

TIEMPOS DE DEFINICIÓN PARA LA ESTRATEGIA CAMBIARIA

RESUMEN

- *Transcurrido un mes y medio luego de la asunción de las nuevas autoridades económicas, los dos principales focos de inestabilidad de la economía argentina (inflación y dólar) continúan sin una agenda definitiva de política.*
- *Con casi U\$S5.800 millones de dólares liquidados al 26 de septiembre, la devaluación sectorial para la exportación de soja permitió al BCRA comprar divisas por U\$S3.650 millones y reencaminar la programación cambiaria anual. No obstante, siembran dudas en el corto plazo la dinámica cambiaria más allá del dólar soja, las presiones de exportadores excluidos del beneficio, los incentivos generados por la brecha cambiaria y la dinámica de la deuda comercial.*
- *Las estimaciones para 2023 arrojan un faltante superior a los U\$S 7.600 millones en el mercado de cambios, aún bajo un escenario optimista. Se refuerza así la expectativa respecto a la necesidad de mayores definiciones para la política cambiaria.*
- *En el caso de la inflación, los resultados recientes confirman los errores de diagnóstico de quienes siguen percibiendo los saltos inflacionarios como transitorios. La agenda de desinflación asume un protagonismo ineludible y demandará esfuerzos de estabilización que sobrepasan el sostenimiento de los compromisos acordados en el programa con el FMI.*

Transcurrido un mes y medio de la asunción de las nuevas autoridades económicas, los dos principales focos de inestabilidad de la economía argentina (inflación y dólar) continúan sin una agenda definitiva de política. Los mayores esfuerzos se concentraron sobre la estabilización cambiaria, logrando reencausar la programación anual tras meses críticos. **A pesar de los buenos resultados de septiembre, se mantiene la incertidumbre hacia adelante, en especial aquella vinculada a la dinámica cambiaria que se espera a partir de octubre de no mediar nuevas definiciones.**

En el caso de la inflación, los resultados confirman lo ocurrido en marzo tras la irrupción de la guerra en Ucrania. **Para el régimen inflacionario argentino ya no existen aceleraciones transitorias; cualquier shock se incorpora inmediatamente a la inercia sembrando las bases del siguiente salto.** Como se señaló en informes anteriores, la agenda de desinflación demandará esfuerzos de estabilización que sobrepasan el sostenimiento de los compromisos acordados en el programa con el FMI, pero que aún se encuentran ausentes en la agenda de políticas oficial.

PRIMER BALANCE DEL DÓLAR-SOJA

Entre principios de julio y mediados de agosto, el mercado de cambios oficial asumió una dinámica inestable que llevó al BCRA a vender más de U\$S 2.100 millones de dólares en el mercado, a lo que se sumaron pagos de bonos globales y a organismos internacionales que extendieron la caída de reservas netas hasta aproximadamente los U\$S5.700 millones (U\$S 3.300 sin considerar pagos al FMI).

Hacia la segunda mitad de agosto, la desaceleración de las importaciones de energía junto a un ligero repunte en las liquidaciones de exportaciones y el ingreso de desembolsos de organismos que habían congelado las transferencias durante julio, permitieron recuperar cierta calma. Sin embargo, **el cambio de tendencia se concretó solo a partir de la implementación de la devaluación sectorial para exportadores del complejo sojero**, que reconoció un tipo de cambio un 44% mayor al del resto de los sectores.

Con casi de U\$5.800 millones de dólares liquidados al 26 de septiembre, el régimen especial para la soja permitió al BCRA comprar divisas por U\$3.650 millones y encarrilar la programación cambiaria anual, tras los malos resultados iniciados en junio con la crisis de la deuda en moneda local (ver INFORME JUL-22). Las dudas de cara al próximo bimestre, tradicionalmente complicado en términos cambiarios, mantienen la incertidumbre. Se plantean a continuación los principales aspectos que permiten explicar estas dudas.

