



## Análisis Económico y Social

### Informe N° 7 Producción, expectativas y mercado de divisas

AGOSTO 2021

## **Autoridades**

**Presidente de CAM** Lic. Alejandro Russo

**Presidente de FEDEM** Adrián Fernando Bruffal

**Vicepresidente 1ero FEDEM** Gastón Walter Grand

**Vicepresidente 2do FEDEM** Horacio Jorge Piceda

**Secretario FEDEM** Mario Florencio Sueldo

**Tesorero FEDEM** Pedro Lucas Comas

## **Equipo Económico**

Lic. María Laura Bevilacqua

Lic. Nicolás Gottig

## **Equipo Comunicación y Marketing**

Matias Gustavo Micheloud

---

**Palabras del Presidente de Federación Entrerriana de Entidades Mutuales "General Francisco Pancho Ramirez"**

Desde la CAM y la FEDEM, realizamos la séptima entrega de nuestro informe de coyuntura económica y social. Al cierre del mes de agosto, las restricciones por la pandemia continúan su proceso de flexibilización, la campaña de vacunación sigue en pie y los casos de COVID han disminuido. A nivel económico existen indicadores de repunte de la actividad económica como la producción, pero la incertidumbre y falta de confiabilidad son los factores de mayor condicionamiento, se podría decir que este mes el indicador económico más monitoreado fue el precio del dólar blue.

Este dato, que proviene de un mercado informal, es decir no legal, pero que por su difusión y seguimiento por parte de los diarios de mayor tirada, genera que su aumento del mismo provoque expectativas negativas en la población, y esto trae consecuencias para la sociedad.

Con esta reflexión los invitamos a leer nuestro informe de coyuntura. Este informe técnico sobre las variables macroeconómicas que más nos inquietan, y entendemos que es una forma de compartir un análisis actual sobre la situación económica y social que atraviesa el país, con el fin de que los interesados en la información la utilicen para tomar mejores decisiones. Asimismo, les recordamos que están todos y todas invitados a participar de un dossier de reflexiones económicas y sociales para plasmar las voces de aquellas mujeres y aquellos hombres que conforman el movimiento mutual, como así también a que nos escriban para agregar análisis sobre variables que sean de vuestro interés.



**Adrián F. Bruffal**  
**Presidente de FEDEM**

## 1. Introducción

Las elecciones legislativas continúan siendo el eje de discusión mediática, mientras las autoridades ejecutivas intervienen en las distintas variables macroeconómicas a fin de consolidar un esquema que permita una tasa de desarrollo estable, las expectativas de mercado se ven afectadas por las interpretaciones electorales.

Como efecto, continuamos atravesando una coyuntura movilizadora por los distintos resultados posibles, entendiendo que la composición del poder legislativo conduciría las decisiones normativas que enmarcarán la economía y los programas políticos y sociales de los próximos años.

No obstante, debemos considerar que este escenario es parte de un proceso de readaptación y expansión del sistema productivo, imposibilitándonos establecer correlaciones entre los distintos fenómenos, a priori. Por lo cual se realizará un análisis actual, intentando no precipitar reacciones de los mercados.

Particularmente, durante el mes de junio se observó un incremento acumulado en el índice de producción manufacturera del 22.4% respecto al mismo periodo del 2020. Si extraemos del análisis condicionantes cíclicos, vamos a eliminar las fluctuaciones propias que se dan en las distintas actividades cuyo ciclo productivo fluctúa anualmente. Por ejemplo, la industria del tabaco encuentra sus niveles productivos más altos los primeros meses del año, mientras que las firmas asociadas a la producción de alimentos encuentran su pico durante el tercer trimestre del año. En este sentido el mes bajo observación<sup>1</sup> registró un incremento del 10.5% con respecto al mes anterior. Un buen ejercicio es analizar la tendencia en un mayor plazo y en la Figura 1 observamos una disminución en la tasa de crecimiento desde septiembre del año 2020, luego del proceso de recuperación iniciado en abril del 2020 y un repunte en el mes bajo estudio.

Según INDEC (2021), se registraron incrementos interanuales en catorce sectores de industria manufacturera, siendo la producción de Vehículos automotores, carrocerías,

---

<sup>1</sup> Junio 2021

remolques y autopartes aquella que presenta el mayor incremento (99.2%) en relación al mismo mes del año anterior y 88% si comparamos el acumulado 2021 con el acumulado al mismo mes en 2020.

Otros de los sectores dinamizadores fueron las prendas textiles, prendas de cuero y calzado que crecieron 48,3% y 53,6% respecto al mes anterior y el acumulado interanual, respectivamente.

Por otro lado, las expectativas de las industrias manufactureras están fijadas en la esperanza de que la demanda interna y externa no varíe o aumente durante el tercer trimestre. También se espera que la utilización de la capacidad instalada no varíe o aumente, y con respecto a la dotación de personal y las horas trabajadas de éstos, se espera que no varíe, aunque existe una menor expectativa de incremento.

