

IMAGINANDO EL ESCENARIO “POST-PASO”: ¿UN NUEVO PARENTESIS CON MAYOR NOMINALIDAD?

RESUMEN

- *Hace poco más de un año la política económica definió un rumbo en el que, con un enfoque netamente transitorio, se buscó construir una sucesión de “paréntesis de tranquilidad” frente a un entorno general de deterioro e inestabilidad económica crecientes.*
- *El frágil interregno en el que opera la economía enfrenta un punto de inflexión tras las PASO. En particular será fundamental el desenvolvimiento del acuerdo con el FMI (a la espera del arribo de nuevos desembolsos). De la lectura de comunicados y trascendidos interpretamos que, sin un salto discreto en el tipo de cambio oficial, difícilmente se concreten los desembolsos. Sin embargo, en tanto Argentina no incumpla el cronograma de pagos, no habrá un veto sobre la estrategia oficial.*
- *Así, el escenario más probable es uno donde el gobierno busca sostener el enfoque de políticas vigente hasta los comicios de octubre (¿con nuevo dólar soja + 2do tramo del swap con China + intervenciones sobre la brecha?) y la decisión del Directorio del FMI se dilata.*
- *Esta estrategia deberá convivir con la extremadamente frágil posición de reservas del BCRA y una elevada demanda de divisas estacional. Las perspectivas políticas que abra el resultado de las PASO y la reacción de los mercados respecto del rezago de desembolsos serán determinantes respecto de la sostenibilidad y efectividad de la estrategia.*
- *Mientras tanto la economía transita la digestión de un nuevo shock de precios que se concretó tras la devaluación fiscal, el refuerzo del cepo de principios de agosto y un nuevo salto en la brecha cambiaria. Se trata de una nueva ronda del esquema de “shock y propagación” que domina la dinámica de precios en el marco del régimen de alta inflación. De no mediar nuevas turbulencias se espera que la inflación mensual se acomode en un nuevo escalón en torno al 8-9%. La reciente aceleración del crawling peg y las últimas negociaciones salariales con ajustes en torno al 9% mensual tienden a ratificar esta perspectiva.*

Hace un año, en ocasión de la asunción de Massa, el gobierno dejó pasar su última oportunidad para implementar una estrategia de estabilización. Desde entonces **la política económica asumió un enfoque netamente transitorio que busca construir pequeños paréntesis de tranquilidad en un entorno de creciente deterioro, fragilidad e inestabilidad económica.**

Hacia adelante, superadas las PASO pero con las elecciones de octubre en el horizonte cercano, parece improbable imaginar un cambio significativo en la estrategia que no sea forzado por la propia inestabilidad económica. De no mediar sorpresas, la política económica intentará sostener las condiciones económicas actuales hasta los comicios de octubre.

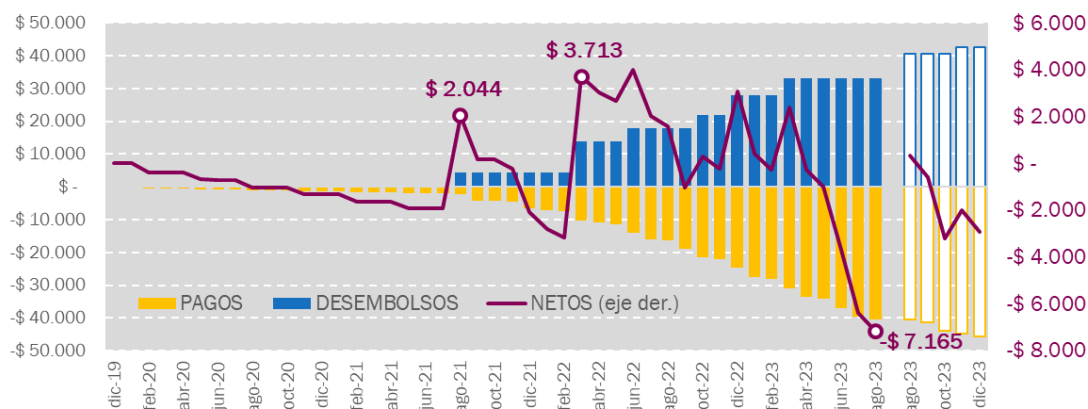
Sin embargo, **el último paréntesis que construyó el oficialismo tiene fecha de vencimiento luego de las elecciones primarias, momento en el cual deberán ratificarse y clarificarse los términos del acuerdo con el FMI [y en particular las promesas de desembolsos].** En el actual escenario de fragilidad, se trata de un aspecto central del dispositivo económico cuya resolución delinearé el escenario económico de muy corto plazo.

