

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

Número 121 Abril de 2024

Durante el proceso de desinflación mundial del bienio 2022–2023, la economía mundial creció de forma constante, aunque moderada, y la actividad económica tuvo un desempeño mejor que el esperable frente al endurecimiento de la política monetaria de los bancos centrales en su cruzada antiinflacionaria. Así, en 2023, la economía mundial creció un 3,2% anual, cifra que se espera se repita en 2024 y en 2025. De hecho, según el FMI su proyección más reciente de crecimiento mundial a cinco años es del 3,1%, la más baja de las últimas décadas. Quizás, a medida que la inflación converja hacia sus niveles fijados como meta y los bancos centrales redirijan su política monetaria a una rebaja de las tasas de interés, el endurecimiento de las políticas fiscales orientado a frenar los altos niveles de deuda pública, con impuestos más altos y menos gasto público, frenará el crecimiento.

En cualquier caso, el centro de gravedad de la economía mundial continuará desplazándose de Occidente hacia Oriente. Las economías desarrolladas crecerán menos que el promedio, en particular las europeas. Según el FMI, América Latina no escapará a la tendencia, ya que se espera crezca 2% y 2,5% en los próximos dos años (viene de crecer un 2,3% en 2023).

Las dilaciones de la Fed y otros bancos centrales en iniciar una reducción de su tasa de interés de política monetaria lucen extrañas al examinar el comportamiento de nuestro Banco Central. En el último mes, el BCRA rebajó en tres oportunidades la tasa de interés de los pasivos que desde principios de mayo se ubica en un 50% nominal anual (65% anual efectivo). En la medida en que la tasa de inflación núcleo se desploma y con el objetivo primordial de continuar con la licuación de los pasivos monetarios del BCRA, a la vez que redirigir parcialmente dicha deuda hacia deuda del Tesoro, las sucesivas disminuciones de la tasa de interés no parecen haber llegado a su fin.

Con una tasa de inflación en franca caída (el dato de marzo fue de un 11% y se espera que la de abril se ubique en un dígito), pero aún en niveles altos, el Banco Central se asegura que los rendimientos reales se mantengan sistemáticamente negativos en los últimos meses. Con un cepo cambiario que dificulta la dolarización de carteras y la llegada de la liquidación de la cosecha gruesa, la estabilidad del tipo de cambio nominal se perpetúa pese a la baja de tasas. El Banco Central ha adquirido en términos netos más de 15 mil millones de dólares, siendo abril el mes con mayores compras (US\$3.350 millones).

Como se preveía, durante el primer trimestre hubo tanto un superávit fiscal como comercial. En el primer caso, el Estado argentino logró un superávit financiero equivalente al 0,2% del PBI, mientras que el superávit primario trepó al 0,6% del PBI. En cuanto al intercambio comercial, el superávit alcanzó los US\$ 4.250 millones, explicable más por un derrumbe de importaciones (caída interanual del 24%) que por un aumento de exportaciones (alza interanual del 9%). La continuidad del primer superávit dependerá en parte de la aprobación de la ley “Bases” y el “paquete fiscal” que le permitirían al gobierno mejorar sus ingresos impositivos durante el resto del año, vía restitución del impuesto a las ganancias a los asalariados, moratoria impositiva y blanqueo de capitales.

Ambos proyectos de ley tienen ya media sanción, lo que constituye, además, una señal de que el gobierno puede obtener avances políticos en la gestión, asignatura hasta ahora pendiente. Dicho avance se dio a la par de la primera gran manifestación contraria al gobierno que, si bien se circunscribió a una crítica a la brusca caída del gasto público en el ámbito universitario, su masividad, junto al agravamiento de la recesión y a la fuerte caída del salario real, preanuncian una mayor conflictividad social.

