

CRISIS SUPERPUESTAS

RESUMEN

- *La crisis de la deuda en pesos golpeó uno de los pilares de la estrategia económica y adelantó problemas sobre el sector externo que se esperaban para más adelante.*
- *Hasta el momento, las autoridades han priorizado el intento de salvataje y continuidad del programa económico en curso. Se trata de un esquema que da muestras de agotamiento tanto en el plano financiero y cambiario como en la dinámica de precios.*
- *La intención de rescatar el programa económico, cuyo diseño es de por sí inflacionario, impone a la economía riesgos de ajuste de la actividad económica y aceleración de precios sin resolver las tensiones financieras y externas de cara a 2023.*
- *La redefinición del programa, en vistas de priorizar la desinflación y la estabilización, emerge como una opción que despeja los riesgos implícitos del escenario actual pero que contiene condimentos complejos en el corto plazo y requieren una mayor digestión respecto de la complejidad de la situación actual por parte de las autoridades políticas.*

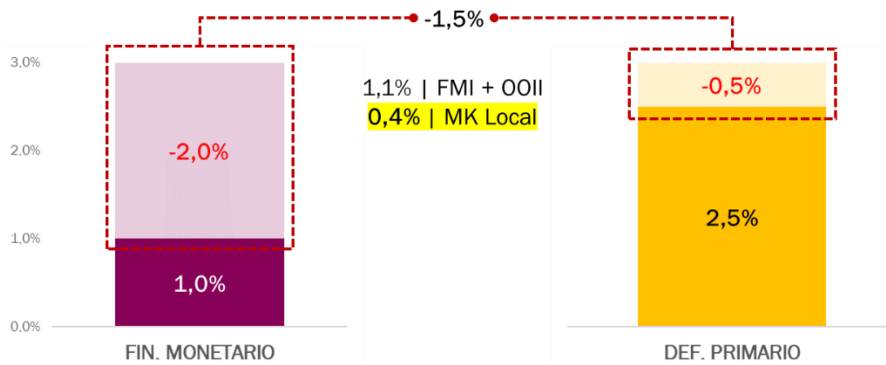
CRISIS, RENUNCIA Y CONFUSIÓN

La crisis financiera en curso desarticuló la estrategia de financiamiento del Tesoro y adelantó un escenario ya de por sí problemático. Durante una breve tregua que ofreció la corrida contra la deuda pública, el exministro de economía presentó su renuncia. Con la salida se reavivaron las tensiones sobre la deuda en moneda local y también en los mercados del dólar (oficial y financiero), adelantando problemas sobre el sector externo que se esperaban para más adelante (Ver Informe Junio-22). La salida del ministro no sólo expresa las tensiones políticas dentro de la coalición gobernante sino la escasa efectividad de la estrategia macroeconómica elegida que, con un exagerado énfasis en la formación de expectativas, dio muestras de agotamiento en los planos financiero, externo e inflacionario.

La crisis de la deuda en pesos golpeó uno de los pilares de la estrategia económica. Con un enfoque de tasas de interés por debajo de la inflación que profundizó la indexación, la reconstrucción del mercado de deuda pública en moneda local fue uno de los “caballitos de batalla” de la gestión saliente. El financiamiento público en el mercado de capitales local es además una pieza central del acuerdo con el FMI y de su posible cumplimiento. El programa económico estipula una mayor velocidad de ajuste en el financiamiento monetario respecto del ritmo de la consolidación fiscal. Mientras que la emisión para financiar al fisco debe reducirse 2 p.p. del PBI (pasando de 3% en 2021 a 1% en 2022), el déficit primario se contraería solo 0,5 p.p. del PBI (reduciéndose de 3% a 2,5%). El financiamiento del mercado de capitales local y los organismos internacionales son las poleas de transmisión que propone el programa para conciliar el esquema a dos velocidades que permitió contener las demandas de mayor moderación fiscal del FMI.

