

Pasaron cosas...

Informe de Aurelia Vélez del 26/09/23

Seguimos con la práctica de informar el estado de los indicadores claves en la economía argentina que deben ser monitoreados periódicamente porque sirven para hacer predicciones de corto y mediano plazo. Los siguientes son algunos, aunque se pueden agregar otros dependiendo de la coyuntura.

1. Riesgo país - EMBI

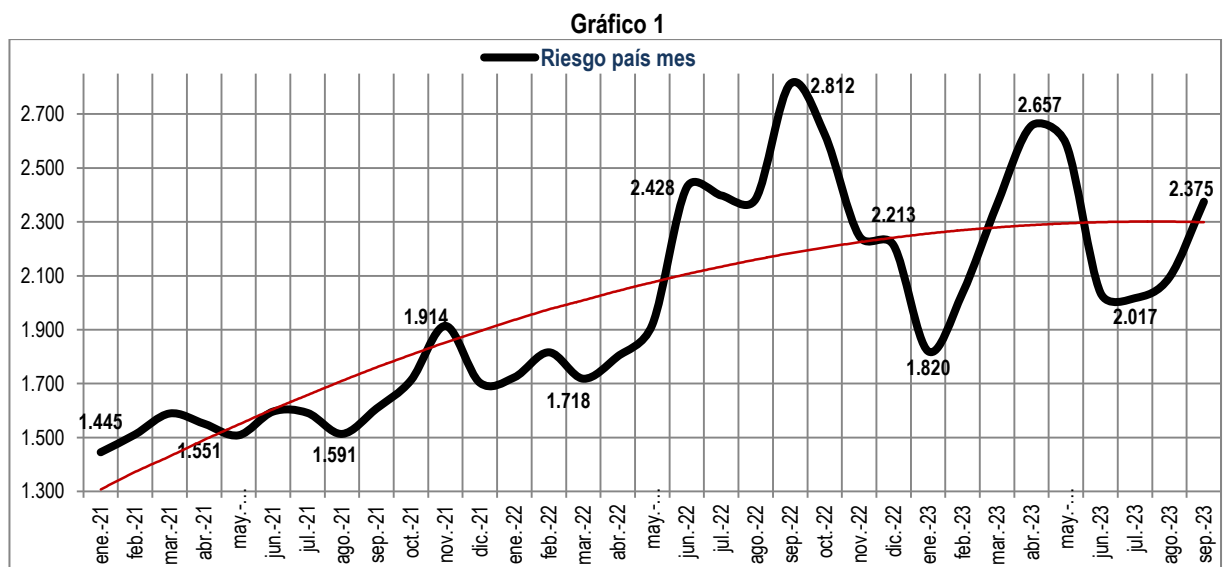
En la práctica el riesgo país se mide con el EMBI (Emerging Markets Bond Index) creado por la firma JPMorgan para dar seguimiento diario a instrumentos de deuda en bonos en US\$ emitidos por entes públicos o privados de países emergentes.

Habitualmente se lee en diarios sobre el "riesgo país" pero rara vez se encuentra explicada a que responde esta famosa cifra. Dicha cifra, obtenida por JP Morgan Chase, indica cual es el diferencial de tasa que debe pagar un bono denominado en dólares por un país emergente (como Argentina) respecto a un activo libre de riesgo como son las Letras del Tesoro de Estados Unidos. Mientras mayor sea la prima de riesgo, mayor rendimiento deben proveer los bonos ya que se entiende que el emisor (como Argentina) es más riesgoso y tiene una menor capacidad de pago.

Es un indicador que se utiliza para medir *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 Argentina el EMBI oscilaba alrededor de 400 en el 2015 (diferencia de tasa mencionada anteriormente) y hasta mediados del 2018 cuando empezaron los golpes devaluatorios, Luego del 2019, inició un proceso de continuo crecimiento (con oscilaciones) hasta la fecha.

En Enero 21 estaba en 1.445, se mantuvo estable hasta agosto y subió a 1.941 hacia fines del 2021. En el 2022 siguió su camino ascendente hasta los 2.812 registrados en septiembre. Luego descendió bruscamente hasta 1.820 en enero 23, cuando volvió a subir hasta 2.657 en abril 23. Descendió de nuevo hasta 2.017 y regreso hacia arriba en lo que va de septiembre 23 hasta 2.375 (ver gráfico). Una catástrofe.



