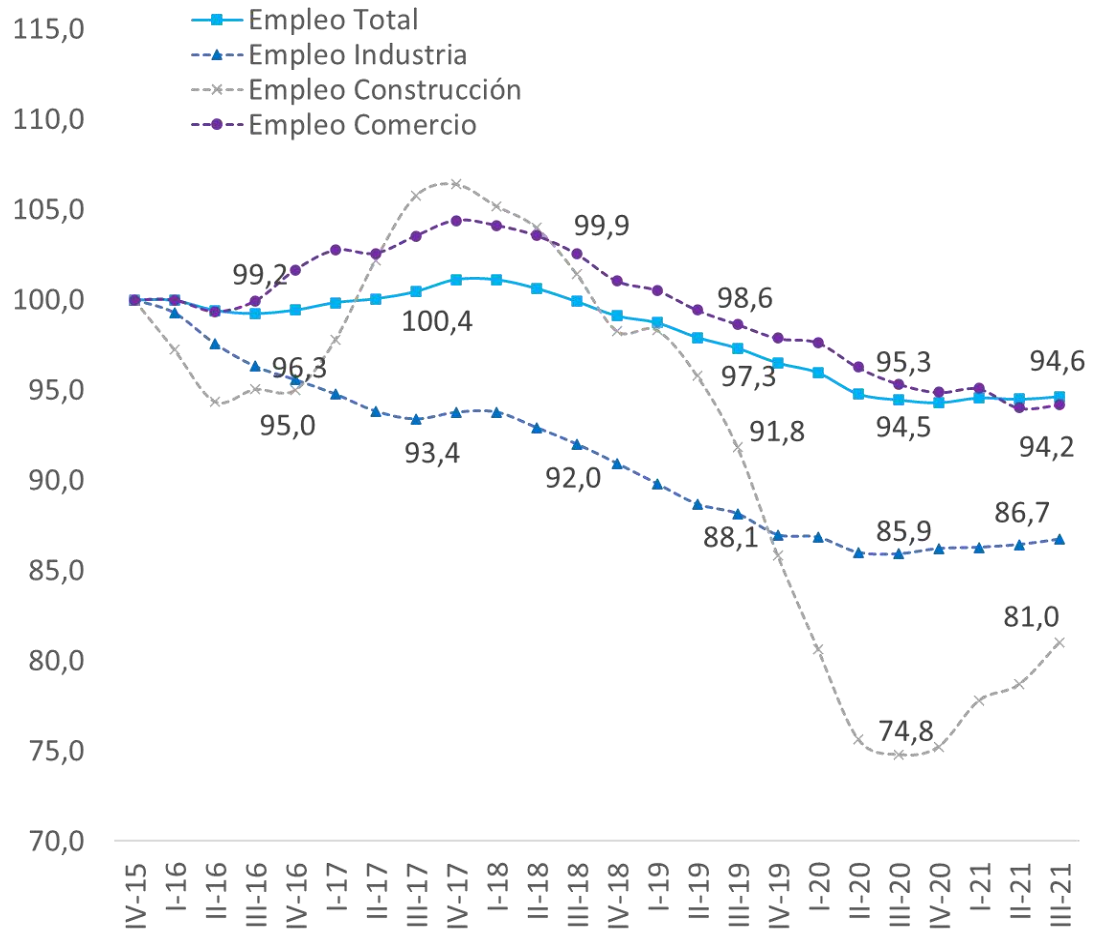
Fuente: elaboración propia en base a INDEC



# Empleo privado

- ✓ De acuerdo a la Encuesta de Indicadores Laborales del Ministerio de Trabajo, después de 12 trimestres contractivos, durante el tercer trimestre de 2021 el empleo privado formal registró un leve crecimiento interanual (0,2%), aunque aun se encuentra por debajo de los niveles prepandemia (-1,4% respecto al primer trimestre de 2020) y los del mismo periodo de 2019 (-2,8%).
- ✓ En términos sectoriales la construcción es la actividad que exhibe la mayor recuperación de puestos de trabajo desde el cuarto trimestre de 2020. A tal punto que los niveles de empleo fueron en el tercer trimestre de 2021 semejantes a los del primer trimestre de 2020 (0,4%), cuando estaban en un piso histórico por la crisis desatada durante el gobierno anterior y el ajuste de la obra pública.
- ✓ En la industria se advierte una moderada expansión del empleo (en el tercer trimestre de 2021 se encuentra aun por debajo del nivel del primer trimestre de 2020) y en el comercio se mantiene la contracción del empleo privado (3,5% por debajo del nivel pre pandemia).

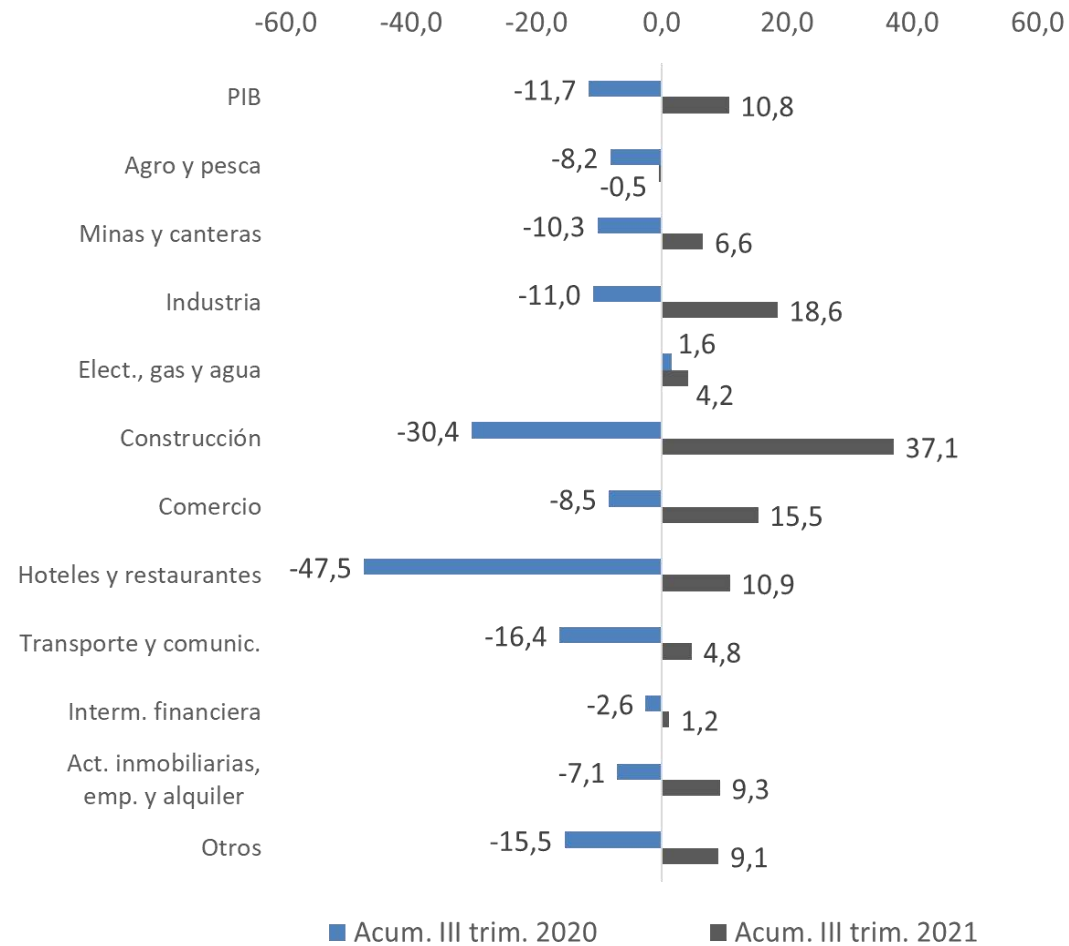
Evolución del empleo privado registrado por sectores de actividad (Índice 4° trim. 2015=100), 4° trim 2015 - 3° trim 2021