Así, la crisis de la deuda pública en moneda local significa un golpe a la estrategia de financiamiento pública y por ende a la posibilidad de sostener un esquema económico con una mayor velocidad relativa de ajuste monetario. La crisis de la deuda no afecta únicamente a la programación de recursos que debería aportar el mercado financiero local, sino también el hecho de que posibles desvíos de la meta fiscal en el contexto de la guerra y el shock de precios internacional serían más fácilmente digeridos por el FMI siempre y cuando no alteraran la meta monetaria y pudieran financiarse localmente. En un escenario extremo, el masivo desarme de posiciones de deuda pública podría demandar considerables pagos netos de deuda que no estaban presupuestados.

GRAFICO 1. AJUSTE MONETARIO Y FISCAL DEL PROGRAMA ECONÓMICO Y GAP DE FINANCIAMIENTO

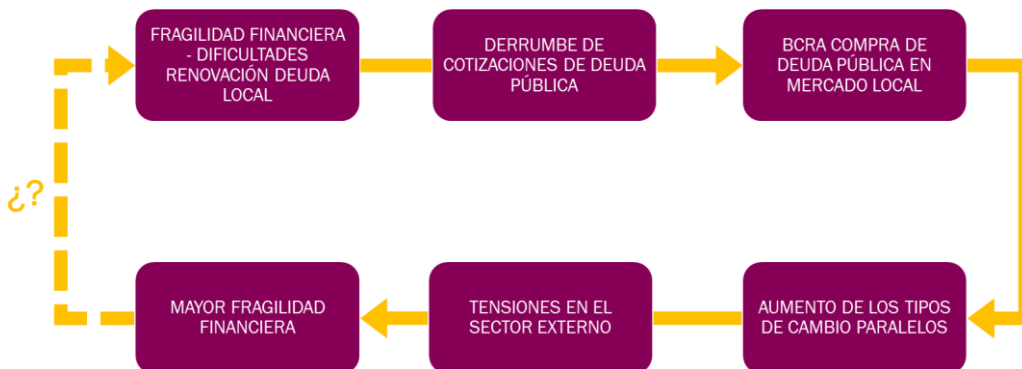


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del FMI

Hasta el momento, las intervenciones de recompra de deuda por parte del BCRA en el mercado secundario de títulos han sido la principal estrategia para contener la crisis. Bajo esta estrategia la autoridad monetaria sostiene los precios de la deuda en el mercado con sus compras y adquiere títulos próximos al vencimiento que luego canjea por otros de mayor madurez para descomprimir la carga de las próximas licitaciones. Desde el 9 de junio el Banco Central adquirió títulos públicos (y emitió pesos) por aproximadamente \$1,1 billones (aproximadamente 1,4% del PBI).

Los inversores que huyen de la deuda pública utilizan los pesos para volcarse hacia inversiones consideradas más seguras. El crecimiento en la cotización de los dólares paralelos (+37%), así como el volumen de depósitos y pasivos remunerados del BCRA (LELIQ y pases) expresan este proceso. Así, el dólar paralelo, los plazos fijos y los fondos *money market* han sido los principales receptores de la corrida contra la deuda.

ESQUEMA 1. FRAGILIDAD FINANCIERA



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 2. COMPRAS TÍT. PUBLICOS BCRA Y CCL

