

EL DESAFÍO DE LA ESTABILIZACIÓN

RESUMEN

- *El inicio de una nueva fase en lo político no se expresa aun cabalmente en el plano económico. Los primeros anuncios del nuevo ministro parecen profundizar la estrategia en marcha para el sostenimiento del programa económico acordado con el FMI.*
- *La oxigenación que ofrece el reacomodamiento del tablero político dentro del oficialismo contrasta con las exigencias de la coyuntura económica, y en particular aquellas vinculadas a la dinámica de precios y reservas. Serán estas últimas las que marquen los tiempos en favor de mayores definiciones.*
- *Por el momento, lejos de constituir un programa que imponga un nuevo ordenamiento macroeconómico, que despeje los principales signos de inestabilidad y sienta las bases de un sendero de crecimiento, las medidas anunciadas intentan “sincerar algunos desequilibrios” y “comprar tiempo” para sobrellevar la coyuntura de corto plazo.*
- *Los temores respecto de los potenciales efectos de una devaluación en el marco de la aceleración de precios en curso plantean un escenario en el que propiciar una recesión y evitar la devaluación parece visto como el mal menor de cara a lo que resta de mandato. Se trata de una estrategia con grandes costos y resultados inciertos.*

EL AGOTAMIENTO DE UNA ETAPA: LA ASUNCIÓN DE MASSA

Al cierre de nuestro último informe señalamos que dada la centralidad que asumía la aceleración inflacionaria y las dificultades para alcanzar un escenario de estabilidad cambiaria y financiera no podía descartarse una modificación más radical en la estrategia macroeconómica del gobierno. Poco tiempo después se concretó la salida de Batakis y el ingreso de Sergio Massa a un robustecido Ministerio de Economía.

La asunción de Massa implicó un relanzamiento político para el oficialismo y un rebalanceo de las relaciones de poder dentro de la coalición gobernante que se expresó, entre otras cuestiones, en la coordinación de la estrategia económica bajo la conducción del nuevo ministro. La unificación de ministerios y la renovación de secretarios expresó la decisión de concentrar y coordinar el manejo de la política económica, así también como la necesidad de iniciar una etapa de mayor celeridad resolutoria ante la gravedad de la crisis.

Conciliar las demandas de estabilidad y mejora de las condiciones económicas, tanto de las empresas como de las familias se erige como el principal desafío. Sin embargo, los primeros anuncios disiparon las expectativas de un programa de estabilización que encause, de forma integral y sincronizada, los múltiples focos de conflicto que presenta la economía.

Hasta el momento, el cambio en la cartera económica parece expresar mayormente una toma de conciencia por parte de las autoridades respecto de la gravedad de la situación económica, camino que se inició con el ingreso de Batakis. No obstante, el énfasis casi exclusivo que asume la agenda fiscal dentro de los anuncios económicos y la ausencia de una estrategia explícita para atender el problema inflacionario invitan a preguntarse si se ha iniciado ya una nueva etapa económica (como pretende expresarlo la política), o si se transitan aún las postrimerías de la etapa anterior.

Mientras tanto, la oxigenación que ofrece el reacomodamiento del tablero político contrasta con las exigencias de la coyuntura económica, y en particular aquellas vinculadas a la dinámica de precios y reservas. Aunque los mercados financieros puedan ofrecer una tregua, la inflación y la delicada situación que transita el mercado de cambios oficial determinarán los tiempos de la transición.

UN PROGRAMA HERIDO DE MUERTE

El programa económico del gobierno, que tiene su núcleo central en el acuerdo con el FMI, presenta nítidos síntomas de agotamiento. Los 3 pilares sobre los cuales se sustenta están gravemente lesionados: la acumulación de reservas, la reducción del financiamiento monetario y la consolidación fiscal en los primeros 7 meses del año mostraron un desempeño lejos de lo acordado.

