

Claves de la coyuntura de la economía

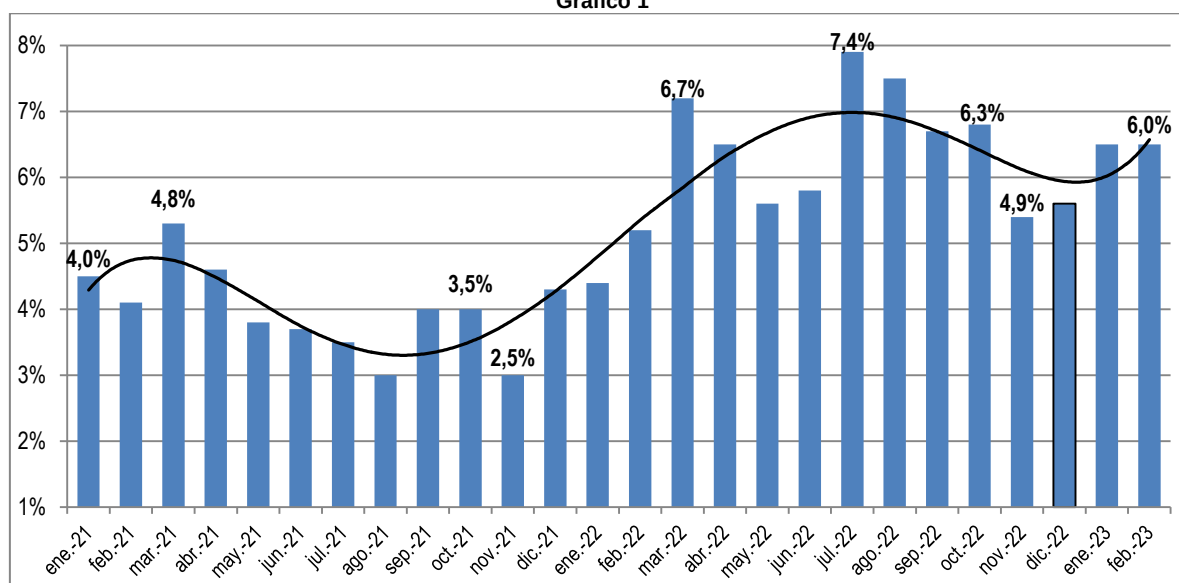
Informe de Carlos Pascual del 5/03/2023

Es conveniente el seguimiento de la coyuntura económica, a partir de ciertos indicadores críticos, en especial en años electorales. Analizando algunos de ellos se pueden anticipar riesgos que involucran a la política económica en su conjunto y a la suerte del oficialismo y la oposición.

Precios

En el módulo precios, donde se analiza la inflación, hay problemas que cuesta resolver. El IPC de enero (esperado con alguna expectativa) alcanzó un mensual de 6% y un acumulado anual del 98,8%. El registro de febrero está jugado y se estima que termine en torno al 6% mensual, consolidando un piso de inflación similar al del enero, y superando por primera vez el techo del 100% (101,1% i.a.). La tasa de inflación claramente ha trepado a un andarivel más alto en los primeros meses de este año (ver gráfico 1), lejos de las proyecciones oficiales de llegar al 3% en algún momento cercano a las elecciones.

Gráfico 1



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

En todos los casos se percibe que la división “alimentos” subió en febrero por encima del nivel general de inflación. Febrero suele ser un mes de inflación relativamente baja, pero no fue así este año. En gran medida, este comportamiento anormal se debió a la suba de 9% que tuvo el rubro de alimentos y bebidas, el de mayor ponderación. En líneas generales hubo una aceleración de todos sus principales componentes, pero el aspecto más destacado fue el aumento de 20% en la carne, proceso que ya se había iniciado en enero y que se acentuó en febrero.

Así el rubro de “Alimentos y bebidas y “Salud” encabezan las subas del mes de febrero, registrando alzas mensuales de 9% y 8% respectivamente, seguidos por “Esparcimiento” y “Transporte y comunicaciones”, que presentaron una variación de 7% y 6% respectivamente.¹

Si el IPC del INDEC arroja 6%, la inflación oficial rondará el 102% a nivel nacional, alcanzando los tres dígitos por primera vez desde octubre de 1991. Un record parecido a un gol en contra faltando un minuto para que termine el partido.