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

Si bien los mercados emergentes en general han sufrido un significativo aumento en su riesgo (intrínseco y extrínseco) debido a las tensiones geopolíticas y comerciales, el fortalecimiento del dólar a nivel mundial, y el aumento de las tasas por parte de la Fed (Banco Central de EEUU) y el Banco Central Europeo, Argentina ha sido uno de los países cuyo riesgo tuvo el mayor incremento en términos nominales con una suba superior al 65% desde enero 21 (ver gráfico 1). Mucho tiene que ver los acuerdos y desacuerdos con el FMI. *Los mercados no creen que la política económica implementada acerque alguna posibilidad de lograr las metas acordadas, sin embargo veremos más adelante que no es tan así.*

2. MERVAL

El índice Merval mide el valor en pesos de una canasta teórica de acciones, seleccionadas de acuerdo a criterios que ponderan su liquidez. El índice está compuesto por una cantidad nominal fija de acciones de distintas empresas cotizantes (comúnmente conocidas como “empresas líderes”).

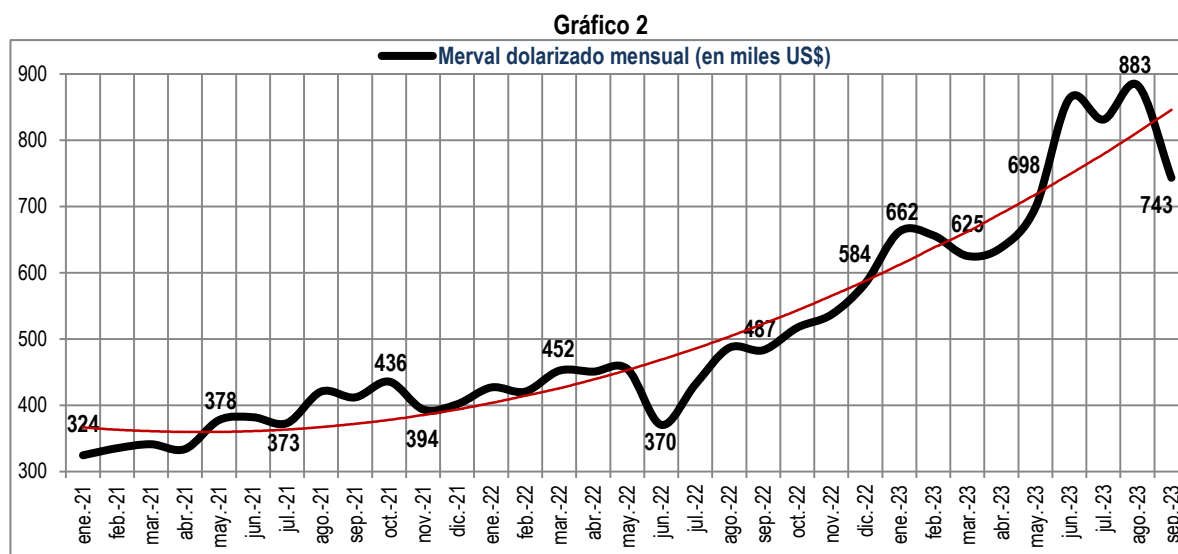
Parecería que el mercado accionario tiende a moverse de manera anticipada a los sucesos que afectan a la macro argentina. Por eso se dice que el mercado accionario es quien predice el Riesgo País y no viceversa.

Los inversores y administradores de capital posicionados en acciones, 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 una política macro.

Este indicador se calcula dividiendo el valor diario del Merval por la cotización del dólar ese mismo día (se registró el llamado blue). Sirve para evaluar la rentabilidad en dólares del Merval y nos parece una observación más transparente que el Merval que emite diariamente la Bolsa de Comercio que puede estar afectado por la inflación.

El Merval hizo un mínimo, en lo que va del año, en junio-julio cuando su valuación en pesos llegó a 26.070 y a posteriori los bonos acompañaron los sucesos con un Riesgo País que se ubicó en el máximo anual de 883 puntos (ver gráfico 2). Luego de las PASO cayó por la devaluación.



