

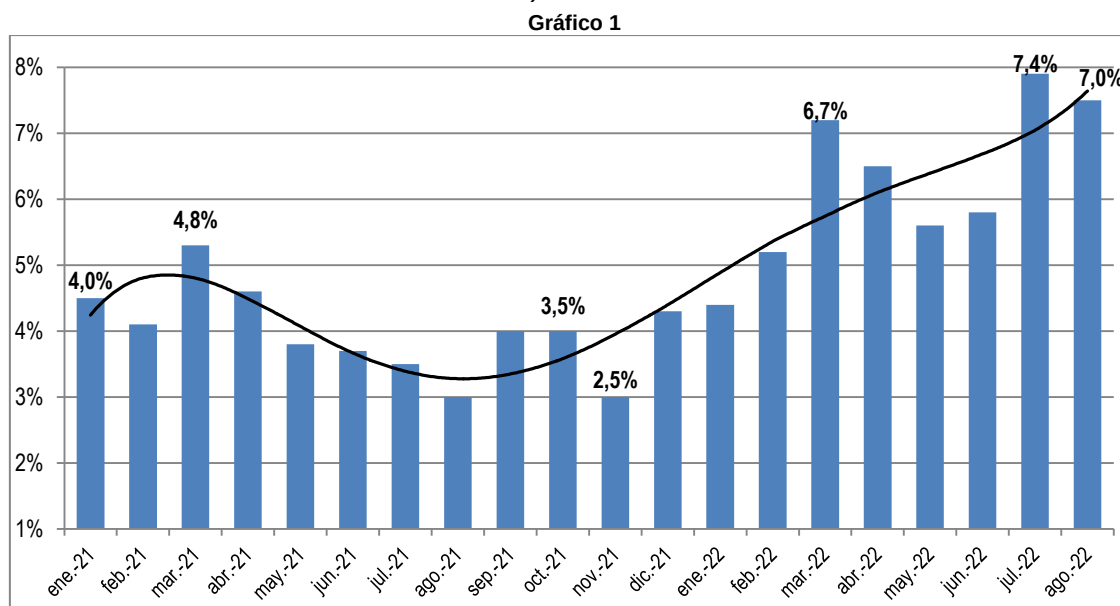
Claves de la coyuntura de la economía

Informe de Justo Germán Bermúdez del 15/09/2022

Una forma sencilla de analizar la coyuntura económica es a partir de ciertos indicadores críticos. Analizando algunos de ellos se pueden anticipar riesgos que involucran a la política económica en su conjunto.

Precios

En el módulo precios, donde se analiza la inflación, hay problemas que cuesta resolver. El IPC de agosto (un desastre anunciado) alcanzó un mensual de 7% y un acumulado anual del 78,5%. La tasa de inflación claramente ha trepado a un andarivel más alto en los primeros meses de este año (ver gráfico 1), ubicándose actualmente en torno al 7% mensual (equivalente a una tasa anualizada de 115%).



Fuente: https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/ipc_09_221BCA18CD32.pdf

Las divisiones con mayor incremento en el mes fueron Prendas de vestir y calzado (9,9%), Equipamiento y mantenimiento del hogar (8,4%) y Alimentos y bebidas no alcohólicas (7,1%).

En ese desagregado “top” indigna el rubro indumentaria, uno que disfruta de la protección oficial en pos de la preservación de empresas y puestos de trabajo. Como se ve este sector subió casi el 10% y completa 109% en los últimos 12 meses. El sector siempre se justifica hablando de aumentos por cambio de temporada, pero eso no pasa en otros países y tampoco ocurre todos los meses. Otro que da que pensar es “alimentos”, un eje de cualquier gobierno de corte popular, con el 7,1% y el 80% interanual, por encima de cualquier promedio de recuperación de la capacidad adquisitiva de los salarios.

A nivel de categorías, Estacionales (8,7%) lideró el alza (explicada, en parte, por las mencionadas subas en Prendas de vestir y calzado, y en Frutas y en Verduras), seguida por el IPC Núcleo (6,8%) y Regulados (6,3%).