Marzo no viene nada fácil. Aumentos de servicios regulados, como una nueva ronda de actualizaciones en las tarifas de electricidad (14% nacional, cerca del 20% en el AMBA), la suba en combustibles del mes (4%), nuevos aumentos en medicina prepaga (8%) y en Telefonía, internet y cable (4%). No olvidar el alza del precio de la carne, difícil de sortear con el beneficio de AFIP.

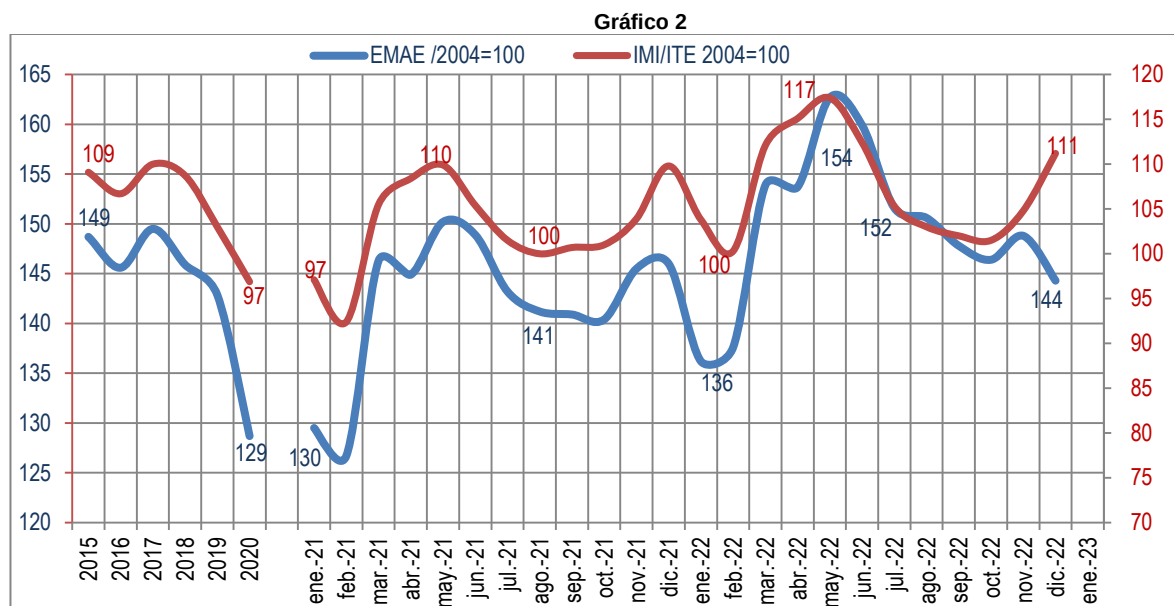
¹ <https://www.ambito.com/economia/inflacion-febrero-cerro-fuerte-alza-alimentos-y-deja-un-piso-alto-marzo-n5662153>

Actividad económica

El PBI, medido a través del EMAE², registra en diciembre 2022, una caída de -1,2% en la comparación interanual (ia), y también una disminución de -1% respecto a noviembre en la medición desestacionalizado.

Con relación a igual mes de 2021, 10 de los sectores de actividad que conforman el EMAE registraron subas en diciembre, entre las que se destacan las de Pesca (+15,5%), Hoteles y restaurantes (+10,8%) y Explotación de minas y canteras (+10,8% ia).

Respecto de las caídas, el sector Agricultura, ganadería, caza y silvicultura (-18,0%) fue el que registró la mayor caída en la comparación interanual, seguido de Industria manufacturera (-2,1%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (-1.1%). Son 3 sectores de peso dentro del EMAE.



Fuente: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-6-14> / <https://www.economia.gob.ar/datos/> La línea roja mide las variaciones del índice general de actividad que elabora el ITE, y se referencia en el lado derecho del gráfico 2, en cambio la línea azul es el EMAE que estima el INDEC, y se referencia en el lado izquierdo del gráfico 2.