Fuente: <https://estadisticasbcra.com/merval-en-dolares>

La realidad a la vista del gráfico es que el índice Merval, luego de un rush de un año y medio, se encuentra estancado en una zona entre los 25.000/35.000 puntos y no evoluciona, por el contrario muestra cierta tendencia a la baja, *síntoma de que los operadores no están muy confiados del rumbo económico, más aún frente a las indefiniciones electorales, en momentos en que los mercados externos se ven golpeadas por expectativas de tasas de interés altas por mayor tiempo*

3. Resultado fiscal

Durante agosto 23, el Sector Público Nacional (SPN) registró un déficit primario de \$ -36.964,4 millones -0,02% del PIB-. El déficit financiero fue de \$ -384.504,5 millones, producto del pago de intereses de la deuda pública.

De esta forma, el resultado primario (ver cuadro 1) acumulado en 8 meses, aunque aumentó a nivel i.a., un 132,6%, negativo en \$ -2,252 MM (1,30% del PBI). En valores constantes el

acumulado en 8 meses también supera los valores logrados en el mismo periodo del año anterior (15,5%).

Cuadro 1

	Resultado Primario Mill\$	Resultado Primario Mill\$ 2016
8 meses 22	-967.972	-89.678
8 meses 23	- 2.252.025	-104.247
Variación	132,6%	15,5%

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

En síntesis, a pesar de las desfavorables condiciones económicas derivadas de la fuerte sequía que afectó al campo, en lo que va del año se observa un aumento real de los recursos de 5,3% y un recorte del gasto primario de 8,5%.

El Gobierno se comprometió a reducir el déficit primario al **-2,5% del PBI en 2022** (en 2021 fue del -3%); **-1,9% para 2023**; y -0,9% para 2024. Es decir, para fines del año pasado el déficit primario debía ser igual o inferior a -\$2.015.700 millones (cuadro 2) y finalmente se logró -\$ 1.659.748 millones (**equivalente al -2,4% del PBI**): se sobre cumplió las metas.

Cuadro 2

	Resultado primario Mill\$	Meta FMI
IVT22	-1.659.748	-2.015.700
1T23	-689.928	-441.500
2T23	-1.880.695	-1.185.400
3T23	-2.252.025	-2.064.400
Total 23	-546.275?	-2.798.300

En el presente ejercicio, la meta fiscal, acordada con el FMI para el 1T23, debería ser un déficit no superior a los -441.500 MM y se logró -689.928 MM, una diferencia de -248.428 (56% superior).

En el 2T23 el déficit fue de -1.880.695, y ya se había superado la meta del FMI (-1.185.400). Hasta agosto 23 el déficit era -2.252.025, y faltaba septiembre. El compromiso con el FMI era de -2.064.400. A esta altura, teniendo en cuenta los compromisos de mayores gastos y reducciones de ingreso adoptadas por el gobierno (elecciones mediante), la meta de fin de año (-2.798.300) será de difícil cumplimiento: el déficit debería aumentar en -546.275 (Cuadro 2).

El criterio del FMI es que las metas anuales “se mantienen sin cambios” ya que “su cumplimiento es crítico para la recuperación económica” del país (eso decía hace unos meses). Veremos cómo se resuelve esta situación después de las elecciones.

De todas formas, es muy posible que el déficit primario cierre el año 2023 por encima de la meta, *pero buena parte del ajuste para 2024 está hecho*. Los ingresos se recuperarán (mejora recaudación por cosecha) y el gasto se licuará por inflación (transitorio, sostenerlo dependerá que pase en las elecciones). *El desafío para cualquiera que gane es ejecutar las reformas que den sostenibilidad en el mediano plazo.*

4. Cuenta Corriente Balanza de Pagos

El principal foco de tensión cambiaria que afecta toda la macro es el superávit comercial. El balance comercial, que registra el INDEC (embarques de exportaciones menos importaciones por aduana) cayó, entre ambos periodos 2022/21, un -34% (cuadro 3).

En detalle, las exportaciones de bienes registran una disminución en el 1T del año, con bajas en los valores del -20% i.a., donde impactaron principalmente las menores ventas de trigo y otros cultivos de verano. Al mismo tiempo con respecto al IVT 22, las exportaciones cayeron el -75% a partir de la caída de la producción agrícola que continúa sufriendo fuertes recortes en su proyección producto de la sequía del año pasado. La Bolsa de Rosario estimó en 23 millones de toneladas la producción de soja y en 32 millones de toneladas la de maíz, un -47% i.a. y -39% i.a. menos que las del año pasado, respectivamente.