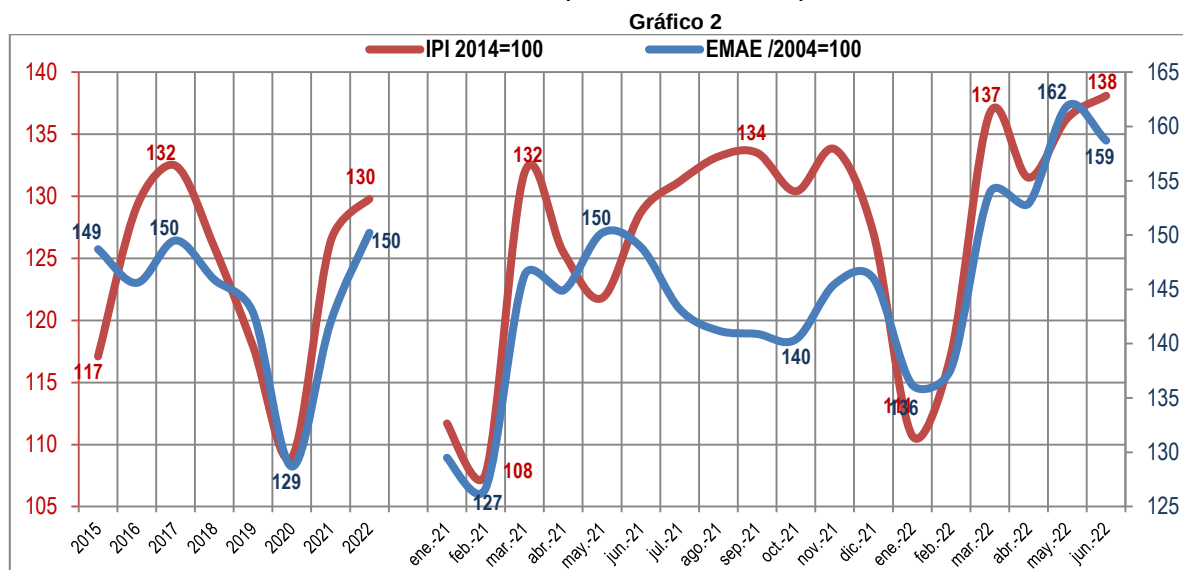
Actividad económica

Al observar el producto podemos encontrar diferentes interpretaciones. El PBI, medido a través del EMAE registra un crecimiento del 6,5% en el acumulado anual. El IPI señala un 6,8% también en el acumulado anual, con una capacidad industrial utilizada en julio de 67% (julio se redujo 2 pp respecto de junio).

La producción de “Automóviles, Utilitarios y Cargas” creció casi un 30% en el acumulado anual, y solamente en los “utilitarios” el aumento fue de 12%.

El consumo de cemento alcanzó el 11% de crecimiento acumulado interanual, en tanto que la producción de “acero crudo” también se recuperó con casi 5% y la venta al mercado interno de

“gas oil” y la producción de “petróleo” aumentó el 13%. O sea los niveles de producción de combustibles se mantienen en valores aceptables si los comparamos con los últimos años.

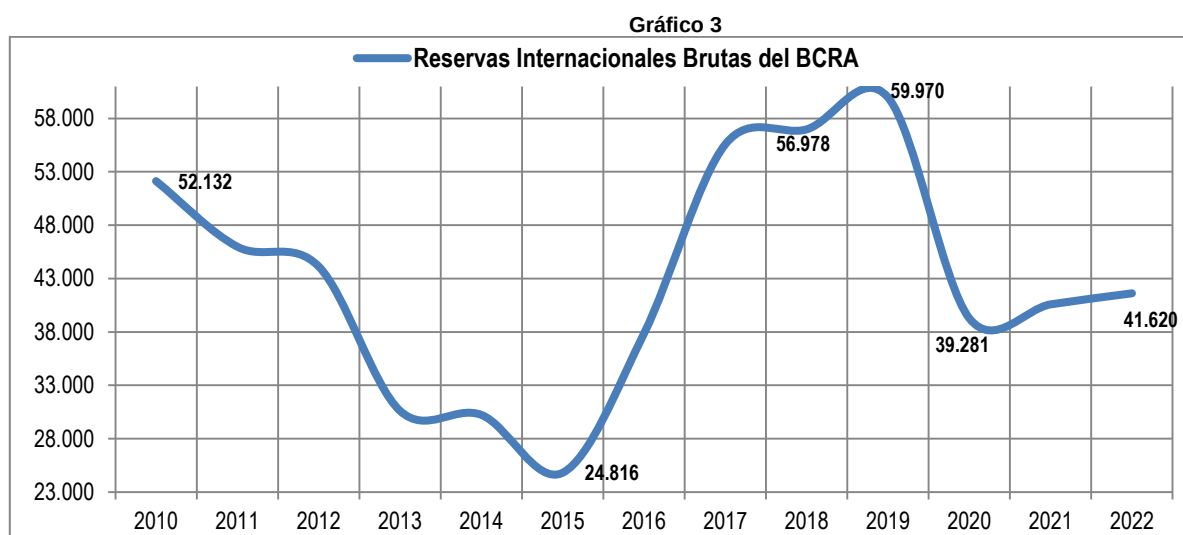


Fuente: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-6-14> / <https://www.economia.gob.ar/datos/>