La sangría de reservas, la evolución del gasto público por arriba del 80% y la importante emisión monetaria en el marco de la crisis de la deuda en pesos (y, por lo tanto, la crisis en la capacidad de financiamiento del déficit fiscal) expresan la crisis del programa en curso.

A su vez, los esfuerzos de salvataje del programa de los últimos meses demandan también atender efectos no deseados. La necesidad de **imponer restricciones a los pagos de importaciones** para intentar estabilizar la situación cambiaria generó severos problemas sobre las cadenas de abastecimiento, propiciando una aceleración de la dinámica de precios en un contexto de incertidumbre y faltantes de insumos. La aceleración de precios se vio también exacerbada por la **crisis financiera de la deuda pública en moneda local**, que demandó una significativa emisión de pesos que impactó sobre la brecha cambiaria, acrecentando el clima de fragilidad e insostenibilidad (Ver Informe Julio). En este contexto, la inflación se aceleró hasta el 7,4% mensual en julio, alcanzando el máximo registro mensual desde la salida de la convertibilidad. A su vez, a pesar de las restricciones sobre pagos en el mercado de cambios oficial, los problemas financieros y la ampliación de la brecha dejaron sentir sus efectos, dando por resultado una **significativa merma en las liquidaciones de exportaciones** (los agroexportadores liquidaron en julio un 18% menos que un año atrás, a pesar de los mejores precios internacionales). Finalmente, las señales **fiscales** que buscan estabilizar la situación de la deuda en moneda doméstica y la continuidad del acuerdo con el FMI, cargan con la incertidumbre respecto de la reanudación de las tensiones políticas en un escenario social que amenaza con deteriorarse rápidamente.

ESQUEMA 1. PILARES, SÍNTOMAS DE AGOTAMIENTO Y TENSIONES



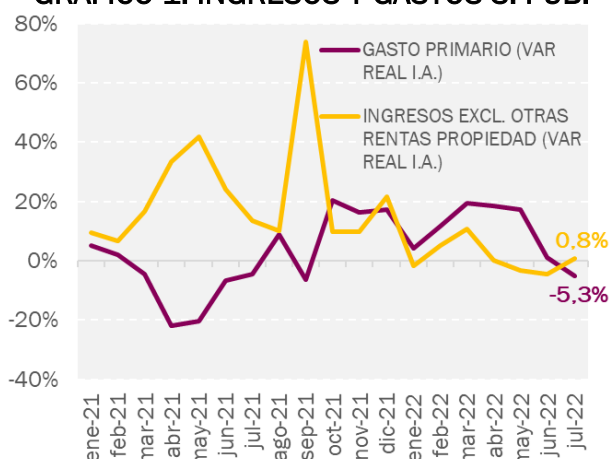
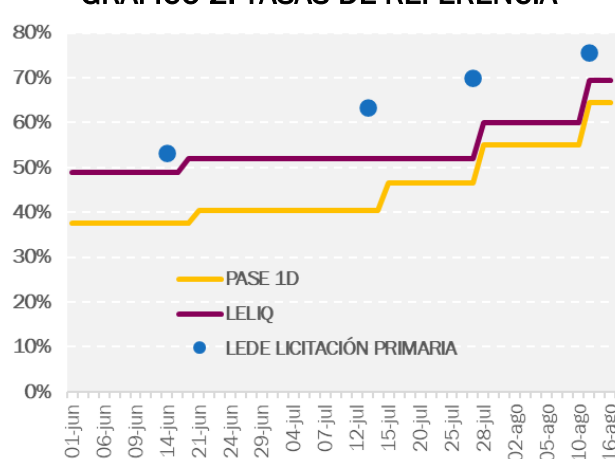
¿CONTINUIDAD O TRANSICIÓN?

Los primeros lineamientos presentados por la gestión Massa pueden agruparse en 4 ejes de política que muestran hasta el momento distintos grados de avance.