INCERTIDUMBRE SOBRE LOS DESEMBOLSOS DEL FMI: ¿OTRO PARÉNTESIS HASTA OCTUBRE?

En los últimos meses el FMI logró revertir drásticamente la relación de financiamiento neto con el gobierno argentino. La suspensión de los desembolsos de junio hizo de la actual administración un pagador neto por un monto que

estimamos en más de U\$S7.100 [aún al incluir el desembolso por la pandemia y el refuerzo que acompañó la firma del acuerdo]. El cambio de tendencia ocurrió en apenas tres meses, subvirtiendo la lógica de refinanciación que caracterizaba al acuerdo y sin contemplar la severa afectación por la sequía.

Gráfico 1. Pagos, desembolsos y pagos netos de Argentina al FMI acumulados desde dic-19



Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA y FMI

En este contexto, el pronunciamiento del FMI respecto de la quinta y sexta revisión del acuerdo que darían acceso a U\$S7.500 millones tras su tratamiento en el directorio plantea grandes interrogantes. En primer lugar, los trascendidos indican que uno de los focos de desacuerdo entre las partes refiere al requerimiento de corrección del tipo de cambio oficial. La resistencia a una devaluación discreta es, con toda certeza, uno de los pocos consensos que mantuvo a lo largo del tiempo la coalición de gobierno. A pocas semanas de los comicios generales, es difícil imaginar cambios sustanciales en el enfoque.

En este sentido, la comunicación del Fondo planteó al menos dos aspectos que deben ser tenidos en cuenta de cara a los próximos meses:

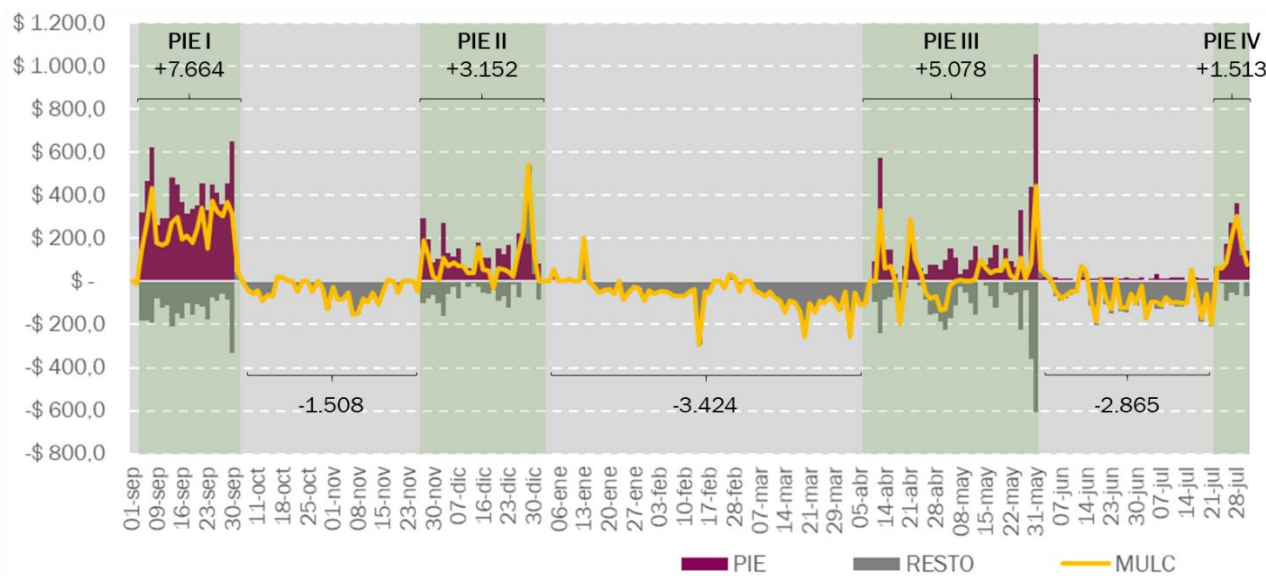
- **¿Sin salto devaluatorio no hay desembolso?:** El FMI no solo postergó la decisión respecto de los desembolsos para después de las PASO, sino que aseguró que el acuerdo estará sujeto a un monitoreo continuo respecto de las políticas implementadas. En tanto la capacidad de control e incidencia del Fondo sobre la política económica local está estrechamente asociada a la frecuencia y el monto de los desembolsos, es difícil imaginar que los desembolsos se concreten sin definiciones de política sustantivas, en especial en tanto las nuevas metas pautadas son de muy improbable cumplimiento
- **¿Mientras Argentina pague no habrá veto a la política oficial?:** El Fondo convalidó algunos de los pilares de la estrategia económica actual y en particular se mostró concesivo respecto de la posibilidad de intervención sobre la brecha cambiaria que reclamaba el Ministerio de Economía. Estas declaraciones se conjugan con el destaque al compromiso del gobierno de mantenerse al día con sus obligaciones con el organismo.