Figura 1: Evolución del Índice de producción manufacturera y variación mensual



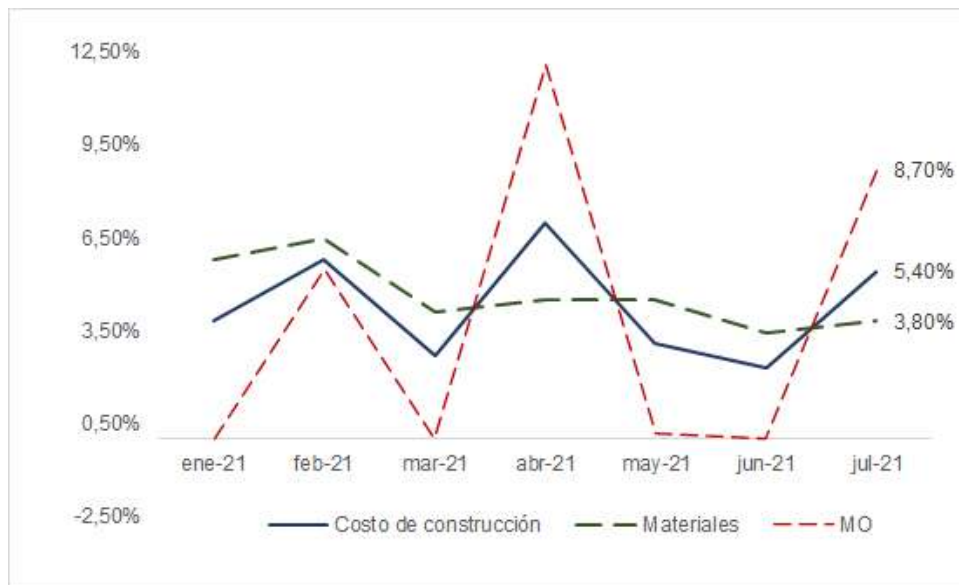
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

En cuanto al sector de la construcción, según lo informado por la Cámara Argentina de Construcción, en julio del 2021 existió una variación mensual del 5.4% (acumulado anual de 34.2%), variación asociada principalmente al incremento de mano de obra (8.7% en julio). No obstante, si observamos los valores acumulados, los salarios a julio tuvieron un incremento acumulado anual del 30.1%, mientras que los materiales variaron desde el inicio del 2021 hasta el mes bajo análisis, un 36.2%.

Si observamos las variaciones mensuales, podemos observar una tendencia levemente decreciente en los indicadores. Principalmente, el costo de los materiales muestra una desaceleración mensual desde enero del 2021. Por otro lado, los salarios se ajustan cada, aproximadamente, dos meses, habiéndose incrementado en 3.4% puntos porcentuales menos que en abril de este año.

Por último, el costo de construcción posee una tendencia levemente decreciente como efecto de la desaceleración mínima de precios que se efectúa de forma mensual. No obstante, posee un incremento promedio mensual del 4.3%.

Figura 2: Variación del Índice de Costo a la construcción



Fuente: Elaboración propia en base a Cámara Argentina de Construcción

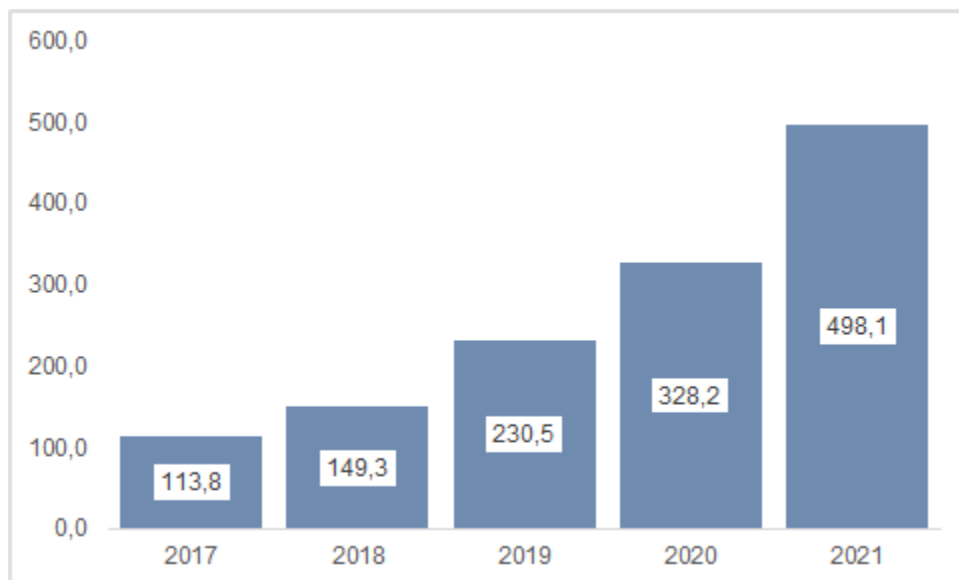
Podemos cotejar esta información con los últimos valores del Índice de Precios al Consumidor publicado por INDEC, y la inflación esperada según el Relevamiento de Expectativas de Mercado compilado por el BCRA<sup>2</sup>.

