

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

MEJORAN LOS INDICADORES, PERO SIGUE LA INCERTIDUMBRE

En los últimos meses, el mercado cambiario, el nivel de actividad económica y las compras de divisas del BCRA muestran un mejor clima. Únicamente la inflación sale de la norma. Aun así, las cotizaciones de los bonos argentinos continúan cayendo y el riesgo país aumenta. La economía sigue lejos de dejar atrás el cuadro de extrema fragilidad. Buena parte de la incertidumbre radica en que los vencimientos en dólares son elevados en relación con la capacidad de acumular reservas en el Banco Central. El escenario empeora ante una posible dilación en el acuerdo con el FMI.

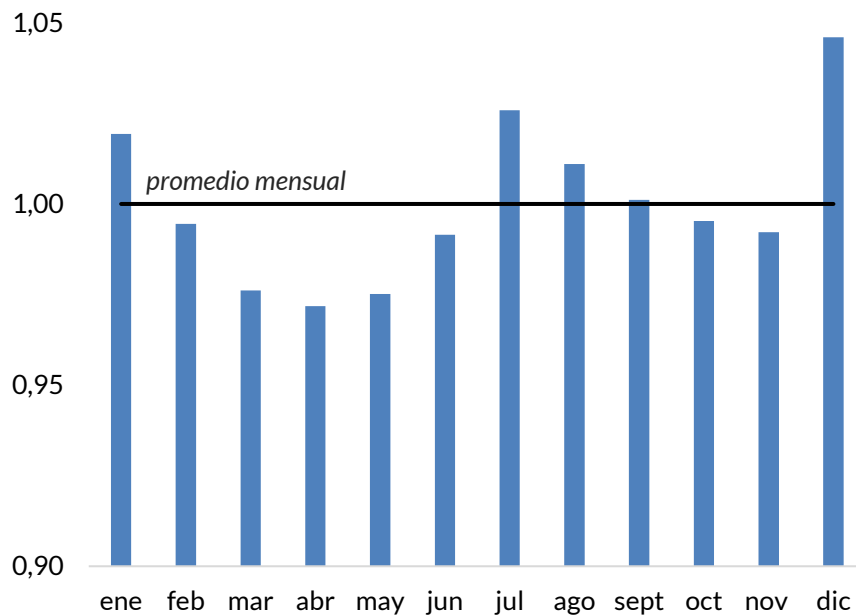
- Desde diciembre existe una suerte de verano económico; en febrero las reservas internacionales cerraron usd 900 millones por encima del piso de finales del año anterior y en consecuencia el dólar contado con liquidación (CCL) cayó 20% desde su pico en octubre. En promedio se sitúa por debajo del tipo de cambio oficial más el impuesto país y la retención de ganancias (hoy, en torno a 155 pesos por dólar). A su vez, la actividad en el último mes de 2020 aumentó 0.9% y consolidó 8 meses consecutivos de recuperación.
- La *pax* cambiaria se explica principalmente por la mayor liquidación de divisas del sector agropecuario, en enero alcanzó usd 2.140 millones y superó en usd 500 millones al promedio para ese mes durante 2011-2015, un período también de altos precios internacionales y cepo cambiario.
- El aumento de las exportaciones del agro implica mayores ingresos fiscales. En enero, los derechos de exportación aumentaron 228% respecto del mismo período del año pasado, incremento al que también contribuyó la normalización del comercio agrícola tras los paros de diciembre. Así, durante el primer mes del año el resultado fiscal primario fue superavitario en \$24.000 millones, dándole otra buena noticia al gobierno.
- Sin computar los derechos de exportación, sin embargo, los ingresos crecieron +42% i.a., 4 puntos por debajo de la suba del gasto primario. De todos modos, proyectamos que la dinámica fiscal le va a permitir al gobierno seguir mostrando una dinámica sostenible. Durante febrero las liquidaciones del agro alcanzaron un nuevo récord para esa etapa del año y duplicaron las de 2020. A su vez, en marzo se contabilizará la recaudación por el impuesto a las grandes fortunas.