I
**CONTEXTO
ECONÓMICO
INTERNACIONAL**

II
**ACTIVIDAD
ECONÓMICA
LOCAL**

III
**PAQUETE
FISCAL Y
SUPERÁVIT**

IV
**¿CÓMO ESTÁ
LA DEUDA
PÚBLICA
ARGENTINA?**

V
**UNA
REFLEXIÓN
PARA EL
CIERRE**

CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

El mercado empieza a descontar en las cotizaciones, que a la Reserva Federal de EE.UU. no le será posible en 2024 reducir en tres oportunidades la tasa de interés de referencia. El ciclo de rebajas en la tasa de interés anunciado hace meses parece dilatarse en el tiempo, debido a los últimos datos de inflación que muestran una resistencia a ubicarse dentro de la meta del 2% anual. En marzo el IPC de EE.UU. mostró una suba del 0,7%, incompatible con la meta fijada. La tasa de inflación interanual se ubica en torno al 3,5%, la cual –si bien probablemente disminuirá en los próximos dos o tres meses– se deberá más bien a cuestiones de arrastre estadístico que a una efectiva reducción de la velocidad a la que aumentan los precios. Aun excluyendo los datos de inflación de alimentos y energía (que suelen ser más volátiles), marzo mostró una tasa de inflación interanual del 2,7%, creciente respecto de febrero. Por otro lado, en la mayor economía mundial, el repunte de la inflación se da en el marco de una actividad económica que durante el primer trimestre tuvo un moderado crecimiento del 1,6%, menor que el del último trimestre de 2023, que fue del 3,4%.

Mientras que la Fed mantendrá la tasa de interés en el rango 5,25%/5,5% y probablemente proceda a rebajar dicho valor una sola vez y hacia fines de año, los otros bancos centrales sí se aprestan para el cambio de ciclo. Con una inflación que muestra signos de ceder y una actividad económica que no se termina de recuperar (en el primer trimestre del año la Zona Euro muestra una suba interanual del PBI del 0,4%) se espera que el Banco Central Europeo a partir de mediados de año inicie un camino de sucesivas disminuciones de la tasa de interés, con tres rebajas durante este año. Otros bancos centrales importantes como el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá o el Banco de la Reserva de Australia parecen encaminarse en igual sentido, previniéndose en todos ellos entre una o dos bajas de su tasa de política monetaria.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

Los buenos resultados del primer trimestre en términos financieros se disocian de los principales indicadores de nivel de actividad que informamos en nuestro reporte mensual; las contracciones en los distintos sectores se continúan acentuando. Las cifras volcadas en el Cuadro 1 dan cuenta de la gravedad de la recesión.

Cuadro 1. Indicadores del Nivel de Actividad

| Indicador | Último dato disponible | Variación mensual desestacionalizada | Variación vs. mismo mes de 2023 | Fuente |
|--------------------------------------|------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|-----------------|
| Actividad económica (PIB mensual) | feb-24 | -0,2% | -3,2% | INDEC |
| Índice de precios al consumidor (**) | mar-24 | 11,0% | 287,9% | INDEC |
| IVA Interno (*) | mar-24 | s/d | -18,7% | AFIP |
| Ventas en Supermercados | feb-24 | 0,5% | -11,4% | INDEC |
| Ventas en <i>Shoppings Centers</i> | feb-24 | s/d | -18,4% | INDEC |
| Ventas en Autoservicios Mayoristas | feb-24 | -1,9% | -7,2% | INDEC |
| Confianza del Consumidor | abr-24 | 1,3% | 0,0% | Di Tella |
| Ventas en comercios minoristas | mar-24 | s/d | -12,6% | CAME |
| Producción nacional de autos | mar-24 | s/d | -29,4% | ADEFA |
| Índice construya | mar-24 | -11,2% | -40,0% | Grupo Construya |
| Despachos de cemento | mar-24 | s/d | -38,5% | AFCP |
| Producción de acero crudo | mar-24 | s/d | -41,5% | CAC |

Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAC, CAME, Grupo Construya, INDEC y Universidad Di Tella.