Si observamos detenidamente el gráfico 2, veremos qué tanto a nivel anual como mensual (desde enero 2021 hasta mayo 22), lo que se ha logrado es **recuperar lo perdido en el periodo 2017/20**. Tanto el EMAE como el IGA se encuentran en términos anuales en niveles de 144 y 111, respectivamente, muy similares a los logrados en el 2015. Lo mismo se registra a nivel mensual, a partir de mayo 2022 la actividad económica se ha ralentizado y no encuentra una senda de crecimiento. Seguirá así mientras “los salarios suban por la escalera y los precios por el ascensor”.

Según el ITE (Instituto de Trabajo y Economía), a través del Indicador Mensual de Actividad (IMA), en enero la economía se incrementó un 2,1% anual. La dinámica del primer mes del año refleja una tendencia dispar en los componentes del IMA donde 5 de los 9 componentes muestran una caída anual o un estancamiento. Entre las variables que presentan un crecimiento el ITE destaca, por su magnitud, los despachos de cemento (8,9% anual) y la demanda de energía eléctrica (8% anual).

Reservas internacionales

El rubro reservas es una señal de alarma. Hay un problema de reservas de magnitud, donde el BCRA prácticamente no tiene dólares: de hecho, el 90% de las reservas internacionales brutas por US\$ 38.000 M está en DEG, oro, euros y, yuanes. Por lo tanto, si se cambian los yuanes chinos por dólares, la posición del BCRA mejoraría, aunque la situación seguiría siendo crítica.

Si bien el balance comercial indica exportaciones records 2022 de US\$ 88 MM, las importaciones también fueron records (US\$ 81.500) cepo mediante, y el Banco Central no logra

² https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/mae_02_234873CF5BC6.pdf

absorber los montos necesarios para que crezcan las reservas netas (se estiman en un valor cercano a los US\$ 4.500 millones)³.



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, eso es así desde el 2021, 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 será un crucigrama difícil de resolver.

MERVAL⁴

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 día⁵. 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 4), 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, y la fuga de capitales financiada por el FMI. Luego del 2020 muestra una leve tendencia al crecimiento, síntoma de que los operadores están a la expectativa del rumbo económico.

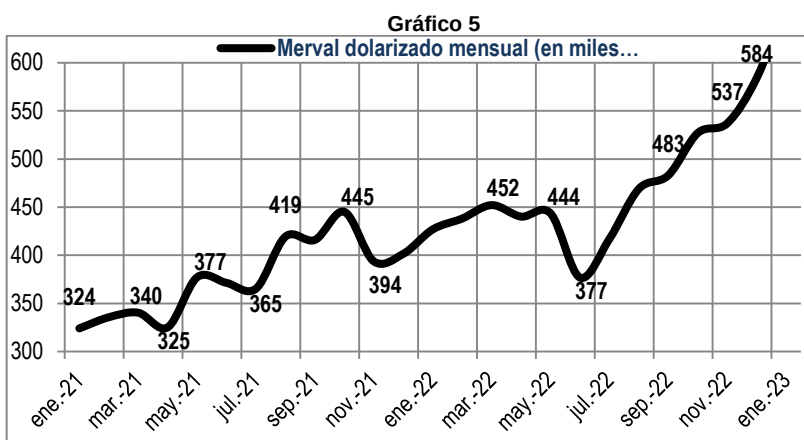
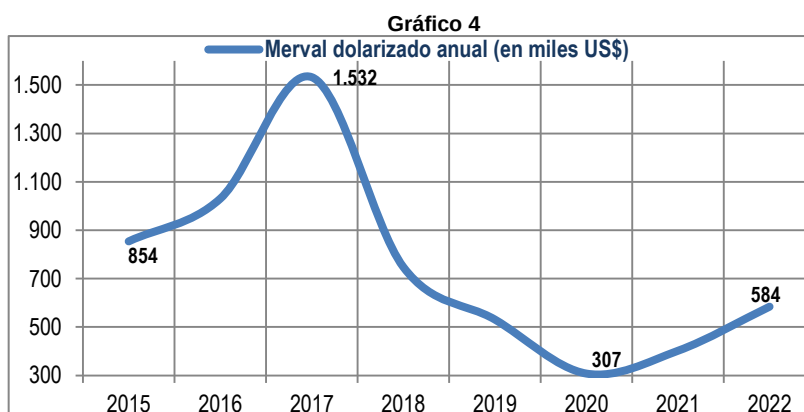
El gráfico 5 muestra el Merval desde enero 2021, o sea desde que pasa de 307 a 584 en el gráfico anterior. En lo que van de estos dos años, se puede apreciar la tendencia a su crecimiento con algunos altibajos como los ocurridos con las crisis financieras de junio 22 y noviembre 21. Sin embargo, entre julio 22 y enero 23 **el incremento ha sido de 55%** (eso no

³ Post dólar soja

⁴ 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.