El nivel general de precios se incrementó, en el mes de julio, un 3.0%, acumulando 29.1% al mes 7 y con una variación interanual del 51.8%. El mayor aumento se dio en restaurantes y hoteles (4.8%) y en recreación y cultura, como efecto de las actividades asociadas al turismo.

Por otro lado, el mayor incremento se dio en la región patagónica, con un incremento general del 3.3%, seguido por la región cuyo (3.2%) y Gran Buenos Aires con 3.1%. Los menores incrementos fueron la región Noreste (3.0%) la Pampeana (2.9%) y la Noroeste (2.8%)

Con esto observamos un desaceleramiento en el incremento mensual de precios desde marzo. No obstante, la variación interanual es del 51.8%, mostrando una sostenida disminución de la inflación, aunque con un sostenido incremento interanual.

Figura 3: IPC anual (jul-2017 a jul-2021)

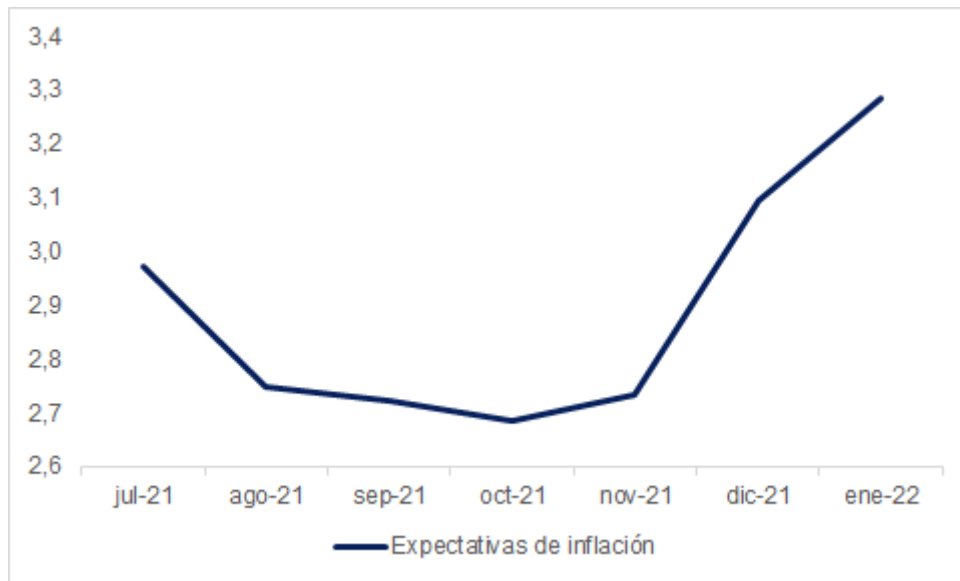


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

<sup>2</sup> No son proyecciones propias de la institución

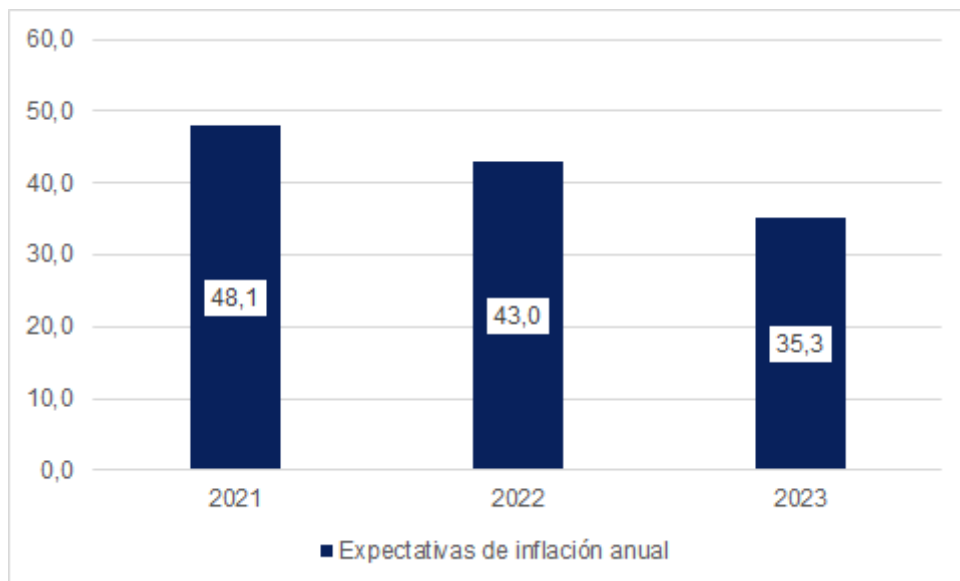
Pese a este comportamiento, las expectativas de mercado, constituídas en base al pronóstico de distintas instituciones financieras y consultoras, pronostican un incremento promedio en la variación mensual creciente alcanzando valores cercanos al 3.3% en enero del próximo año, pero con una tendencia decreciente hacia el 2023.