(*) El mes de marzo de 2024 tuvo 19 días hábiles, mientras que el mismo mes de 2023 tuvo 22 días hábiles.

(**) La variación mensual del IPC no se encuentra desestacionalizada.

- El índice de precios al consumidor registró un 11,0% mensual y en la comparación interanual el incremento de precios alcanzó el 287,9%. Si bien hay un claro proceso de desinflación, la tasa continúa en un nivel muy alto.
- En febrero de 2024, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), registró un retroceso de 3,2% respecto del mismo mes del año 2023. Asimismo, en su indicador desestacionalizado, mostró una disminución de 0,2%, encadenando seis meses consecutivos de caída.
- Los principales indicadores de consumo: ventas en supermercados, *shoppings*, comercios mayoristas y minoristas, continúan mostrando registros marcadamente negativos, con valores que incluso duplican los del mes anterior.
- Tanto la construcción como la industria presentan variaciones interanuales que indican una fuerte contracción. En el primer caso, el índice Construya para el mes de marzo registró una caída del 40% interanual. En el acumulado del primer trimestre de 2024, la caída en relación con 2023 es de un 31%. A modo de ejemplo, el despacho de cemento mostró un descenso del 38,5%.
- En el caso del sector manufacturero, el Índice de Producción Industrial mostró en febrero una caída de casi el 10%. Por ejemplo, la producción de acero crudo registra en marzo una caída significativa del 41,5%, alrededor de 30 puntos porcentuales más que el mes anterior. La utilización de la capacidad instalada de la industria no llega al 58%, evidenciando la fuerte retracción del sector.

¿Sabías que entre noviembre de 2023 y febrero de 2024 (en términos desestacionalizados) la industria se contrajo un 10%, mientras que la construcción lo hizo casi un 20%?

En efecto, según el IPI y el ISAC, que son indicadores específicos sobre el nivel de actividad que publica el INDEC, ambos sectores fueron los más golpeados por la profundización de la recesión.