GRÁFICO 1. RESERVAS NETAS DEL BCRA CON Y SIN APORTES/PAGOS AL FMI

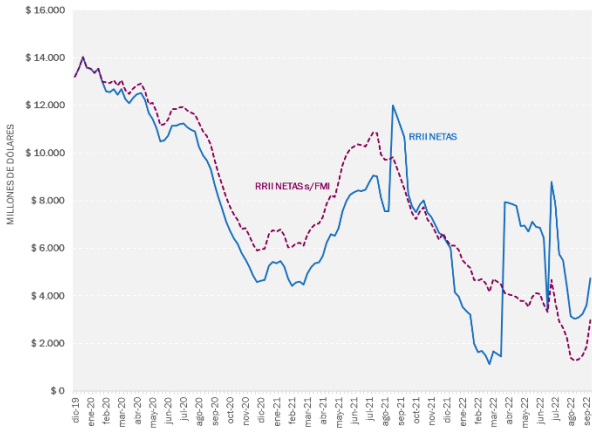
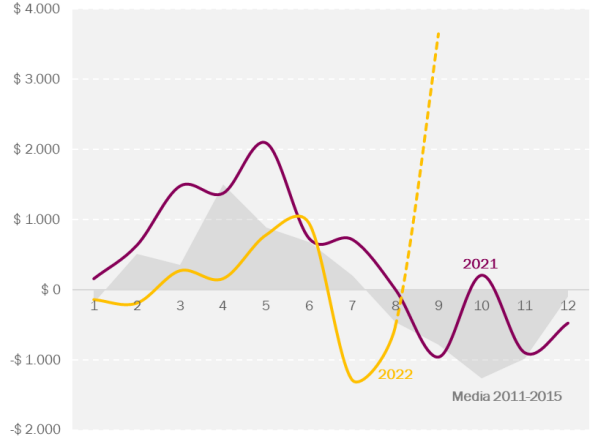


GRÁFICO 2. INTERVENCIONES MENSUALES DEL BCRA EN EL MULC

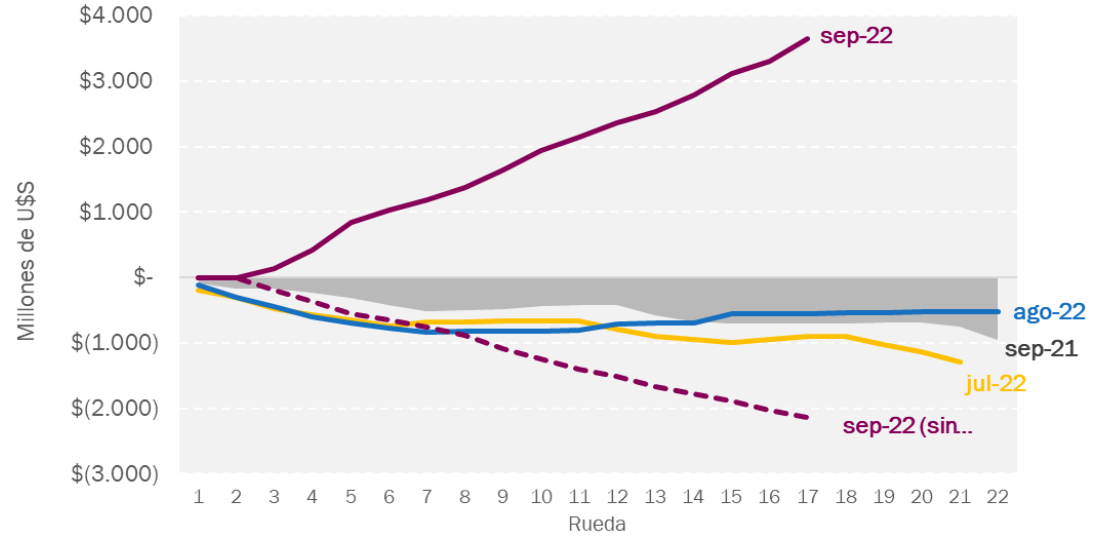


Fuente: Elaboración sobre la base de información del BCRA

• **La dinámica más allá del dólar-soja**

La revisión de la dinámica cambiaria por fuera del régimen especial para la soja arroja algunos indicios respecto de lo que puede ocurrir a partir de octubre. Se registra una fuerte demanda de divisas que resulta incluso de mayor intensidad que la de los meses previos. Excluyendo el efecto transitorio de la soja, el BCRA vendió en el mercado más de U\$2.140 millones al 26 de septiembre. Dicho registro empeora la performance de julio y agosto del corriente año (meses de crisis), así también como la de septiembre de 2021, dando cuenta que la liquidación de cereales y oleaginosas por fuera de la soja se encuentra en niveles mínimos.