Figura 4: Expectativas inflacionarias mensuales



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

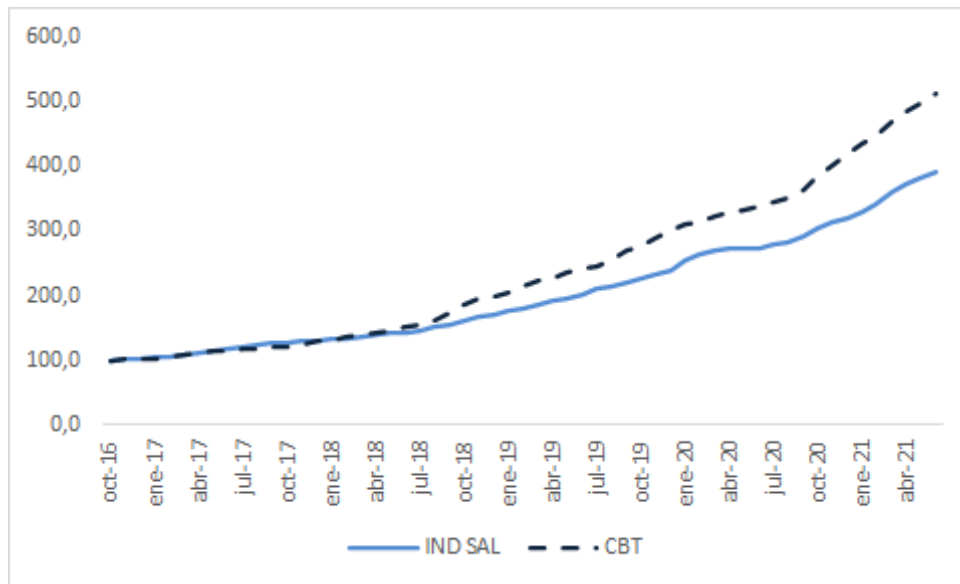
Figura 5: Expectativas inflacionarias anuales



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Por último, si consideramos la evolución de los índices de precios (específicamente la canasta básica total, a fin de cotejar con la variación de salarios y las condiciones del salario real<sup>3</sup> frente a los bienes esenciales), podemos observar mayor velocidad en el incremento de la Canasta Básica Total, en detrimento del poder adquisitivo, alcanzando una diferencia del 30% en el mes de junio.

Figura 6: Evolución del índice de salarios y CBT (base 100 = oct/2016)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

<sup>3</sup> Poder adquisitivo del salario nominal (ingresos netos)

## 2. Sistema Monetario

### El precio de la divisa extranjera: dólar oficial y dólar blue

En estas últimas semanas la tensión en el mercado cambiario paralelo fue motivo de portada de periódicos y un sin fin de noticias. Sin embargo, éste es el precio de cambio de la divisa proveniente de un mercado no formal, que dista de ser legal y que no rige la mayor cantidad de transacciones formales. No obstante, es el precio de cambio el que influye en las expectativas de la población y el que muchos intermediarios toman de referencia -sin una razón válida- para realizar los intercambios comerciales. Es por ello, que en este epígrafe nos detendremos a analizar el mercado cambiario con el fin de generar una mayor comprensión de su operación y los efectos que el mismo produce en la sociedad.

Si tomamos un simple manual de economía introductorio, por ejemplo, el libro de Paul Samuelson “Economía con Aplicaciones a Latinoamérica”, nos muestra que el mercado cambiario, o mejor aún, el sistema financiero internacional es un “lubricante” que facilita el comercio internacional y las finanzas. Es decir, la necesidad de **compra y venta de divisas tienen un fin para el intercambio**. Sin embargo, en Argentina, la sociedad, luego de atravesar distintas crisis financieras y cambiarias, le otorga otro significado: le asocia una de las funciones que debe tener la moneda interna (en este caso los pesos) que es ser **reserva de valor**.

Es decir, luego de décadas de distintas crisis cambiarias, los Argentinos hemos adoptado ahorrar en otra moneda por la falta de expectativa o credibilidad en la nuestra. **Lo que provoca que impactos en el mercado cambiario afecten las transacciones de la vida diaria**, provocando una especie de laberinto sin salida, con consecuencias que vivimos diariamente. A modo de una simple reflexión, quizás si la historia hubiese sido otra esta falta de credibilidad hoy no nos estaría ahogando.

