

LICUACIÓN Y SOBREAJUSTE: PRIMERA PARADA EN UNA NUEVA OSCILACIÓN DEL PÉNDULO

RESUMEN

- *Con anuncios que se demoraron, el gobierno comenzó a develar los componentes principales de su plan macroeconómico. Las medidas expresan un intento agresivo de licuación que acompaña el diagnóstico de excesos monetarios.*
- *El rasgo distintivo de los anuncios es la “sobre-reacción”. Sobreajuste fiscal y sobre-reacción cambiaria, liberación de precios y tarifas reguladas, sin referencias ni guías nominales frente a una inflación que se descontrola, con una política de compensación incompleta y con confusas señales respecto del horizonte económico.*
- *Lejos de ser inevitable, la definición de avanzar “rápido y fuerte” representa un enfoque que implica maximizar los riesgos de desborde nominal (es decir, de precios) y extrema innecesariamente los costos sociales y económicos de la transición.*
- *Bajo un enfoque monetarista, el conjunto de anuncios puede interpretarse como un esfuerzo abrupto y extremo por implementar un ajuste monetario que funcione como el preludio de una segunda ronda de reformas. La liberalización cambiaria (¿competencia de monedas?) o la dolarización serían entonces los protagonistas de la agenda económica venidera.*
- *En los próximos meses cabe esperar graves consecuencias sobre la economía real con una aguda contracción de la actividad económica, aumento del desempleo, pérdida de ingresos y niveles de inflación que amenazan con tornarse disruptivos.*
- *En paralelo a la turbulencia real, el esquema de incentivos podría configurar un escenario de calma financiera de corto plazo. La contracción monetaria con tasas reales a la baja y tasas en dólares sustanciosas (que incentivan esquemas de carry trade), junto a esperadas novedades respecto del acceso a fuentes de financiamiento internacional, podrían favorecer las cotizaciones de activos financieros.*
- *Las estimaciones de inflación para los próximos meses auguran un ritmo que podría superar el 35% mensual, registro ratificado por las autoridades al señalar que la inflación “viaja a una velocidad del 1% diario”. La decisión de avanzar en este proceso extremo y abrupto sin ofrecer ninguna señal o guía para la nominalidad ratifica el objetivo tácito de licuación de esta primera fase del programa.*
- *Para los próximos meses, los riesgos de desborde nominal del esquema fruto de las decisiones de sobreajuste implican excesivos costos económicos y sociales que pondrán en juego la tolerancia social a la política económica. En este marco, la política de compensación anunciada para contener a los sectores más vulnerables resulta a todas luces incompleta e insuficiente.*

EMPIEZA LA METAMORFOSIS

Con demoras en los primeros anuncios y sin un marco de referencia general, el nuevo gobierno comenzó a develar los componentes de su plan macroeconómico. Se trata de un paquete ortodoxo que propone un fuerte ajuste monetario y fiscal, e inaugura un nuevo ciclo de metamorfosis económica hacia un esquema de desregulación de la economía argentina.

Sobreajuste fiscal y sobre-reacción cambiaria, tendencia a la baja de las tasas de interés (¿y dolarización de pasivos remunerados?), liberación de precios y tarifas reguladas, sin referencias ni guías nominales frente a una inflación que se descontrola, junto a confusas señales respecto del horizonte económico destacan entre los anuncios. **Las**

medidas deben ser interpretadas más como un intento agresivo de licuación que acompaña un diagnóstico de excesos monetarios, que como un programa de estabilización para combatir un régimen de alta inflación.

El rasgo distintivo de los anuncios es la “**sobrerreacción**”. Declamada y defendida como un medio para recuperar la credibilidad perdida por la política económica; probablemente se trate también de un medio para acelerar los tiempos de recuperación del acceso al crédito internacional (¿y una metodología para lidiar con la debilidad política?). La propuesta del nuevo gobierno estaría dada por el compromiso con el ajuste, en oposición a un gobierno saliente que profundizó los desequilibrios macroeconómicos, con una agenda de convalidación de una nominalidad creciente.