GRÁFICO 3. COMPRAS (VENTAS) ACUMULADAS POR EL BCRA EN EL MERCADO DE CAMBIOS



Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA y MAE

La retracción de exportaciones de sectores no favorecidos por el régimen especial, explican en parte este proceso. Además, la demanda de divisas al tipo de cambio oficial se mantiene firme a pesar de la desaceleración de la actividad, con una brecha cambiaria que tiende a desvincular la demanda de dólares del ciclo económico. Finalmente, el impulso a la acumulación de deuda comercial, con el que el BCRA gestionó las restricciones sobre pagos de importación desde marzo de 2022, comienza a revertirse. Superados los primeros 180 días de la implementación de la Comunicación “A” 7466, la posibilidad de cancelar deudas de importación empieza a presionar sobre el mercado cambiario. **A julio de 2022 se estima que los importadores acumularon deuda por más de US\$3.900 millones que comenzarán a cancelar en los próximos meses. Contener este proceso requerirá probablemente un refuerzo de las restricciones cambiarias.**

GRÁFICO 4. DEUDA COMERCIAL DE IMPORTACIONES (ACUMULADO MENSUAL)

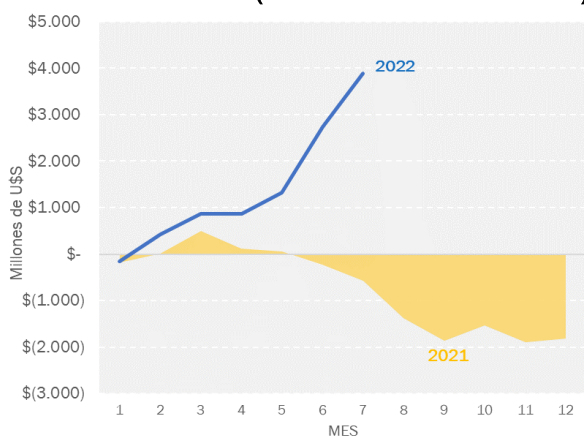
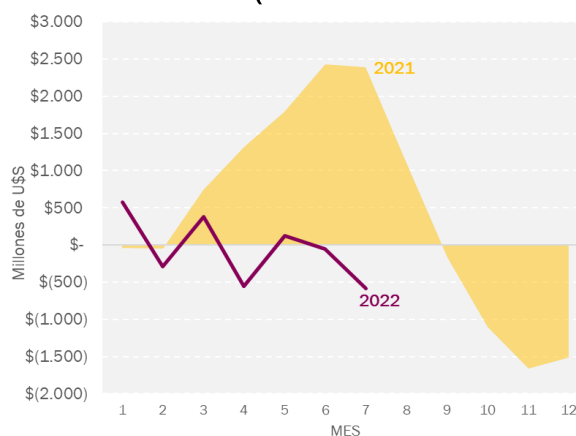


GRÁFICO 5. DEUDA COMERCIAL EXPORTACIONES (ACUMULADO MENSUAL)



Fuente: Elaboración sobre la base de información del BCRA

- **Perspectivas de corto plazo: el problema de los flujos**

De cara a los próximos meses, la transitoriedad con la que fue definido el esquema del “dólar-soja” generó incentivos no solo a la liquidación de exportaciones rezagadas, sino también a la anticipación de flujos correspondientes al último trimestre del año. En este marco, cabe esperar que el anticipo de exportaciones se exprese en un aumento de la deuda comercial de exportadores que comenzaría a revertirse en octubre.

La implementación del denominado dólar-soja permitió recomponer reservas, favoreciendo el cumplimiento de la meta cambiaria de septiembre con el FMI. No obstante, superado este efecto, **el adelantamiento de exportaciones amenaza con desequilibrar los flujos de los meses venideros**. Así, la dinámica de ventas del BCRA en octubre podría asimilarse a la actual si se excluye el efecto de la soja, transformándose en una nueva señal desestabilizante para la situación cambiaria.

