

INDICADORES: Segundo documento sobre Milei.



En este documento tratamos de observar los comportamientos de algunas variables, vinculadas con las cuentas del PBI (en pesos constantes y corrientes), dolarizando la mayoría de los valores. Además incluimos indicadores del sector externo, en particular de la Balanza de Pagos y del Intercambio Comercial Argentino (ICA) e índices.

Como la economía argentina es anormal, o sea que no es sencillo encontrar regularidades y sí imprevistos y saltos, bajas y subas, graficamos algunas variables (indicadores) para observar, como primera aproximación, las medidas que los diversos gobiernos fueron tomando y que en definitiva se reflejan en los movimientos de las mismas. Y por si fuera poco, entre otras cosas, permitieron el surgimiento del presidente Milei que con sus críticas a los partidos políticos, denominados la casta, acumuló el 56 % de los votos.

Todos los datos hasta el 2023 son los observados y publicados (se excluyen los del cuarto trimestre del Producto y del Balance de Pagos, estimados estos), algunos convertidos a dólares o índices. Incluimos, a pura conjetura, una especie de andarivel de valores para el 2024. Esto nos facilitará la tarea de ir corrigiendo las desviaciones, cuando se publiquen los definitivos.

Hemos contado con números del IMF Country Report nº 24/37 de febrero del 2024. Suponemos que los respaldan con la mejor información disponible, pero no los consideramos literalmente. También seguimos en algunos casos el Relevamiento de Expectativas de Mercado de enero/febrero 2024, que publica el Banco Central y cosecha propia en la mayoría de los casos para las conjeturas.

Pero vayamos a los desarrollos macroeconómicos que nos interesan. Dani Rodrik, economista que suele ser urticante en sus libros, recientemente publicó un artículo en el boletín del FMI: *“En las últimas décadas, la economía dominante se ha asociado estrechamente con un conjunto particular de políticas denominadas “neoliberalismo”. El paradigma de la política neoliberal favorece la ampliación del alcance de los mercados (incluidos los mercados globales) y la restricción del papel de la acción gubernamental. Hoy en día se reconoce ampliamente que este enfoque fracasó en varios aspectos importantes. Amplió la desigualdad dentro de las naciones, hizo poco para promover la transición climática y creó puntos ciegos que van desde la salud pública mundial hasta la resiliencia de las cadenas de suministro”*.

En economía, continúa Dani Rodrik, *la respuesta válida a casi cualquier pregunta de política económica es “depende”*. *“El análisis económico cobra importancia precisamente cuando analiza esta dependencia contextual: cómo y por qué las diferencias en el entorno económico afectan los resultados, como las consecuencias de las políticas. El pecado original del paradigma neoliberal fue la creencia en unas pocas reglas generales simples y universales que podían aplicarse en todas partes. Si el neoliberalismo era economía en acción, lo que se exhibía era mala economía”*.



Jorge A. Moore
Marzo 2024

Índice

Finalizado el año 2023 y con todo el 2024:.....	2
Comentarios:.....	2
Sugerencia:.....	3
Fuentes:.....	3
Introducción:.....	3
Después de 25 años: casi paridad absoluta	7
ITCRM	8
Valores observados: Reservas, Exportaciones e Importaciones (ICA) en millones de dólares. ITCRM	9
Primer ordenado sobre la base promedio 98-99-2024 = 100 luego 98-99=100.....	10
En millones de dólares: reservas, exportaciones-importaciones y saldo (ICA).....	11
Las Reservas se mantienen durante la última parte de la Convertibilidad, pero luego disminuyen abruptamente hasta el tercer trimestre del 2002 y una larga recuperación que dura hasta el segundo trimestre de 2011. Nuevamente el tobogán de baja. Hasta el cambio de gobierno que gana Macri, aumentan las Reservas por ingresos de capitales y el FMI, pero esto dura hasta el primer trimestre de 2019, y nuevamente caen casi en forma permanente. Conjeturamos que en el 2024 se observará una recuperación.	11
Tipo de Cambio-Tasa interés-Inflación-der - Cuenta Corriente Balanza de Pagos % / PBI en dólares y Cuenta Corriente B.P. % / PBI constante pesos 2004-izq.	12
Cuenta Corriente y Saldo Bienes: Balance de Pagos en millones de dólares trimestres	13
"PBI, a pesos constantes 2004", en millones izq.....	14
Índice "Consumo Nac. Privado, Ingresos Asalariados + Ingresos Mixtos, Inflación y PBI \$ Corrientes" Variación % respecto del año anterior. Sobre valores nominales der.....	14
Saldos: Cuenta Corriente: ICA - Bal. Pagos y Bal. Cambiario Millones de dólares	15
En millones de dólares, PBI y Consumo Privado izq. Inversión, Export. e Import. Base Ctas. Nacionales en pesos corrientes transformados en dólares promedio der.....	16
Variaciones del patrimonio neto, Inversión Bruta Fija y Préstamos/Endeudamiento Millones dólares.....	17

FINALIZADO EL AÑO 2023 Y CON TODO EL 2024:

Como siempre indicadores asociados, pero cerrando e iniciando gobiernos, el de Fernández y el de Milei. Lo consideramos el segundo documento sobre el periodo de Milei.

COMENTARIOS:

Con el diario del lunes.

SUGERENCIA:

Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos pueden resultar densos, paciencia, los párrafos aclaran aportando información de varios años. Tratamos de analizar los indicadores desde varios puntos de vista y abusando de gráficos.

FUENTES:

Se utilizan valores promedio anuales y mensuales. Fuentes principales: M. Economía. Indec. Banco Central. FMI. [Jame Tobin](#). Dani Rodrik. Comunidad Europea.

INTRODUCCIÓN:

En este documento tratamos de observar los comportamientos de algunas variables, pocas, tienen que ver con las cuentas del PBI (en pesos constantes y corrientes) dolarizando la mayoría de los valores. Además incluimos indicadores del sector externo, en particular de la Balanza de Pagos y del Intercambio Comercial Argentino (ICA) e índices.

Como la economía argentina es anormal, o sea que no es sencillo encontrar regularidades y sí imprevistos y saltos, bajas y subas, graficamos algunas variables (indicadores) para observar, como primera aproximación, las medidas que los diversos gobiernos fueron tomando y que en definitiva se reflejan en los movimientos de las mismas. Y por si fuera poco entre otras cosas permitieron el surgimiento del presidente Milei, que con sus críticas a los partidos y a la casta política acumuló el 56 % de los votos.

Todos los datos hasta el 2023 son los observados y publicados (se excluyen los del cuarto trimestre del Producto y los de la Balance de Pagos, estimados estos últimos), algunos convertidos a dólares o índices. Incluimos a pura conjetura con el ánimo de contar con una especie de andarivel de valores para 2024, lo que nos facilitará la tarea de ir corrigiendo las desviaciones, cuando se publiquen los definitivos.

Hemos contado con números del IMF Country Report nº 24/37 de febrero del 2024, suponemos que los respaldan con la mejor información disponible, pero no los consideramos literalmente. También seguimos en algunos casos el Relevamiento de Expectativas de Mercado de enero/febrero 2024, que publica el Banco Central y cosecha propia en la mayoría de los casos para las conjeturas.

Regularidad:

Si bien destacamos las anomalías en la conducta o recorrido de los indicadores, podemos destacar tres que se caracterizan por su **normalidad y regularidad**, son los que resultan de las trayectorias del Tipo de Cambio (oficial), los Precios Mayoristas (Indec) y los Precios Implícitos (de las Cuentas Nacionales). En 25 años (desde 1999), la diferencia final en el 2024 es mínima; en algunos periodos se pueden visualizar pequeñas ventajas de uno sobre los otros dos que luego el tiempo cicatriza. Por ejemplo, quien guardó una tonelada, digamos de algún material que se fue ajustando por valorización y un índice (mayorista), al final seguramente saldrá parejo, pero posiblemente quien mejor identifica la acumulación en 25 años es un personaje de Inodoro Pereyra, don Charo, ¿qué hizo? Guardó silencio en todo ese tiempo y hoy tiene una respetable suma (de silencios) que no erosiona la inflación.