Por su parte, las importaciones en el transcurso de 2024 se verán más liberadas por menores compras externas de energía, dada la habilitación del gasoducto NK, y mayores exportaciones agrícolas y minerales, por lo que no serían tan estrictas las restricciones a las importaciones que son la variable de ajuste ante la dinámica preocupante de la escasez de dólares (cuadro 3).

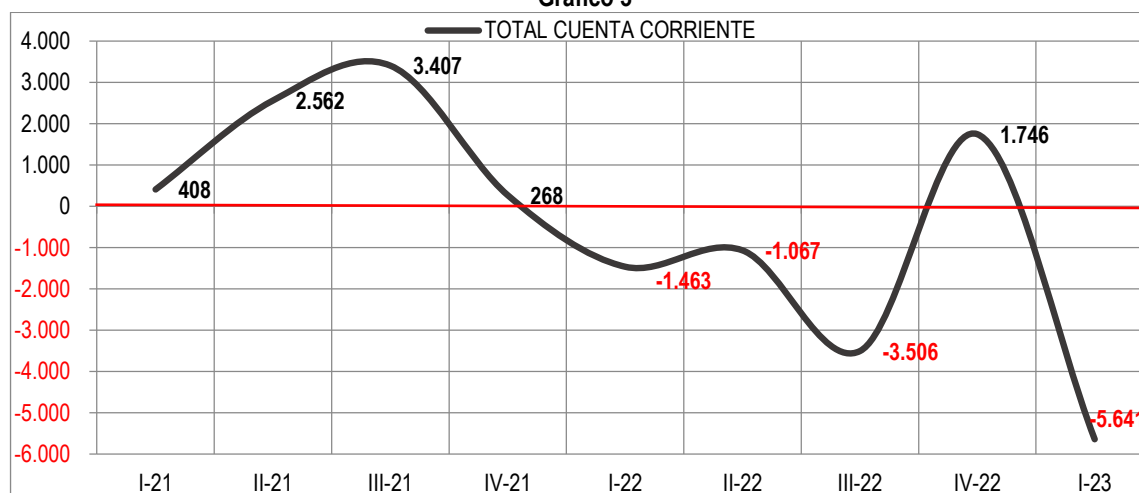
Cuadro 3

	2021	2022	1T2023
Cuenta Corriente	6.645	-4.290	-5.641
Balanza Comercial	18.696	12.353	-353
Balanza de Servicios	-3.602	-6.909	-2.241
Ingresos Primarios	-9.852	-11.858	-3.460
Ingresos Secundarios	1.403	2.125	414

Los ingresos primarios¹, básicamente intereses y dividendos, fueron negativos en el 1T de este año en US\$ -3.460 millones, superiores en un 34% al mismo periodo del año anterior. En el año 2022 los ingresos primarios fueron negativos en US\$ -11.858, casi el mismo nivel que el superávit de la balanza comercial.

Los ingresos secundarios², básicamente remesas, han sido positivos y han venido creciendo en los últimos años aunque se trata de un rubro marginal en la balanza de pagos.

Gráfico 3



Las operaciones de la cuenta corriente BCC registraron un **déficit de US\$ -5.641 millones en el 1T23** (Gráfico 3), su mayor valor desde el 3T del 2018 (-7.359) pese al cepo al dólar³ que hoy afecta a las compras en el exterior, a los viajes, así como a la compra de dólar ahorro. *Cuáles son los canales por los que se fugan las reservas internacionales?*

5. Tipo de Cambio Real Multilateral TCRM

Mide el precio relativo de los bienes y servicios de la economía argentina con respecto al de los de los principales 12 socios comerciales del país, en función del flujo de comercio de manufacturas. Se obtiene a partir de un promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales de los principales socios comerciales del país constituyéndose como una de las medidas amplias de competitividad (de tipo precio).