Dichos riesgos, junto a los resultados de la programación cambiaria 2023, permiten asegurar que **el esquema cambiario se mantiene aún incompleto y no pueden descartarse extensiones o ampliaciones de la devaluación sectorial, ni tampoco endurecimientos de los controles cambiarios**.

Hacia adelante, de no recuperarse el equilibrio del mercado la opción del dólar soja habrá reducido significativamente los márgenes de acción de la política pública. Así, ante la necesidad de un salto devaluatorio generalizado no se contará con las liquidaciones de soja que hubieran ayudado a equilibrar los flujos del mercado de cambios. El esfuerzo de precio (magnitud de la devaluación) o los controles sobre cantidades requeridos para deprimir la demanda y garantizar el equilibrio de los flujos cambiarios será entonces significativamente mayor. Tampoco se dispondría en ese caso de la posibilidad de acompañar el salto devaluatorio de una suba de derechos de exportación sobre la soja que permitan financiar políticas compensatorias.

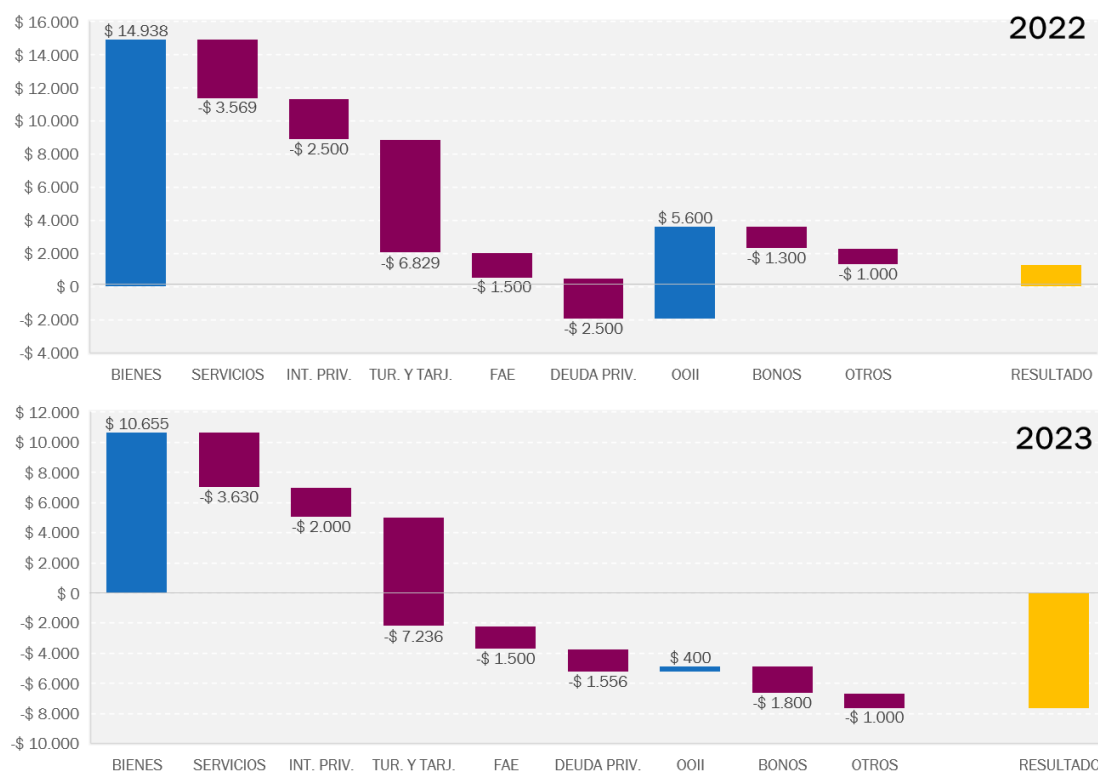
ESCENARIO EXTERNO: PERSPECTIVAS

Aun haciendo caso omiso de los focos de inestabilidad que se esperan a partir de octubre, los ejercicios de programación cambiaria para lo que resta de 2022 y 2023 plantean un escenario de alta incertidumbre. En este sentido, aún bajo premisas optimista respecto de la evolución de los flujos comerciales en lo que resta del año (superávit cambiario récord gracias a las contribuciones del financiamiento comercial) y considerando aportes sustantivos de financiamiento de organismos internacionales, Argentina incumpliría la meta con el FMI (+U\$S 5.800 millones) y acumularía en 2022 una magra cantidad de reservas en el año (+U\$S1.300 millones) respecto de los bajos niveles de inicio en un contexto de sustantivos aportes de financiamiento internacional recibidos.