Lejos de ser inevitable, el enfoque elegido implica maximizar los riesgos de desborde nominal de corto plazo (es decir de precios) y extrema innecesariamente los costos sociales y económicos de la transición.

En los próximos meses cabe esperar **graves consecuencias sobre la economía real**, en particular: (i) una aguda contracción de la actividad económica con esperables consecuencias sobre los niveles de empleo; (ii) niveles de inflación *record* que amenazarán con tornarse disruptivos; (iii) pérdida de ingresos reales severas con mayores riesgos para los grupos de población que no cuentan con mecanismos de protección articulados contra la aceleración de precios.

En paralelo a la turbulencia real, el esquema de incentivos de corto plazo podría configurar **un escenario de calma financiera**. La contracción monetaria con tasas reales a la baja y tasas en dólares sustanciosas (que incentivan esquemas de *carry trade* de corto plazo), junto a esperadas novedades respecto del acceso a fuentes de financiamiento internacional, podrían favorecer las cotizaciones de activos financieros y un proceso de inflación en dólares que amenaza con transformarse en un factor que desencadene una nueva desestabilización.

LICUACIÓN MONETARIA: PRIMERA ESTACIÓN DEL PLAN CAPUTO

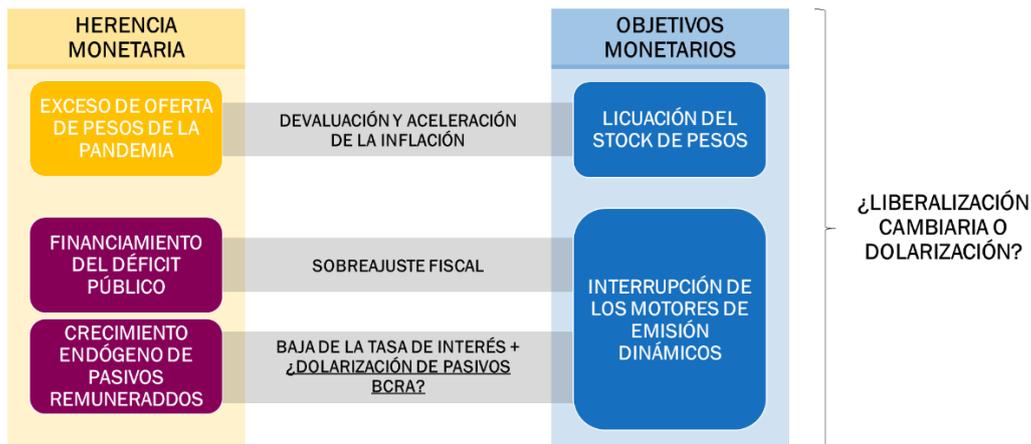
La adopción de un enfoque monetarista respecto del proceso inflacionario, nos permite especular respecto de la lógica que enmarca al conjunto de medidas anunciadas. La dinámica monetaria argentina reciente puede estilizarse en torno a tres rasgos fundamentales: **(1) los excesos de emisión de la pandemia; (2) el financiamiento monetario del déficit fiscal que impulsa la creación de dinero; (3) el crecimiento monetario endógeno generado por las tasas de interés pagadas por los pasivos remunerados del BCRA (LELIQ)**. Estos tres factores configuran un escenario monetario en donde los elevados stocks de pesos conviven con dos motores dinámicos que tienden o bien a incrementar la oferta de dinero (monetización del déficit) o bien a reducir su ritmo de licuación en el contexto de aceleración inflacionaria (tasa de LELIQ).