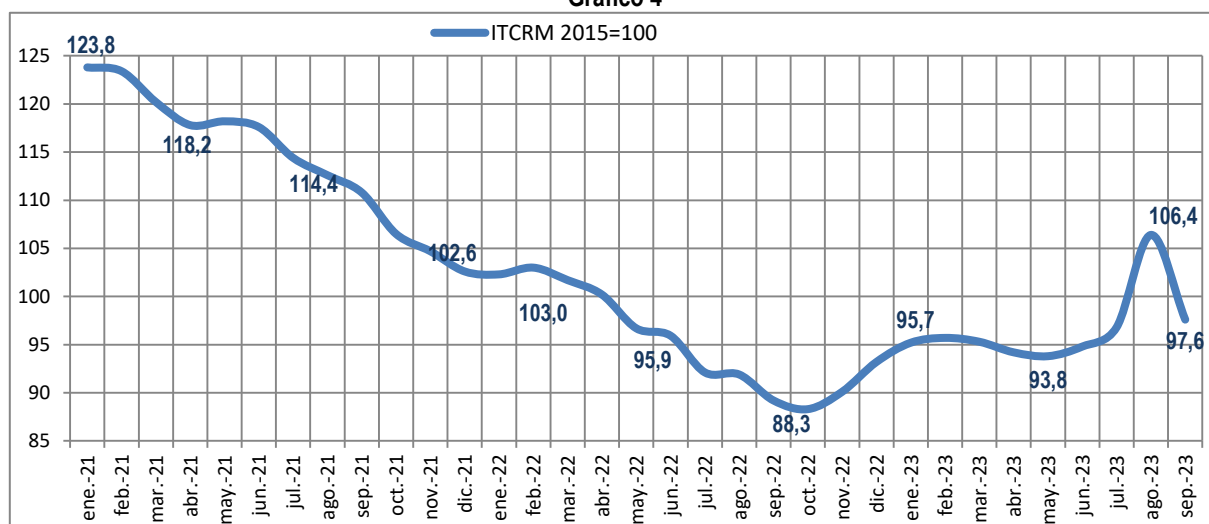
Al 25/09/23 registró 97,6 con lo cual la recuperación lograda con la devaluación Post Paso sirvió para un mes (gráfico 4). Eso seguiría así hasta las elecciones generales, o hasta el ballottage, de acuerdo con las declaraciones de las autoridades de economía. Obviamente cualquier devaluación se traslada a los precios y tiene impacto en el salario real, un crimen declarado unos días antes de una elección.

¹ Ingreso primario es la resta entre los ingresos y los egresos asociada al pago de la renta de los factores (principalmente por las utilidades y rendimientos de la inversión directa y de cartera, y los intereses de los préstamos externos).

² Ingreso secundario es la resta entre los ingresos y los egresos asociada a las transferencias corrientes (en las que no se obtiene a cambio algún producto o derecho financiero). El rubro más grande de este componente son las remesas personales.

³ <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/dolar-ahorro-como-comprar-paso-a-paso/>