1. **Fiscal:** Agenda de consolidación fiscal y aumento de tarifas de servicios públicos para cumplir con la meta de déficit con el FMI
2. **Monetario:** Suba de tasas de interés, límites al financiamiento monetario y rescate del programa financiero
3. **Sector Externo:** Acuerdos sectoriales para promover la liquidación de divisas, sanción de nuevos regímenes especiales y gestión de préstamos internacionales.
4. **Ingresos:** Bonos compensatorios para jubilados y suma fija para asalariados formales

El cambio de gestión mostró su faceta más activa en la agenda fiscal y monetaria, lo cual puede interpretarse como un nuevo intento de salvataje del programa con el FMI de cara a la revisión de septiembre. En el plano fiscal se anunció la varias veces postergada actualización de tarifas de servicios públicos, que incluyó además nuevos criterios que tienden a hacerla más amplia que la originalmente propuesta tras el acuerdo con el FMI. A su vez, se comunicaron techos de gastos para los ministerios, el congelamiento de las contrataciones de personal y un adelanto de ganancias para grandes empresas. La estrategia de contención del gasto comenzó a manifestarse con la publicación de los datos referidos al mes de julio, que mostraron una caída interanual en términos reales del 5% del gasto.

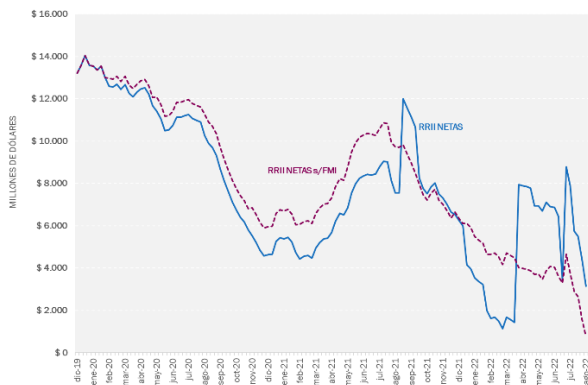
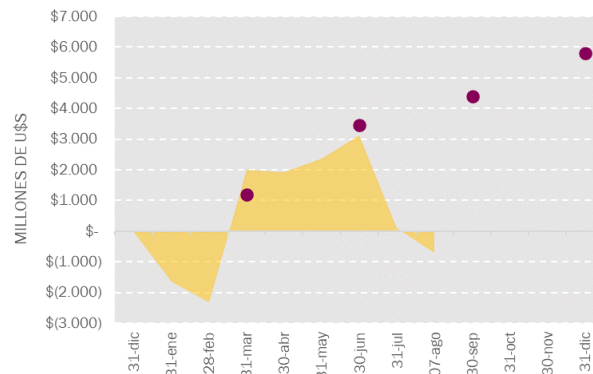
En el plano monetario se registraron importantes subas en la tasa de interés (tanto en la de política monetaria como en la de las licitaciones de letras de descuento del sector públicos), se postuló el fin del financiamiento monetario del déficit y se avanzó en un canje de deuda que logró reducir significativamente los compromisos de los próximos meses. El canje de deuda, que alcanzó un resultado exitoso y permitió despejar vencimientos de los próximos meses (adhesión del 80% entre los cuales se estima una participación pública del 60%) implicó la emisión de un nuevo instrumento de deuda que ofrece cobertura tanto contra la inflación como contra una posible devaluación del dólar oficial y tiene vencimiento en los meses de junio, julio y septiembre de 2023. El diseño del instrumento refleja la posición de debilidad desde la cual las autoridades debieron llevar a cabo las negociaciones, ofreciendo cobertura múltiple (inédita en la historia financiera reciente) y un horizonte de plazos que no despeja la incertidumbre respecto de la situación de la deuda pública en moneda local de cara al período electoral 2023.

GRÁFICO 1. INGRESOS Y GASTOS S. PUB.