Fuente: elaboración propia en base a Encuesta de Indicadores Laborales (EIL)

- ✓ La lenta recuperación del empleo privado formal contrasta con la fuerte expansión de algunos sectores de actividad. Al respecto, vale mencionar el caso de la industria y la construcción cuya expansión del valor agregado en precios constantes fue de 18,6% y 37,1%, respectivamente, en el promedio de los primeros tres trimestres de 2021 respecto a igual período del año anterior. Se trata en ambos casos de un nivel de expansión superior a la caída que registraron en el mismo período del año pasado.
- ✓ Lo propio vale para las actividades comerciales que se expandieron al 15,5% interanual en el acumulado de los primeros tres trimestres de 2021 en el marco de la contracción del empleo privado observado anteriormente.
- ✓ Se trata de las tres actividades con mayor expansión interanual en lo que va del año. Le siguen en importancia hoteles y restaurantes (aunque sin recuperar el fuerte golpe de la pandemia), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, minas y canteras, electricidad gas y agua, intermediación financiera y otras actividades. El único rubro que registró una caída del valor agregado fue el sector agropecuario.

Variación interanual del PIB según sectores de actividad (porcentajes), Acumulado al III trimestre 2020-2021



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

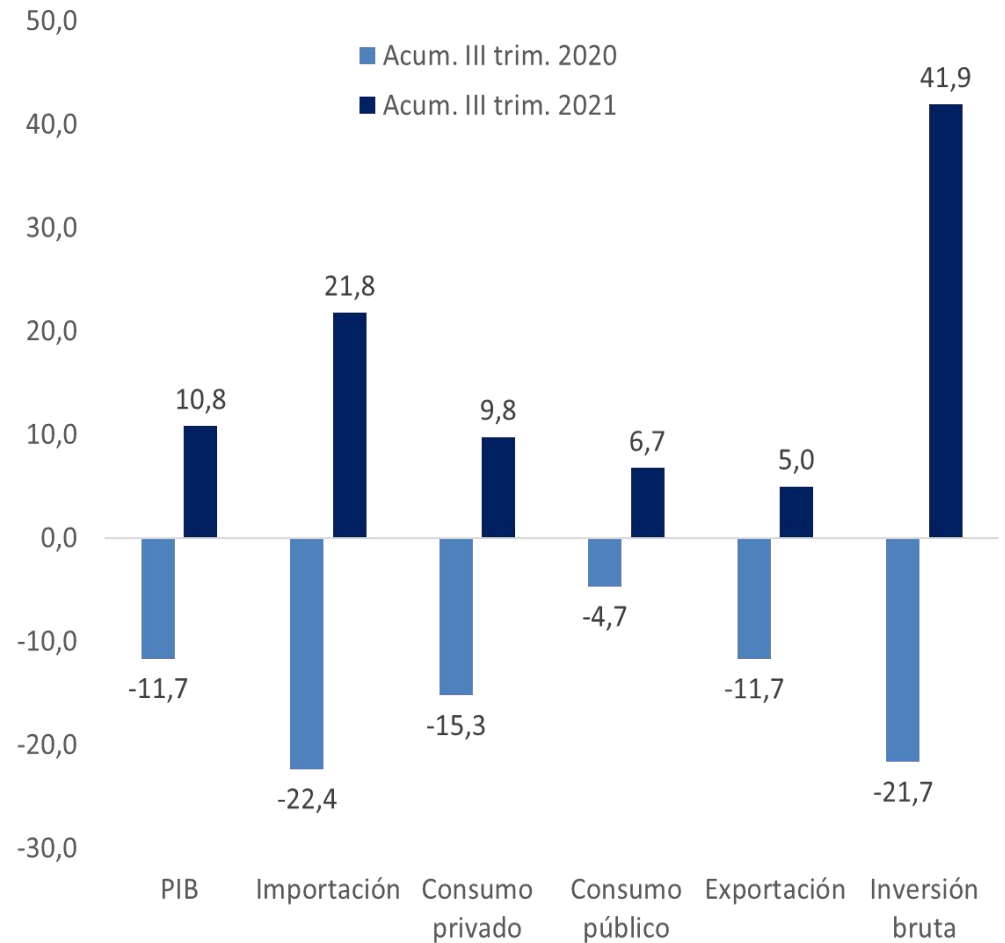
# Demanda agregada

✓ Desde el punto de vista de la demanda agregada, la expansión del 10,8% del PIB en el promedio de los primeros tres trimestres de 2021 solo fue superada por la importante reactivación de la inversión, que ascendió 41,9% respecto al mismo período de 2020, cuando había caído 21,7% con respecto a 2019. Cabe señalar que en el tercer trimestre se registró un descenso de 1,2% en la comparación de la serie desestacionalizada con el trimestre anterior.