Gráfico 4

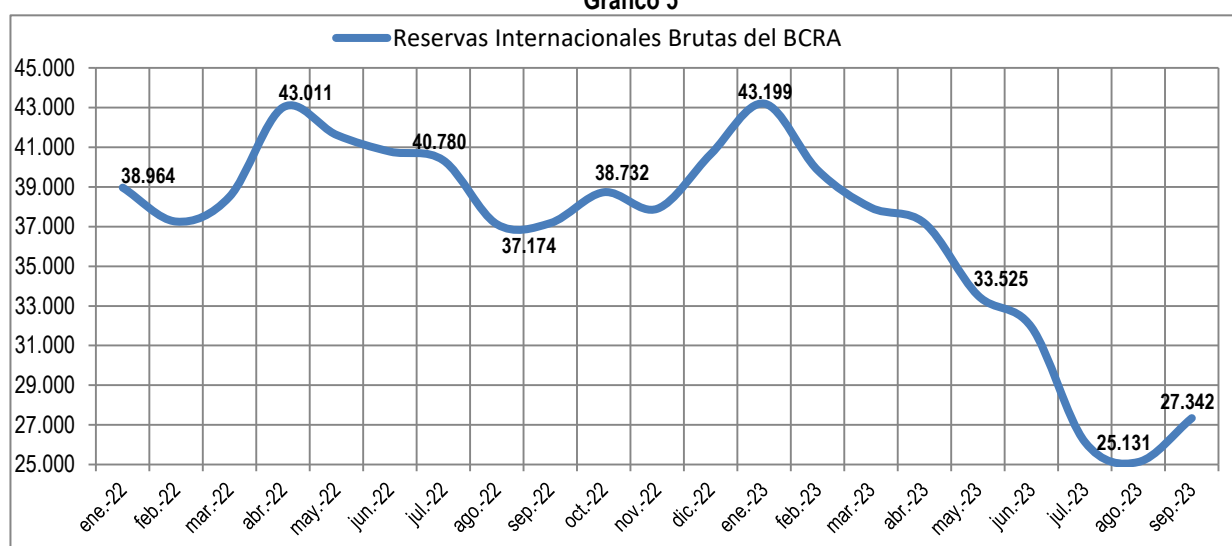


6. Reservas internacionales

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\$ 27.342 MM está en DEG, oro, euros y, yuanes (Cuadro 5). Por lo tanto, aun cuando se han cambiado los yuanes chinos por dólares, la situación seguiría siendo crítica.

Si bien el balance comercial indica exportaciones records 2022 de US\$ 88.000 M, las importaciones también fueron records (US\$ 81.500 M) cepo mediante. En el 2023 cambió la historia y las exportaciones, producto de la sequía, descendieron casi un -50% (US\$ 45.388) y el Banco Central no logra absorber los montos necesarios para que crezcan las reservas netas.

Gráfico 5



Fuente: <https://www.bcra.gob.ar/default.asp>

El gráfico está indicando una caída del 42% en el término de 8 meses, desde enero 23 hasta la fecha. Los avances serán lentos en ese sentido, considerando que un sendero de crecimiento, después de las elecciones, 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.

También se podría hacer la misma estimación con las reservas netas del BCRA, ya que esas reservas netas son mucho más bajas que las reservas brutas. Son las reservas netas el poder de fuego que tiene la máxima autoridad monetaria del país para hacer frente a las corridas o retiros de dólares, y esas reservas netas se encuentran en negativo.

Eso significa, básicamente, que los pasivos que tiene el BCRA superan a sus activos, es decir que debe más de lo que tiene. Si a las reservas brutas se les resta (principalmente) el swap con china, títulos que cotizan en dólares y los encajes de los bancos (aquella parte de

los depósitos que está en la cuenta corriente del BCRA y, por ende, no pueden ser utilizados por los bancos), el monto resultante se acerca a los US\$ -7.000 negativos

7. Conclusiones

El impacto de la sequía que, según cálculos oficiales, estimado en unos US\$ 20.000 millones de dólares fue el golpe de gracia para el estado de las cuentas externas del país, que ya venía lastimado producto de un nulo acceso a los mercados internacionales de crédito (a causa del acuerdo con el FMI en 2018), sumado a las fragilidades macroeconómicas ligadas, principalmente, al elevado déficit fiscal financiado con emisión monetaria, y al incremento de los precios internacionales como consecuencia de la guerra entre Rusia y Ucrania.

El incumplimiento de la meta con el FMI y la utilización de las reservas para intervenir en la cotización de los dólares financieros han tensado la relación entre el organismo y el Gobierno. A pesar que se han utilizado parte de los yuanes disponibles para pagarle al FMI. Dentro de este marco, la posibilidad de acordar con el Fondo tiene una relevancia más política que económica.

Uno de los ejes para que se ordene el espectro macroeconómico pasa actualmente por el control del déficit fiscal y de la emisión monetaria, bajo la idea del “anclaje” de estas variables⁴. Si esto no sucede, la presión acumulada puede que al relajar los controles (precios, salarios y comercio exterior) la inflación se espiralice. Por eso los controles deben estar acompañados por mejoras tangibles en el frente fiscal y en el externo (resultado fiscal, nivel de reservas, financiamiento de la deuda pública y resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos) de manera que se pueda asegurar a los mercados que las principales variables son sostenibles en el mediano plazo.

Complicado panorama se avecina, siempre bailando con la más fea. Veremos que hacen los que van a tener la suma del poder público. “Al fin y al cabo, somos lo que hacemos para cambiar lo que somos”.

⁴ Ver <https://economia4punto0.wordpress.com/2023/06/05/la-base-monetaria-y-el-gasto-publico-en-el-1o-cuatrimestre/>