

MERCADO CAMBIARIO 2022: ¿ÁRBITRO O CATALIZADOR DE LA DISPUTA POLÍTICA?

RESUMEN

- *En un escenario de alta inflación, con el gobierno convalidando una mayor nominalidad (corriendo por detrás en los planos cambiario, monetario, fiscal y salarial) y teniendo dificultades crecientes para llevar adelante las premisas acordadas con el FMI, la economía real intenta aislarse de la inestabilidad de precios y financiera con dificultades crecientes.*
- *Las crisis cambiarias son en Argentina un detonante recurrente de crisis políticas. En medio de los conflictos que atraviesa la coalición de gobierno, las miradas se posan cada vez más sobre la evolución del mercado de cambios en busca de un árbitro o catalizador para las disputas.*
- *La actualización del escenario del mercado de cambios para 2022 sugiere que las metas pautadas con el FMI difícilmente puedan cumplirse. La estacionalidad del balance cambiario, el cronograma de revisión de metas y las estrategias anticipatorias de exportadores e importadores señalan a los meses de agosto y septiembre como los del agravamiento de las tensiones cambiarias.*
- *En la antesala de un año electoral y sin reservas suficientes que garanticen el éxito de una estrategia de “refuerzo del cepo”, la reacción del FMI y de los agroexportadores serán los determinantes principales de cualquier estrategia que busque transitar lo que resta del mandato presidencial sin una crisis cambiaria.*
- *Reformular el acuerdo con el FMI y/o conseguir fuentes de financiamiento externo alternativas serán las opciones que definirán la estrategia de política de cara al final del mandato.*
- *Por su parte, la corrida contra la deuda indexada amenaza el programa financiero y con ello al esquema económico. Se trata de una señal de alarma, respecto de la posible anticipación de problemas se esperaban más adelante.*

TRAS LA ACELERACIÓN INFLACIONARIA... FOCO EN EL MERCADO DE CAMBIOS

La economía argentina transita un sendero que combina inestabilidad de precios y financiera con una economía real que pretende aislarse y poco a poco se contamina de la inestabilidad. El shock externo que llevó a una aceleración de la inflación puso en jaque el programa económico de gobierno. La búsqueda de una estabilización por la vía de un programa acordado con el FMI, que contenía un sendero de acumulación de reservas, baja del déficit fiscal y reducción del financiamiento monetario, junto a lineamientos tendiente al abandono del retraso del tipo de cambio y las tarifas se transformó en un paquete acelerador de la inflación al que se sumó una respuesta de convalidación de la política pública (Ver Informe Mayo-22).

Si bien los dólares del Acuerdo prometían aportar estabilidad, la aceleración de la inflación en niveles en torno al 6% mensual y la reacción de política llevó a que la mayor parte de las variables corrieran por detrás de los precios, imprimiendo un carácter más inercial a la inflación. En la **política cambiaria y monetaria**, la gradualidad de los aumentos llevó a que se retrasara el tipo de cambio y la tasa de interés mensual siguiera siendo negativa en términos reales, incumpliendo los compromisos. Algo similar ocurre con el **resultado fiscal**, donde la postergación y el bajo monto de los incrementos tarifarios, junto al alza de precios internacional condujo a un incremento de los subsidios que lejos de ser compensado por otros componentes del gasto se vio reforzado.

Por su parte, en el **plano salarial**, el abandono de facto de cualquier intento de coordinación de la pauta salarial (promoviendo la anticipación de las paritarias) condujo a que, de forma generalizada, se acumularan los aumentos salariales: los incrementos negociados a fines de 2021 (que impactaron a comienzos de 2022) se sumaron a las

nuevas paritarias negociadas en un entorno de una inflación mensual del 6%. La combinación de estos factores llevó a una convalidación de una nominalidad distinta a la de los años anteriores y que parece anticipar un cambio de régimen: paritarias en torno al 70-80%, acuerdos cortos y/o con revisiones trimestrales e incrementos con frecuencia creciente (en varios convenios importantes, con más de 9 aumentos en el año).