GRÁFICO 2. TASAS DE REFERENCIA


Fuente: Elaboración sobre la base de información del Ministerio de Economía, INDEC y el BCRA

En el plano externo, los resultados son menos halagüeños. Con el paso de los días los anuncios y expectativas sobre acuerdos de nuevo financiamiento comenzaron a atenuarse. Así, aunque en las últimas jornadas el BCRA logró revertir su posición vendedora en el mercado de cambios en línea con los menores pagos de energía, acumula ventas por U\$S 2.000 millones desde inicios de julio. En este contexto, la variación de reservas netas según la metodología del FMI se ubicaba al 7 de agosto U\$S 2.700 millones por debajo de los registros posteriores al ingreso de fondos del organismo. Esto implica en los hechos que el país utilizó una porción del financiamiento del organismo (U\$S 4.400 millones de refuerzo presupuestario) que originalmente debía facilitar la acumulación de reservas comprometida en el año, abriendo un importante signo de interrogación respecto de cuál será la reacción de cara al desembolso pautado para septiembre.

Por fuera del esquema de metas con el FMI, que sin dudas deberá ser revisado, las reservas netas se ubican actualmente apenas U\$S 1.500 millones por encima de los niveles que a principios de 2022 desataron tensiones cambiarias. La estacionalidad del mercado de cambios marca que en tiempos de control de cambios el último cuatrimestre del año demanda ventas del BCRA por entre U\$S2.000-3.000 millones. Así, eludir niveles críticos de reservas requerirá de una agenda activa y exitosa en materia de acceso a financiamiento internacional que aún no se vislumbra.

GRÁFICO 3. RESERVAS NETAS

GRÁFICO 4. ACUM. Y META DE RESERVAS FMI


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del FMI y el BCRA

En el plano de la inflación y los ingresos la reacción de política es menos explícita. Se observan si, algunos indicios de diferenciación respecto de lo observado ante el shock de precios ocasionado por la guerra en Ucrania. Hasta el momento se anunció un bono compensatorio para jubilados que se suma a otro ya anunciado para planes sociales. El objetivo de estos suplementos de ingresos es cubrir el rezago de indexación que afecta a las prestaciones sociales en tiempos de aceleración de precios (también se anunció la actualización del salario mínimo vital y móvil). Al mismo tiempo, aunque de forma menos explícita, se auspicia la negociación de sumas fijas para los trabajadores del sector formal, en vistas de minimizar la reapertura de paritarias en el corto plazo (que de todos modos mantienen su dinámica propia). Hasta el momento el esquema desatiende la situación de ingresos del sector informal, acompañando el sesgo regresivo que asume la política fiscal y monetaria.

La agenda económica no termina aún de definirse cabalmente y luce incompleta a la vista de problemas que presenta la economía. El conjunto de medidas podría entenderse tanco como un nuevo intento de rescate del programa económico con el FMI, como un esquema de transición hasta el lanzamiento de un programa más abarcador. Sea como sea, la necesidad de reconstruir el equilibrio en el mercado de cambios (ver Informe Junio 2022) en un contexto en el que la dinámica de precios muestras síntomas de migración hacia un régimen de alta inflación (ver Informe Mayo 2022) impone una agenda poco convencional para la programación económica de los próximos meses. En este sentido, se esbozan a continuación algunos de los escenarios que se abren en vistas de anticipar definiciones todavía ausentes.

PLAN “A” DE AJUSTE: “DEVALUAR SIN DEVALUAR”

Los saltos devaluatorios tienen en nuestro país reminiscencias traumáticas, en tanto implican un aumento de la inflación y una caída del poder adquisitivo de la población. De esta forma, el efecto sobre las cuentas externas se obtiene más como resultado de la recesión inducida, que por la sensibilidad de corto plazo de las exportaciones al tipo de cambio. En los hechos, esto significa que los saltos devaluatorios sean asumidos desde la política como “la última opción” dentro del menú de herramientas del que se dispone para administrar las tensiones externas.