Brevemente algunos de los Indicadores utilizados:

El Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM): Diario o promedio mensual del Banco Central de la República Argentina (ITCRM), mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de un grupo de países con los cuales se realizan transacciones comerciales. El ITCRM es un índice que contempla las variaciones de los tipos de

cambio reales bilaterales de Argentina con cada uno de sus principales socios comerciales ponderadas por su participación en los flujos de comercio (exportaciones + importaciones) del país referido a manufacturas.

Riesgo País: El riesgo país se expresa en puntos básicos (100 unidades equivalen a una tasa 1%). El riesgo país mide el grado de “peligro” que entraña un país para las inversiones extranjeras. Usualmente es un porcentaje mayor sobre los intereses de títulos considerados seguros. Los bonos argentinos normalmente acarrear altas tasas de interés. Por eso es una deuda de alto riesgo.

Según el Indec, *prestamos / endeudamiento neto o la necesidad de financiación equivale a recibir un préstamo del resto del mundo contabilizado en la cuenta financiera y supone un aumento de los pasivos exteriores (incremento de inversiones extranjeras o de préstamos exteriores) o una disminución de los activos exteriores (reducción de las reservas de divisas)*. Asociado a los resultados de la Cuenta Corriente Balanza de Pagos. Es lo que destacamos en algunos de los gráficos.

Los restantes indicadores utilizados son muy conocidos, tanto los que provienen del PBI como de la Balanza de Pagos o del Balance Cambiario.

Macro:

Pero vayamos a los desarrollos macroeconómicos que nos interesan. Dani Rodrik, economista que suele ser urticante en sus libros, recientemente publicó un artículo en el boletín del FMI. *“En las últimas décadas, la economía dominante se ha asociado estrechamente con un conjunto particular de políticas denominadas “neoliberalismo”. El paradigma de la política neoliberal favorece la ampliación del alcance de los mercados (incluidos los mercados globales) y la restricción del papel de la acción gubernamental. Hoy en día se reconoce ampliamente que este enfoque fracasó en varios aspectos importantes. Amplió la desigualdad dentro de las naciones, hizo poco para promover la transición climática y creó puntos ciegos que van desde la salud pública mundial hasta la resiliencia de las cadenas de suministro”*.

En economía, continúa Dani Rodrik, *la respuesta válida a casi cualquier pregunta de política económica es “depende”*. *“El análisis económico cobra importancia precisamente cuando analiza esta dependencia contextual: cómo y por qué las diferencias en el entorno económico afectan los resultados, como las consecuencias de las políticas. El pecado original del paradigma neoliberal fue la creencia en unas pocas reglas generales simples y universales que podían aplicarse en todas partes. Si el neoliberalismo era economía en acción, lo que se exhibía era mala economía”*.

En dos de sus libros Dani Rodrik (*Las reglas de la economía y La paradoja de la globalización*, con el subtítulo *Democracia y el futuro de la economía mundial*) desarrolla con amplitud estos criterios que apuntan a los fundamentalismos, cualquiera sea su marca, origen o color.

Siguiendo con lo que aparece hoy como el andamiaje teórico o ideológico de Milei, circula en pleno desarrollo la Economía de la Oferta y Escuela Austríaca. Pareciera ser una asociación de estas dos corrientes del pensamiento macroeconómico lo que traduce las medidas que se van desplegando. La **economía de la oferta** es una escuela macroeconómica que sostiene que se puede alcanzar el crecimiento económico con medidas que incrementen la oferta agregada mediante una reducción de barreras para las personas y empresas que producen (oferta) bienes y servicios, utilizando para ello la reducción de impuestos y un proceso acelerado de desregulación y el desmontaje de parámetros y frenos económicos vigentes, permite la vigencia de cierto orden espontáneo y se ensambla con los principios de la Escuela Austríaca que se opone totalmente a cualquier regulación del mercado por parte del Estado. Como el eje central es el individualismo, afirman que los grupos no pueden actuar, excepto a través de las acciones de los miembros individuales. Por eso es que escuchamos en muchos funcionarios y en

Milei la oposición entre las corporaciones (las hay para todos los gustos) y los individuos. No es pequeña esta disfunción en el capitalismo. Es un poco complicado entender esto, pero si lo dice Milei, los funcionarios lo repiten. Ahora, para no confundir, no se duda de la importancia de la oferta en particular de la Inversión.

Debiéramos agregar, como otro componente del menú, **pragmatismo**, pero nunca se sabe muy bien en qué consiste.

Un crítico severo de la Economía de la Oferta fue Jame Tobin, economista premio Nobel, *para quien resulta en la actualidad (hace unos años lo escribió) la más popular de las contrarrevoluciones, es también la más amorfa. No cuenta entre sus filas con un Keynes, un Fridman o un Lucas, carece de un texto sagrado que explique los fundamentos técnicos.*

Consenso, credibilidad y expectativas:

Pero no siempre las cosas son tan sencillas de encasillar en economía y mucho menos en Argentina asegurar el futuro. Debemos tener presentes por lo menos tres ideas o conceptos que pueden derrumbar las mejores intenciones: los consensos, la credibilidad y las expectativas, todas largamente abordadas por los macroeconomistas de distintos colores y pelajes.

1. El primero se refiere a acuerdos armónicos entre ideas y propuestas, algunas incluso opuestas.
2. El segundo (credibilidad) se refiere a los consumidores e inversores si estiman que la política económica será la actual y permanecerá en el tiempo.
3. El tercero (expectativas) es cercano al segundo.

Con un par de ejemplos se puede explicarlo mejor, ¿cuáles son las expectativas de inflación? ¿Cuáles son las expectativas sobre los ingresos futuros? Normalmente se puede afirmar que si se espera que disminuyan (los ingresos), no solo disminuye el consumo sino que también es probable que disminuya la producción. Esto último tiene que ver con las empresas y las inversiones. ¿Cómo será finalmente?

En acción:

Pareciera que el camino tomado para tratar de domar la inflación es cierto grado de recesión, por lo menos así lo hemos visto hasta el momento, y puede dar algún resultado (sería lo esperable) en la disminución, pero debemos recordar que pasamos (en nuestra historia) por recesión y simultáneamente inflación y en otros momentos con recesión y deflación, ejemplos para todo no nos faltan. Obviamente la inflación es un mal horizonte para los consumidores, las inversiones y siempre termina determinando una peor distribución de los ingresos. En la economía argentina normalmente ha predominado el tiempo con altos grados de incertidumbre y por supuesto en este clima las expectativas y la credibilidad no fueron alentadoras. Recordemos siempre que la inflación suele ser un ordenador silencioso en el proceso de licuaciones, pega a un buen número de personas que reciben ingresos por debajo de la inflación. Esto está operando a todo vapor, la pregunta es: ¿Por cuánto tiempo?

Podemos completar lo anterior con conceptos, como Renta Disponible, otro de Ahorro Nacional Bruto, también Inversión (en un gráfico podemos apreciarlo) y Propensión a Consumir (aunque esto seguramente no le guste a Milei por cierto aroma keynesiano), pero sabemos hasta el momento que el consumo aumenta (en cierta proporción) cuando aumenta la Renta Disponible. De acuerdo con lo que venimos escuchando y observando, la autoridad económica trata por todos los medios de reducir el gasto del Estado, y lo está logrando, por lo menos en los dos primeros meses del 2024, pero no creo que sepan (los funcionarios) cómo será el final del recorte. Los costos y desaguisados, si algo no funciona, lo iremos viendo en los próximos meses

o años. Milei y sus seguidores esperan el milagro producto del achicamiento del Estado que producirá crecimiento de la economía y reducción de la inflación.