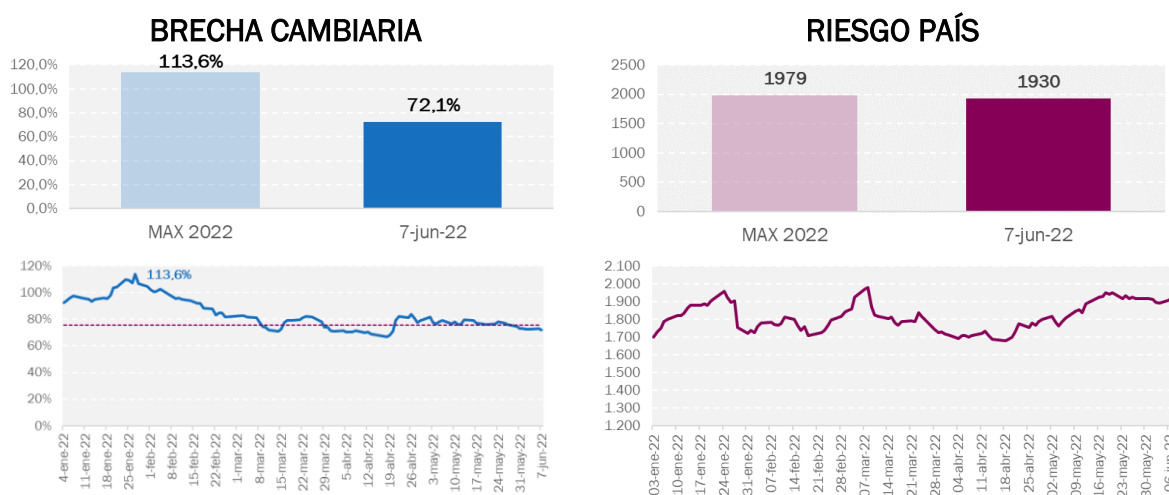
En este contexto, los problemas políticos cada vez más evidentes derivaron en la salida del Ministro de Desarrollo Productivo, al tiempo que la estrategia macroeconómica comienza a dar señales de alerta. La incapacidad del gobierno para dirimir las internas y garantizar un rumbo ante un escenario electoral a priori desfavorable agregan leña al fuego en un escenario ya frágil. En este contexto, las perspectivas respecto al mercado de cambios, campo de batalla fundamental de la estabilidad económico, serán determinantes para los próximos meses.

TENSIONES DE CORTO Y MEDIANO PLAZO

Las crisis cambiarias son en Argentina un detonante recurrente de crisis políticas. En medio de los conflictos que atraviesan a la coalición de gobierno, las miradas se posan sobre la evolución del mercado de cambios en busca de un posible árbitro o catalizador que salde las disputas. Mientras que el cumplimiento del programa económico (y en particular el cambiario) convenido con el FMI podría torcer la balanza en favor de la actual gestión económica, su incumplimiento podría ser el catalizador de una crisis con final abierto.

Las perspectivas no resultan alentadoras. Argentina inició 2022 con una exigua posición de reservas internacionales a la que se sumaban necesidades de financiamiento externo para sostener el nivel de actividad alcanzado a fines de 2021. El acuerdo con el FMI aportó dólares y fortaleció parcialmente las reservas, aunque incorporó una meta de acumulación de divisas que sostiene la incertidumbre respecto de la capacidad del gobierno para cumplir con las metas pactadas y garantizar la estabilidad cambiaria de mediano plazo. La dinámica de los primeros meses del año convalida las dudas.

La brecha cambiaria y el riesgo país expresan la ambivalencia que recubre a las perspectivas del mercado de cambios tras el acuerdo con el FMI. Por un lado, se alejó del horizonte de corto plazo la posibilidad de una crisis, reduciendo 41 p.p. el nivel de la brecha, que pasó de 113% a fines de enero al 72% de principios de junio. Por otra parte, la incredulidad respecto de la capacidad de la economía para generar un saldo de divisas suficiente en el mediano plazo se mantuvo inalterada. La prácticamente nula reducción del indicador de riesgo país (1979 p.b. vs. 1939 p.b.) puede interpretarse como una expresión de esta desconfianza¹.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA y Reuters

¹ Incluye también en el nivel del riesgo país el clima financiero global, afectado por los temores respecto de un acelerado cambio en la estrategia de política monetaria de los países centrales.