Tras el pago realizado a principios de agosto, el cronograma de vencimientos ofrece a la Argentina algo de oxígeno. El único compromiso impostergable antes de las elecciones generales de octubre se registra en septiembre cuando deberán abonarse aproximadamente U\$S900 millones. Por su parte, los vencimientos de octubre [U\$S 2.600 millones] podrían postergarse hasta fin de mes, luego de los comicios.

En este marco creemos que el escenario más probable es uno donde la decisión del Directorio del organismo se dilata y Argentina busca sostener el enfoque de políticas actual hasta la resolución de las elecciones de octubre. La probable decisión de construir un nuevo paréntesis hasta los comicios de octubre [sin devaluación y sin desembolsos del FMI] deberá convivir con la extremadamente frágil posición de reservas del BCRA, meses de elevada demanda de divisas y las perspectivas políticas que abra el resultado de las PASO.

Para complementar su estrategia cabe esperar que el gobierno deba recurrir a una nueva versión del Programa de Incremento Exportador [PIE] para la soja. El resultado de las intervenciones del BCRA en el MULC ratifica que sin un dólar especial para el agro [+35%] el BCRA es incapaz de comprar divisas. Así, la estrategia del gobierno podría complementarse con una nueva ronda del dólar soja en septiembre, que según estimaciones de la Bolsa de Comercio de Rosario podría aportar una liquidación de hasta U\$S 5.000 millones de dólares. También en este caso la percepción que ofrezca el resultado de las PASO para el gobierno será determinante de la fortaleza para garantizar la efectividad de una iniciativa de este tipo.

Gráfico 2. Intervenciones del BCRA en el MULC



Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA

En términos generales, la búsqueda de construcción de un nuevo paréntesis hasta los comicios de octubre dependerá de la capacidad del gobierno para lograr una última ronda exitosa del dólar-soja, de la efectiva activación del segundo tramo pre-aprobado del swap con China y de la magnitud de la demanda de cobertura cambiaria [y su impacto sobre la brecha] que desencadene el resultado electoral [y el arribo o no de los desembolsos del FMI].

SUBIENDO A UN NUEVO ESCALÓN

Mientras tanto, desde finales de julio la economía digiere un nuevo shock que incidirá sobre la dinámica general de precios. Como señalamos en reiteradas oportunidades, la dinámica inflacionaria responde a un proceso de “shock y propagación”, estableciendo ante cada shock escalones crecientes para la tasa de inflación mensual [ver Informe Julio-23]. El shock en curso es el tercero que registramos desde mediados del año pasado, todos ellos con rasgos comunes.