Además, Argentina siempre en materia económica y cambiaria en particular, se encuentra envuelta en una especie de péndulo de Newton, dado que pasamos de promover políticas de restricciones cambiarias al librecambio, sin tener un panorama o programa de largo plazo que pueda generar mayor estabilidad en la población, y lo que es peor aún, este

tipo de decisiones se encuentra polarizado en la sociedad, situación que no ocurre en otros países, y además que mucha de estas opiniones surgen por el conocimiento o repetición de contenido de los medios de comunicación, sin análisis que vayan a fondo. Es por ello que nos dedicaremos a analizar las consecuencias de cada uno de estos sistemas para la sociedad, a modo de profundizar, pero si dejando en claro que el análisis de los mercados cambiarios es materia de escritos y estudios avanzados, imposible de ser resumidos en un dossier.

Retornando a la teoría, la determinación del tipo de cambio desde una perspectiva de librecambio, se determina por la interacción de la oferta y la demanda. Es decir, el precio del dólar libre se determina por pujas entre la demanda por parte de quienes necesitan esos dólares y quienes los ofrecen. Este modelo fue el que adoptamos entre finales del año 2015 y 2019. Este esquema presenta la ventaja de contar con un mercado unificado y los desequilibrios macroeconómicos se pueden ir corrigiendo instantáneamente. **La desventaja es que las correcciones de esos desequilibrios tiene un costo social**, lo cual para explicarlo en forma simple, las correcciones que provocan los desequilibrios se corrigen a partir de la depreciación de la moneda, por lo cual se necesitan más pesos para comprar por ejemplo dólares, y dado que el precio de los bienes de capital y de la tierra se adaptan fácilmente al nuevo costo de la moneda, los desajustes impactan principalmente en el sector asalariado. Es decir, los trabajadores deben esperar a recibir un aumento en dicha proporción para obtener un salario en dólares similar al que presentaba antes de la depreciación. Esto tiene significancia en el contexto que los precios de los bienes y servicios que consumimos suelen incrementarse ante depreciaciones y por lo tanto el salario real (es decir, la capacidad de consumir de los asalariados) disminuye. Es por ello, que los procesos de depreciación o devaluatorios en la jerga económica se los denomina una competitividad espúrea, porque son desequilibrios temporales que vuelven a ajustarse.

En el otro extremo existe el tipo de cambio fijo. En Argentina en la década de los noventas tuvimos un esquema de este tipo mediante la Ley de Convertibilidad, donde 1 peso argentino era equivalente a un dólar. Sin embargo, aunque el liberalismo está de moda y muchas veces nos quieren vender que es el modelo "normal". Fue el tipo de cambio fijo el esquema más usado en la historia y a nivel internacional, y que se lo conoció como el Patrón Oro Clásico, un esquema que se utilizó entre 1717 y 1936. En este sistema cada país definía

el valor de su moneda en una cantidad fija de oro. A partir de ahí, se establecen tipos de cambios fijos entre países conforme a este patrón. Luego ese esquema se transformó en una paridad al dólar, luego de la segunda guerra mundial.

Figura 7. Esquemas Cambiarios



Nota: elaboración propia

Asimismo, existe una tercera opción que son los tipos de “cambio administrados”, estos presentan intervenciones de la autoridad monetaria y buscan equilibrar entre la

---

situación interna y externa. Dentro de este sistema existe un amplio abanico de posibilidades y pueden tener mayor cantidad o menor cantidad de restricciones, dependiendo las regulaciones adoptadas, actualmente este es el esquema que presenta mayor uso.

En el caso de Argentina, tenemos un esquema con altas restricciones a la compra de la divisa extranjera, lo que genera que exista un mercado paralelo. El esquema contempla un tipo de cambio oficial, por el cual se rige la Balanza Comercial. Es decir, a ese tipo de cambio una empresa puede importar una maquinaria o exportar sus productos y el fin de contener ese valor de referencia es que internamente se contenga el aumento de precios. Sin embargo, muchas veces en Argentina nos vemos atravesados por pagar una importación al tipo de cambio no oficial. Esto opera por mecanismos de especulación y expectativas que impactan negativamente en nuestra economía, dado que en vez de beneficiarse la sociedad en su conjunto de las bondades de este esquema, es decir tener un precio de cambio menor al libre, muchas veces se traslada a precios de un tipo de cambio no oficial, y es una deuda determinar quienes son los actores de la cadena que se apropian de esos beneficios extraordinarios.