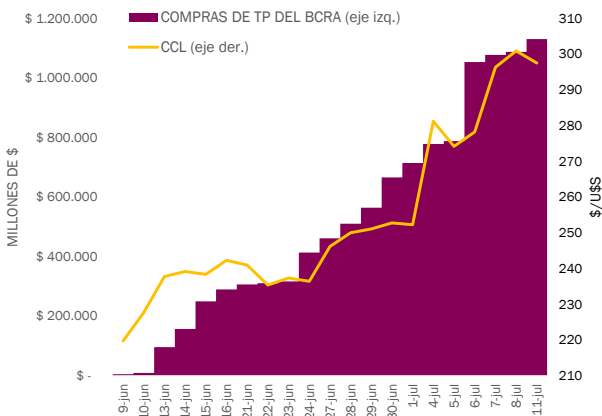
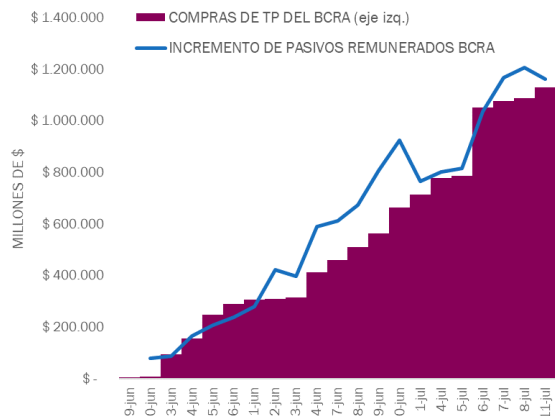


GRÁFICO 3. COMPRAS TÍT. PUBLICOS BCRA Y PAS. REM.

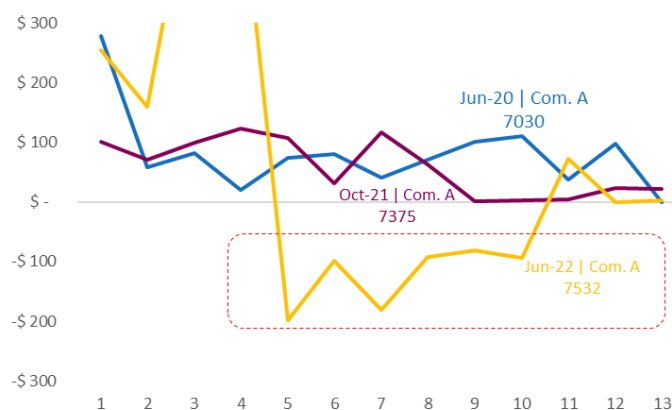


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA y BYMA

La tensión financiera sobre la deuda en pesos y el aumento de la brecha cambiaria afectaron también el funcionamiento del mercado oficial de cambios. Así, aun transitando un período en el que cabe esperar un buen nivel de liquidaciones del sector agroexportador, el BCRA se vio obligado a extremar al máximo las limitaciones para el pago de importación y servicios. El endurecimiento del cepo tuvo el doble objetivo de cumplir la meta de reservas acordada con el FMI y contener una corrida cambiaria que se expresaba tanto en una retracción de la oferta de dólares como en una demanda exacerbada.

Los esfuerzos que inicialmente parecieron contener la corrida sobre el dólar oficial muestran hasta el momento al BCRA con dificultades para estabilizar el resultado del mercado de cambios. A diferencia de otros episodios similares en los que se impusieron restricciones severas para revertir dinámicas disruptivas en el mercado (jun-20 y oct-21), la autoridad monetaria no logra hasta el momento consolidar una posición compradora que permita apaciguar expectativas.

GRÁFICO 4. INTERVENCIONES DEL BCRA EN EL MULC TRAS AJUSTES DEL CEPO



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

La sostenida demanda energética y la cautela de agroexportadores explican esta situación. El hecho de que las dificultades ocurran en meses que usualmente corresponden a la temporada alta de liquidaciones (y en la previa al inicio del trimestre más difícil en el MULC) encienden las alarmas sobre la profundidad de la crisis y la posibilidad de sobreponerse a la misma con las mismas herramientas de otros episodios.

Mientras tanto, la severidad de las restricciones cambiarias, sumadas a la reacción al alza de la brecha cambiaria en el contexto de la crisis financiera generaron una importante disrupción en las cadenas de producción local. La aceleración de precios y el freno del ritmo de la actividad económica son un hecho consumado para el mes de julio. Las tensiones de precios amenazan con anticipar los problemas sociales, así también como las presiones en favor de una nueva ronda de negociaciones paritarias.

DISCUSIÓN REPETIDA... ¿CRISIS FISCAL O EXTERNA?