PAQUETE FISCAL Y SUPERÁVIT

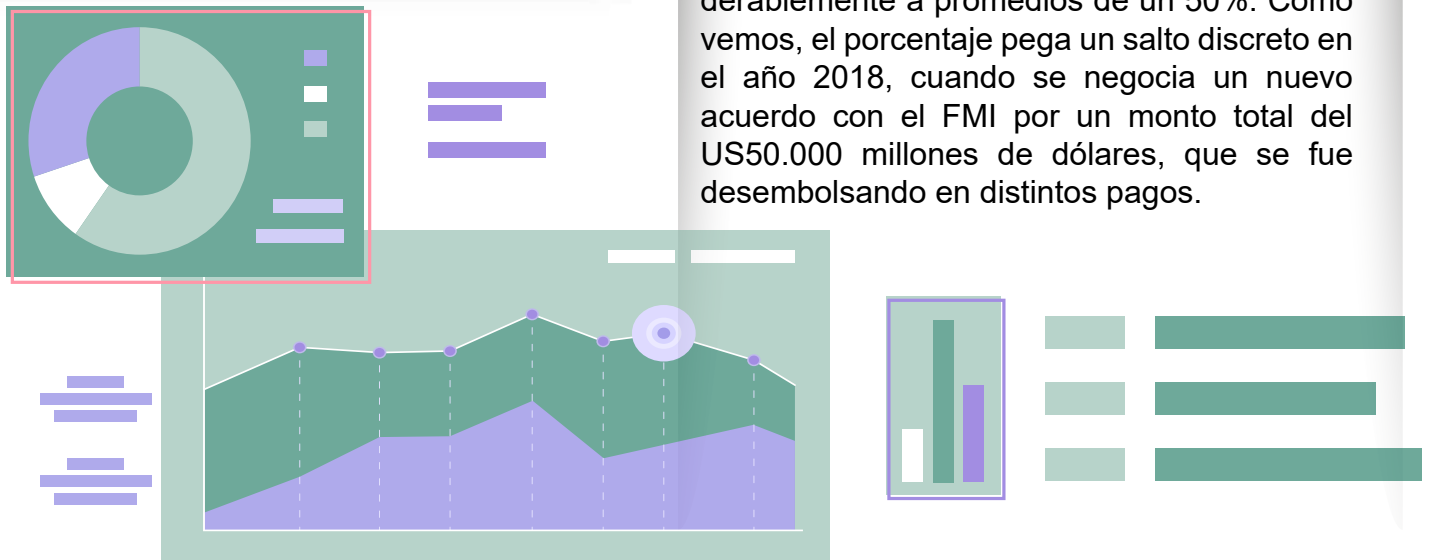
- Si el gobierno logra finalmente aprobar en el Congreso el paquete fiscal que cuenta ya con media sanción de la Cámara de Diputados, la mejora en los ingresos públicos sería cercana al 1% del PBI. La reversión del impuesto a las ganancias para los trabajadores en relación de dependencia aportaría un 0,4%, mientras que el efecto combinado de la moratoria, el blanqueo y la reforma del impuesto a los Bienes Personales podrían aportar otro 0,5% del PBI.
- Dado que el déficit financiero fue de aproximadamente el 5% del PBI el año pasado, el paquete impositivo volvería más viable la concreción de un equilibrio financiero para todo 2024.
- Durante el primer trimestre, los ingresos reales del sector público cayeron casi un 5% interanual. Marzo presentó la caída más fuerte (casi 9%) debido a la agudización de la recesión y la consiguiente caída en la recaudación de los impuestos internos. Sin paquete fiscal, todo el esfuerzo debería hacerse a través de una poda del gasto público que parece haber encontrado cierto límite.
- En marzo la reducción del gasto primario real interanual fue de un 29%, una reducción extraordinaria, pero que es algo menor que la del total del primer trimestre, 35%.
- Este guarismo luce difícil de replicar en los próximos meses por varias razones. Por un lado, en abril los jubilados y pensionados obtuvieron una recomposición de haberes que se tradujo en un aumento del 27%, muy por encima de la tasa de inflación del mes. A su vez, a partir de mayo y de entonces en adelante el monto de las jubilaciones ajustará automáticamente por inflación, preservando el valor real. Es por ello que, en lo que respecta al presupuesto, la licuación de

esa partida tendrá menos impacto que durante el primer trimestre. Durante el mismo, el rubro que más aportó a la reducción del gasto fue precisamente el pago de jubilaciones y pensiones (con una caída real del 36% interanual), valor que no se repetirá en el resto del año.

- Más aún, los subsidios a la energía cayeron a la mitad en moneda constante respecto de 2023, no tanto por la suba de tarifas que se estableció a partir de abril, sino mediante un incremento de la deuda del Estado Nacional con los generadores de energía eléctrica y los productores de gas natural. Si bien la programada suba de tarifas aliviará el problema, es claro que en la medida en que se normalice el giro de fondos a Cammesa, esta partida de gasto mostrará reducciones más moderadas.
- Finalmente, el gasto en inversión real directa u obra pública cayó en el primer trimestre más del 80%. Es difícil que la cuasi paralización de la obra pública pueda extenderse mucho más en el tiempo.

¿Sabías que a principios de mayo el índice de tipo de cambio real multilateral que mide la competitividad se ubicaba un 17% por encima del de principios de diciembre?

Cuando la comparación se hace con la de hace un año, estaría apenas un 1,6% abajo, mostrando un valor similar a su vez al de abril de 2018.



¿CÓMO ESTÁ LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA?