Una reducción del déficit fiscal puede tener también, debemos reconocerlo, debilitar la inflación y junto a esto una contracción de las cuentas nacionales, es lo que vaticina el FMI para 2024. Juegan los plazos y el tiempo en todas las medidas que se vayan desplegando, como sabemos (el tiempo) es un terreno movedizo cuando se alteran, modifican o eliminan reglas.

Fiscal, monetario y financiero:

En una reciente conferencia Milei destacó que se debe ordenar el sistema fiscal, el monetario y financiero. Esto luego permitiría tomar una serie de medidas para ir completando el “árbol de decisiones” del modelo. El fiscal es el que aparece con mayor presencia y luce hoy como el ancla más fuerte. Como será que hasta los encontronazos con gobernadores está a la orden del día. Incluye lo anterior y algo enuncia el FMI, ¿renegociar o refinanciar la deuda?

¿Qué quiere decir ordenar el sistema monetario y financiero? De acuerdo con lo dicho por Milei, las propuestas tienen que ver con un camino intermedio a la dolarización, sería el bimonetarismo explícito y convivencia de monedas. Se condimenta lo anterior con decisiones sobre la emisión por parte del BCRA para apoyar (o dejar de apoyar) al Tesoro. La resolución más dura planteada sería impedir y meter presos a los directores que emitan para el Tesoro; es una muy fuerte restricción y como tal discutible en política económica. Cuando los problemas son pesados suelen traducirse en propuestas de prohibir, restringir o establecer reglas para tal o cual cosa. No son muchos los países que aplican restricciones ultraseveras, pero como Argentina se maneja en los extremos puede contar con alguna base de apoyo.

El ejemplo más extendido de normas y bandas es la zona del euro, con límites de movimientos mayores y menores que no siempre funcionaron, pero los países miembros debieron ajustarse y resultó o está resultando conveniente. Son muchos años de trabajo y consensos que llevaron a esto. El paraguas es la estabilidad y la convergencia, sirve de ejemplo. Los puntos principales.

1. *Estabilidad de los precios. La tasa de inflación no puede exceder en más de 1,5 puntos porcentuales de la tasa de los tres Estados miembros con mejores resultados en la materia.*
2. *Finanzas públicas saneadas y sostenibles. El país no debe estar sujeto al procedimiento de déficit excesivo. Una deuda pública inferior por ejemplo al 60 % del PBI. Las normas presupuestarias son muy estrictas.*
3. *Estabilidad del tipo de cambio.*
4. *Tipos de interés a largo plazo. El tipo de interés a largo plazo no debe exceder en más de dos puntos porcentuales del tipo de los tres Estados miembros con mejores resultados en materia de estabilidad de precios.*

Siguiendo con la política interna. El bimonetarismo abierto y funcionando hasta el momento es solo una expresión, pero supuestamente se concretaría en un plazo cercano. Las preguntas que naturalmente surgen se refieren por ejemplo a si eso implica sostener un tipo de cambio flotante y que el valor de las monedas se resuelva en el mercado. Seguramente significa levantar el cepo. La otra posibilidad tiene que ver con un paso más, o sea la dolarización, que implica como medida central un tipo de cambio fijo que obliga a las autoridades a vender dólares, para lo cual obviamente deben tenerlos. Como se sabe, dolarizar restringe fuertemente la operatoria del Banco Central y elimina medidas que pueden ser necesarias en algún momento al depender totalmente de la apreciación o depreciación del dólar. ¿Por dónde iremos finalmente? ¿Se establecería una cláusula de escape? ¿Tiene cabida un prestamista de última instancia?

Pacto de mayo:

Debemos reconocer para finalizar dos aspectos de la gestión de Milei. Permitió fotografiar algunos agujeros negros del Estado argentino, algo es algo. Esto agrego crédito a su gestión. El segundo surge del discurso del primero de marzo en el Congreso donde lo importante es la convocatoria a la firma de un “Nuevo pacto de mayo”, acuerdo, convenio de 10 puntos. El primero de los puntos ya está incluido en la Constitución. El referido a la coparticipación de impuestos no parece sencillo discutirlo en solo dos meses de gestión. Para otros de los puntos habrá que conocer los costos para las partes, por ejemplo la reducción al 25 % del PBI del gasto público sobre un total aproximado del 45 % del PBI. En esto se incluyen también los municipios ¿Cómo lo distribuyen internamente las provincias en la parte que les corresponde? En el resto de los puntos no solo deben participar los gobernadores sino también los integrantes del cuerpo social. O sea, posibles algunos, otros muy complejos y los demás requieren acuerdos más amplios con las conducciones de las provincias. Finalmente es posible esperar una llegada a zona intermedia que no termine de satisfacer totalmente a ninguna de las partes, pero se podría decir: “Es lo que hay”.

DESPUÉS DE 25 AÑOS: CASI PARIDAD ABSOLUTA

Con un recorrido de 25 años podemos observar la gran paridad entre el tipo de cambio, los precios mayoristas y los precios implícitos (PBI de las cuentas nacionales), que implica una tasa promedio del 4 % mensual.

Con una pequeña ventaja, finalmente para el tipo de cambio que muchas veces anticipó los movimientos de los otros dos indicadores, dependiendo siempre desde donde se inician las comparaciones.

Los saltos más violentos o rápidos se empezaron a dar a partir del 2015 en los indicadores, pero la primera ruptura ya se dio en el 2001/2002, especialmente en el tipo de cambio, una época para recordar. Con respecto a los precios mayoristas, desde el final de la Convertibilidad el torbellino de movimientos se fue dando algunas veces con mayor intensidad.

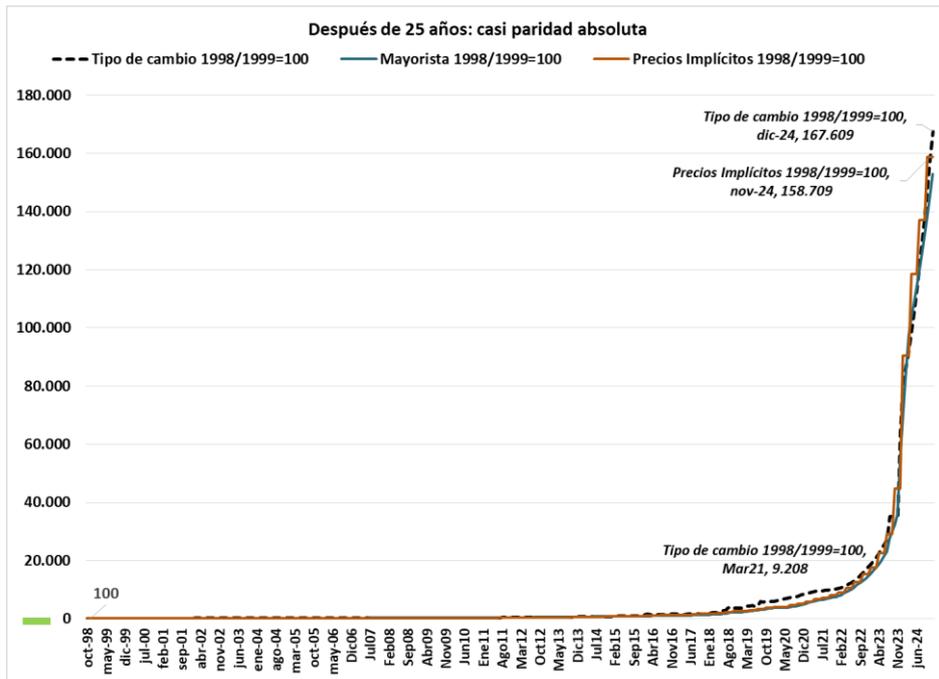
¿Una pregunta? ¿Es o debiera ser la principal preocupación del BCRA?

Esto está más allá de las discusiones teóricas, empíricas o ideológicas sobre el motor y el combustible de estos valores que crecen a lo largo del tiempo.