La asunción de una nueva ministra en medio de una crisis que amenaza la estrategia de financiamiento pública tendió a cargar las miradas sobre la evolución de las variables fiscales. Junto al mensaje desestabilizador de dirigentes de la oposición, las perspectivas de incumplimiento de la meta fiscal gatillaron la ola de desconfianza sobre la deuda en moneda doméstica. En el acumulado al mes de mayo los ingresos muestran un crecimiento del 67%, que descontado el efecto contable de las rentas de la propiedad se ubica en 62%. Mientras tanto, el gasto público evoluciona al 78% y su dinámica se explica no solo por lo ocurrido con la política social y de subsidios, sino también por el resto de los ítems de los que se esperaba un comportamiento más moderado (por ejemplo, transferencias a provincias +96%).

Los límites que enfrenta la estrategia de financiamiento del tesoro no operan únicamente desde el lado de la deuda. Los aportes del BCRA se encuentran condicionados no sólo por los compromisos con el FMI, sino también por los límites legales (establecidos por la Carta Orgánica) que moldearon el acuerdo. En este contexto, la agenda inicial del nuevo equipo económico presenta un marcado sesgo fiscal, y en especial vinculada a la agenda remanente de compromisos asumidos con el FMI.

Las señales de consolidación y control de las cuentas públicas buscan reforzar el compromiso con el programa con el Fondo, al tiempo que pretenden aportar una señal que calme en el corto plazo los temores de impago o reprogramación que pesan sobre la deuda en moneda local. Los positivos resultados de la licitación de mediados de julio parecen aportar algo de optimismo respecto de la posibilidad de alcanzar un momentáneo nuevo equilibrio financiero a un nivel de tasas de interés y brecha mayor.

Hasta el momento, las autoridades han priorizado el intento de salvataje y continuidad del programa económico en curso. Se trata de un esquema que da muestras de agotamiento tanto en el plano financiero como cambiario y de precios. Mientras que la creciente centralidad que deberá asumir la agenda fiscal en el intento de rescate del programa financiero amenaza con poner prematuramente fin a la tregua política pactada tras la renuncia del ministro, las restricciones cambiarias imponen un shock de oferta con impacto sobre precios y el nivel de actividad. En este marco, no puede descartarse que los esfuerzos de salvataje al programa vuelvan a amplificar las tensiones.

Por otra parte, aún en el escenario de éxito en el intento de consolidación fiscal, la amenaza sobre la evolución del sector externo se mantiene presente y reforzada por las consecuencias de la inestabilidad financiera. El oficialismo se propone a “pasar el invierno” como principal estrategia frente a las tensiones cambiarias que son presentadas como transitorias. Bajo esta perspectiva el problema excluyente del mercado de cambios provendría de los efectos de las incrementadas compras de energía, que una vez superadas permitirían normalizar la situación.

Un análisis más detallado refleja los límites del diagnóstico. Aún en el caso de normalizarse la demanda de energía a partir de septiembre, el BCRA deberá enfrentar la disminución de la oferta de divisas típica del período. Por si fuera poco, y a pesar de las restricciones establecidas, se sumarán en el segundo semestre la demanda de divisas para concretar pagos que fueron financiados a plazo en la primera parte del año bajo el esquema propuesto por el propio BCRA. Estas circunstancias, sumadas a una elevada brecha cambiaria fruto del problema de la deuda en pesos, las crecientes expectativas de devaluación y los probables incumplimientos con el FMI hacen, de los pronósticos de normalización luego del invierno, un escenario en extremo optimista.

Si bien los resultados de las estrategias para enfrentar a una crisis financiera se miden ante todo por su efectividad de corto plazo, es importante también anticipar y entender la sostenibilidad del escenario. En este sentido, las renovadas tensiones tanto sobre el mercado de cambios, como sobre la inflación y los ingresos reales constituyen riesgos latentes para la estrategia.

AJUSTE O ESTABILIZACIÓN. ¿LA POLÍTICA DIGIERE LA CRISIS?