La tensión entre las perspectivas cambiarias de corto y mediano plazo hacen de los resultados del primer semestre del año un dato fundamental para quienes buscan anticipar cuándo y cómo se resolverá esta ambivalencia. La guerra en Ucrania y el shock de precios internacional, sumado a los efectos de la sequía sobre la producción agropecuaria y los problemas energéticos sumaron incertidumbre.

La revisión de los datos del primer cuatrimestre del año, aún bajo un escenario “optimista” respecto de la demanda de dólares para el resto de 2022, sugieren que las metas pautadas con el FMI difícilmente puedan cumplirse y alertan sobre la posible anticipación de las tensiones cambiarias que se esperan para 2023.

EL MERCADO CAMBIARIO EN EL 1° CUATRIMESTRE DE 2022 Y LA META DE RESERVAS

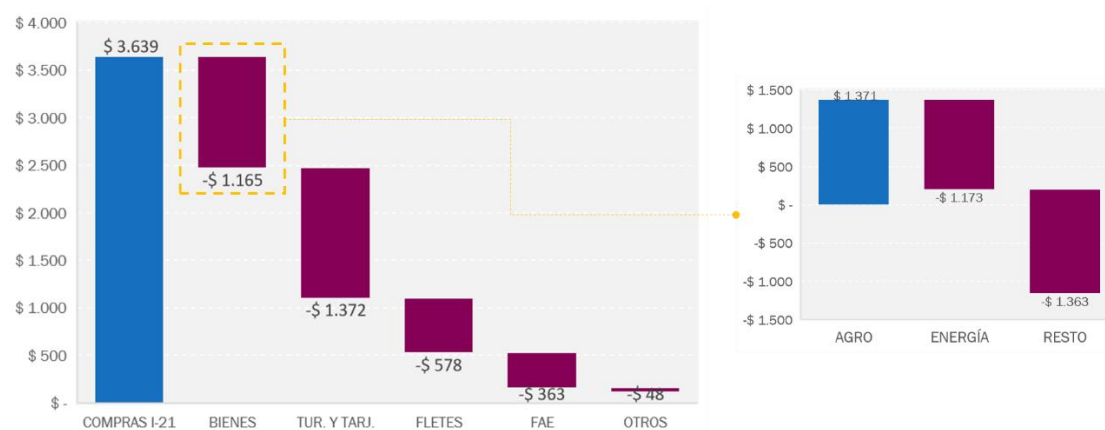
Los medios especializados destacan dos aspectos de la dinámica cambiaria en la primera parte del año: (i) el nivel récord de las liquidaciones del complejo agroindustrial; (ii) las exiguas compras del BCRA en el mercado. Los datos del balance cambiario del primer cuatrimestre permiten completar el análisis.

Aunque las ventas netas de dólares del sector agroindustrial resultaron en los primeros cuatro meses de 2022 U\$S 1.371 millones superiores a las del año anterior, el crecimiento de las importaciones de energía (+U\$S 1.173 millones) y de los restantes rubros de importación de bienes (+U\$S 1.363 millones) resultaron en una disminución del superávit cambiario por el intercambio de bienes (-U\$S 1.165 millones).

Junto al deterioro en el saldo del comercio de bienes sobresalen otros tres rubros que explican la peor performance relativa del BCRA. En primer lugar, el saldo de las operaciones vinculados al turismo internacional y los pagos con tarjeta de crédito al exterior arrojaron un crecimiento del déficit de más de U\$S 1.300 millones en línea con la normalización post-pandemia. En segundo lugar, los pagos en concepto de fletes tienden a reflejar no solo el crecimiento en los volúmenes de comercio exterior, sino también los efectos de la crisis energética global sobre los precios de este rubro². Finalmente, aunque con un nivel bajo, el incremento de las compras de dólares para formación de activos externos de personas humanas (los U\$S200 mensuales) se incrementó respecto de un año atrás (+ U\$S 363 millones) y explica la restante diferencia.

Así, tras comprar más de U\$S 3.600 millones en el primer cuatrimestre de 2021, el BCRA adquirió apenas U\$S 113 millones en el mismo período de 2022.