Pero queda claro que además de la regularidad observada, otra regularidad resaltante es la alta propensión a devaluar, algunas veces porque la necesidad tiene cara de hereje y otras por creer que con una sola medida venía el vendaval de soluciones. Pensamiento mágico puro.

Para darle un corte dramático, en estos veinticinco años debemos multiplicar por 1.600 a 1.700 cualquier precio desde el inicio de la serie. Son valores al final del 2024.

Los indicadores del 2024 los ajustamos de acuerdo con una tasa de inflación de aproximadamente el 150 % a fin de año. Si esto luego se reduce se podrán observar cambios importantes.



ITCRM

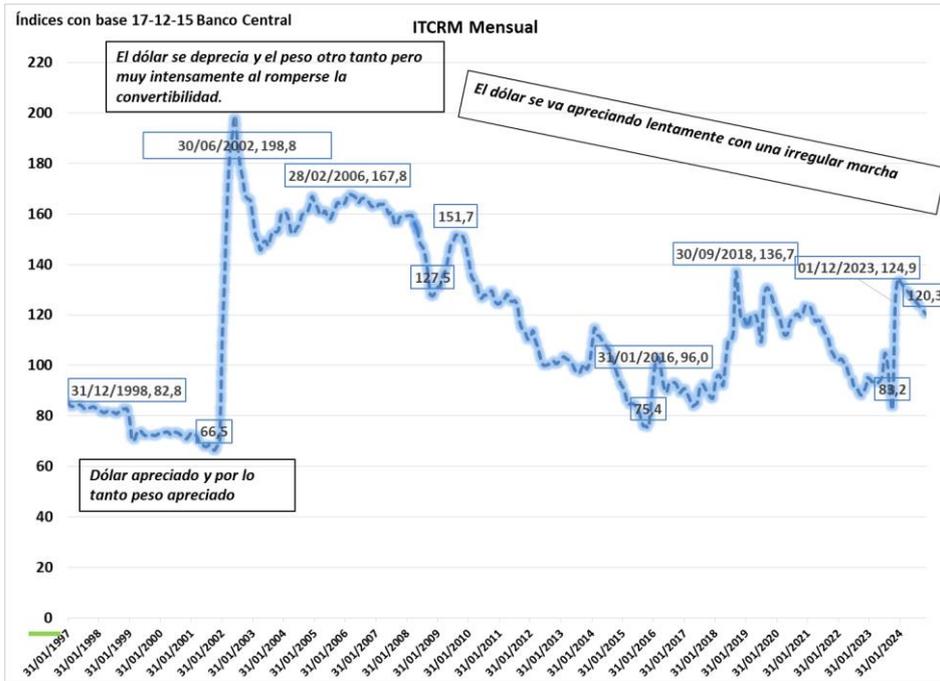
Los picos que se observan tienen que ver con las devaluaciones del tipo de cambio, o sea cuando se deprecia el peso (el dólar entonces más caro).

Si bien en el ITCRM intervienen otros elementos, destacamos uno solo. Además podemos apreciar la mayor o menor competitividad, a partir del tipo de cambio y de los precios internos y externos.

La contracara de lo anterior es el periodo de la convertibilidad que sostuvo 1 peso = 1 dólar, y que además coincidió con una alta apreciación del dólar (el peso atado al mismo se apreció también).

Seguramente fue una de las razones, entre otras, que provocó el derrumbe de la Convertibilidad. Y es un elemento a tener en cuenta en una eventual dolarización.

Para que se entienda mejor, digamos que hoy u\$s 1 = \$ 850 y en diciembre 24 u\$s = \$1650 el dólar se **aprecia** (respecto del peso) en: $(1650-850)/850*100 = 94 \%$. Si lo miramos del lado del peso: $u\$s 1 = 1/850$ y $u\$s 1 = 1/1650$, el peso se deprecia o devalúa $(0.00176-0.00060)/0.00176$ se deprecia el **48 %**.



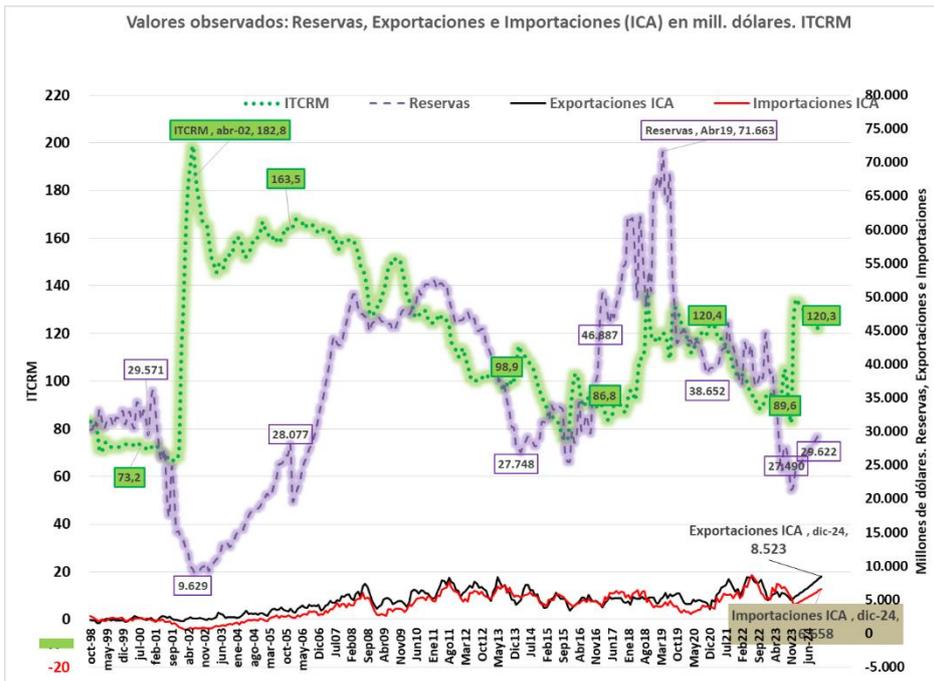
VALORES OBSERVADOS: RESERVAS, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (ICA) EN MILLONES DE DÓLARES. ITCRM

Cierta relación se observa entre el valor del ITCRM (no incluye granos) y las Reservas Brutas del Banco Central. Obviamente, no solo el Índice es el responsable por cuanto existe una serie de otros indicadores y acontecimientos que influyen.

En la parte inferior se puede observar la marcha de las exportaciones e importaciones; los momentos de mayor volumen exportado se acercan a los u\$s 9.000 en el mes y otro tanto ocurre con las importaciones.

El año 2022 fue un año de volumen importante tanto para las importaciones como para las exportaciones. Pero el periodo prolongado de saldos positivos fue entre el 2002 y el 2008.

Fue también el inicio de la deuda por falta de dólares contraída por importadores con sus fuentes de abastecimiento del exterior que se agudizó en el 2023 y aparecieron los bonos BOPREAL. Algo así como correr el arco, pero sin muchas alternativas.



PRIMER ORDENADO SOBRE LA BASE PROMEDIO 98-99-2024 = 100 LUEGO 98-99=100

Ordenado sobre la base promedio 98-99/2024 = 100 luego 98-99=100 bc 4.

De esta forma queda claro cuando algún indicador descarrila o sufre alteraciones fuertes, ya que lo contrastamos con el promedio del todo el periodo, si bien los promedios pueden resultar engañosos, creemos que para esto sirve.

Riesgo País: Así tenemos que el Riesgo País con el incendio del 2001/02 salta a un valor increíble y poco pensable. Resultó la mayor catástrofe con desempleo, pobreza, deflación, caída de la actividad, sin reservas, no pago de la deuda, o sea "peor imposible". Era factible pensar que después de las medidas adoptadas por el ministro Remes Lenicov, solo cabía esperar que surgieran los brotes verdes, incluso sin hacer mucho. El Riesgo País estaba asociado al no pago de la deuda, suspensión o reprogramación. Adolfo Rodríguez Saá anunció que iba a suspender el pago de toda la deuda externa.