La natural reticencia política se encuentra actualmente exacerbada por una dinámica inflacionaria que amenaza con descontrolarse frente a un potencial salto devaluatorio. Así, inducir una recesión evitando los efectos inflacionarios de un salto devaluatorio emerge como una vía potencial para atender las tensiones en el sector externo de la economía (o bien para preparar el terreno a una devaluación más controlada en caso de que resulte inevitable). Se trata de una estrategia que constituye una continuidad natural de los intentos de salvataje del programa en curso y que ofrece un puente de negociación con el FMI en vistas de posponer un cambio drástico en la estrategia cambiaria en vistas de la revisión del acuerdo de septiembre.

Las señales fiscales y monetarias de los últimos meses parecen orientarse en este sentido. Así, se buscaría evitar el “mal mayor” que significa la devaluación imponiendo un freno a la actividad económica por la vía de la reducción

del gasto y la suba de los tipos de interés. La caída de la demanda agregada arrastraría consigo a la demanda de divisas aportando a la recuperación de la estabilidad cambiaria en el corto plazo.

En la práctica la estrategia presenta elevados riesgos:

- **Con brecha elevada el ajuste monetario y fiscal puede no ser suficiente para equilibrar el mercado de cambios.**

En el contexto de una brecha cambiaria que se ubica en el entorno del 100%, la demanda de divisas tiende a desacoplarse del ciclo económico (al menos en el corto plazo). De esta forma, parece poco probable que el ajuste monetario y fiscal permita reducir significativamente la demanda de importaciones, compras con tarjeta en el exterior o turismo y por lo tanto evitar mayores restricciones en el mercado de cambios. La dinámica de las importaciones durante el proceso de recuperación tras la crisis del COVID tiende a ratificar esta situación, que cabe esperar se sostenga aún en un contexto recesivo. En este marco, el sostenimiento o profundización de las amplias restricciones cambiarias actuales acompañaría a la política monetaria y fiscal.

- **Si es con restricciones cambiarias y de oferta, el ajuste puede no aportar a la desinflación**

En el caso que el freno fiscal y monetario sea acompañado (como ya ocurrió en junio) por restricciones y controles cambiarios como los actuales, dichas restricciones se asocian a problemas en la oferta de bienes y servicios, con riesgos de desabastecimiento y subas de precios. Así, la necesidad de sostener estas políticas siembra dudas respecto de la capacidad del esquema para evitar la aceleración inflacionaria. Lo ocurrido en el mes de julio es un ejemplo y coloca una fuerte presión sobre la estrategia de coordinación de precios y salarios para definir el ritmo del ajuste y el involucramiento político del oficialismo en el mismo.

Hacia adelante, cabe destacar que en tanto el grueso de la estrategia de contención cambiaria actual se articuló sobre la base de restricciones a los pagos (y no a las compras), dichos efectos comenzarán a disiparse en la medida que deban repagarse las financiaciones comerciales del primer semestre del año.

Los datos de balanza de pagos permiten estimar que la postergación de pagos de importación en el primer semestre del año aportó financiamiento por alrededor de U\$S 2.300 millones cuyo repago se concretaría en la segunda mitad del año. A su vez, el paso del tiempo hará que algunas de las restricciones establecidas en junio comiencen a perder efectividad. Por ambos motivos, cabe esperar un nuevo refuerzo del control de importaciones, así también como nuevas definiciones sobre otros ítems de demanda de divisas tales como gastos con tarjeta en dólares y turismo internacional.

- **La tendencia constante a la apreciación cambiaria genera una percepción de insostenibilidad aún con recesión**