En el caso de la monetización del déficit público, tras la pandemia, los límites establecidos por el FMI en el Acuerdo de Facilidades Extendidas de 2022, encontraron en las intervenciones en el mercado secundario de deuda pública realizadas por el BCRA una vía de elusión. **La compra de títulos de deuda pública por parte del BCRA funcionó como un canal para financiar indirectamente al Tesoro (\$4,7 billones desde jun-22) y sortear los límites que imponía el FMI en un contexto económico adverso (signado por la sequía) y en un año electoral.**

Por su parte, el sostenimiento de la tasa de interés de los instrumentos de política monetaria (LELIQ) que formó parte también de los lineamientos principales del acuerdo con el FMI realizó su aporte para evitar la licuación de los excedentes monetarios. **Aunque la tasa de política monetaria (la tasa de LELIQ) se mantuvo levemente negativa ante la constante aceleración de la inflación, dicho margen resultó acotado e implicó apenas una moderación en el ritmo de licuación que compitió con la expansión para la financiación del déficit y las sucesivas crisis de la deuda en moneda doméstica.**

Bajo este diagnóstico, el conjunto de anuncios y trascendidos económicos pueden interpretarse como un esfuerzo abrupto y extremo por controlar la situación monetaria descrita. Por un lado, la devaluación y la aceleración inflacionaria en curso configuran una estrategia de licuación sobre los stocks de pesos. Por el otro, el objetivo de equilibrio fiscal busca interrumpir el crecimiento monetario por la vía de financiamiento del déficit público. Finalmente, la baja de la tasa de interés y los trascendidos respecto de dolarización los pasivos remunerados (“solución de mercado para las LELIQ”) buscan interrumpir el crecimiento endógeno de la oferta monetaria.

ESQUEMA 1. ENFOQUE DE AJUSTE MONETARIO PROPUESTO



Fuente: Elaboración propia

La estrategia busca así en simultáneo licuar las tenencias monetarias, al tiempo que ataca los factores dinámicos de creación de dinero. **En caso de “éxito”, la economía enfrentará un proceso de fuerte ajuste monetario en el marco de una aceleración inflacionaria sin precedentes en la historia reciente, que conformará muy probablemente el prelude de una segunda ronda de reformas. La liberalización cambiaria (¿competencia de monedas?) o la dolarización pasarán entonces a ser los protagonistas de la agenda económica.**

Las consecuencias reales y distributivas de la propuesta obligarán a la actual administración a testear los límites de la tolerancia social al ajuste económico. La idea de que la recesión podrá por si solo evitar una espiralización de los precios, luce como mínimo arriesgada. La historia de las hiperinflaciones o grandes shocks inflacionarios no se caracterizan por ocurrir en un contexto expansivo, sino más bien todo lo contrario.

SOBRERREACCIÓN CAMBIARIA Y ACELERACIÓN NOMINAL

En el plano cambiario la estrategia elegida expresa la decisión de maximizar el ajuste del tipo de cambio. Luego de jornadas con diversos trascendidos respecto del nivel objetivo de la devaluación inicial (\$650-800), se optó por el mayor salto que, sumado a las definiciones complementarias, dio por resultado un dólar próximo al valor del dólar paralelo (≈\$1.000).

La suba del dólar oficial del 118% se decidió junto a una serie de medidas que buscan encarecer aún más el tipo de cambio oficial (y financiar al fisco). Por el lado de las importaciones de bienes se anunció un aumento del impuesto País (de un promedio ponderado del 9% al 17,5%) que lleva el precio del dólar prácticamente a \$940. En el caso de las exportaciones, se anunció la continuidad del esquema híbrido que permite liquidar un 20% en los mercados financieros y ubica al dólar de exportación en torno a los \$850. La reimposición de los derechos de exportación para un conjunto de productos hasta ahora exentos completa un esquema, que sin embargo deberá esperar su aprobación en el parlamento.

La magnitud de la devaluación plantea una aceleración de precios que se monta sobre una inercia que viajaba en torno al 12% mensual y convive desde hace algunas semanas con una dinámica nominal que amenaza con descontrolarse. Con toda seguridad la inflación alcanzará niveles disruptivos (¿30-40% mensual?) por un largo período, en tanto a los efectos cambiarios se sumarán a los ajustes de precios regulados y la liberación de controles de precios.