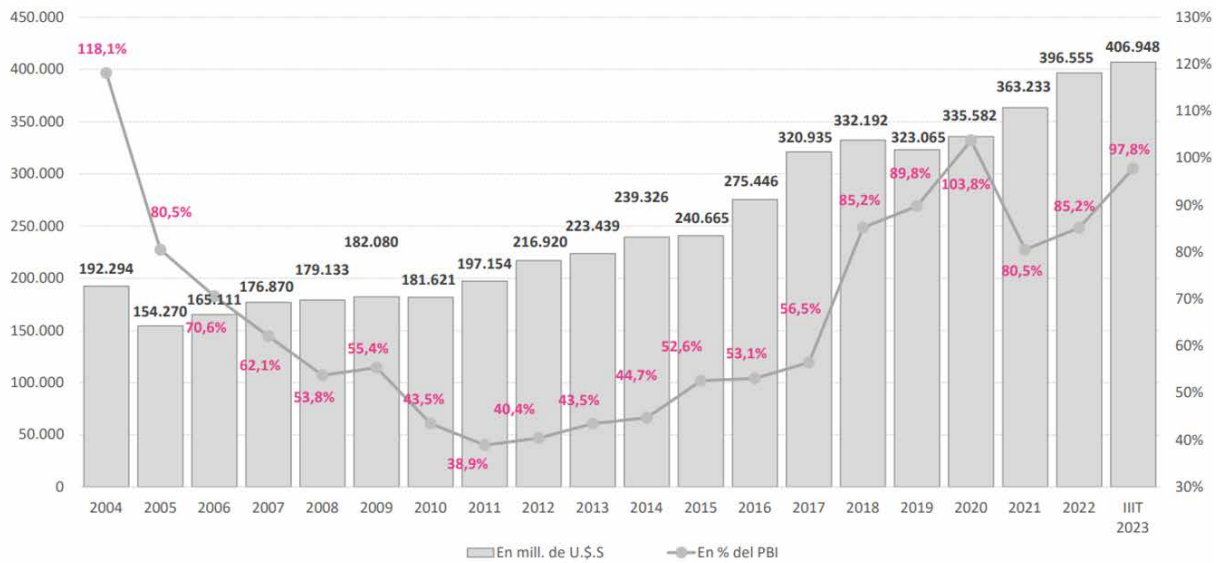
¿Qué se espera para su futuro?

Al inicio de la gestión actual, los frondosos pagos de deuda de 2024 hacían creer que el default tenía una alta probabilidad de ocurrencia, dado un Banco Central con reservas netas negativas y un déficit fiscal crónico. Sin embargo, el gobierno viene resolviendo la problemática de la deuda pública en sus primeros meses, habiendo logrado un superávit financiero en el primer trimestre del 2024, algo que no ocurría desde 2008.

Tanto la licuación del *stock* de pesos en circulación, como el fortalecimiento de las reservas del BCRA, van allanando el camino hacia la eliminación de restricciones del cepo cambiario. Por esta razón, el desendeudamiento no parece estar entre las prioridades del gobierno, sino que la estrategia parece ser la de cambiar la composición de la deuda.

Al analizar el Gráfico 1 sobre la evolución de la deuda en dólares, podemos ver un período a partir de 2005, en el cual el porcentaje de endeudamiento sobre el PBI disminuyó considerablemente a promedios de un 50%. Como vemos, el porcentaje pega un salto discreto en el año 2018, cuando se negocia un nuevo acuerdo con el FMI por un monto total del US50.000 millones de dólares, que se fue desembolsando en distintos pagos.

Gráfico 1. Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central

Fuente: Ministerio de Economía. Deuda de la Administración Central¹.

En los primeros días de enero de este año, el Ministerio de Economía relanzó el plan caído con el FMI, por el cual se acordó recibir US\$4.700 millones para afrontar los pagos de los próximos vencimientos. A cambio, el gobierno se comprometió a cumplir las metas definidas en el acuerdo original. En los primeros días de mayo, el gobierno realizó un nuevo pago al FMI por un monto de alrededor de US\$1.900 millones de vencimientos de capital del crédito Stand By Agreement (SBA) que Argentina tiene con el organismo.

Además de la deuda con el FMI, Argentina tiene su deuda soberana, que también tiene vencimientos próximos. Analicemos, entonces, qué sucede en cada escenario, tanto con los bonos en pesos como los que están en dólares.