✓ Los restantes componentes de la demanda agregada exhibieron un crecimiento por debajo del PIB. El consumo privado, que había caído 15,3% en los primeros tres trimestres de 2020, creció 9,8% en el mismo período de 2021. Las exportaciones, que tuvieron un buen comportamiento medidas en dólares corrientes por los altos precios internacionales, en precios constantes se expandieron apenas al 5% en 2021, cuando en 2020 habían descendido 11,7%. De todos modos, se advierte un elevado crecimiento en el margen: la variación del tercer trimestre respecto al anterior fue de 7,3% en la serie desestacionalizada.

✓ Finalmente, el consumo público creció 6,7% en 2021, con un bajo crecimiento en la variación trimestral durante el primer semestre.

Variación interanual del PIB según componentes de la oferta y demanda agregada (porcentajes), Acumulado al III trimestre 2020-2021



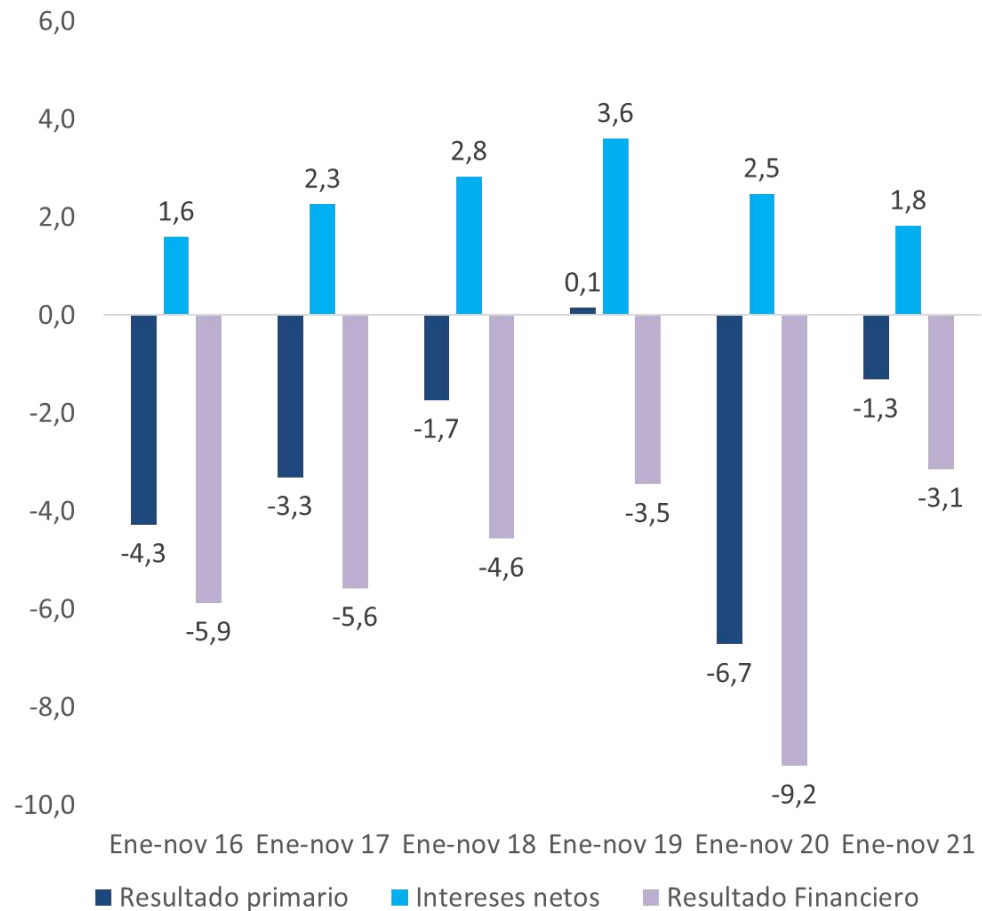
Fuente: elaboración propia en base a INDEC

## **2. ¿De la moderación a un cambio en la política económica?**

# La meta del equilibrio fiscal

- ✓ Uno de los hechos más significativos de la política económica en 2021 fue la acelerada búsqueda de la reducción de la brecha fiscal ocasionada por la pandemia sanitaria: se redujo del 9,2% al 3,1% del PIB en los primeros 11 meses de 2020 y 2021, respectivamente.
- ✓ Esto no fue resultado solamente de la restructuración de la deuda pública y la menor carga de intereses sino del descenso del déficit primario (es decir, el que excluye los intereses de la deuda), que pasó del 6,7% al 1,3% del PIB en los primeros 11 meses de 2020 y 2021.
- ✓ Una parte de la reducción del déficit primario se vinculó, por el lado de los ingresos, con los recursos extraordinarios derivados del aporte por única vez de las grandes fortunas, del impacto del aumento de los precios internacionales en los derechos de exportación y de una asignación extraordinaria que hizo el FMI por la pandemia. Así, los ingresos aumentaron 23,8% en términos reales en los primeros 11 meses del año respecto al mismo período de 2020 y fueron también 6,9% superiores al mismo período de 2019.
- ✓ Otra parte de la reducción del déficit se vincula con el despliegue de una política moderada por el lado del gasto en el primer semestre de 2021.

Resultado primario, intereses netos y resultado financiero del sector público nacional como porcentaje del PIB (%), Enero- Noviembre 2016-2021