En relación a los controles cuantitativos que pesaban sobre la demanda de divisas oficial, el salto cambiario estuvo acompañado por el anuncio de **eliminación del sistema SIRA**. La modificación corre exclusivamente para el nuevo flujo de importaciones (Com. “A” 7917 del BCRA) y se desconoce hasta el momento la estrategia respecto del stock de deudas comerciales acumulado en el último año y medio. Por el momento, se anunció la emisión de un nuevo

bono en dólares de estructura compleja¹ para postergar el repago de la deuda comercial acumulada en los últimos años (que se espera asuma un rol en el proceso de desarme de LELIQ) y se sostuvo la segmentación (e imposibilidad) de acceder a los mercados financieros para repagar dichas deudas. **De esta forma la demanda de divisas debería mantenerse contenida en los primeros meses de funcionamiento del esquema.**

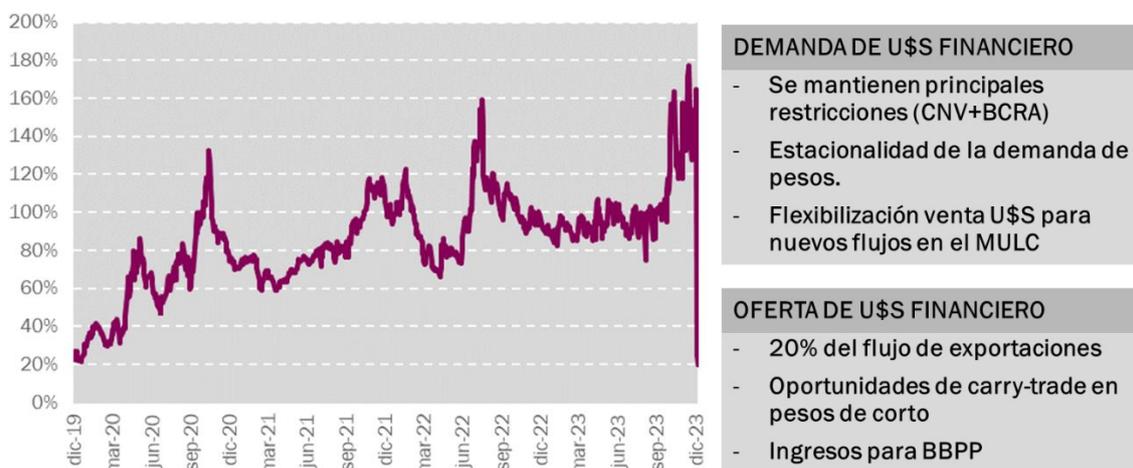
En simultáneo trascendió un acuerdo con las principales cámaras exportadoras de cereales y oleaginosas (CIARA-CEC) tendientes a favorecer un adelanto de liquidaciones por entre U\$S3.000-5.000 millones. Con un ritmo de depreciación mensual anunciado en torno al 2% mensual y una tasa de interés del 10% mensual, los incentivos financieros a la prefinanciación de exportaciones son sumamente atractivos (implica una tasa en dólares de 7,8% mensual). En las primeras ruedas de mercado, y con un flujo de importaciones aún sin normalizar, el BCRA logró comprar un promedio de alrededor de U\$S200 millones de dólares por día².

En este marco, y a diferencia de la devaluación posterior a las PASO (ver Informe Noviembre 23), **la brecha cambiaria reaccionó muy positivamente y se ubicó en niveles mínimos desde finales de 2019 (24%).**

En lo concerniente a la **demanda de dólares en mercados paralelos** no se flexibilizaron las restricciones principales para compra de MEP-CCL establecidas en octubre por la CNV (RG 981) y que requerían el pre aviso de 5 días hábiles para operaciones de más de \$100 millones. Tampoco se eliminó la segmentación de mercado entre MEP y MULC (originalmente establecida en la Com. "A" 7030 del BCRA). Adicionalmente, la estacionalidad en esta parte del año (potenciada probablemente por la aceleración de la infla) incrementa la demanda de pesos y reduce presiones sobre el dólar paralelo, al menos hasta que se empiecen a pagar sueldos y aguinaldos.