Cada uno de los episodios mencionados presenta un patrón similar. La fragilidad del sector externo impone a la política económica una serie de modificaciones regulatorias sobre el mercado de cambios que disparan un ciclo de aumento de la brecha cambiaria y los precios internos, que terminan convalidando la suba de un nuevo escalón de la inflación.

La devaluación fiscal y el refuerzo del cepo de principios de agosto inició una nueva ronda de esta secuencia que prevemos establecerá el nuevo piso de inflación mensual en el entorno del 8-9%. En términos estructurales la dinámica descrita expresa también la creciente influencia de la brecha cambiaria sobre los precios, síntoma tradicional del desgaste que afronta el esquema de control de cambios.

Gráfico 3. Inflación mensual y brecha cambiaria

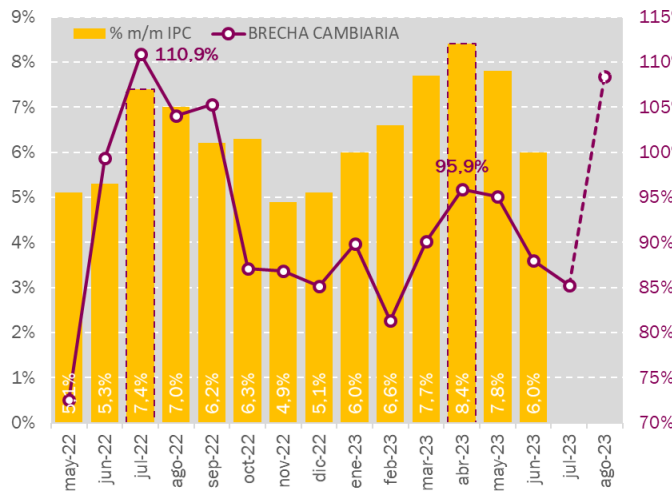
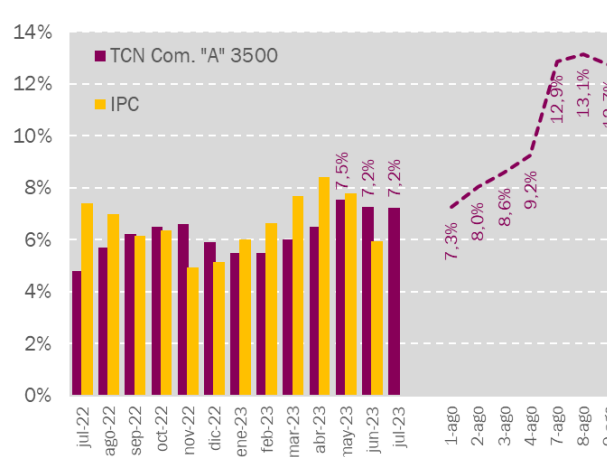


Gráfico 4. Inflación mensual y devaluación del TC oficial



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BYMADATA

En este marco la información de las dos primeras semanas de agosto ofrece una serie de novedades que tienden a ratificar el pronóstico de una inflación que se ubicará por encima de los niveles previos. En primer lugar, cabe considerar los efectos directos de la devaluación fiscal y la incorporación del maíz al régimen del PIE IV. Por otro lado, sobresalen el salto en la brecha cambiaria que en las últimas jornadas registro un importante salto tanto respecto del dólar informal (110%) como del CCL (109%).

En segundo lugar, desde el inicio de agosto el BCRA aceleró significativamente el ritmo de depreciación diario (+10,3% mensual), en lo que parece ser un cambio de estrategia, que de sostenerse impactará sobre la dinámica de precios y requerirá también una nueva suba de la tasa de interés para garantizar la consistencia del esquema. Finalmente, las últimas revisiones firmadas por los principales convenios colectivos de trabajo [entre los que destacan alimentación, comercio, construcción y metalúrgicos] establecen pautas de ajuste salarial de entre el 8-10% promedio para los próximos meses.