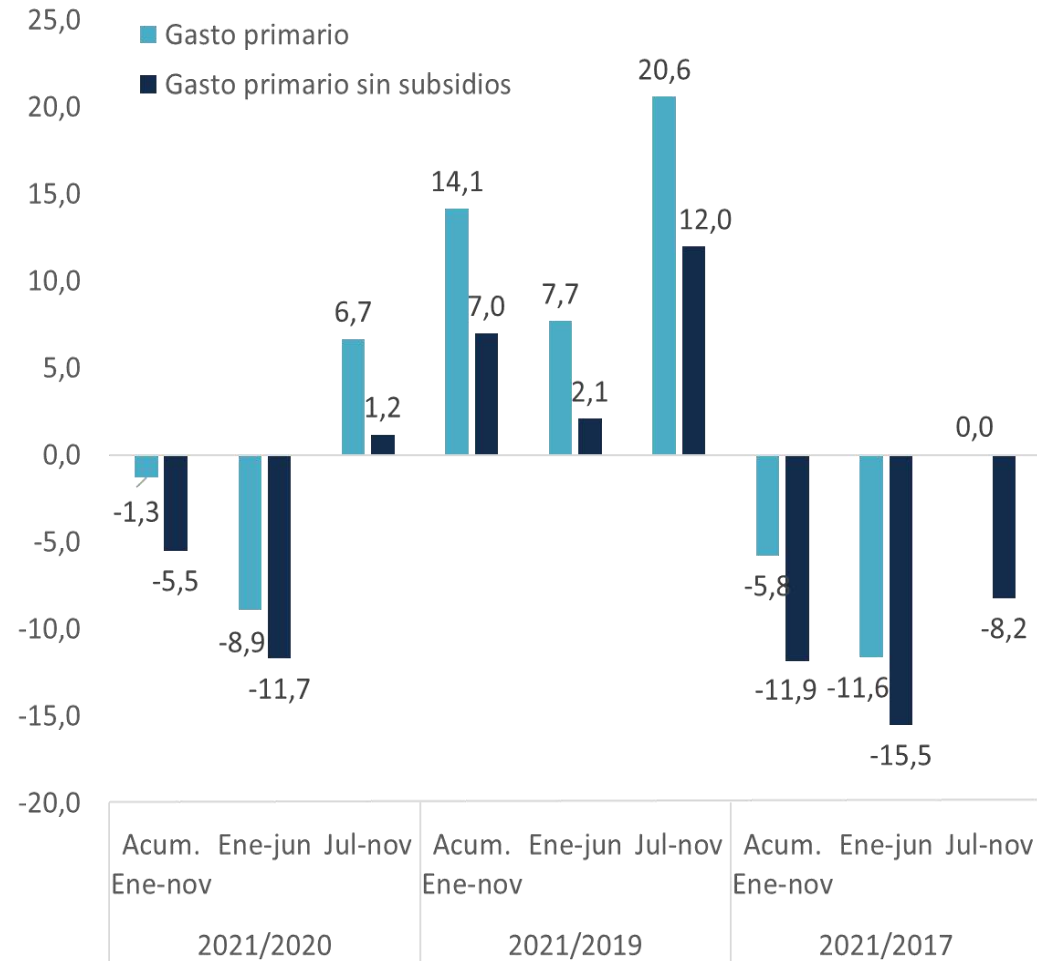
\*Se anualizó el resultado acumulado de cada período y se lo contrastó con el promedio de los primeros tres trimestres del PIB

Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía (base IMIG).

# De la moderación a la expansión del gasto

- ✓ El gasto primario total durante los 11 primeros meses de 2021 cayó 1,3% en términos reales respecto a igual período de 2020. La comparación con 2020 resulta compleja por los gastos extraordinarios durante el confinamiento social más estricto y esa complejidad no se dirime restando el denominado “gasto Covid” ya que en 2020 también se vieron afectadas las erogaciones ordinarias (de allí por ejemplo el bajo nivel de la obra pública en ese año). Si se contrasta con 2019 –es decir, con el resultado del megaajuste del acuerdo con el FMI– el gasto primario fue 14,1% superior, pero fue 5,8% inferior al de 2017, previo al acuerdo.
- ✓ El componente más expansivo del gasto en 2021 fueron los subsidios debido a la reversión de la política de ajuste tarifario. Si se lo excluye, el nivel de gasto se encuentra en línea con la de 2019 y 11,9% inferior a 2017.
- ✓ Se pueden diferenciar dos etapas en la ejecución del gasto en 2021. Durante el primer semestre se desplegó un ajuste respecto a 2020 y el nivel de gasto fue apenas superior al de 2019 si se excluyen los subsidios. En el segundo semestre cambia la tendencia hacia una política más expansiva por el lado del gasto.

Variación interanual del gasto primario total y excluyendo subsidios económicos en términos reales según períodos seleccionados (porcentaje), 2017-2021



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía (base IMIG) e INDEC.

# Inyección fiscal post PASO

- ✓ Todo parece indicar que las mayores erogaciones en el segundo semestre obedecieron más a una mayor ejecución presupuestaria que al denominado “plan platita” para buscar revertir los resultados negativos de las PASO que tuvo el Frente de Todos. Si se suman las diversas políticas y programas que se anunciaron a partir de entonces, la inyección fiscal fue de 141.506 millones de pesos, equivalente a 0,3% del PIB. Eso representa el 5% del gasto primario del sector público nacional entre septiembre y noviembre de 2021.
- ✓ En el paquete de medidas se destaca el Complemento Mensual para el salario familiar que consiste en un refuerzo no remunerativo a las asignaciones familiares de carácter permanente. El monto total erogado para 2021 se estima en 44.125 millones de pesos (0,01% del PBI). Por su parte, el denominado Plan Mi Pieza, cuyo costo fiscal alcanza a 8.000 millones de pesos (0,02% del PIB), consiste en una transferencia única de dinero a mujeres que vivan en barrios populares destinada a la ampliación o refacción del hogar. Otro programa que implica importantes recursos es el Previaje. Según el Ministerio de Turismo y Deportes se trata de 25.000 millones de pesos (0,05% del PIB).
- ✓ Finalmente, en diciembre se anunciaron una serie de bonos únicos destinados a jubilados/as, y beneficiarios/as del Programa Potenciar Trabajo, y un bono para empleados/as estatales.