Por su parte, la **oferta de divisas en los mercados financieros** convive con la expectativa de ingresos de un 20% de la liquidación de agrodólares, lo cual implicaría un ingreso de al menos entre U\$S600 y U\$S1000 millones en las próximas semanas. En este marco, cabe esperar que las oportunidades de *carry trade* en moneda local de corto plazo retroalimenten el proceso. La licitación de deuda del tesoro buscará muy probablemente explotar esta situación.

GRÁFICO 1. BRECHA CAMBIARIA CCL Y DÓLAR MAYORISTA (COM. A 3500)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de BYMADATA y BCRA

Hacia adelante, las decisiones respecto del sostenimiento de las principales regulaciones que pesan sobre la demanda de los mercados financieros, el éxito y detalle de la estrategia para gestionar el stock de deuda comercial y las perspectivas de acceso a financiamiento internacional moldearán la dinámica de los dólares paralelos.

¹ El nuevo bono sería pagadero en dólares, pre-cancelable bajo formato dólar-link y plausible de descomponerse y comercializarse por separado el componente de intereses y los pagos de amortización.

² La compra del superávit comercial sería el único factor de expansión de la oferta de pesos que se mantendría vivo y buscará muy seguramente ser compensado por algún mecanismo de esterilización.

SOBREAJUSTE Y LOS LÍMITES DEL ANCLA FISCAL

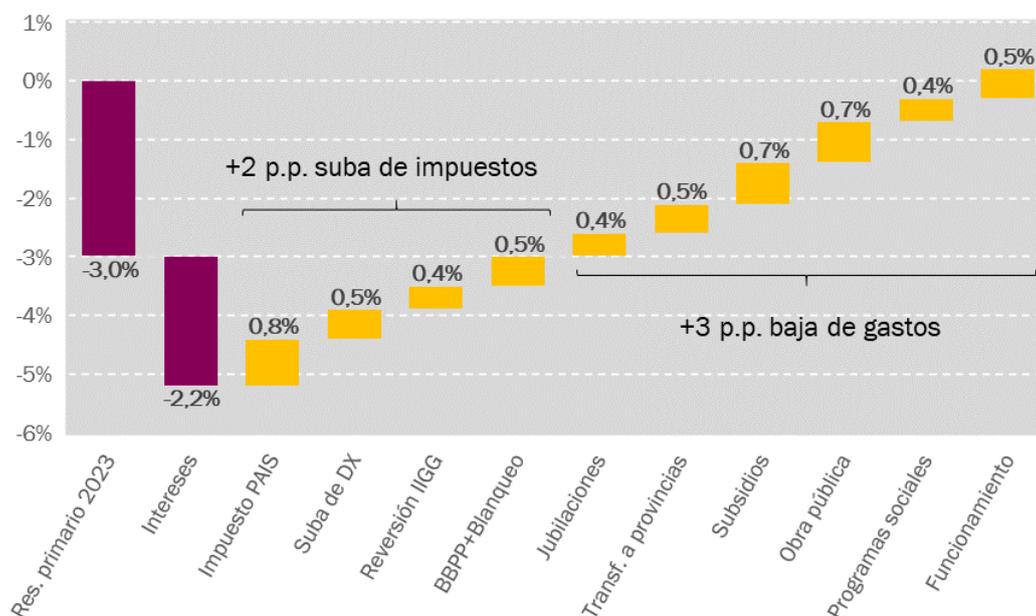
El gobierno anunció un **agresivo ajuste fiscal de más de 5 puntos del PBI que espera funcione como el ancla antinflacionaria principal del programa económico**. La efectividad de los planes tradicionales de ancla fiscal en contextos de alta inflación es rebatida tanto por la literatura como por la experiencia, en tanto se trata de un mecanismo que se espera opere a través de la recesión y sus efectos desinflacionarios.