Si observamos detenidamente el gráfico 2, veremos qué tanto a nivel anual como mensual (desde 2021), lo que se ha logrado es **recuperar lo perdido en el periodo 2018/20**. Tanto el EMAE como el IPI se encuentran en términos anuales en niveles de 150 y 130, respectivamente, muy similares a los logrados en el 2017. Lo mismo se registra a nivel mensual, recién a partir de marzo 2022 se puede decir que la actividad económica ha iniciado en forma muy ralentizada una senda de crecimiento.

Reservas internacionales

El rubro reservas es una señal de alarma. A pesar de tener un balance comercial que indica exportaciones records hasta julio de US\$ 52 MM e importaciones 20% inferiores a las del año pasado (cepo mediante), el Banco Central no logra absorber los montos necesarios para que crezcan las reservas netas (se estiman en un valor cercano a los US\$ 1.000 millones)¹.



Fuente: <https://www.economia.gob.ar/datos/>

El gráfico 3 está indicando una caída del 31% en el término de 3 años, desde 2019 hasta la fecha. Los avances serán lentos en ese sentido, considerando que un sendero de crecimiento exigirá una mayor cantidad de importaciones y por lo tanto disponer de divisas que no abundan en el mercado.

¹ Según Broda las reservas netas siguen siendo exiguas, de apenas u\$s329 M. Y si se le restan las tenencias de oro y de Degs, son negativas en aproximadamente u\$s6.800 M. (Carta Económica – Agosto 2022). Según FACIMEX las reservas netas son de US\$ 959 M

MERVAL²

Parecería que el mercado accionario tiende a moverse de manera anticipada a los sucesos que afectan a la macro argentina. Por eso se dice que el mercado accionario es quien predice el Riesgo País y no viceversa.

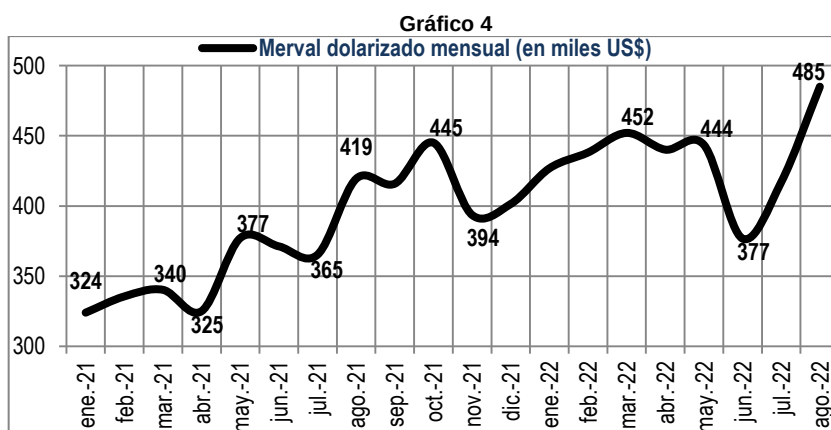
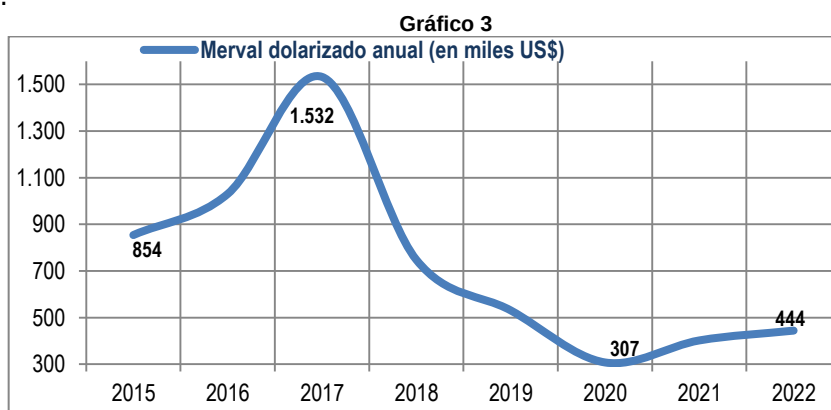
Los inversores y administradores de capital posicionados en acciones, en periodos normales, al contrario de lo que se piensa, están mucho más atentos a las fluctuaciones macro del país y actúan rápidamente ante cualquier variación económica. Los sucesos de la economía real impactan primero en el sector privado y luego en el público (por los bonos).

