

SHOCK EXTERNO Y ESTANFLACIÓN “RECARGADA”

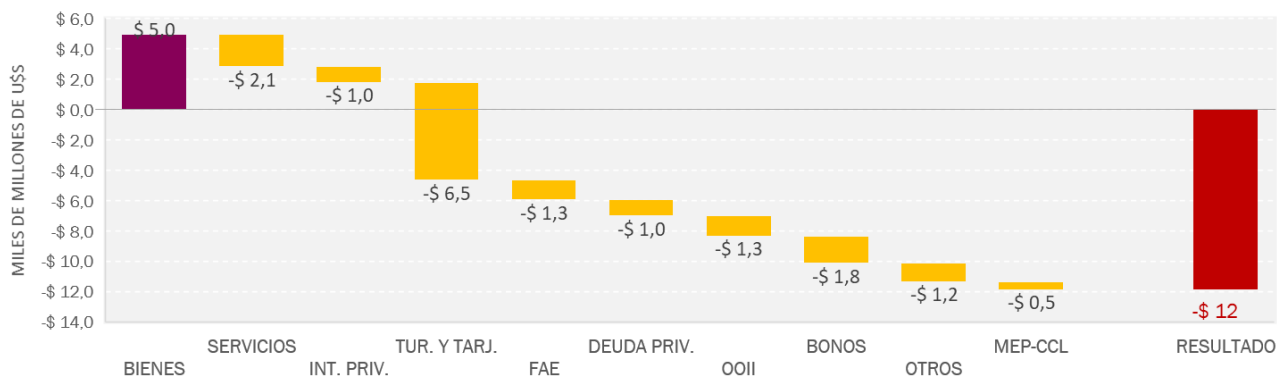
RESUMEN

- *La consolidación de un escenario climático peor al previsto agravó el panorama para las cuentas externas. Así, el paréntesis económico que se abrió con el arribo de Massa al Ministerio de Economía comienza a cerrarse fruto de un faltante estimado de U\$S12.000 millones en el mercado de cambios oficial para 2023.*
- *La memoria respecto del último episodio en el que la economía debió digerir la necesidad de ajustar su ritmo de crecimiento por problemas en el sector externo se encuentra todavía fresca en la memoria. En la segunda mitad de 2022 el ajuste de los controles cambiarios disparó un salto de la brecha cambiaria y la aceleración de la inflación en medio de una crisis de la deuda local.*
- *La repetición de un escenario de caída de reservas acelerada [en lo que va del año el BCRA vendió en el mercado U\$S2.550 millones] amenaza con generar efectos similares a los de entonces: un nuevo salto en la inflación y más ajuste de la actividad, es decir, una estanflación recargada.*
- *Los riesgos de un nuevo salto inflacionario se materializan hoy en un escenario recesivo para la actividad. Amplios sectores de la población que no cuentan con mecanismos formales de protección contra la inflación dependen del dinamismo del mercado interno para compensar ingresos. Así, la combinación de aceleración de la inflación y recesión plantean un complejo escenario de cara a los próximos meses.*
- *Mientras tanto, en medio de un clima dominado por las tensiones externas y la inflación, el oficialismo lanzó una operación de deuda cuyo objetivo central es obtener en el mercado el financiamiento en pesos que el boicot de la oposición dificulta. La decisión implica en los hechos ofrecer al sector privado deuda denominada en dólares a paridades extremadamente bajas y con tasas muy elevadas. Se trata de una decisión de alto costo reputacional y que no atiende el principal problema de la coyuntura: la falta de dólares en el mercado de cambios oficial.*