## Inyección fiscal por programa y transferencia (en millones de pesos y como % del PIB)

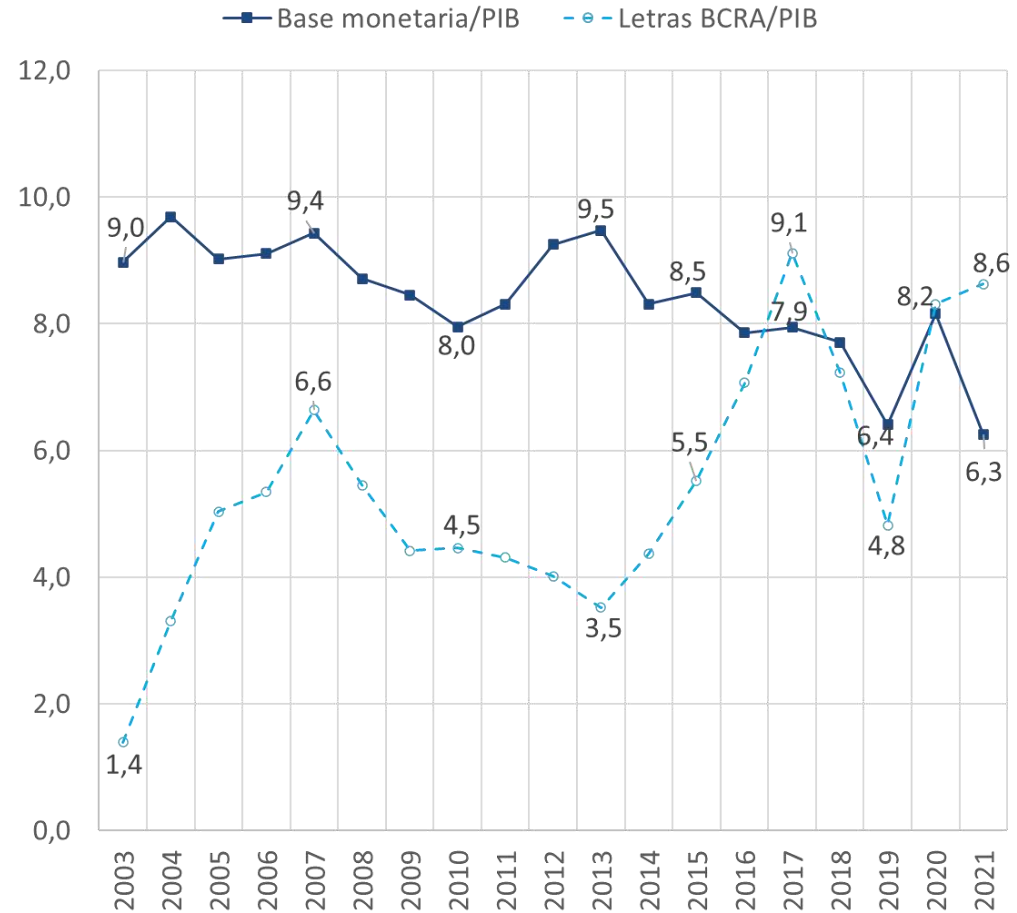
Inyección fiscal por medida	En millones de pesos	Como % del PIB
Programa Registradas	405	0,001%
Jubilaciones Anticipadas	1.500	0,003%
Complemento mensual para el salario familiar	44.155	0,095%
Más cultura joven	6.717	0,014%
Plan Mi Pieza	8.000	0,017%
Previalaje 2021	25.000	0,054%
Bono único jubiladas/os	36.000	0,077%
Bono único beneficiarios/as Programa Potenciar Trabajo + Aumento del monto del programa	10.189	0,022%
Bono único Programa Alimentar PAMI	1.800	0,004%
Bono estatales	7.740	0,017%
<b>Total</b>	<b>141.506</b>	<b>0,303%</b>

Fuente: elaboración propia en base a INDEC, Anses, Resoluciones correspondientes y fuentes oficiales.

# El apretón monetario

- ✓ En el marco de la política fiscal moderada en el primer semestre y aun en el de cierta expansión en el segundo se advierte una política monetaria contractiva.
- ✓ La oferta monetaria se redujo del 8,2% al 6,3% del PIB, ubicándose en el nivel más bajo desde la salida de la convertibilidad. Es incluso inferior a la base monetaria de 2019, cuando la economía argentina estaba bajo los efectos del inédito experimento de Juntos por el Cambio y el FMI de congelar nominalmente la base monetaria en un contexto de 53,5% de inflación.
- ✓ Este apretón monetario ocurre en el marco de una activa política de esterilización por parte del Banco Central que llevó a que el stock de leliq y pasas alcance al 8,6% del producto bruto.
- ✓ Se deben desplegar las regulaciones e instrumentos que permitan confeccionar la ingeniería financiera que se requiere para desandar los pasivos del Banco Central con el sector financiero. Esto debería implementarse sin comprometer el objetivo prioritario de la política económica que debería ser la reactivación y la generación de empleo a través de la consolidación de las políticas expansivas.

Base monetaria y letras emitidas por el BCRA en porcentaje del PIB (porcentaje), 2003-2021\*



\*Datos al último día hábil del año (en 2021 corresponde al 30-11)

Fuente: elaboración propia en base al BCRA y al INDEC.