Por eso podría decirse que el mercado accionario logra anticipar con un alto grado de eficacia que ocurrirá con el riesgo país (bonos) en el corto plazo. Por lo tanto, una minuciosa observación del Merval nos ayudará a predecir los acontecimientos económicos derivados de la política oficial

En este rubro vamos a utilizar el llamado Índice Merval Dólar, que el BCRA calcula dividiendo el valor diario del Merval por la cotización del dólar ese mismo día³. Es un buen indicador para evaluar la rentabilidad en dólares del Merval.

La realidad a la vista del gráfico es que el índice Merval, en los inicios de gobierno de MM pegó un rush de un año y medio, entre 2016 y 2017 (cuando alcanzó su máximo de 1.532 - ver gráfico 3), producto del ingreso masivo de capitales externos. Luego viró nuevamente cayendo verticalmente hasta un nivel de 307, a partir de las maxi devaluaciones de 2018/19. A partir del 2020 muestra una leve tendencia al crecimiento, síntoma de que los operadores están a la expectativa del rumbo económico.

El gráfico 4 muestra el Merval desde enero 2021, o sea desde que pasa de 307 a 444 en el gráfico anterior. En lo que va de este año y medio, se puede apreciar la tendencia a su crecimiento con algunos altibajos como los ocurridos con las crisis financieras de junio 22 y noviembre 21.



² Merval (índice bursátil de Argentina) es el principal índice del Mercado de Valores de Buenos Aires. Este índice mide el valor en pesos de una cartera de acciones que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

³ https://estadisticasbcra.com/merval_en_dolares

Riesgo País

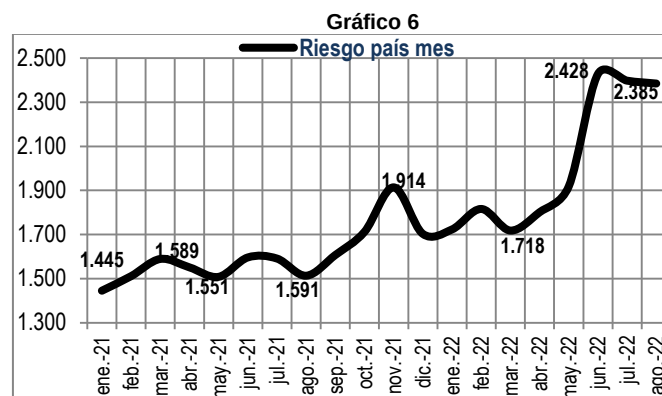
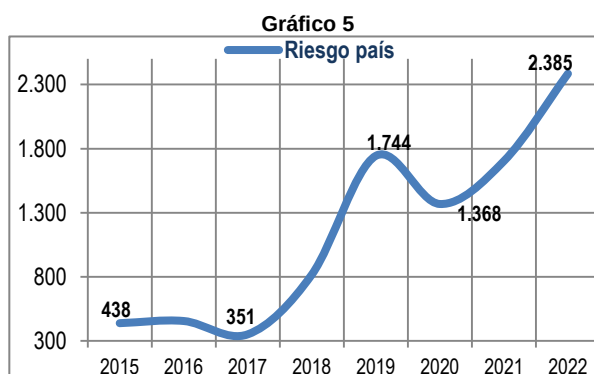
En la práctica el riesgo país se mide con el EMBI (Emerging Markets Bond Index) creado por la firma JPMorgan para dar seguimiento diario a instrumentos de deuda en bonos en US\$ emitidos por entes públicos o privados de países emergentes.

Mide las posibilidades de un país emergente de cumplir en los términos acordados con el pago de su deuda externa. Cuanto más crece el EMBI mayor es la posibilidad que el país ingrese en moratoria de pagos.

En la práctica es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos en US\$ emitidos por países emergentes y los bonos del tesoro EEUU (se consideran libres de riesgo). La diferencia se expresa en puntos básicos (pb), por ej. 100 pb significa que el gobierno paga 1 punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos del tesoro. Los bonos más riesgosos pagan mayor interés por lo tanto el spread sobre los bonos de EEUU es mayor y quiere decir que ese mayor rendimiento es la compensación por existir posibilidad de incumplimiento.

Observamos que de un mínimo de 438 en 2015, se mantuvo en bajo nivel hasta 2017 (ver gráfico 5). Luego retomo la senda alcista hasta 1744 en el 2019, quizás producto de las maxi devaluaciones. Posteriormente luego de la pandemia, tuvo un breve respiro hasta 1.368 y luego retomo la senda alcista hasta alcanzar 2.385. Posiblemente siga en ese nivel hasta que no se aclare el panorama reservas y de endeudamiento interno y externo.