LA SEQUÍA COMPLICA TODO

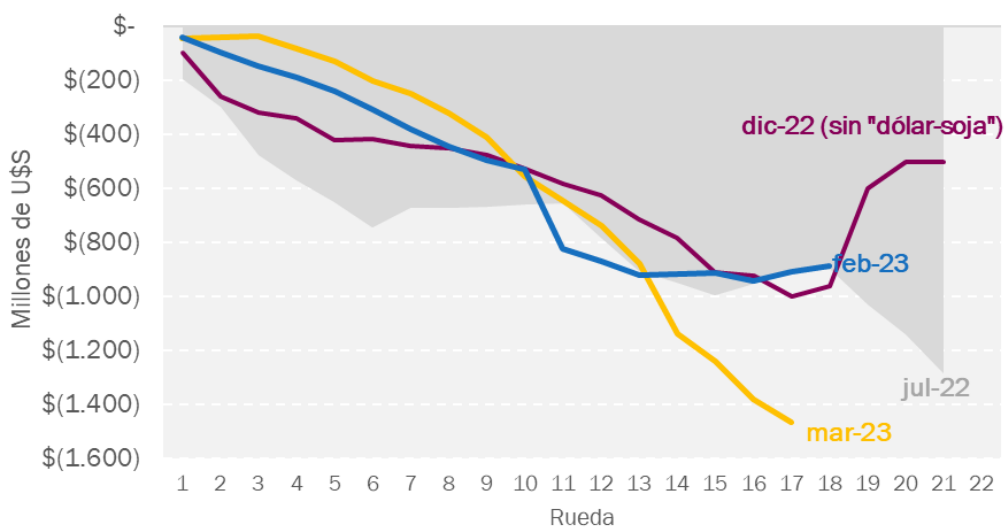
La consolidación de un escenario climático peor al previsto agravó el panorama para las cuentas externas [Informe Febrero]. El desbalance de U\$S7 mil millones de entonces [con una caída de 0.7% del PIB] se transformó en un faltante de U\$S12 mil millones [con una baja de la actividad proyectada en torno al 3,7%]. En este escenario, los problemas cambiarios que se esperaban para el segundo o tercer trimestre de 2023 se adelantaron y el paréntesis económico que se abrió con el arribo de Massa al Ministerio de Economía [gracias a los aportes del financiamiento externo de corto plazo, ingresos fiscales excepcionales y una mayor tolerancia al ajuste fiscal] comienza a cerrarse. Entender cómo absorberá el régimen macroeconómico este nuevo shock negativo es esencial para anticipar la dinámica de los próximos meses.

La memoria respecto del último episodio en el que la economía argentina debió procesar la necesidad de ajustar su ritmo de crecimiento por problemas en el sector externo se mantiene fresca en la memoria. En julio de 2022 un ajuste de los controles cambiarios disparó un salto de la brecha cambiaria y la aceleración de la inflación en medio de una crisis de la deuda local. La estabilización del escenario implicó un cambio de ministro, una modificación en el esquema de administración del comercio exterior [SIRA], una devaluación sectorial [dólar-soja], medidas de ajuste fiscal para garantizar el cumplimiento de las metas con el FMI y un salto en la dinámica de precios que pasó a ubicarse entre el 5,5-6,5% mensual.

GRÁFICO 1. ACTUALIZACIÓN PROYECCIONES PARA EL MERCADO DE CAMBIOS OFICIAL 2023


Fuente: Elaboración propia

En lo que va de marzo, el BCRA registra ventas en el mercado de cambios por U\$1.467 [y por U\$2.550 en el año]. Esta dinámica expresa que la magnitud del shock externo puso en jaque la frágil estrategia para el sector externo que se asentaba en: (i) la esperanza de acceder a nuevo financiamiento; (ii) reforzar controles cambiarios, y (iii) llegar a fin año con reservas negativas. De esta forma, la repetición de un escenario de caída de reservas acelerada abre interrogantes sobre cómo se manejarán las tensiones en las próximas semanas, en las que cabe esperar novedades.

GRÁFICO 2. INTERVENCIONES DIARIAS ACUMULADAS DEL BCRA EN EL MULC


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

Teniendo en cuenta las opciones planteadas oportunamente [Informe Agosto 2022], pareciera que el gobierno seguirá buscando evitar la devaluación del dólar oficial a toda costa, aún en un escenario en el que los márgenes de acción se reducen drásticamente [¿optará ahora por una combinación de restricciones y desdoblamiento cambiario formal?]. En cualquier caso, **aún sin un aumento del dólar oficial, la estrategia terminará con un impacto previsible y repetido [con similitudes a los efectos de la devaluación]: más inflación y más ajuste de la actividad, es decir, una estanflación recargada que anticipa un nuevo salto de escalón en la dinámica inflacionaria.**

LA INFLACION NO BAJA, ¿SUBE?