Los problemas del Riesgo País se repitieron con menor intensidad en el 2do trimestre del 2020 y parcialmente en el 2023.

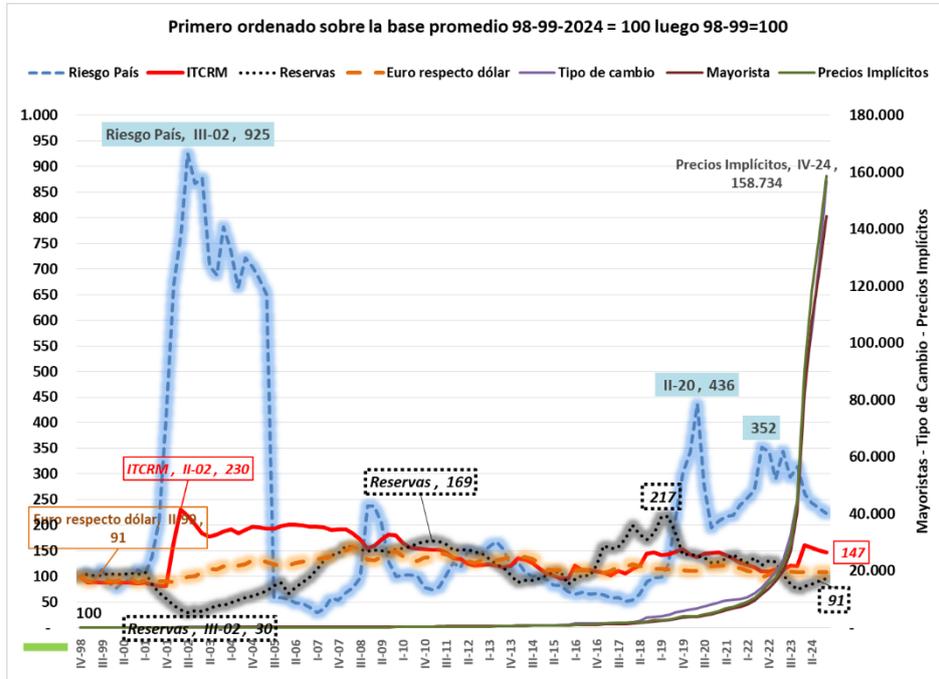
Todos momentos que señalan dificultades y quiebres, en algunos casos (2020) por pestes.

El ITCRM: Con el final de la Convertibilidad muestra un salto (devaluación mediante 2002 y otras yerbas), y luego un largo descenso que se interrumpe en la segunda mitad del 2018 con nuevas devaluaciones y con el FMI tratando de arreglar un poco el desorden, pero no pudo hacer mucho.

Las Reservas: Se sostienen durante la convertibilidad y con la crisis (2001-2002) bajan abruptamente. El crecimiento posterior duró hasta aproximadamente el 2011. Luego hubo una caída hasta el final del 2015, e inmediatamente una elevación significativa hasta el 2do trimestre del 2019. En esto jugaron el FMI y capitales ingresados, y nuevamente a partir de ese momento (2021) se registró una disminución. Estimamos una cierta recuperación en el 2024.

Dólar por Euro: Agregamos porque también tiene importancia la relación euro dólar (cuantos dólares se pueden comprar con un euro), durante el final de la Convertibilidad el dólar estaba apreciado, pero luego en la década siguiente se deprecia fuertemente, desde el 2015 se mantiene con cierto nivel de apreciación y con menos oscilaciones.

Incluimos los tres indicadores (Precios Mayoristas, Tipo de Cambio y Precios Implícitos) que aparecen con movimientos y crecimientos similares, como lo vimos en un gráfico anterior.



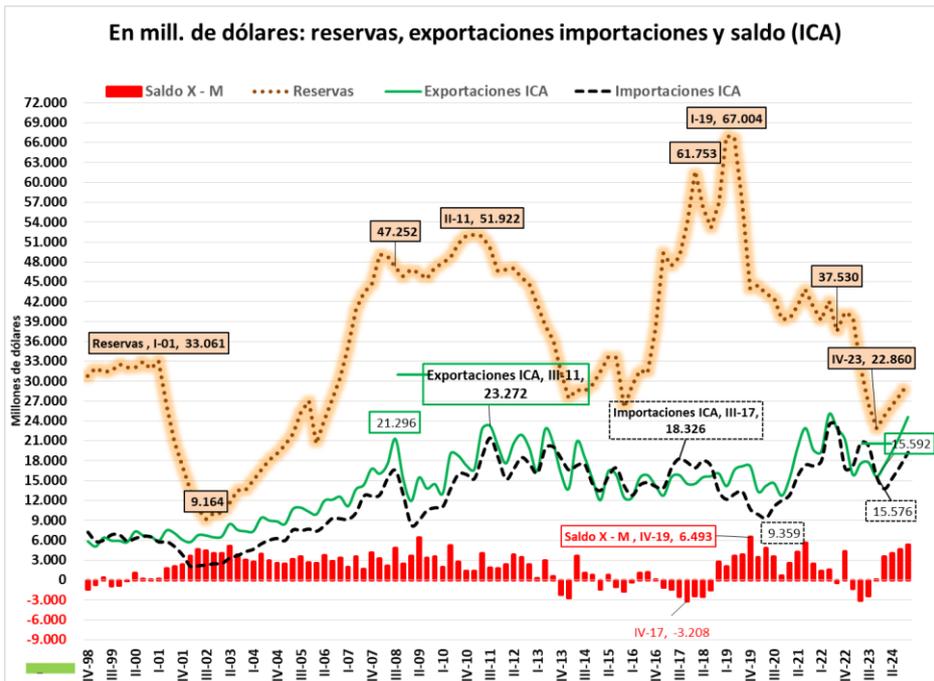
EN MILLONES DE DÓLARES: RESERVAS, EXPORTACIONES-IMPORTACIONES Y SALDO (ICA)

LAS RESERVAS SE MANTIENEN DURANTE LA ÚLTIMA PARTE DE LA CONVERTIBILIDAD, PERO LUEGO DISMINUYEN ABRUPTAMENTE HASTA EL TERCER TRIMESTRE DEL 2002 Y UNA LARGA RECUPERACIÓN QUE DURA HASTA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2011. NUEVAMENTE EL TOBOGÁN DE BAJA. HASTA EL CAMBIO DE GOBIERNO QUE GANA MACRI, AUMENTAN LAS RESERVAS POR INGRESOS DE CAPITALES Y EL FMI, PERO ESTO DURA HASTA EL PRIMER TRIMESTRE DE 2019, Y NUEVAMENTE CAEN CASI EN FORMA PERMANENTE. CONJETURAMOS QUE EN EL 2024 SE OBSERVARÁ UNA RECUPERACIÓN.

Pero los intereses de la deuda como servicios obligan a pensar que el saldo de las exportaciones e importaciones debe por lo menos duplicar lo visto hasta el momento. De lo contrario los problemas se siguen arrastrando año tras año.

En un país poco creíble, si el saldo del ICA no es importante, las dificultades no se pueden ocultar. En el gráfico queda claro que el incremento de las exportaciones arrastra el crecimiento de las reservas en mayor grado que las en algunos casos la disminución de las importaciones. Digamos hasta el 2008 y agregamos el 2011.

Pero también cuando las importaciones crecen y las exportaciones quedan estancadas, aumentan las reservas por la acción de los préstamos y del Fondo Monetario hasta el 1º trimestre de 2019. Aunque esto finalmente terminó mal.