Como señalamos en nuestro informe anterior (ver Informe Noviembre Bis), bajo regímenes de alta inflación como el actual, la inercia domina la dinámica de precios por lo que los efectos de la recesión sobre la desinflación son no solo lentos y dolorosos, sino que en ocasiones se tornan intolerables antes de ser efectivos.

En el corto plazo la situación se ve agravada por el hecho de que **muchas de las decisiones que buscan construir el superávit fiscal son de por sí inflacionarias**. La suba de precios de tarifas de servicios públicos y combustibles (exacerbada por los efectos de los costos en dólares de la sobrereacción cambiaria) tendrá un impacto de primera y segunda vuelta sobre la dinámica de precios. A su vez, como señalamos anteriormente, la suba del impuesto PAIS encarece importaciones de bienes por encima del nuevo nivel del tipo de cambio oficial, al tiempo que la suba de retenciones amenaza con demorarse por su tratamiento en el Congreso.

En el plano fiscal **la sobrereacción se evidencia en el objetivo de 5,2% del PBI asumido por el nuevo equipo de gobierno**. La decisión de revertir la totalidad del déficit financiero conforma un objetivo que excede incluso las recomendaciones tradicionales del FMI, que suele hacer foco en el resultado primario (3% del PBI, es decir sin considerar los intereses de la deuda). Este objetivo implica asumir que el gobierno no pretende ni siquiera refinanciar la totalidad de los intereses de la deuda doméstica en moneda local (de la cual el propio Estado es uno de los principales acreedores en particular a través del BCRA, el FGS y bancos y empresas públicas). **Se pone de manifiesto así una agenda de sobreajuste agresiva, que dista de ser imprescindible en la coyuntura**. El repago de intereses y capital de la deuda del Tesoro en manos del BCRA ofrecería al gobierno una vía de esterilización monetaria adicional que se alinea con los objetivos de ajuste monetario descriptos.

GRÁFICO 2. PROPUESTA DE AJUSTE FISCAL DEL NUEVO GOBIERNO



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Ministerio de Economía

Aunque se desconocen aún detalles claves de las medidas (por ejemplo, la estrategia de reducción de subsidios y la trayectoria de precios de los combustibles), los números generales permiten adelantar algunas conclusiones, muy preliminares: (i) el efecto de licuación sobre jubilaciones y pensiones parece incluir alguna estrategia de compensación (¿bonos crecientes?) o bien una reforma de la fórmula de actualización hacia el segundo trimestre del año; (ii) los aportes del impuesto PAIS, asociable a la vigencia del control de cambios (“el cepo”) se mantendrían como mínimo por 1 año; (iii) el ajuste sobre los gastos de funcionamiento del Estado implican un significativo ajuste de salarios y/o empleo público (eran parte de la agenda del FMI).

TASA DE INTERÉS, SOLUCIÓN DE MERCADO PARA LAS LELIQ Y DEUDA COMERCIAL

Ante los rumores e incertidumbre que envolvieron el futuro de las LELIQ, las entidades financieras iniciaron hace semanas un doble movimiento defensivo: (i) por un lado se volcaron masivamente a los pases pasivos para reducir la duración de su exposición a la deuda del BCRA (los pases vencen diariamente en oposición a las LELIQ que lo hacen cada 28 días); (ii) iniciaron un proceso de reducción de sus balances, rechazando posiciones en cuenta corriente remunerada y plazos fijos de inversores mayoristas, que implicó en los hechos también una migración a pases pasivos del BCRA, que se canalizó a través de las inversiones directas de FCI Money Market en instrumentos del BCRA.