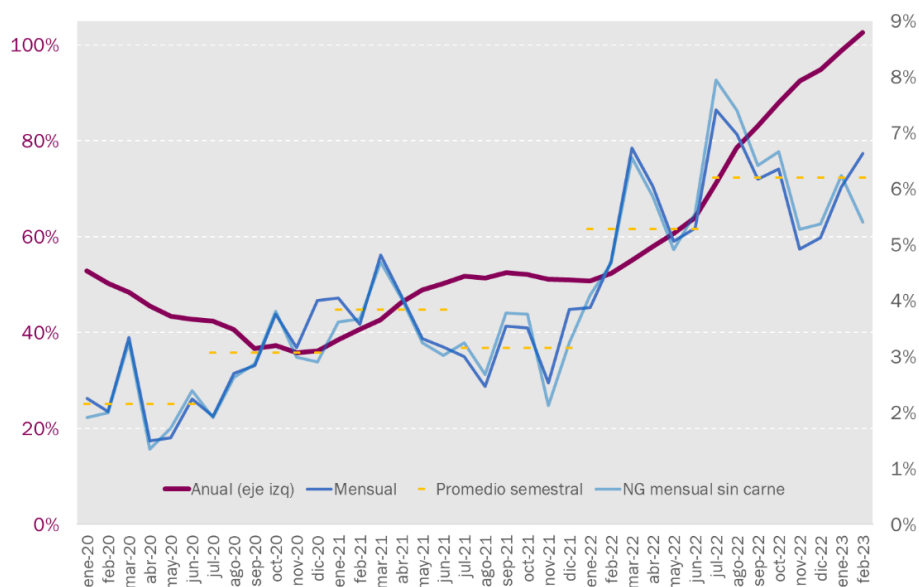
El dato de inflación de febrero volvió a convalidar un diagnóstico: el proceso inflacionario tiene raíces inerciales que no se desarmen con un paquete de políticas transitorias ni exclusivamente con ajuste. En el mejor de los casos [y con algo de suerte] se construye un paréntesis en el marco de una tendencia de largo plazo. Tampoco funcionan los enfoques exclusivamente fiscales y monetarios, en tanto los mecanismos de propagación de la inflación funcionan aún en un marco recesivo.

Noviembre marcó un piso en la inflación mensual con una variación de 4,9% favorecido por efectos internacionales y de precios estacionales. A partir de allí, los registros fueron crecientes: diciembre 5,1%, enero 6% y febrero 6,6%. Este último dato marcó el debut de la inflación interanual en los tres dígitos: 102%.

La aceleración de la inflación reciente se vincula a la debilidad y transitoriedad de la desinflación previa. La dinámica de precios convive con una actividad económica más débil que la de fin de 2022, lo cual pone de manifiesto el carácter autónomo de la inflación. El combo que explica la aceleración de los últimos meses se puede encontrar en i) el ajuste en las tarifas y los regulados, ii) la reversión de los precios de la carne y iii) la absorción de los nuevos aumentos salariales vía paritarias que apenas lograron alcanzar a los precios.

Este comportamiento responde a la dinámica propia de la inflación inercial. Los aumentos son escalonados y pueden convivir con periodos muy breves de desinflación. Esos escalones crecientes se dan a partir de shocks desordenadores e inflacionarios. En este marco, la inflación mensual luego del shock supera a la más alta del período anterior, para estabilizarse en un nuevo escalón por encima del anterior.