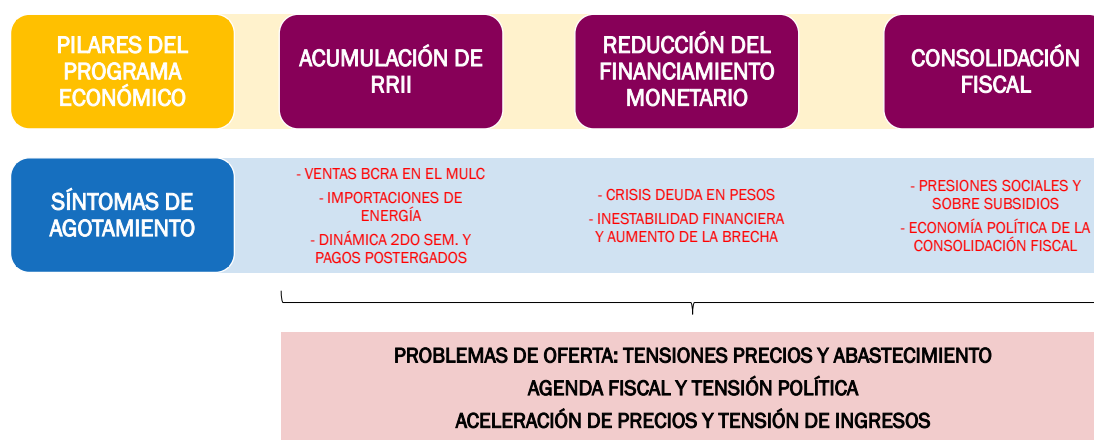
La intención de rescatar el programa económico acordado con el FMI, cuyo diseño era de por sí inflacionario, impone hacia adelante un escenario de ajuste de la actividad económica y aceleración de precios.

Por un lado, las restricciones a las importaciones para intentar estabilizar la situación cambiaria generan severos problemas sobre las cadenas de abastecimiento y amenazan con interrumpir la recuperación económica, al tiempo que aceleran la dinámica de precios en un contexto de incertidumbre y faltantes de insumos.

Por su parte, las señales fiscales que buscan estabilizar la situación de la deuda en moneda doméstica harán también su aporte y amenazan con desatar nuevamente la crisis política de la coalición. Mientras tanto, la crisis financiera aporta al escenario recesivo un clima de fragilidad e insostenibilidad.

La configuración de un escenario en el que se conjugan aceleración de precios, contracción de la actividad, con creciente tensiones financieras, sociales y políticas, y que no resuelve las dudas que pesan sobre el horizonte cambiario para 2023, obligan a pensar en alternativas.

ESQUEMA 2. PILARES, SÍNTOMAS DE AGOTAMIENTO Y TENSIONES



Sin reservas ni acceso al crédito que pudieran sostener un esquema de mayores restricciones, el abandono del programa económico en curso y su redefinición en vistas de priorizar la desinflación y la estabilización emerge como la principal opción. Se trata de una estrategia hasta el momento vedada dada las dificultades que presenta la coalición de gobierno para digerirlo. Especialmente algunos componentes resultan particularmente problemáticos: una administración distinta del tipo de cambio oficial, la renegociación del programa con FMI y la necesidad de centralizar los instrumentos macroeconómicos a fin de viabilizar en términos sociales y políticos un programa que suele imponer complejidades en el corto plazo.

Lejos de agotarse en estos temas, la opción por un programa de estabilización requiere además esfuerzos para recuperar el control de herramientas económicas que hoy han perdido su efectividad o se encuentran vedadas en el contexto de la crisis (controles y acuerdos de precios, políticas de ingresos, retenciones, etc.). Por el momento, aparece como un escenario que demanda niveles de coordinación y cohesión política más allá de los límites de la coalición de gobierno. No obstante, la centralidad que asume la dinámica inflacionaria en los problemas cotidianos de la población y en las dificultades de alcanzar un escenario de estabilidad no permiten descartar una modificación más radical de la estrategia macroeconómica.