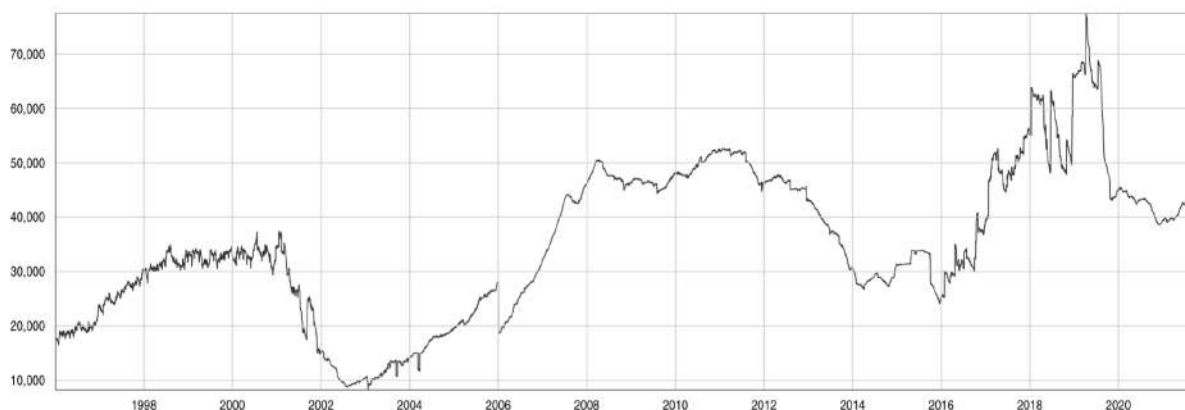
En cuanto a la oferta y demanda coyuntural agregada, que son datos relevantes para entender si existe una mayor oferta o demanda, podemos analizar el último informe del BCRA, este se refiere al mes de junio. Un dato alentador es que el organismo pudo realizar compras netas de moneda extranjera, y las reservas internacionales (el respaldo que tienen nuestros billetes) se incrementaron en USD 565 millones. Esto fue una característica de recuperación de reservas que se presentó desde diciembre del año 2020, y que se mantiene hasta mediados de julio del presente año. Debemos aclarar que datos recientes indican que en el mes de agosto se produjo una disminución de reservas, producto de las contenciones monetarias para mantener el tipo de cambio y es por ello que se registraron momentos de alarma en el sistema cambiarios.

Si analizamos cual es el sector de la economía real que actúa como vendedor neto de moneda extranjera son los productores de Oleaginosas y Cereales, quienes exportan y generan divisas. Además, actualmente cuentan con un contexto de elevados precios internacionales de los productos agrícolas y se adiciona en éstos meses el comportamiento

estacional esperado del sector, lo que registró que a junio de este año se observe un aumento interanual del 67%. Mientras que el sector real excluyendo los productores de oleaginosas, son importadores netos en su conjunto y por tanto su balance es negativo, esto es porque la entrada de dólares que generan es menor a las necesidades por ejemplo para inversión en maquinarias en el sector manufacturero. Otro sector que tiene déficit es el de las personas físicas en su conjunto. Estas últimas, presentan saldo deudor por gastos efectuados por consumos con tarjetas de crédito con proveedores no residentes y además por la demanda que realizan de la divisa extranjera para el atesoramiento, que muchas veces no conforma en el sector bancario sino que es atesorado de manera informal en las viviendas.

Un buen análisis es realizar un recorrido desde una perspectiva temporal. En la figura 8 se observa que esta coyuntura que estamos relatando, fue una leve recuperación si se analiza la serie histórica (desde el año 1996). La recuperación actual fue luego de la contracción que se produjo en los meses de restricciones por la pandemia del COVID 19. Sin embargo, no estamos en los valores alcanzados en los picos históricos logrados a partir del año 2016 (dejando en claro que esos aumentos se dieron producto del ingreso de divisas por toma de deuda externa, en especial con la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional), o los valores cercanos a los 50 mil millones que se presentaron luego de la reactivación de los commodities en el primer decenio del siglo XXI.

Figura 8. Evolución de las Reservas Internacionales entre 1996 y 2001



Nota: Fuente: [https://estadisticasbcra.com/reservas\\_internacionales\\_argentina](https://estadisticasbcra.com/reservas_internacionales_argentina)

Realicemos un análisis con mayor profundidad. En primer lugar debemos aclarar que las Reservas Internacionales pueden conformarse por entrada genuina (es decir, ingreso por exportaciones) o también por toma de deuda. En este último caso ingresan temporalmente y luego de un período de gracia se debe comenzar con la devolución del capital más los intereses. En Argentina, también hemos tenido entrada de divisas por venta de activos, lo que ocurrió en el primer quinquenio de la década de los noventa cuando para sostener el régimen de convertibilidad se privatizaron las empresas estatales a extranjeros, es decir entraron divisas que ayudaron a mantener el tipo de cambio pero la nación vendió activos esenciales. A su vez, las divisas pueden disminuir por pago de importaciones, inversiones o el pago de servicios de la deuda. La figura 8 que analiza su evolución en el tiempo nos muestra porque nos preocupamos cuando estas disminuyen.