GRÁFICO 3. LOS ESCALONES DE LA INFLACIÓN 2020-23

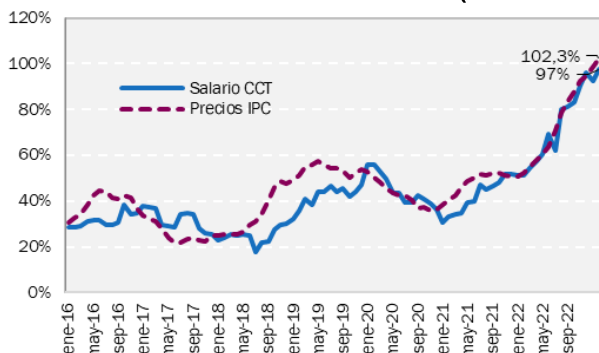
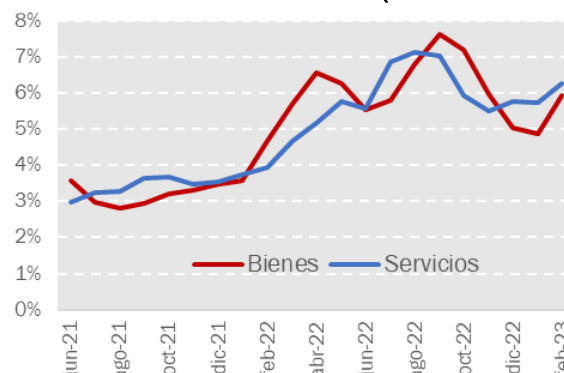


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

Cada vez que se establece un nuevo escalón, éste presiona sobre los precios relativos que se mantuvieron atrasados frente al shock. Los sectores que no lideraron los aumentos poco a poco van adecuándose a la nueva nominalidad, reforzando el nuevo piso. Estos son los conocidos factores de propagación de la inflación. Los salarios y los precios de los regulados que suelen “retrasarse” por un tiempo, luego se acomodan con variaciones mayores, para no perder su “posición relativa”. Por ello es incorrecto, en el marco de la alta inflación, querer responsabilizar a quienes “corren desde atrás”, dado que simplemente están intentando “no perder”. Esto engloba a la discusión salarial en la actualidad.

Como puede verse, dado que los salarios adoptan un comportamiento crecientemente indexado, apenas logran alcanzar a los precios a partir de las renegociaciones. Es así como, a pesar de lograr incrementos cada vez más altos,

el salario real se mantiene estancado, imprimiendo al régimen inflacionario una tendencia al estancamiento tanto del poder adquisitivo como de la actividad económica.

GRÁFICO 4. PRECIOS Y SALARIOS (% VAR. I.A.)

GRÁFICO 5. IPC CAPÍTULOS (MM 3 MESES)


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDECy CCT

LOS RIESGOS DE LA ESTANFLACIÓN RECARGADA

El cambio de régimen inflacionario está afianzándose. Las renegociaciones salariales, la cantidad de negociaciones en el año y la frecuencia de los aumentos crecieron intensamente. Observando las paritarias más importantes, en 2021 hubo 5 aumentos promedio mientras que, en 2022, ascendieron a 7, con gremios como UOCRA, Comercio o la UOM con 9 o más aumentos. Dentro de los gremios más importantes, la gran mayoría negoció entre 3 y 4 veces en el año. Estas características muestran una tradicional respuesta de los salarios a la alta inflación. La paritaria de bancarios, con grandes dificultades para cerrarse (lo hizo a mediados de marzo, cuando en general lo hace en enero) es una muestra evidente de las dificultades y adaptaciones del régimen salarial: se negociaron aumentos en 4 de los 5 meses (muy similares a la inflación pasada, síntomas de la indexación informal) y con una renegociación en apenas 45 días posteriores a la firma del acuerdo. Los contratos son cada vez más cortos y la creciente indexación es un hecho consumado. Se trata de un aspecto que tiende a complejizar la gestión macroeconómica y acentúa heterogeneidades.

Aunque cabe esperar que la reacción frente a la sequía se ordene a partir de un refuerzo del esquema actual [propiciando un salto inflacionario y una mayor contracción de la actividad], existen diferencias importantes respecto del año pasado que tornan la situación más delicada.