En este contexto, la primera decisión del nuevo directorio del BCRA estableció una reducción nominal de la tasa de pases pasivos (de 126% TNA a 100% TNA) y el sostenimiento de la tasa de LELIQ (133% TNA). En tanto la baja de la tasa de pases convive con límites cuantitativos en la primera licitación de LELIQ, la decisión representa una reducción de la tasa de política monetaria promedio ponderada más que un incentivo a la prolongación de plazos. **Se configuró así una significativa reducción nominal de la tasa en simultáneo a una fuerte aceleración de la inflación que facilita la licuación de las tenencias monetarias.**

GRÁFICO 3. PASIVOS REMUNERADOS DEL BCRA

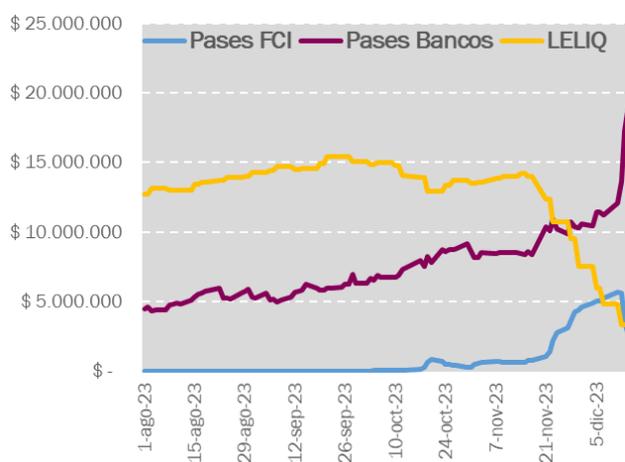
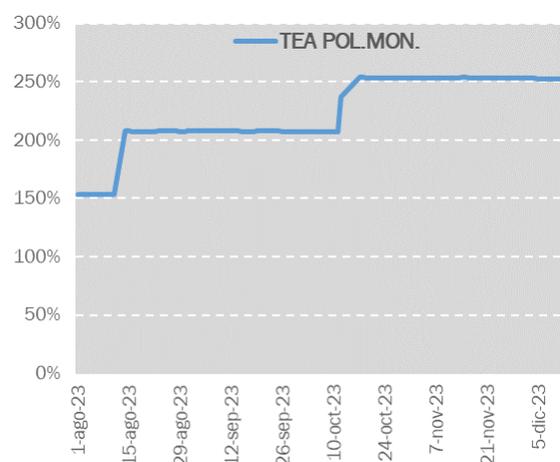


GRÁFICO 4. TASA PROM. POND. DE POL. MONETARIA (TEA)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de BYMADATA y BCRA

Junto a las definiciones de tasa se oficializó la emisión de un bono en dólares del Banco Central para importadores, que según declaró el ministro de economía busca colaborar a sustituir el stock de pasivos remunerados del BCRA. La lógica de la operación sería la siguiente: los pasivos remunerados son la contracara de las tenencias de pesos en el sistema financiero, que a su vez conforman el capital de trabajo de las empresas (y que no se volcó al pago de importaciones financiadas de forma forzosa). De esta forma, al ofrecerse un bono en dólares a las empresas, estas deberían desarmar depósitos (y por ende LELIQ o pases) para suscribir el nuevo instrumento.

En tanto el emisor de la nueva deuda será el BCRA, la operación implica la sustitución de pasivos remunerados en pesos de corto plazo, por pasivos remunerados denominados en dólares de mayor plazo. Tal como señalamos, el

objetivo principal de la operación sería interrumpir el crecimiento endógeno de la oferta de pesos generado por las LELIQ.

La emisión de deuda en dólares por parte del BCRA cuyo objetivo es esterilizar pesos tiene varias derivaciones para la situación económica actual. **En primer lugar, implica un deterioro aún mayor de la hoja de balance del BCRA en moneda extranjera, en tanto se incorpora un nuevo pasivo en dólares (una moneda que no emite el BCRA) que se utiliza para rescatar pesos y no para mejorar la posición de liquidez en dólares.** Esta operación, realizada en el marco de un gobierno que asegura mantiene vigente su intención de “eliminar el BCRA” parece reforzar el objetivo de llevar adelante una dolarización.