PORQUÉ LOS MERCADOS FINANCIEROS NO RESPONDEN

- Hubo efectos estacionales que también contribuyeron a la *pax* cambiaria que ya no estarán los próximos meses. La liquidación del impuesto a las grandes fortunas hasta el 31 de marzo aumentó la oferta del dólar contado con liquidación presionando a la baja en su cotización. A su vez, la demanda de dinero es estacionalmente alta en diciembre y enero pero se desacelera en febrero y cae fuertemente desde marzo. En consecuencia, es probable que de ahora en más vuelvan las presiones sobre el dólar.

EN MARZO MÁS PESOS BUSCARÁN IRSE AL DÓLAR

-demanda de dinero, M2 privado real, promedio 2004-2020-



Fuente: Analytica en base a INDEC y BCRA.

- En febrero, las reservas internacionales se mantuvieron constantes a pesar de que el BCRA compró alrededor de usd 600 millones, casi tres veces más que en enero. La explicación radica en los compromisos de deuda que comienza a afrontar el gobierno. Durante ese mes pagó usd 363 millones a organismos internacionales, de los cuales usd 315 millones corresponden a los intereses al FMI, monto similar al que deberá abonar también en mayo.
- La capacidad de acumular reservas se verá aún más limitada por los pagos de deuda en los próximos meses. El gobierno debe enfrentar en promedio compromisos mensuales del orden de los usd 800 millones hasta diciembre con organismos multilaterales y acreedores privados. A esto se suma un pago de usd 3.660 millones si no logra un acuerdo con el FMI que le permita aplazar los pagos de capital del préstamo que tomó el gobierno de Macri en 2018, y un vencimiento de usd 2.400 millones con el Club de París. Ambos compromisos representan el 16% de las actuales reservas internacionales.

- Las declaraciones del representante argentino ante el FMI, Sergio Chodos, poniendo en duda un cierre temprano del acuerdo con el organismo, empujó al alza el riesgo país. En 2021, este indicador subió 130 puntos básicos, estacionándose en el entorno de los 1.500 puntos, los niveles más altos desde el cierre del canje de deuda privada.
-
- La paridad de los bonos argentinos en el exterior es un indicador claro de la fragilidad de la situación. Los precios de la parte corta de la curva bajo ley argentina caen 10% desde comienzos de año, lo que se traduce en rendimientos en torno del 20% anual. En consecuencia, la Argentina sigue muy alejada de rendimientos para los cuales es viable realizar una nueva emisión de deuda soberana. A su vez, los bonos bajo ley local pagan un premio de, en promedio, 66 puntos básicos por encima de los de ley Nueva York, lo que indica que para el mercado estar regido por las instituciones locales supone un riesgo adicional.
-
- El vencimiento corto de la deuda en pesos supone un riesgo de refinanciamiento en un escenario de tensiones con la deuda en dólares. Se debe tener en cuenta que en los próximos tres meses vence el 60% del stock de letras, equivalente a unos usd 4.500 millones tal tipo de cambio oficial. En este sentido, si bien el Tesoro viene mostrando buenos resultados en las últimas colocaciones y la emisión de bonos CER, de plazo más largo, fue la más exitosa desde que comenzó el programa de emisión en pesos, hay que notar que 55% del total son LETES con vencimiento de cortísimo plazo, de 3 a 4 meses.
-
- Más allá de la evolución reciente de algunos indicadores, los problemas estructurales siguen pendientes. El superávit del balance cambiario y el resultado fiscal primario de enero por ahora no pueden contabilizarse más allá de datos aislados. El gobierno no puede capitalizarlos aún en sus negociaciones con el FMI y tampoco logra mejorar la cotización de los bonos argentinos. Uno de los mayores desafíos sigue siendo que una estrategia gradual de corrección de los desequilibrios macroeconómicos y financieros como la elegida requiere de financiamiento de largo plazo que todavía está ausente.