En cuanto al escenario en pesos, los vencimientos eran más abultados para este 2024, sin embargo, había una clara ventaja de negociación. Según un informe de gestión de la Secretaría de Finanzas², con datos de noviembre 2023, más del 70% de la deuda en pesos (CER, *dollar-linked*, DUAL, etc.) se encontraba en manos del Estado, el BCRA, con un 31%; el ANSES, con un 24%; el Banco de la Nación

Argentina, con un 10%, entre otros organismos. Eso permitió que durante marzo se lograra un canje con una aceptación del 77% de los bonos en pesos que vencían en 2024, con un valor técnico de unos 55,4 billones de pesos. El canje fue por adhesión y lo que entregó el gobierno a cambio fue una canasta de 4 títulos CER cupón cero con vencimientos en 2025, 2026, 2027 y 2028, indexando la deuda a los próximos 3 años y medio.

Respecto de los bonos en dólares, la situación de 2024 parecería estar resuelta, ya que al gobierno solo le queda afrontar un vencimiento en julio, y con el ritmo de acumulación de reservas que lleva no tendría problema en pagarlo con fondos propios. Como explicamos en nuestro *newsletter* anterior, en los primeros meses del nuevo gobierno se han incrementado reservas netas por un total de US\$10.000 millones, cuando el pago que debe afrontar por los bonos en julio es de US\$2.800 millones. Eso ha generado una disparada histórica de los bonos soberanos en dólares que tenían precio de default. Los títulos de corto plazo (AL29 y AL30) promedian un valor de US\$60, sumando a la fecha un *rally* alcista de más de 100% en los últimos 3 meses.

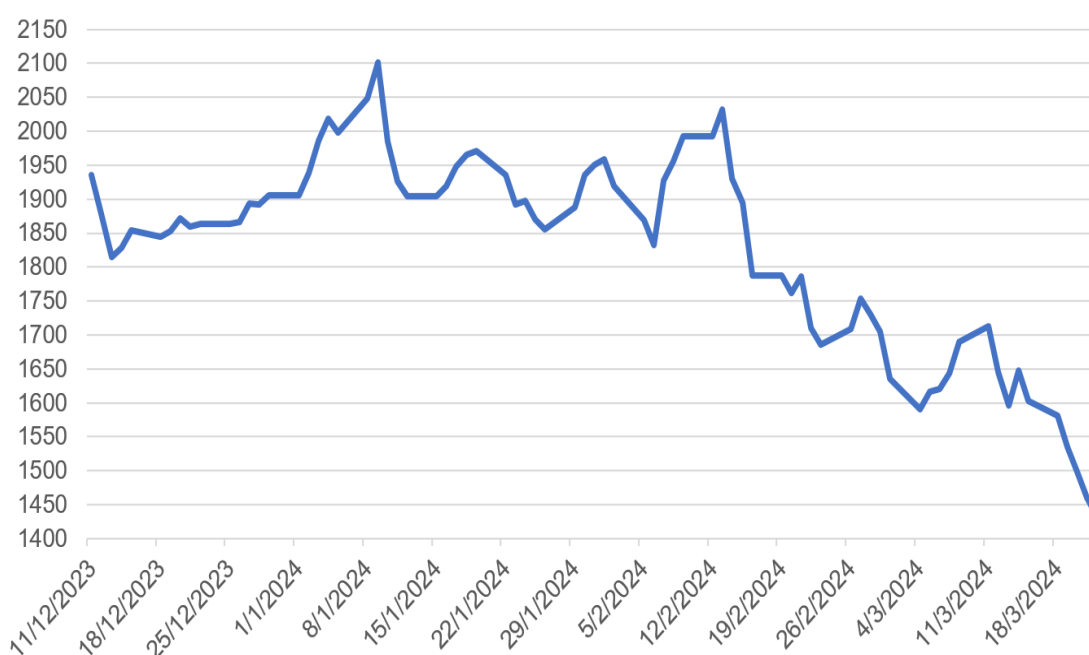
¹ https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/presentacion_grafica_iit_2023.pdf