Además, en términos cuantitativos deberá monitorearse de cerca la magnitud de la emisión, en tanto se trata de una ventanilla de emisión de deuda en moneda extranjera que elude los requerimientos de aprobación presupuestaria y parlamentaria. **El gobierno aseguró que el monto global de la deuda comercial de importadores ronda los U\$S55 mil millones, de los cuales U\$S 30 mil millones pueden ser asociados a un nivel normal. De esta forma, existiría un margen de emisión de alrededor de U\$S 25 mil millones (valor equivalente a los pasivos remunerados del BCRA en pesos).**

CONSIDERACIONES FINALES

Los anuncios de política económica oficializados en la primera semana de gobierno parecen configurar un esquema agresivo y abrupto para lidiar con la compleja herencia económica, en el que el objetivo principal es la licuación de los stocks monetarios. En este marco la aceleración de la inflación es un hecho y la elección exclusiva de un ancla fiscal amenaza con tornarse no solo dolorosa en extremo, sino también inefectiva.

Las primeras mediciones de inflación de alta frecuencia, así también como las estimaciones del traslado a precios de la devaluación parecen anticipar un ritmo de inflación que se ubica por encima del 35%, registro que han sido ratificado por las autoridades al señalar que la inflación “viaja a una velocidad del 1% diario”. La decisión de avanzar en este proceso extremo y abrupto sin ofrecer ninguna señal o guía para la nominalidad ratifica el objetivo tácito de licuación en esta primera fase del programa.

Para los próximos meses, los riesgos de desborde nominal del esquema fruto de las decisiones de sobreajuste implican excesivos costos económicos y sociales que pondrán en juego la tolerancia social a la política económica. En este contexto, **la política de compensación anunciada para contener a los sectores más vulnerables resulta a todas luces incompleta e insuficiente** (se plantea reducir la intermediación de los programas sociales y reforzar la asistencia por medio de la AUH y tarjeta Alimentar).

Por el momento no hubo ningún anuncio de aumento para un total de 10 millones de personas (8,6 millones de jubilados y pensionados y 1,3 millones del programa social más importante), ni tampoco para las asignaciones familiares contributivas (3,6 millones), con impacto sobre los asalariados de menores ingresos. El único anuncio fue para quienes cobran la AUH (2,4 millones de titulares y 4 millones de niños/as) y la tarjeta alimentar (un complemento sobre el mismo universo). No solo el universo es acotado, sino que la prestación promedio de este grupo es muy menor a la de los 10 millones mencionados.

El enfoque plantea un claro sesgo en la estrategia de compensación: acotar el universo y que sea poco exigente desde lo fiscal. Estas características, resultan insuficientes en el marco de la aceleración inflacionaria y el ajuste del empleo que se espera, y se relacionan además con otra de las características del programa: la necesidad de generar rápidamente un ajuste en la demanda interna y un disciplinamiento sobre los reclamos salariales y sobre el gasto fiscal como apuesta central para la desinflación.

Las políticas compensatorias suelen ser piezas clave de los planes de estabilización que plantean salidas a los episodios de alta inflación. Frecuentemente, el incremento de la inflación mensual va erosionando los ingresos de los más vulnerables, perjudicando la distribución del ingreso. A diferencia de las últimas grandes crisis económicas que enfrentó el país, la crisis inducida por el ajuste fiscal y la devaluación estará signada por una política de compensación parcial y la ausencia de políticas de contención sobre el empleo. **La idea de que la recesión podrá por sí sola evitar una espiralización de los precios, luce como mínimo arriesgada, en tanto la historia de las hiperinflaciones o grandes shocks inflacionarios no se caracterizan por ocurrir en un contexto expansivo, sino más bien todo lo contrario.**