El actual régimen cambiario, de crawling peg, implica que el BCRA realiza microdepreciaciones diarias que acompañan por detrás a la inflación. La principal razón de este régimen es asumir que es insostenible fijar el tipo de cambio, es decir, no acompañar con devaluaciones “de a poco” la evolución de los precios. Ahora bien, dado que el tipo de cambio sistemáticamente no aumenta al mismo ritmo que los precios sino a uno menor, el peso se aprecia permanentemente, funcionando como una “virtual ancla de la inflación”. Esto implica, asimismo, una mirada (crecientemente optimista y cándida) sobre la sostenibilidad del esquema cambiario actual. La referencia recurrente respecto de que “el tipo de cambio real multilateral está en niveles competitivos”, que implicaría que las presiones devaluatorias son transitorias, no logra verificarse en las proyecciones de resultado del balance cambiario. En este contexto, la tendencia a la apreciación en un contexto de escasas reservas se transforma en un factor de desestabilización en sí mismo. La dificultad para establecer un horizonte es la principal debilidad de este tipo de esquemas y, sin éste, difícilmente pueda estabilizarse la demanda de divisas en los mercados financieros, que suelen anticipar en el presente situaciones de inestabilidad futuras.

- **Sin horizonte para 2023**

La estrategia tampoco aporta a la descompresión del complejo escenario cambiario y financiero que se avizora para 2023. Las perspectivas cambiarias durante un año electoral suelen ser en extremo volátiles y exacerbaban las estrategias defensivas de sus participantes (retracción de la oferta y exacerbación de la demanda de divisas). En este sentido, las tensiones naturales que impondrá el año electoral obligarán a una poco atractiva disyuntiva entre inestabilidad cambiaria-financiera y profundización del ajuste fiscal, monetario y de oferta requeridos.

Lo dicho implica que la búsqueda de estabilización por medio de un programa de ajuste tiene la dificultad intrínseca de autoconvalidarse. Esto significa que, lejos de ser un esquema que permita un crecimiento

sostenible, reafirma la necesidad del propio ajuste. De ahí que es importante pensar en otras medidas, si la intención es dar perspectiva a la economía en su conjunto.

Las debilidades del enfoque para disipar por sí solos los problemas cambiarios, financieros e inflacionarios que se encuentran en la raíz de la fragilidad económica actual, implican en los hechos la subestimación de los problemas económicos actuales o una resignación respecto de un cambio de escenario. No obstante, la estrategia comulga con el discurso de una parte de la sociedad que comienza a naturalizar la necesidad de un ajuste para la economía argentina, sin discutir sus alcances, limitaciones ni prioridades.

PLAN B. DEVALUAR EN FASES: EL DESDOBLAMIENTO CAMBIARIO

Algunos trascendidos previos a la asunción del nuevo ministro mencionaban la idea de avanzar en un desdoblamiento cambiario como complemento a la estrategia fiscal y monetaria. El debate sobre el desdoblamiento cambiario tiene en nuestro país una dinámica similar al que enuncia en política el teorema de Baglini: “A mayor cercanía de la gestión de gobierno, menor atractivo del desdoblamiento”.

En el caso argentino actual, los aportes de un desdoblamiento a los problemas de la coyuntura no son evidentes. Nuestro país opera *de facto* con un esquema cambiario dual, en el que las operaciones con restricción de acceso al MULC se canalizan mayormente a través del mercado financiero (MEP y CCL). En este marco, cabe preguntarse cuáles serían las ventajas de una mera formalización del esquema. Sobresalen sí los riesgos, que obligarían a la autoridad monetaria a asumir una mayor responsabilidad sobre la cotización en dicho mercado en un contexto en el que no cuenta con reservas suficientes para intervenir.

Si el desdoblamiento estuviera a su vez acompañado por el traslado al nuevo mercado de algunos ítems de demanda que actualmente se cursan en el mercado oficial (por ejemplo, turismo, tarjetas, deuda externa privada, etc.) cabe esperar que los efectos sobre la brecha cambiaria se exacerben incrementando los niveles actuales, los cuales resultan ya hoy en día desestabilizantes para el funcionamiento económico. A su vez, si buscara compensarse la demanda incremental con permisos de liquidación parciales de exportaciones en el mercado alternativo, la experiencia histórica es amplia respecto del veloz vaciamiento del mercado comercial que da por resultado unificaciones costosas y desordenadas.