⁵ https://estadisticasbcra.com/merval_en_dolares

se difunde mucho), un raid impresionante. Pensando que en algún momento de los últimos años llegó a 1.532 (caso 2017) podría pensarse que queda mucho margen para seguir arriba, por apuestas electorales o por visión de negocios que se avecinan.



Riesgo País

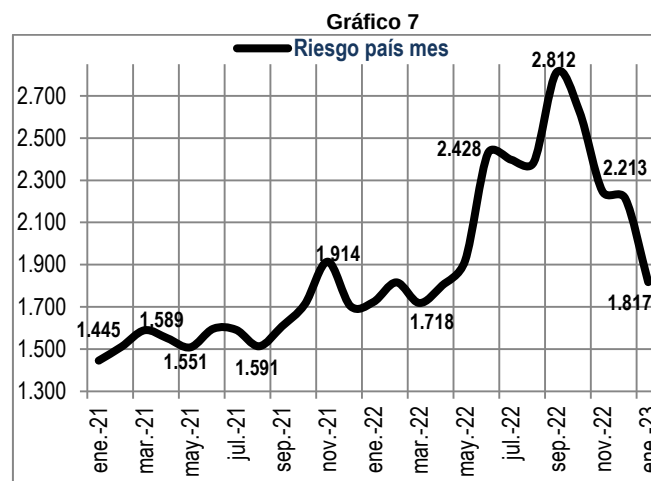
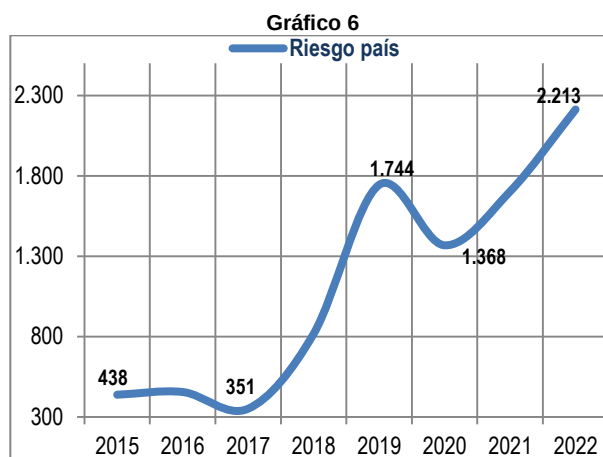
En la práctica el riesgo país se mide con el EMBI (Emerging Markets Bond Index) creado por la firma JPMorgan para dar seguimiento diario a instrumentos de deuda en bonos en US\$ emitidos por entes públicos o privados de países emergentes.

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 6). 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 retomo la senda alcista hasta alcanzar 2.213 en el 2022. Posiblemente siga en ese nivel hasta que no se aclare el panorama de las reservas y de los resultados electorales.

A nivel mensual vemos en el gráfico 7 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 temporal de posición de reservas (dólar soja) y las gestiones de cumplimiento con el FMI del nuevo ministro de economía en ese momento.



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

El Riesgo País es un reflejo de toda nuestra situación con valores extremos del 18%, muy por encima de los valores de nuestros vecinos en la región:

<i>País</i>	<i>Riesgo País EMBI</i>
ARGENTINA	1.817
BRASIL	259
PANAMÁ	225
PERÚ	165

Conclusión

Las principales conclusiones de estos datos son:

- 1) Quedan todavía 10 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, los aumentos de precios no se han acotado y los salarios que se ajustan periódicamente con paritarias nunca superan los precios. El impacto de las tarifas, obviamente no ayuda y ni hablar para un año de elecciones.
- 2) 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.
- 3) 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.
- 4) 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 (la inversión) 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 desensillar y esperar a que aclare.