COMPRAS DE DÓLARES EN EL MERCADO DEL BCRA 1° CUATRIMESTRE 2021 VS. 2022



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

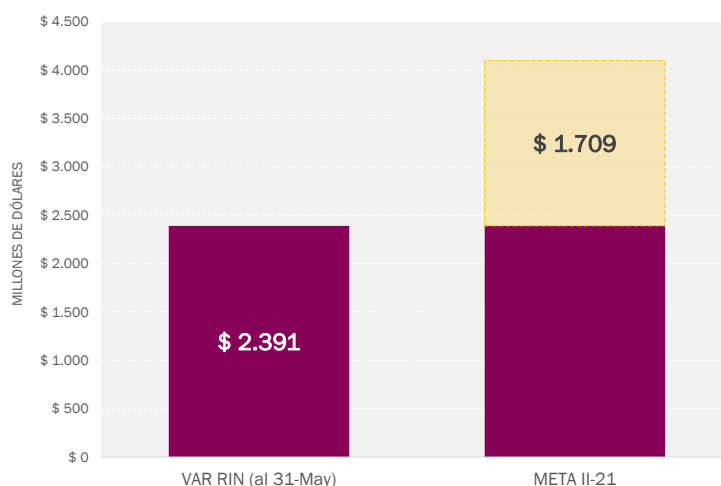
² La dinámica asumida por el rubro de fletes, que incrementó su déficit en un 80% (frente un aumento en los pagos de exportaciones de 19% y 33% respectivamente) alerta además sobre las posibles consecuencias en la segunda parte del año de los incentivos a la postergación de pagos de importación decidida por el BCRA. Esta estrategia podría sostener los pagos de importaciones aún en un contexto de desaceleración económica.

Los datos de mayo publicados por las cámaras de exportadores CIARA-CEC muestran un nuevo récord en las liquidaciones mensuales del sector agroindustrial. Aún en este contexto el BCRA compró U\$S 1.300 millones menos que un año atrás (logró adquirir U\$S 784 millones). La evolución de la recaudación de impuestos vinculada a importaciones (+71% i.a.) y gastos en turismo y tarjeta (impuesto PAIS +331% i.a.) ratifican durante mayo las tendencias observadas en los primeros cuatro meses del año.

De esta forma, la autoridad monetaria se posiciona a finales de mayo lejos de cumplir la meta de U\$S 4.100 millones pactada con el FMI para fines de junio. Un ejercicio que busca replicar la metodología implícita en el Acuerdo con el Fondo arroja que, al 31 de mayo la variación de reservas netas se ubicaba U\$S 1.700 millones por debajo del compromiso asumido para fines de junio (esto equivale a más que duplicar el resultado de mayo, alcanzando un promedio de compras netas diarias de U\$S 85 millones en junio, muy lejos de los resultados observados hasta el momento).

La reciente aprobación de las metas del primer trimestre del acuerdo vino acompañada del sostenimiento de las metas anuales y una posible redistribución de los compromisos a lo largo del año que podrían flexibilizar los requerimientos para junio. No obstante, la estacionalidad del balance cambiario argentino refleja que difícilmente puedan compensarse en el segundo semestre los faltantes del primero. Se trata de un primer esfuerzo de flexibilización del acuerdo que busca internalizar la anticipación de los incumplimientos ante el shock internacional, evitando rediscutir el acuerdo al poco tiempo de haber sido aprobado.