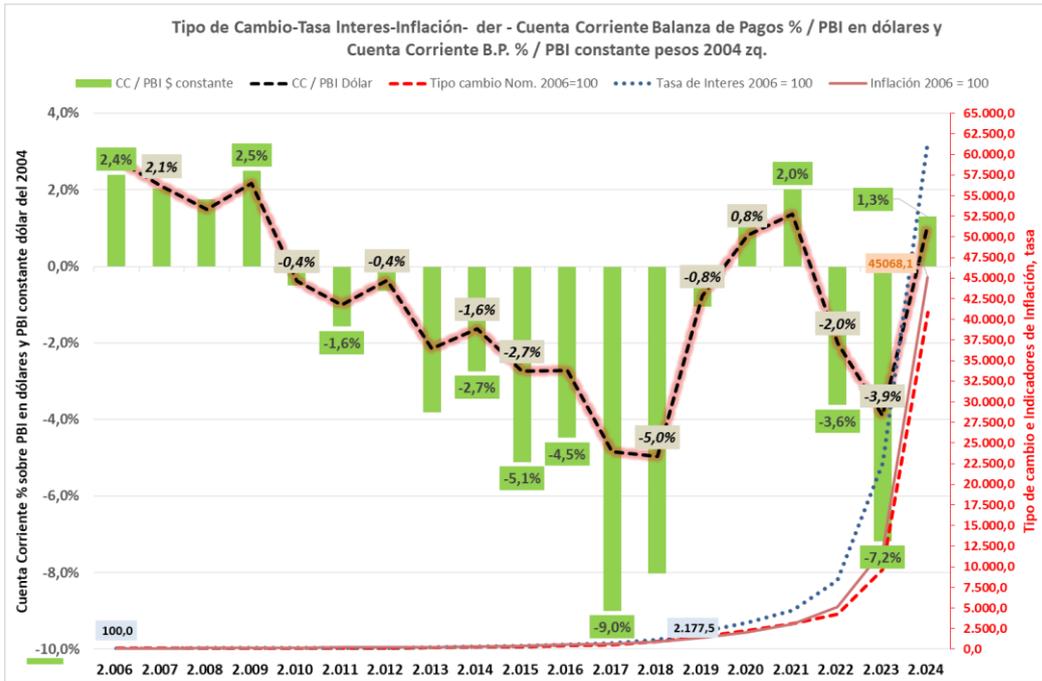
TIPO DE CAMBIO-TASA INTERÉS-INFLACIÓN-DER - CUENTA CORRIENTE BALANZA DE PAGOS % / PBI EN DÓLARES Y CUENTA CORRIENTE B.P. % / PBI CONSTANTE PESOS 2004-IZQ.

En los años analizados, los primeros cuatro dieron positivo en la relación Cuenta Corriente B.P./PBI tanto en pesos constantes como en dólares, porque aún conservaban la ventaja del descalabro del 2002, pero a partir del 2010 y en forma creciente resultan porcentuales negativos especialmente en los años recientes. Los problemas del Covid y la fuerte caída de la actividad (menores importaciones) permiten contar con un eventual porcentual positivo (2020-2021), que luego nuevamente se derrumba.

Conjeturamos para el 2024 un porcentaje positivo asentado en la caída de la actividad y por lo tanto de menores importaciones como mayor volumen de las exportaciones. Además puede existir una negociación de la deuda, lo cual podría mejorar el pago de intereses. Aclaramos que lo anterior también se inserta en la disminución de la inflación y en el aumento de las reservas para sostener el posible bimonetarismo abierto. Es lo que parece espera Milei.

Se agregaron algunos indicadores que están asociados finalmente en los resultados. Consideramos los promedios anuales (no diciembre-diciembre) tanto de la inflación, del tipo de cambio y de la tasa de intereses efectiva anual. La tasa de política monetaria asciende bruscamente a partir del 2017 y saca algunas ventajas en el largo plazo. Definimos el 2024 con una tasa menor a la inflación y al tipo de cambio, suponemos que es para que las personas y las empresas se vayan desprendiendo más rápidamente de los pesos. La inflación la estimamos elevada en el 2024, pero puede oscilar entre el 150 y 170 %. Suponemos que el tipo de cambio finalmente se ajustará a una tasa similar a la inflación o sea mayor al 2 % mensual hoy planteado. El FMI es optimista con el resultado de la relación Cuenta Corriente B. P. / PBI y muestra porcentajes para el 2024 y 2025 que rondan el 1 %, y agrega que el saldo de la Cuenta Corriente del Balance Comercial del ICA puede ser superior al 3 %.

Pero finalmente el resultado no está exento que pueda salir "pato o gallareta".

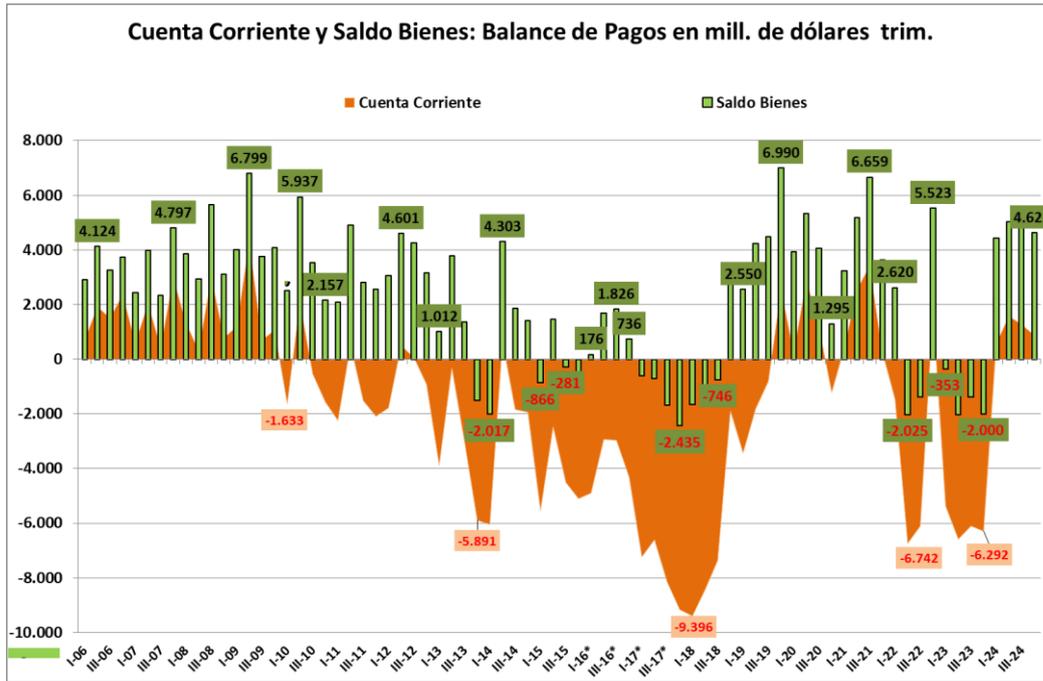


CUENTA CORRIENTE Y SALDO BIENES: BALANCE DE PAGOS EN MILLONES DE DÓLARES TRIMESTRES

La Balanza de pagos presenta un problema difícil de resolver.

Consideramos los saldos Bienes (exportaciones menos importaciones, muy asociados a los números del ICA) y que en definitiva son la fuente genuina del ingreso de dólares. Observamos que fueron fuertemente negativos en los trimestres 2017 y 2018, y otro tanto en los trimestres del 2023. Sabemos cómo terminó el ciclo Macri y también el de Fernández, que significó la aparición de Milei. Se podrían agregar otras razones.

El saldo de la Cuenta Corriente del Balance de pagos muestra valores negativos a lo largo de los años observados. Se destaca el final del 2015, pero realmente la dimensión que alcanza el 2017, u\$s 31.000 millones, y el 2018, u\$s 27.000. Números indigeribles para la economía. En el 2024, estimamos saldos positivos.



"PBI, A PESOS CONSTANTES 2004", EN MILLONES IZQ.

ÍNDICE "CONSUMO NAC. PRIVADO, INGRESOS ASALARIADOS + INGRESOS MIXTOS, INFLACIÓN Y PBI \$ CORRIENTES" VARIACIÓN % RESPECTO DEL AÑO ANTERIOR. SOBRE VALORES NOMINALES DER.