En el año 2001, se observa una caída que provocó la crisis financiera Argentina. La historia es conocida, el corralito a los ahorros, principalmente de la clase media argentina. Ese shock fue tan grande que es un factor de explicación de las reacciones y expectativas sobre la divisa que tiene la sociedad actual (anteriormente se habían registrado episodios similares como en la década de los ´80, pero este último episodio es el que en la actualidad es más recordado).

A partir del año 2003, se produce un efecto internacional que fue la revalorización del precio de los commodities. Esto, generó que nuestros productos exportables, principalmente la soja, tenga un valor en dólares superior y acompañado de un proceso de “sojización” que se presentó principalmente en las provincias de Córdoba, Santa Fe, Entre Ríos, La Pampa, Buenos Aires, Santiago del Estero, entre otras, aumentaran la oferta de este producto y de esta forma entraron divisas netas al país<sup>4</sup>. Este proceso de revalorización fue un efecto que afectó positivamente a toda América Latina, no sólo aumentó el valor de los cereales y oleaginosas, sino que se revalorizó el cobre y el petróleo, siendo los países de la región quienes presentan exportaciones de éstos productos.

---

<sup>4</sup> En este informe no realizaremos apreciaciones sobre los efectos de la soja en cuestiones ambientales, salud, y efectos secundarios. Sin embargo, dejamos expresado que toda variable macroeconómica debe ser analizada teniendo en cuenta todos los efectos positivos y negativos que genera, en especial en el largo plazo; y es por eso que las decisiones económicas que parecen rentables en cierto momento, pueden generar efectos no deseados en el largo plazo. Dado que el debate sobre el monocultivo, el uso de fertilizantes, excede el trabajo macroeconómico, solo dejamos entrever que todo análisis debe ser realizado en forma profunda y no por sus resultados iniciales.

Ese contexto fue tan favorable, la entrada de divisas era abundante, que internamente la política cambiaria se enfocó en flexibilizar las restricciones cambiarias.

No obstante, en el año 2011, existió un cimbronazo internacional, una crisis financiera con epicentro en Estados Unidos, generada por los bonos subprime o bonos de hipoteca, lo que sacudió al sistema financiero internacional y se generaron impactos en distintas regiones como la crisis Europea. En Argentina, se decidió implementar medidas para contener la salida de divisas, hasta llegar a una restricción a la compra de divisas que se la denominó en la jerga comunicacional “el cepo”. Si bien las medidas causaron antipatía en la sociedad, deberíamos preguntarnos qué hubiese ocurrido si el declive de las reservas hubiese continuado, solo observando el gráfico anterior. Las restricciones, lograron estabilizar la caída de reservas en el año 2014, con una leve recuperación que se contrajo a principios de 2016. A partir de allí las reservas comenzaron a subir con altas toma de deuda internacional, donde al mismo tiempo se dieron los ingresos históricos. Sin embargo, las mismas cayeron abruptamente en octubre del año 2019, hecho recordado luego de las PASO, donde bajo un esquema abierto de movilidad de capitales se produjo la salida de ahorros del país, que también algunos la denominan fuga de divisas.

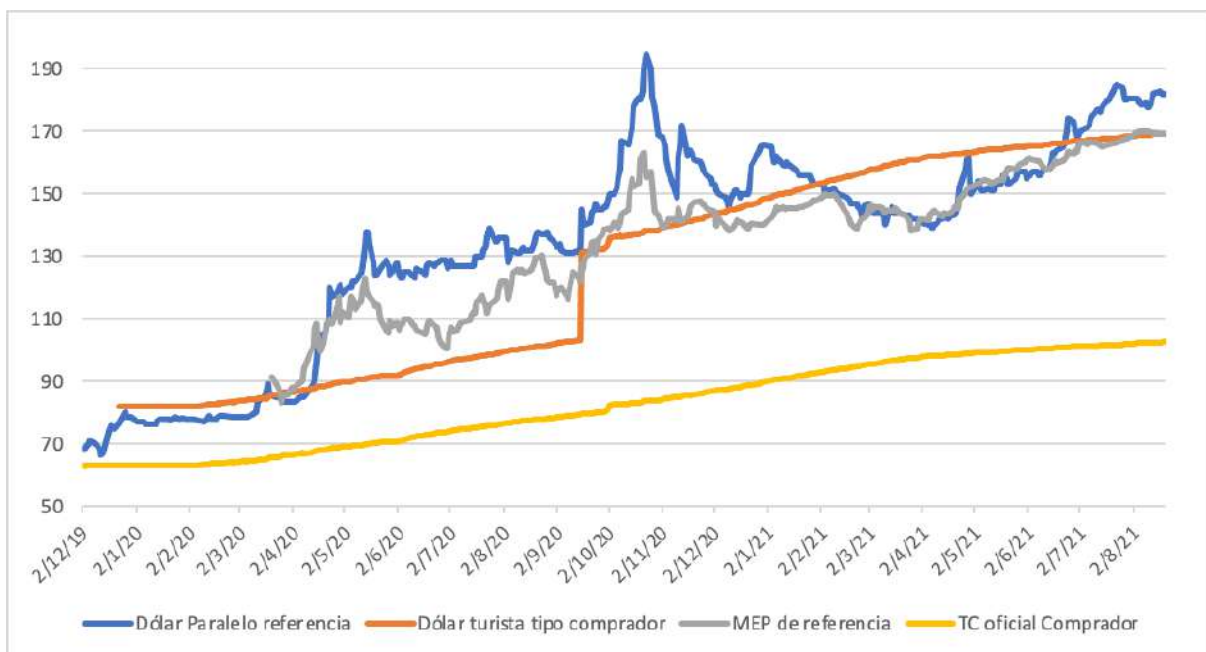
El problema es que esa fuga de divisas se presentó con reservas que hoy debemos devolver por la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional, y algunas compras se dieron por un mercado financiero que en pesos generaba altas tasas de interés, se compraban dólares y éstos se sacaban del país. Obteniendo rentas financieras en dólares, quienes hacían este movimiento con ganancias extraordinarias.