VARIACIÓN DE RESERVAS NETAS AL 31-MAY SEGÚN METODOLOGÍA FMI Y META JUN-22



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

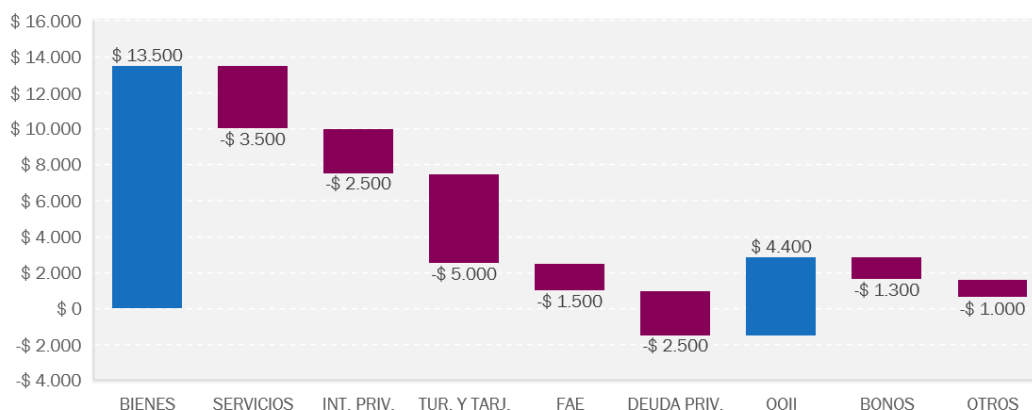
ACTUALIZACIÓN DEL ESCENARIO CAMBIARIO 2022

Se propone a continuación un ejercicio de proyección del balance cambiario 2022 sobre la base de lo ocurrido en los primeros meses del año. El ejercicio incorpora algunos supuestos “optimista” y busca reflejar cual sería el resultado a finales de año bajo un escenario de continuidad:

- **Comercio de bienes:** (i) los precios más que compensan los efectos de la sequía sobre el saldo agroexportador; (ii) Las cantidades y precios de la energía importada compensan la mejora del agro; (iii) el ritmo de las restantes importaciones se acomoda a la desaceleración del crecimiento y las restricciones de pagos del BCRA; (iv) la deuda comercial sostiene el patrón del I-22 -supuesto optimista-.
- **Servicio:** (i) los pagos en concepto de fletes deterioran el saldo de servicios (aunque se moderan respecto de I-22, -supuesto optimista-); (ii) Se desacelera la tendencia al deterioro del saldo de turismo, pasajes y tarjetas -supuesto optimista-.

- **Cuenta capital:** (i) El FMI y otros OOI aportan en términos netos U\$S 4.400 millones; (ii) la cancelación de deuda privada se mantiene en línea con lo ocurrido el año anterior.

PROYECCIÓN DEL BALANCE CAMBIARIO 2022

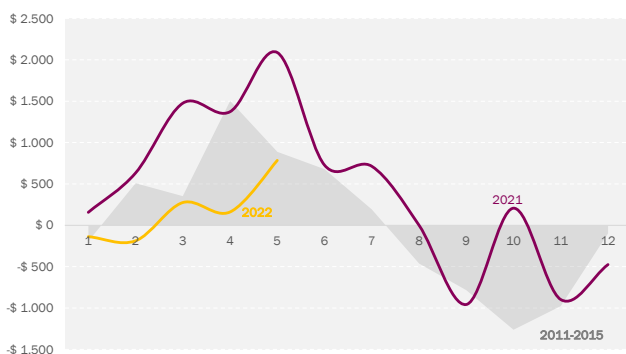


El ejercicio arroja un saldo de divisas en el año inferior a los U\$S 1.000 millones, muy por debajo de la meta de U\$S5.800 acordada con el FMI. Esta circunstancia plantea un complejo panorama no solo respecto de cuál será la reacción del FMI ante el incumplimiento del acuerdo, sino también respecto del nivel de reservas con el que debería encararse en 2023 el proceso electoral.

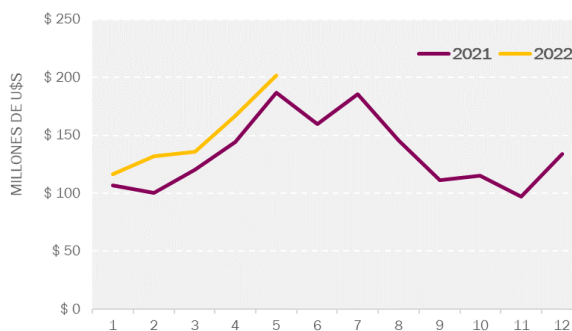
TENSIONES A FINALES DEL INVIERNO

Considerando el resultado de las proyecciones, la propia estacionalidad del balance cambiario y un escenario donde cabe esperar que la liquidación de cereales y oleaginosas se ralentice no solo por las menores cantidades disponibles (efecto estacional + sequía), sino también por una incipiente preferencia por conservar los excedentes en especie, los meses de agosto y septiembre emergen como fecha de inicio de las probables tensiones cambiarias. Se trata, además, del período donde las autoridades deberán dar cuenta de los resultados correspondientes al segundo trimestre y discutir las perspectivas de cumplimiento para el tercer trimestre en el acuerdo con el FMI.