PBI \$ Constantes 2004: Incluimos el valor observado del PBI a pesos constantes con sus bruscas oscilaciones, luego de la profunda caída del 2020 llega la recuperación en los años 2021 y 2022. El 2023 está estimado con una caída y algo similar para el 2024 tal como presagia el FMI.

La principal fuente de información de las Cuentas Nacionales sobre ingresos utilizados por el Indec son las Encuestas Permanentes de Hogares, el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y otras fuentes oficiales.

Ingresos Asalariados e Ingreso Mixto como indicadores: Destacamos con estos indicadores, los Ingresos de los Asalariados y con el agregado del Ingreso Mixto, de acuerdo con la información del Indec. Tal como se observa, Ingresos de los Asalariados e Ingreso Mixto presentan una declinación pequeña que se estabiliza a partir del 2021; comprende en la actualidad 22 millones de puestos de trabajo y la parte de Ingreso Mixto. Mayormente en relación al PBI \$ corriente oscila entre el 48 % y el 53 %. Se observa en el gráfico en la línea punteada azul. Siempre las variaciones son hechas sobre valores nominales. Tener en cuenta que son las variaciones respecto del año anterior.

La elevada inflación permanente produce ruidos en los salarios, especialmente en la determinación de los salarios reales y en la discusión en las paritarias. Pero no puede dejar de destacarse que, a pesar de la elevada inflación a lo largo de los años analizados, los indicadores como Salarios y el Consumo, en general siguen los movimientos tanto de la inflación como del PBI a \$ Corrientes, tal como se puede observar en el gráfico. El país convive en una línea delgada de equilibrio.

Conjeturamos una caída de la inflación para el 2024; los otros indicadores aumentan en los porcentuales pero en menor medida que la inflación. Seguramente puede llegar a ser uno de los problemas del año o es lo buscado bajo el mecanismo de licuación de ingresos.

El país pudo sobrevivir gracias a esos ajustes, que obviamente duran hasta que se rompa un eslabón y la cadena salte a pedazos.

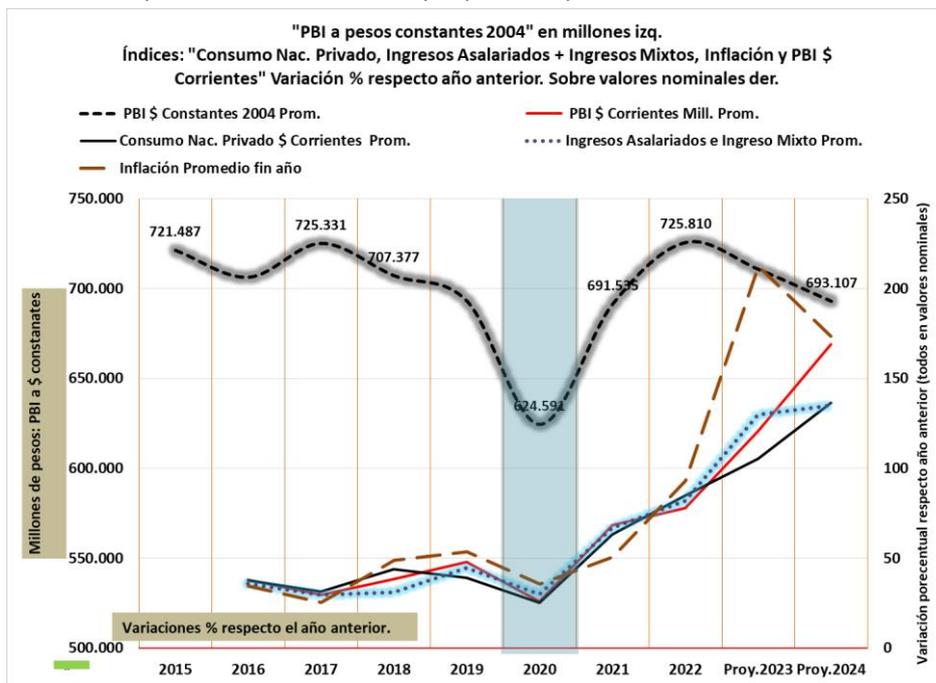
El estancamiento de la economía da como resultado que distintas variables se van acomodando a alta velocidad.

De lo anterior podrían surgir las condiciones para el gobierno de Milei:

Conjeturo que sería necesario estabilizar y tranquilizar las variables, obviamente es muy fácil decir y muy complicado implementarlo.

¿Por dónde empezar? ¿Es una verdadera trampa la velocidad de las variables?

¿Frenarlas pausadamente o violentamente? Ninguna garantiza éxito, o por lo menos éxito inmediato, pero observaremos las propuestas y variantes.



SALDOS: CUENTA CORRIENTE: ICA - BAL. PAGOS Y BAL. CAMBIARIO MILLONES DE DÓLARES

No responden estrictamente a los mismos conceptos, pero son claros indicadores de la situación externa, en particular del volumen de las exportaciones e importaciones y de los cobros y pagos de los anteriores conceptos.

En el caso del ICA (Intercambio Comercial Argentino), que es el más usado como indicador, los valores de las exportaciones son FOB, en tanto las importaciones son CIF (incorpora los fletes y seguros), el saldo es un dato clave para el ingresos de dólares. Se pueden seguir en el gráfico las profundas desviaciones de un año a otro. En esto juegan varios factores, pero parece que el impacto mayor es la caída de las importaciones por caída de la actividad cuando el saldo resulta positivo. No desconocemos otros como sequías, precios y demás yerbas.

La cuenta corriente de la Balanza de Pagos incluye otros conceptos además de las exportaciones e importaciones (bienes), como servicios, rentas y otros. Según se puede apreciar en el gráfico,

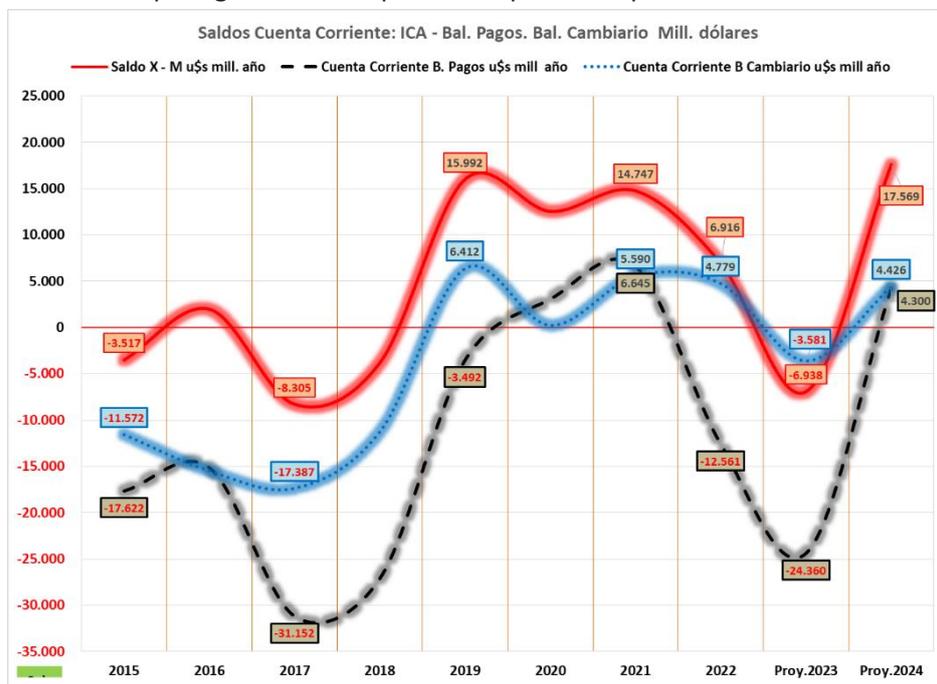
los saldos son mayormente negativos, por lo tanto requieren del financiamiento externo o la disminución de las reservas. En todo esto impacta fuertemente la deuda externa cuando aumenta como cuando se pagan intereses.