Por un lado, la economía transita ya desde hace unos meses un escenario de caída de la actividad [aún sin considerar la sequía] y niveles de inflación del 100%. Estas características no solo influyen sobre las dificultades de previsión de los agentes económicos sino, en particular, sobre los sectores que no cuentan con mecanismos para protegerse de la inflación. Dentro de éstos destacan los trabajadores informales e independientes no profesionales que constituyen una parte importante de la población. Ellos **no solo tienen dificultades para protegerse de los incrementos de precios, sino que son muy sensibles a los movimientos del mercado interno**. El riesgo de un escenario de aceleración de la inflación sobre un cuadro económico recesivo como el actual es particularmente nociva para este grupo, con implicancias graves en términos de la distribución del ingreso.

Por su parte, jubilados y perceptores de planes sociales podrían sumarse al grupo de mayor vulnerabilidad dado que son altamente dependientes de bonos y transferencias extraordinarias que le permitan compensar la pérdida de una fórmula de movilidad jubilatoria que no logra alcanzar (ni compensar) la aceleración de la inflación. Así, las condicionalidades que pesan sobre la estrategia fiscal amenazan con afectar también a estos grupos.

DEUDA EN DÓLARES PARA FINANCIAR LOS PESOS

La crisis de financiamiento en moneda local que afronta el sector público nacional se asienta principalmente en dos factores: (i) los límites al financiamiento monetario que establece el acuerdo con el FMI; (ii) el boicot de la oposición

al financiamiento local a través de su amenaza de no pagar la deuda que financie a la actual administración. En dicho marco el Ministerio de Economía propuso una nueva operación de deuda que consiste [a través de un esquema de canjes y subastas] en colocar bonos denominados en dólares al sector privado para con ello conseguir los pesos necesarios para solventar el déficit fiscal del año.

Así, en medio del recrudecimiento del escenario externo, el gobierno avanza en una operación de alto costo reputacional que implica ofrecer al sector privado deuda denominada en dólares a muy bajas paridades [y con tasas de interés muy elevadas] para financiar gasto corriente. La decisión se encuadra en el complejo panorama que presentaba el programa financiero en pesos para el año y que tendió a agravarse en el contexto de la sequía [por sus efectos sobre la recaudación de derechos de exportación] y las perspectivas de recesión.

Por otra parte, el mecanismo es presentado por las autoridades como una herramienta para incidir sobre las cotizaciones de los dólares financieros y contener la brecha cambiaria en vísperas de la tradicional demanda de dolarización que afronta la economía argentina en años electorales. Así, ante la negativa del FMI a convalidar la intervención en mercados financieros vendiendo reservas [operación de recompra], se busca contener las cotizaciones del MEP y CCL ofreciendo al mercado bonos denominados en dólares que son usualmente utilizados para intermediar las operaciones cambiarias.

Esta faceta de la propuesta presenta numerosos puntos débiles, en particular el mercado del dólar financiero es esencialmente un mercado de cambios en el que el instrumento utilizado es solo un medio [sustituible] para un objetivo principal que es la compra de divisas. En este sentido, **la oferta del instrumento no suplanta la demanda de divisas**, sino que simplemente genera oportunidades de arbitraje que serán aprovechadas por inversores calificados.

Los costos de la iniciativa [utilizar deuda en dólares para financiar gasto corriente, emitiendo a tasas y paridades gravosas] lucen demasiado grandes en vistas de la irrupción de un problema mayor como lo es el faltante de dólares. El anuncio de la operación desencadenó un deterioro de la cotización de los bonos. Tras las fuertes caídas [y rumores respecto de intervenciones en el mercado financiero de los días posteriores al anuncio] la continuidad de la iniciativa parece hoy amenazada por una serie de denuncias que buscan judicializar la medida.

Así, las decisiones de política que meses atrás buscaron evitar los costos de una estrategia de estabilización y construyeron un camino de fragilidad de cara al nuevo proceso electoral, comienzan a dar muestras de sus limitaciones ante el agravamiento del escenario. En los próximos meses, cabe esperar que la adopción de la agenda económica de la oposición y el FMI [ajuste y devaluación] emerja de forma creciente como uno de los caminos posibles para administrar el shock [con sus consecuencias y derivaciones electorales].