A nivel mensual vemos en el gráfico 6 la misma tendencia que a nivel anual. Recién en agosto se observa una tendencia persistente de reducción de la diferencia de tasas, síntoma de mejora de las expectativas de cumplimiento del país con el fortalecimiento de posición de reservas y su endeudamiento a partir de las gestiones del nuevo ministro de economía con el FMI y los organismos financieros internacionales.



Fuente: <https://www.ambito.com/contenidos/riesgo-pais-historico.html>

El Riesgo País es un reflejo de toda nuestra situación con valores extremos del 24%, muy por encima de los valores de nuestros vecinos en la región:

País	Riesgo País EMBI
ARGENTINA	2.385
BRASIL	259
PANAMÁ	244
PERÚ	165
URUGUAY	122

Política fiscal

El déficit primario negativo se redujo en julio un -98% i.a. alcanzando los \$-1.945 M (ver cuadro 1) casi en equilibrio. El acumulado hasta julio supera los valores corrientes logrados en el mismo periodo del año anterior en 147%. En cambio en valores constantes el acumulado registra un crecimiento del 61%. El gobierno viene tomando medidas, algunas que contribuyen a hacer caja y bajar el déficit primario y otras que ayudan a brindar señales (caso congelamiento de vacantes).

Cuadro 1

	Resultado primario Mill\$			Resultado primario Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	24.074	-16.698	69%	4.268	-1.965	54%
Febrero	-18.757	-76.283	307%	-3.210	-8.575	167%
Marzo	-74.466	-99.753	34%	-12.159	-10.509	-14%
Abril	-11.445	-79.185	592%	-1.795	-7.870	338%
Mayo	25.714	-162.412	732%	3.904	-15.358	493%
Junio	-153.217	-321.644	110%	-22.544	-28.885	28%
Julio	-98.570	-1.945	-98%	-14.081	-163	-99%
Total	-306.668	-757.920	147%	-45.617	-73.324	61%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/infoestadistica>

Considerando que la meta fiscal, acordada con el FMI, para el 3º trimestre, debería ser un déficit no superior a los -345.500 MM (0,49% del PBI), y en julio se logró una ejecución presupuestaria casi equilibrada (-1.945), si no aparece algún cisne negro es de esperar que la revisión del FMI pase sin problemas. De hecho el nuevo ministro, en su reciente gira por el norte, parece que logró el visto bueno del Fondo.

La meta de anual de \$1.758.600 millones ahora parece más cercana de lograr. En este caso, el criterio del FMI (que comparte +A) es que las metas anuales "se mantienen sin cambios" ya que "su cumplimiento es crítico para la recuperación económica" del país.

Conclusión

Perón dijo alguna vez que "no es que nosotros seamos tan buenos, sino que los demás son peores". Bien, con el dato de inflación de agosto, el IPC superó la mayor marca de MM y se convirtió en el peor en más de 30 años.

De todas formas no desesperar. Quedan todavía casi 4 meses para que finalice el año, y varias batallas sin disputar, para determinar el perfil del año próximo. Si bien el BCRA ha tomado medidas monetarias con el acuerdo del FMI, enfocándose en la emisión y el déficit, es de esperar que el efecto social de los aumentos de precios sea aminorado con salarios que se ajustan periódicamente con paritarias. El impacto de las tarifas para fines de este año, obviamente no ayuda y ni hablar para un año de elecciones como el próximo.

La actividad económica se ha recuperado y ha evitado la recesión, aunque el crecimiento de los próximos meses se estima reducido y es de esperar que se ralentice en la medida que no aumente el salario real.

A pesar de los descalabros evidentes: inconsistencia fiscal que se trata de subsanar, poca credibilidad en la conducción, alta inflación, moneda debilitada, entre otros, como contrapartida se observa una tendencia muy fuerte a la inversión por parte de operadores locales e internacionales dispuestos a tomar riesgo y gestionar el crecimiento de algunos nuevos negocios. También para quienes poseen caja excedente, es un momento favorable para invertir en inmuebles y bienes de capital, capitalizando la brecha del tipo de cambio. Este componente alcanzó el 20% del PBI en el 2021 (más de US\$ 7.000 M), a pesar de los malos augurios de las consultoras especializadas. La construcción, uno de los sectores más activo, avanzó un 27% a finales de año, seguida de maquinarias y equipos nacionales.

En síntesis, los indicadores mencionados anteriormente parecen señalar que lo mejor es esperar a que aclare.