El Balance Cambiario, que es llevado por el Banco Central, da cuenta de los cobros y pagos de las exportaciones e importaciones. Esto trae por ejemplo los títulos BOPREAL que representan importaciones que desde el año 2022 y mayormente 2023 quedaron impagos.

A nivel de simple conjetura fijamos los saldos de cuenta corriente (ICA) para el 2024, simplemente con los datos de mayores exportaciones, menores importaciones por la caída de la actividad económica, por lo que finalmente el saldo probablemente sea positivo. Los otros dos saldos, el de la B. Pagos y B. Cambiario es mucho más complicado de estimar. Consideramos una aproximación a lo publicado por el FMI y también cosecha propia.

Lo anterior además está en línea con el FMI de lograr un aumento de las Reservas.

Pero como sabemos la ocurrencia de lo anterior no es tan frecuente y da la pauta de las dificultades para generar las expectativas positivas que necesita Milei.



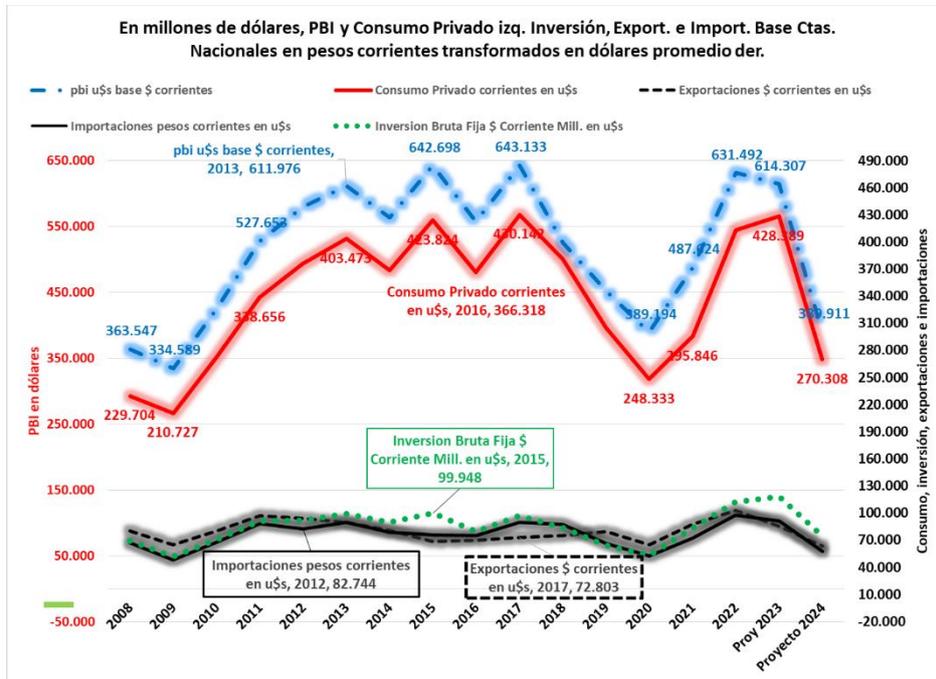
EN MILLONES DE DÓLARES, PBI Y CONSUMO PRIVADO IZQ. INVERSIÓN, EXPORT. E IMPORT. BASE CTAS. NACIONALES EN PESOS CORRIENTES TRANSFORMADOS EN DÓLARES PROMEDIO DER.

La importancia del Consumo Privado se puede seguir en el gráfico con sus valores en dólares. Y cierta regularidad entre el 60 y el 70 % en relación al PBI, pero con gran amplitud en sus variaciones, algunas veces por baja en el consumo y otras por una mezcla de baja y suba del tipo de cambio utilizado para la conversión.

Para el 2024 conjeturamos una caída del Consumo Privado por la confluencia de tres factores, por un lado la caída de la actividad y la licuación producto de la inflación, y por el otro, el incremento del tipo de cambio, que lo asociamos a la inflación conjeturada.

Los otros indicadores como las Exportaciones, Importaciones e Inversiones oscilan alrededor de los u\$s 55/70.000 millones. Definimos también 2024 con caída y obviamente con menor

participación en relación al PBI. En el caso de las Exportaciones dependerá finalmente del volumen y de los precios tanto de los productos como del tipo de cambio. Se debe tener presente que muchas veces el valor en dólares de las cuentas del PBI están influidas por un tipo de cambio por momentos apreciado o depreciado. Suponemos para 2024 un tipo de cambio depreciado o sea un dólar más caro.



VARIACIONES DEL PATRIMONIO NETO, INVERSIÓN BRUTA FIJA Y PRÉSTAMOS/ENDEUDAMIENTO MILLONES DÓLARES

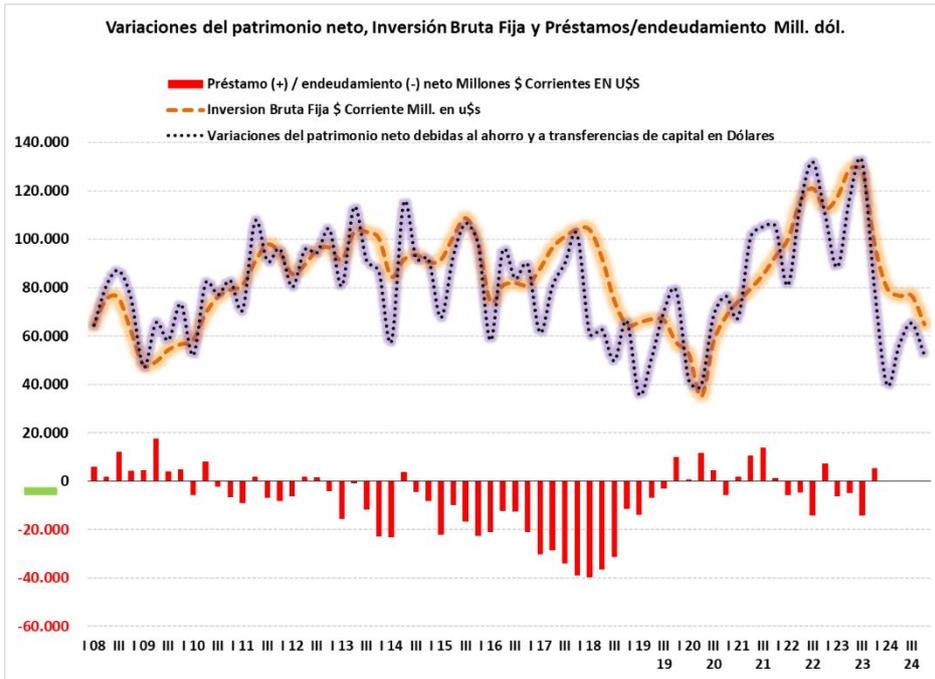
El ahorro nacional bruto es la diferencia que surge del Ingreso Nacional Disponible menos el Consumo tanto privado como público.

La cuenta Préstamos/endeudamiento resulta mayormente negativa y significa aumento de la deuda con el exterior.

Consideramos las Variaciones del Patrimonio Neto, la diferencia es muy pequeña con el Ahorro Nacional Bruto, dado por transferencia neta de capital y variaciones de existencias de acuerdo con la información del Indec.

Estas cuentas son de suma importancia, permiten ver que el ahorro del Gobierno es inexistente; para que lo fuera, deberían existir resultados fiscales positivos, cuestión que en los últimos años no ocurre. Por otro lado, los préstamos del exterior en definitiva terminan aumentando la deuda externa.

Se supone que el superávit por la eliminación del déficit fiscal permitirá un aumento del ahorro interno, pero solo por el lado del Gobierno, por el lado privado se mantendrá en los valores actuales.



Saludos

Lic. Jorge A Moore

Marzo 2024

Corrección: Manuel López de Tejada