² https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_gestion_finanzas_dic_2019_-_nov_2023.pdf

Sin embargo, a partir de 2025, los vencimientos de deuda prácticamente se duplican, lo que plantea nuevas estrategias. Cambiar los vencimientos de los bonos por deuda nueva, parecería ser una de las posibilidades. En un escenario en el cual no se defina un acuerdo nuevo con el FMI, la emisión de nuevos bonos permitiría cambiar las nuevas emisiones de deuda por la vigente

A los valores actuales, los bonos soberanos siguen teniendo un rendimiento cercano al 20% anual, un valor demasiado alto para la emisión de nuevos títulos. No obstante, si la confianza del mercado en el nuevo gobierno sigue en crecimiento, esto debería reflejarse en un riesgo país cada vez más bajo (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. Riesgo País Histórico en Argentina



Fuente: Gráfico de elaboración propia con datos de www.ambito.com

Con el fantasma del default cada vez más lejos, sube la probabilidad de pago de los bonos y, por consiguiente, su precio en el mercado secundario, lo cual llevaría a una reducción del riesgo país por debajo de los mil puntos. Eso hará que su rendimiento sea cada vez menor, mejorando la tasa de endeudamiento futura. Llegar a una tasa de un 10/15% permitiría a la Argentina acudir al mercado de capitales en busca de nueva deuda que cubra los pagos más abultados de los años próximos.

Por último, cabe hacer dos observaciones. Por un lado, tener presente la mencionada deuda que se ha acumulado con la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico (Cammesa), cuyas facturas impagas por parte del Estado nacional ya superan los US\$2.200 millones hasta abril. Por el otro, en junio la Argentina debería afrontar pagos del swap con China por un monto de US\$ 5.000 millones, que –considerando la tensión política existente con el gobierno asiático– es un escenario probable la no refinanciación de este tramo del swap.

UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

En el primer semestre de 2024, la economía argentina se asienta sobre una aguda recesión acompañada de un marcado proceso de desinflación. Hacia fin de año, será crucial la magnitud de ambos fenómenos donde un escenario probable para muchos analistas es que el PBI caiga en torno al 4% anual con una tasa de inflación mensual ubicada en torno al 5%.

Se estima que durante el primer trimestre la caída del PBI estuvo cerca del 4% interanual, a la vez que la recesión esté alcanzando por estos días su piso. ¿Cuándo se recuperará la actividad? ¿Con qué intensidad y velocidad?

De una simple observación de los componentes de la demanda agregada surge que: 1) del lado del consumo (el cual explica 2/3 partes del gasto agregado) es difícil esperar una expansión hasta que los aumentos nominales del salario no se ubiquen por encima de la inflación, 2) del lado de la inversión, la extranjera directa puede aparecer en la medida en que se desarmen los controles cambiarios, 3) del lado del gasto público, es evidente que este componente no será el motor de la recuperación debido a la política de austeridad del sector público y 4) del lado de las exportaciones, sin considerar el trimestre actual de mayor liquidación del sector agropecuario, en la segunda mitad del año jugarán un rol importante en su despegue la evolución del tipo de cambio real y la posibilidad de un régimen especial para grandes inversiones en algunos sectores estratégicos como minería y energía.

Editor Responsable
Lic. Fernando Amador Agra

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Lic. Mariano de Miguel

Director Académico
Lic. Diego Coatz

Redactor
Lic. Rodolfo López Warr

Asistentes
Lic. Noelia Lohay
Lic. Darío Tejero

Facultad de Ciencias Económicas
Decano: Dr. Eduardo T. Ghersi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina
Tel.: 4815-3290 int. 1831. Mail: economicas@uces.edu.ar
<http://www.uces.edu.ar/>

Es una publicación periódica de INSECAP