INTERVENCIONES DEL BCRA EN EL MERCADO DE CAMBIOS



LIQUIDACIONES PROMEDIO DIARIA DEL AGRO



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA y CIARA-CEC

Las perspectivas cambiarias abren así un escenario de incertidumbre con posibles derivaciones sobre la brecha y el cronograma de refinanciación de la deuda pública. No obstante, los mayores riesgos corresponden a cuál será la reacción del propio FMI y de los oferentes de dólares en el mercado de cambios oficial ante el escenario de incumplimiento del acuerdo. Estos actores definirán a partir del cuarto trimestre de 2022 el resultado del partido cambiario.

El control de cambios se sustenta en la capacidad de las autoridades de reprimir aquellos ítems de demanda que aportan al deterioro del balance cambiario. No obstante, **dado el exíguo nivel de reservas y una agenda de política en la que se espera se acrecienten las tensiones con el FMI, son prácticamente nulas las herramientas disponibles para responder a una posible retracción de las liquidaciones de exportaciones.**

En particular, la cancelación del remanente de deuda comercial del sector agroexportador podría anticipar al último trimestre del año los problemas esperados en 2023. Tal como se señaló, la estrategia de los exportadores es el principal punto ciego del control de cambios, que podría magnificar sus efectos por una incipiente agenda electoral que siembre dudas respecto de la continuidad del régimen de regulación cambiaria (“el cepo”) y el nivel de las retenciones³.

Ante este escenario, el gobierno deberá definir su estrategia de cara a las tensiones cambiarias que se esperan para 2023 y amenazan anticiparse. Por un lado, la opción por una profundización de los controles cambiarios (importaciones, límites al turismo y las compras con tarjeta, etc.) adolece de un nivel de reservas suficientes que permitan construir un puente hasta finales de 2023 dada la esperable retracción en la liquidación de exportaciones. En este sentido, la posibilidad de poner en marcha una estrategia defensiva con reminiscencias a la de 2015 dependerá críticamente de la posibilidad de encontrar nuevas fuentes de financiamiento para sostener el endurecimiento del cepo en medio del año electoral, del beneplácito del FMI y también de la competitividad electoral de la coalición de gobierno.

Alternativamente, la renegociación del acuerdo con el FMI abrirá un camino alternativo. En un escenario de debilidad la renegociación con el Fondo implicará probablemente anticipar definiciones de política que tienen en común la agenda económica del organismo y la oposición. En este sentido, la redefinición del esquema de tarifas de servicios públicos y subsidios, la velocidad de la consolidación fiscal y la estrategia cambiaria y monetaria serán, probablemente, parte de la negociación.

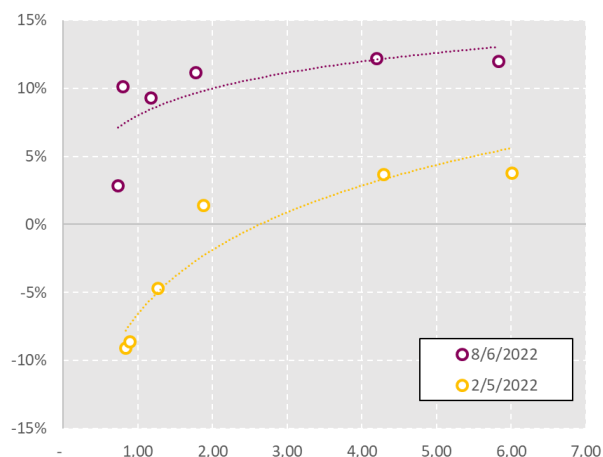
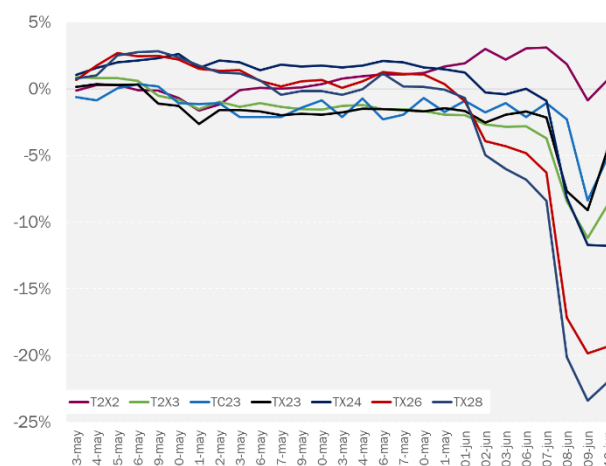
CORRIDA CONTRA LA DEUDA PÚBLICA EN PESOS AMENAZA EL PROGRAMA ECONÓMICO