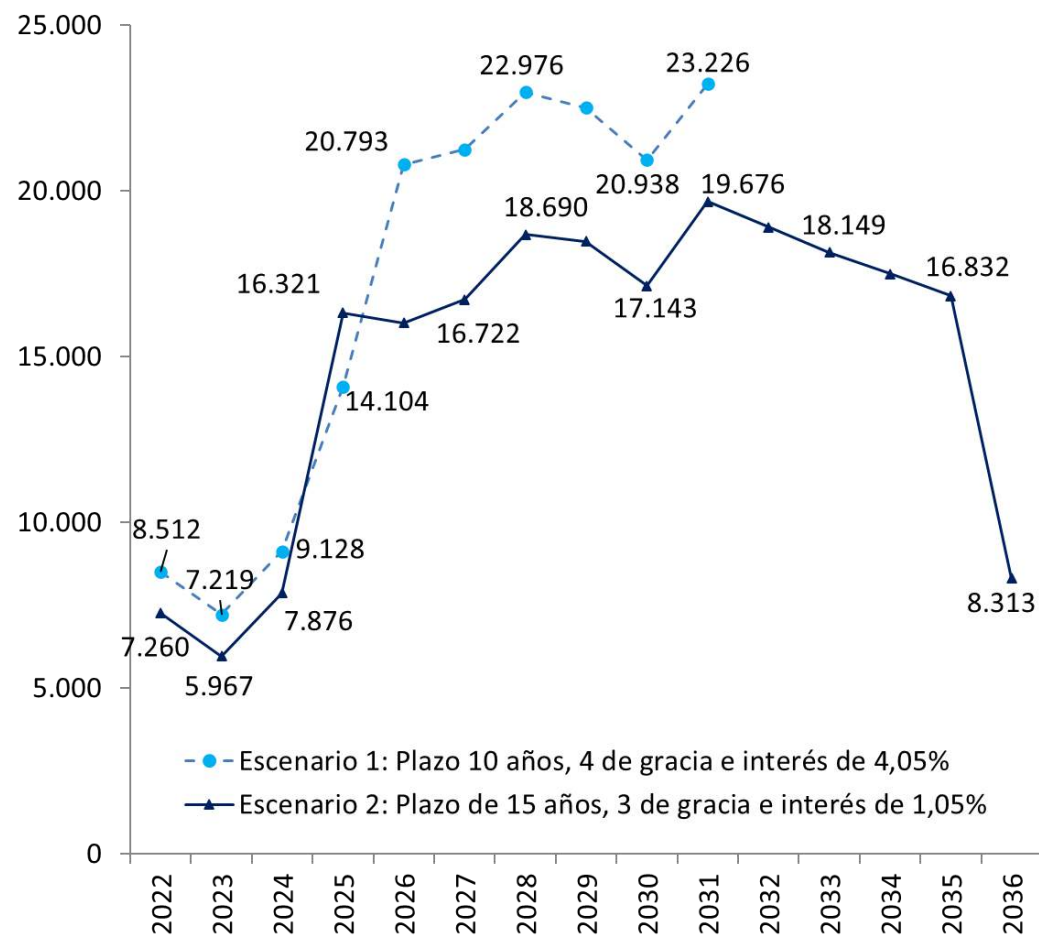


# **3. Los límites que impone el FMI y el sector externo**

# Los límites del acuerdo con el FMI

- ✓ Uno de los principales escollos para consolidar la recuperación económica se deriva de la crisis de la deuda que se conformó en el gobierno anterior, es decir, la fuerte carga de vencimientos de la deuda.
- ✓ Si se supone un acuerdo a 10 años, con cuatro de gracia para la amortización del capital -es decir, que se empiece a pagar el capital de la deuda en 2026- y que no se logre reducir la sobretasa en los intereses, la estimación de los vencimientos totales en moneda extranjera, incluyendo a los privados, se ubicaría en promedio en torno a los 9.500 millones de dólares anuales en el período 2022-2025 y saltaría a 22.000 millones en 2026-2031.
- ✓ Si en cambio se plantea un segundo escenario en el que se consiga estirar el plazo a 15 años, con 3 de gracia y se eliminan los sobrecargos en la tasa de interés, el perfil de vencimientos en moneda extranjera se reduce en torno a los 1.200 millones de dólares por año entre 2022 y 2024, y en alrededor de 4.000 millones entre 2026 y 2031. Así y todo los vencimientos son elevados entre 2025 y 2031, lo que pone de manifiesto la pesada carga de vencimientos de la deuda a pesar de la restructuración del año pasado con el sector privado.

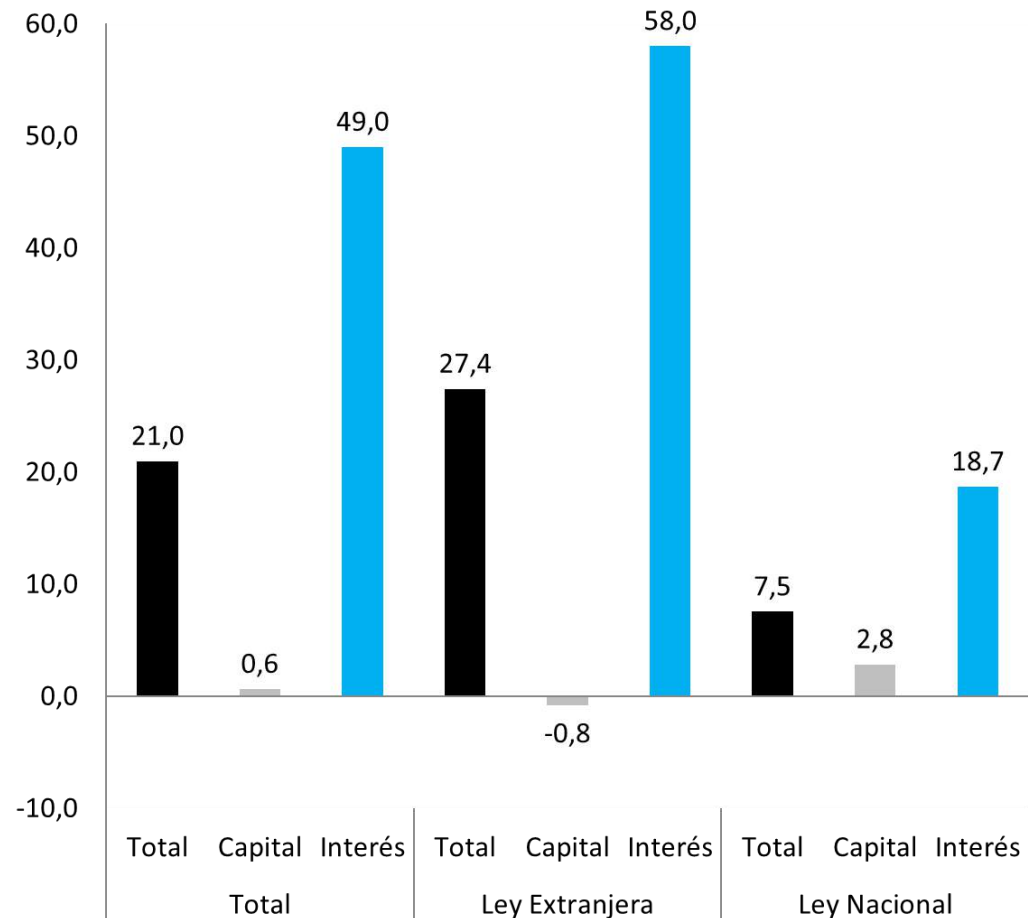
Vencimientos en moneda extranjera de la deuda pública bajo dos escenarios de acuerdo con el FMI\* (millones de dólares), 2022-2036



\*Los vencimientos son al 30-06-21 de la Administración Central y excluyen los vencimientos del acuerdo anterior con el FMI y las letras intransferibles del BCRA.