La estabilización llegó acompañada de nuevas restricciones, donde las RI se lograron mantener por encima de los 40.000 millones de USD, con una leve baja en el segundo semestre del año 2020. Para lograr esta contención y entendiendo que existía una deuda en dólares a pagar desde la nación (es decir un alto pasivo) se implementó un cupo de dólar de 200 para atesorar o viajar. Al precio oficial al que se vende este cupo se le adiciona el impuesto PAIS (Impuesto para una Argentina Inclusiva y Solidaria). Éste tiene como objetivo permitir la compra de divisas pero pagando un impuesto adicional, y cuya alícuota es del 30%.

---

Ante este esquema, las exportaciones e importaciones se rigen con un dólar oficial que ronda los 100 pesos, los ahorristas en moneda extranjera o quienes quieren viajar al exterior consiguen un dólar a 160 aproximadamente en el mercado formal, pero con un techo de 200 para quienes cumplen requisitos impuestos por el gobierno, mientras que otro grupo opera en el mercado informal que en los últimos días ha rondado por los 182 pesos.

Figura 9: Evolución del Tipo de cambio oficial comprador, dolar ahorro, dolar MEP y dólar Blue



Nota: Fuente: elaboración propia en base a datos Ámbito Financiero

En el gráfico anterior podemos observar el comportamiento del dólar oficial, entre principio de diciembre de 2019 (fin de la gestión anterior) y fines de agosto de 2021, ha sufrido una depreciación de 63,10%, dado que pasó de 62,29 pesos por dólares la primer semana de diciembre de 2019 y 102,64 pesos por dólar a fines de agosto de 2021. El dólar ahorro por su parte, en un primer momento tuvo una brecha con el oficial por el **impuesto PAIS**. El salto que se produjo a partir del 16 de septiembre del año 2020, fue una **percepción adelantada del impuesto a las Ganancias**, si bien, este genera una mayor brecha, los contribuyentes pueden deducir del impuesto y recuperar esta diferencia con un diferimiento de meses.

El dólar blue por su parte, es un precio no oficial operado en un mercado no legal, que presenta distintos vaivenes y tiene un alto grado de especulación. Lamentablemente, aunque sea un mercado menor de compra y venta, es el que produce las inestabilidades de precio en el país, y tracciona por las expectativas de quienes realizan transacciones y lo toman de valor de referencia.

Finalmente también analizamos la evolución del dólar MEP o dólar Bolsa, es un mercado que no presenta restricciones en cuanto al tope de 200 usd y tampoco tiene incorporado el impuesto PAIS, aunque su valor está en éstos momentos por encima que el dólar turista. Este dólar se obtiene u opera comprando y vendiendo bonos en bolsa, por lo que uno necesita un intermediario financiero. En definitiva este valor surge de comprar bonos en pesos que luego son vendidos en dólares, y su mercado es legal.

Esperamos que este dossier haya sido de ayuda para comprender un poco mejor el complejo mundo del mercado monetario.

## INVITACIÓN

Nos gustaría plasmar las ideas del sector. Por lo cual invitamos a todos/as las personas interesados/as a realizar alguna reflexión de hasta 500 palabras, indicando autor/a o autores y una foto de perfil.

Se deberán enviar al siguiente mail:  
economiafedem@gmail.com  
antes del día 20 de cada mes.

También los invitamos a realizar consultas.



### Análisis Económico y Social

Informe N° 7

**Producción, expectativas y  
mercado de divisas**

Agosto 2021