La escasez de oferta y el exceso de demanda de divisas en el mercado oficial difícilmente se resuelva si existe un mercado alternativo y también oficial en el que la cotización es más alta. La presión devaluatoria en lugar de cesar parecería encontrar un vehículo más transparente: la necesidad de unificación de los mercados, es decir, un nuevo sinceramiento. En este sentido, el desdoblamiento cambiario podría interpretarse como un camino a una devaluación (fuerte) del peso.

Pese a sus evidentes debilidades, el esquema puede ofrecer una opción de transición para gestionar una devaluación en etapas ante un eventual fracaso del programa de ajuste sin devaluación. Así, acompañado de un salto previo en la cotización del dólar oficial, el desdoblamiento podría ofrecer un puente hacia un cambio de esquema más radical.

PLAN H. POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN CON DEVALUACIÓN COMPENSADA

Con reservas en caída y con grandes dificultades para el acceso al crédito internacional 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 que demanda niveles importantes de coordinación y cohesión política, con componentes que 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.

Una política de estabilización implica recuperar el control de los instrumentos de política macroeconómica, que actualmente se encuentran erosionados por los niveles de inflación. Para ello resulta fundamental la reconstrucción de un horizonte de sostenibilidad para la programación macroeconómica.

La situación del mercado de cambios oficial y los niveles de la brecha cambiaria demandan incluir dentro del programa una devaluación del tipo de cambio oficial en vistas de recuperar el equilibrio cambiario y descomprimir presiones financieras. Controlar y compensar dicha devaluación constituye probablemente uno de los grandes desafíos de un plan de estabilización. Para ello, deberá recurrirse a herramientas que han perdido efectividad o se encuentran políticamente limitadas.

Lejos de agotarse en una devaluación compensada, un plan de estabilización requiere, además:

- (i) Una estrategia explícita de desinflación donde la coordinación de precios y salarios, los acuerdos de precios, los cupos y retenciones a la exportación (junto a otros instrumentos de desacople internacional) y la revisión de mecanismos de indexación ocupen un lugar central;
- (ii) Una política potente de protección social que atienda las consecuencias no deseadas del programa;
- (iii) El fortalecimiento de las reservas internacionales y del sector externo (donde el FMI parece llamado a ocupar un rol central dada su implicación en el caso argentino);
- (iv) Una agenda monetaria fiscal que propenda a la recuperación de equilibrios y refuercen la durabilidad del programa (donde los mecanismos de actualización de las tarifas de servicios públicos asumirán un rol central dado su peso en el presupuesto público, así también como la tasa de interés en vistas de asegurar la estabilidad financiera);
- (v) La revisión del esquema de control de capitales actual en vistas de sostener aquellos aspectos que buscan atender problemas estructurales (FAE) y perfeccionar aquellos que son el resultado de una dinámica cambiaria insostenible (por ejemplo, restricciones a pagos de importación horizontales).

La elección de los instrumentos y los órdenes de magnitud de las políticas constituyen en un programa de estabilización una cuestión central, dados los elevados riesgos de una estrategia fallida. Bajo un régimen de inflación como el actual, que propende una aceleración progresiva, las políticas de estabilización deben ser consideradas en su integralidad, para identificar puntos débiles y no despreciar los problemas (y posibles presiones) que surjan en el corto plazo. En este sentido, las pujas sectoriales estarán (como lo están en el presente) a la orden del día.

Finalmente es importante resaltar, que el deterioro de la situación socioeconómica actual, en el marco de una elevada heterogeneidad social, torna difícil administrar tanto la aceleración de la inflación que acompaña el comienzo de una política como ésta, así como la desinflación posterior. De ahí que la política de ingresos sea un ingrediente particularmente importante en estas políticas. En el mismo sentido, el apoyo político de los distintos actores (incluido el FMI) resulta fundamental, dado que cambiar la dinámica del deterioro macroeconómico con aceleración de la inflación no tiene un cariz únicamente económico sino también político.