El pasado miércoles 8 de junio se aceleró el desarme de instrumentos de deuda pública del Tesoro Nacional, desencadenando una corrida que afectó a los títulos ajustables por inflación (CER).

La deuda indexada se erigió en los últimos años como el pilar de la estrategia de financiamiento público, alcanzando su máximo atractivo en el contexto de la reducción de la brecha cambiaria que acompañó la firma del acuerdo del Fondo. Así, en un escenario signado por las perspectivas de estabilidad cambiaria de corto plazo y una inflación al alza, los instrumentos CER ofrecían a los inversores atractivos rendimientos que explican al incremento de la demanda, el alza de los precios de los títulos y la reducción de los rendimientos (la parte de la curva llegó a ubicarse en valores muy negativos).

Desde principios de mayo la deuda pública indexada inició un proceso de corrección gradual que comenzó a acelerarse a principios de junio. Una dinámica fiscal y cambiaria peor a lo esperada, junto a las dudas que rodean al futuro de la deuda en moneda local tras el default de 2019 y las declaraciones de economistas de la oposición respecto de su futuro, explican esta tendencia que hacía esperar problemas de renovación en la antesala de los comicios 2023. En este marco, una serie de operaciones de desarme de posiciones gatillaron una corrida que anticipó la crisis casi un año y medio, afectando considerablemente a las cotizaciones.

³ La vulnerabilidad del esquema económica a las decisiones de exportadores explica tal vez la renuencia de las autoridades a subir retenciones a pesar de lo ocurrido con los precios internacionales.

CURVA DE RENDIMIENTOS DE BONOS CER

VAR ACUM. DE BONOS CER DESDE 2-MAY


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BYMA

La caída de los bonos y letras ajustables por CER desencadenó los rescates de Fondos Comunes de Inversión en un mercado que mantiene fresco en su memoria el reperfilamiento de la deuda de fines de 2019. En este contexto el BCRA y otros organismos públicos debieron defender las cotizaciones interviniendo en el mercado para sostener sus precios.

Aunque las intervenciones públicas comenzaban a arrojar resultados al cierre de la semana, la credibilidad de la Secretaría de Finanzas respecto a su capacidad para sostener su estrategia y conseguir en el mercado el financiamiento proyectado en el mercado se encuentra seriamente dañada.

La capacidad de endeudamiento del Tesoro es, junto al financiamiento neto aportado por el FMI, el principal amortiguador que tiene el programa económico para compatibilizar la mayor velocidad que presenta la reducción del financiamiento monetario respecto del objetivo fiscal. Problemas en este punto del programa, podrían afectar la consistencia macroeconómica.

El desarme de títulos públicos ya sea a través de ventas en el mercado o por bajos índices de renovación de las colocaciones genera un proceso de migración hacia los activos considerados más seguros por el mercado: plazos fijos y dólar (sea financiero o anticipación de demanda en el MULC). El incremento de la brecha cambiaria o el deterioro del resultado en el mercado de cambios oficial constituyen el principal mecanismo de transmisión que conecta las tensiones entre la deuda pública en moneda local y el dólar.

Las próximas licitaciones de mediados y fines de junio serán definitorias respecto de la continuidad del programa financiero. Bajos niveles de renovación de la deuda tienden a incrementar las necesidades de emisión y atentan contra el cumplimiento de los términos del acuerdo con el FMI. Sin dudas, se trata de un factor que podría anticipar los problemas descriptos en las secciones anteriores.