- ✓ El canje de la deuda con privados que se efectuó en 2020 tuvo un resultado que distó de ser satisfactorio, especialmente en lo que concierne a la restructuración bajo ley nacional. La quita nominal total fue de 27,4 por ciento para la deuda bajo ley extranjera y de solo el 7,5 por ciento para la de ley nacional.
- ✓ Esto obedece a que se restructuró la deuda bajo ley nacional sosteniendo las mismas condiciones financieras en los instrumentos ofrecidos que en la de ley extranjera: una quita marginal del capital y una fuerte reducción de los intereses (que en promedio pasaron de 7% a 3%).
- ✓ Se postuló que de esa manera se fortalecía las emisiones futuras de deuda con ley local al no discriminarla en el proceso de negociación pero no se reparó en que la composición de la deuda bajo ley nacional era considerablemente distinta en materia de vencimientos de capital e interés.
- ✓ Bajo ley extranjera los vencimientos de capital alcanzaban a 66.238 millones de dólares y los de intereses a 61.057 millones de dólares al 31 de diciembre de 2019. En cambio, los vencimientos de capital bajo ley local eran de 49.733 millones pero los de intereses apenas 18.132 millones de dólares.

Quita nominal de la deuda en moneda extranjera según tipo de legislación (porcentajes), canje 2020

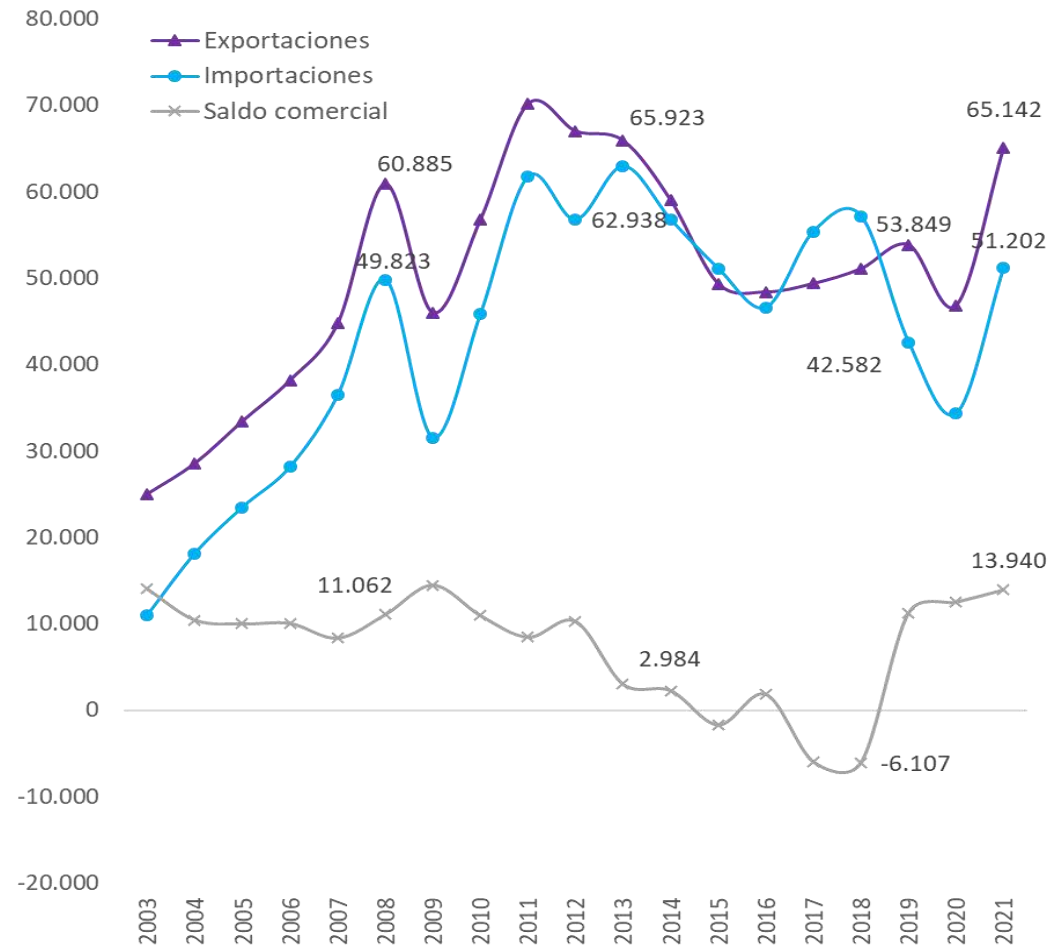


Fuente: elaboración propia en base al Informe de Coyuntura Nro 33 de CIFRA.

# El boom de las exportaciones

- ✓ En ese marco el crecimiento de las exportaciones deviene central para garantizar las divisas que se requieren para afrontar los vencimientos del primer tramo (2022-2025) y al mismo tiempo acumular reservas para los abultados compromisos posteriores.
- ✓ Un aspecto positivo es que durante los primeros diez meses del año las exportaciones superaron los 65.142 millones de dólares, el valor más alto desde el 2013.
- ✓ Esto se explica principalmente por mayores precios de exportación (26%) fundamentalmente en los productos primarios (27,6%) y las manufacturas agropecuarias (28,6%). Las cantidades exportadas crecieron principalmente debido a las manufacturas de origen industrial (32,3%)
- ✓ Por su parte, las importaciones alcanzaron los 51.202 millones de dólares, producto principalmente de las mayores cantidades compradas al exterior (31,4%).
- ✓ Así, el saldo comercial acumulado en 2021 fue de 13.940 millones de dólares, el mayor superávit para este periodo desde el año 2003

Exportaciones, importaciones y saldo comercial (millones de dólares), Enero-Octubre 2003-2021

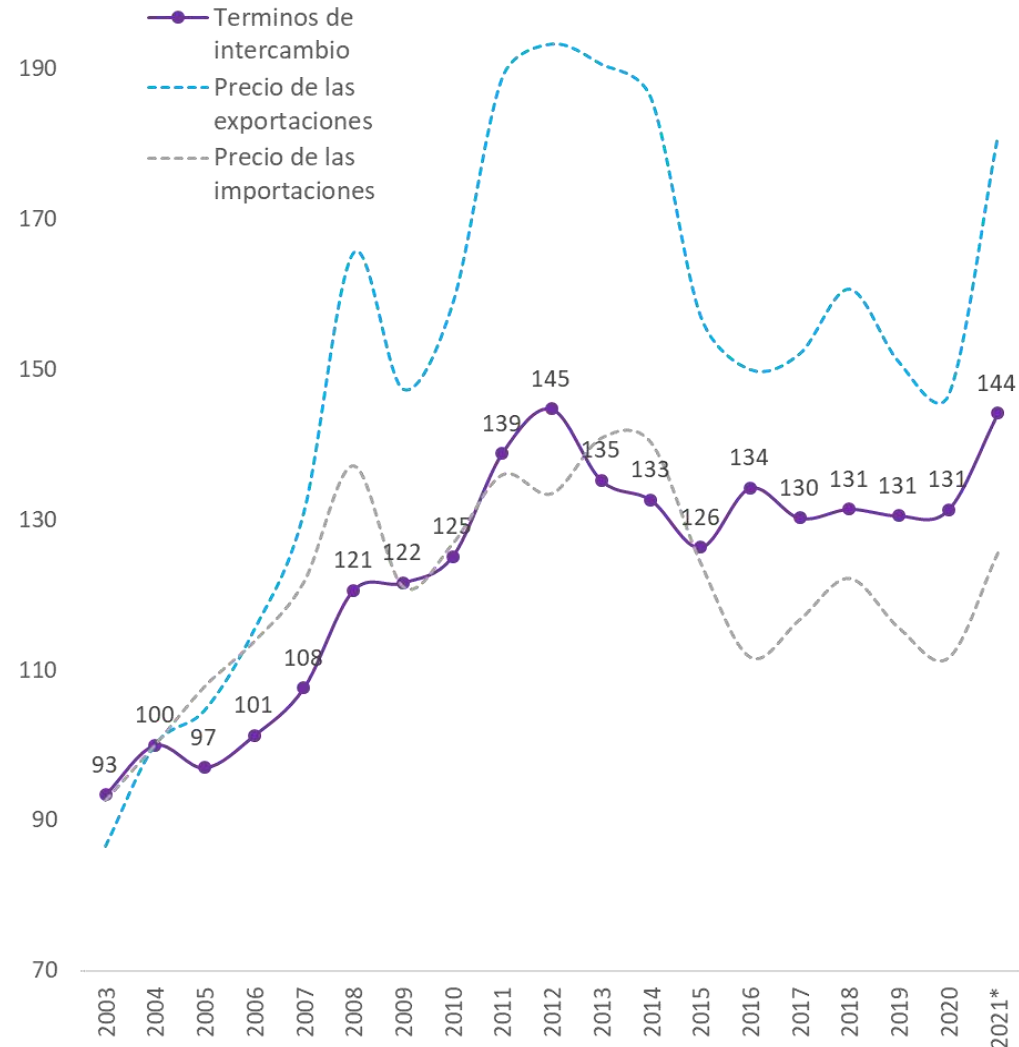


Fuente: elaboración propia en base a INDEC

# Términos de intercambio favorables

- ✓ Esta bonanza en el sector externo ocurre en un escenario en el que los términos de intercambio se ubican en un máximo de 9 años, acercándose al nivel registrado en 2012, último año del anterior boom de precios internacionales de commodities.
- ✓ El crecimiento de los precios de exportación durante los diez primeros meses del año (26% interanual) fue superior al registrado por las importaciones (13,4%). El precio de estas últimas también registró aumentos debido al incremento en el precio de los commodities industriales en el mundo, así como por los mayores costos de transporte, producto de las restricciones mundiales al comercio internacional por la pandemia.
- ✓ Esta diferencia en el aumento del precio de las exportaciones y de las importaciones, representa para el país una mejora en los términos de intercambio de 9,8% respecto a los primeros diez meses del año anterior.
- ✓ La mejora en los precios relativos favoreció el resultado comercial. Según el INDEC a precios de 2020 el superávit acumulado a octubre de este año habría sido de 6.517 millones de dólares en lugar de 13.940 millones de dólares.

Evolución de los términos de intercambio  
(Índice 2004=100) 2003-2021\*



Fuente: elaboración propia en base a INDEC  
\* 2021 es acumulado hasta octubre de 2021

# Restricciones cambiarias y el papel de la deuda privada

- ✓ En línea con la evolución del saldo comercial, el balance cambiario indica que tanto en 2020 como en 2021 los ingresos de divisas vinieron por el lado del comercio de bienes que sumó 22.831 millones de dólares entre enero de 2020 y octubre de 2021. Los otros saldos netos positivos fueron los DEG del FMI (restan 2.443 millones de dólares) y la inversión extranjera (1.683 millones de dólares).
- ✓ Lo que compensa esas entradas fueron, en lo fundamental, las salidas que hizo el sector público y privado para pagar los vencimientos de la deuda. Entre capital e intereses sumaron, excluyendo los DEG, 21.990 millones de dólares. Es de resaltar que de ese total el sector privado explicó 15.231 millones (69,3% del total). El resto de las salidas de divisas corresponden a la balanza de servicios y la formación de activos externos.
- ✓ En efecto, pese a la bonanza de las exportaciones durante el gobierno del Frente de Todos las reservas se redujeron en 2.000 millones de dólares, con un crecimiento en 2021 de apenas 3.400 millones cuando el saldo por bienes fue de 14.339. Debido a los límites que impone la resolución de la crisis de la deuda heredada del gobierno anterior se deberían revisar las prioridades de la compleja administración cambiaria.

Evolución neta de los principales componentes de la cuenta corriente, cuenta financiera y capital (millones de dólares) 2020- Enero/Octubre 2021

Concepto	2020	Ene-oct 21	Total
<b>1. Cuenta corriente</b>	322	7.188	7.510
1.1 Bienes	8.492	14.339	22.831
1.2 Servicios	-1.596	-2.986	-4.582
1.3 Intereses	-6.528	-4.090	-10.618
1.3.1 Intereses sector privado (MULC)	-2.618	-2.007	-4.625
1.4 Otros	-46	-76	-121
<b>2. Cuenta financiera y capital</b>	-8.048	-3.937	-11.985
2.1 Inversión Extranjera Directa	1.059	624	1.683
2.2 Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito	-7.258	-4.114	-11.372
2.2.1 Sector privado (MULC)	-6.626	-3.981	-10.607
2.3 Operaciones con el FMI	0	2.443	2.443
2.4 Préstamos de otros organismos internacionales	759	-953	-194
2.5 Otras operaciones del sector público nacional	-289	-302	-591
2.3 Formación de activos externos neta total	-3.191	385	-2.806
2.4 Otros	872	-2.019	-1.146
<b>Variación de reservas</b>	-5.460	3.429	-2.031

Fuente: elaboración propia en base al BCRA

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

---



**ISSN 2314-3975**

Publicación **70** trimestral

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