Las primeras estimaciones para 2023 ofrecen un panorama todavía más complejo. Asumiendo un escenario de continuidad emerge un faltante superior a los U\$S 7.600 millones en el mercado de cambios. En particular, la reducción del superávit comercial, así también como la reducción de los aportes de financiamiento neto de organismos internacionales explican las diferencias respecto de 2022.

En este contexto **se refuerza la expectativa respecto de la necesidad de mayores definiciones para la política cambiaria. En particular, la dinámica de importaciones (tanto en términos de cantidades como de pagos) y los gastos por turismo y con tarjeta en el exterior concentran la atención de los especialistas al momento de imaginar estrategias que busquen evitar un salto devaluatorio del peso que extienda al resto de la economía lo hecho para la soja.**

GRÁFICO 6. PERSPECTIVAS CAMBIARIAS 2022 Y 2023



Fuente: Elaboración propia

LA BRECHA CAMBIARIA

El esquema del dólar soja implicó no solo una emisión monetaria incremental por el diferencial de precios reconocido a los exportadores, sino también una concentración de liquidaciones en un solo mes que de otra forma se habrían distribuido más homogéneamente en el tiempo.

Naturalmente, y a pesar de los esfuerzos del gobierno en vistas de ofrecer instrumentos de ahorro que puedan canalizar dicha emisión (suba de tasas y plazos fijos indexados por tipo de cambio), la demanda de dólar financiero se intensificó desde el lanzamiento de la medida. Este aspecto se plasmó primero en los volúmenes operados (duplican los promedios diarios previos) y luego en las cotizaciones de los principales títulos que se utilizan para intermediar operaciones de cambio con activos financieros. En este sentido, cabe esperar que la tendencia alcista sobre el dólar financiero se sostenga aún por un tiempo.

Adicionalmente, **la incertidumbre sobre el mercado de cambios oficial y la aplicación de nuevas restricciones cambiarias tiende a favorecer la tendencia alcista de los dólares alternativos**. Las hipótesis respecto de la posibilidad de canalizar hacia el mercado financiero una parte de la demanda de divisas por turismo emisor y pagos con tarjeta en el exterior, podría ocasionar un fuerte desbalance en un mercado que presenta una tendencia alcista y al que se le sumaría un volumen de demanda significativo (estimaciones informan que se operan en MEP-CCL alrededor de U\$S 1.000 millones de dólares mensuales, en tanto los pagos de turismo, pasajes y tarjeta alcanzaron casi U\$S 800 millones).

LA INFLACIÓN Y OTRA RONDA DE CONVALIDACIÓN

La inflación muestra una de las facetas más complicadas de la situación económica. La dinámica inflacionaria alcanza niveles que complican el funcionamiento económico en su conjunto. Progresivamente, y dada su dinámica de aceleración permanente, asume una centralidad en la agenda económica cada vez más difícil de ignorar.

La inflación interanual pasó, en apenas 8 meses, de 50% en diciembre de 2021 a 78% en agosto 2022. La dinámica de corto plazo de los precios expresa una clara tendencia a la aceleración, que se plasma en la evolución de las tasas mensuales, las cuales si se anualizan muestran incrementos por encima del 100%. Esto lleva a pensar que: (i) la inflación presenta una tendencia a la aceleración (el 78% de agosto luce bajo hacia adelante); (ii) la transitoriedad del proceso inflacionario con que encaró el gobierno cada uno de los últimos saltos no parece verificarse.

Las dificultades que plantea la administración de una macroeconomía con inflación alta y creciente, se tornan cada vez más evidentes. La actual dinámica de precios plantea una trampa frente a los objetivos de cambios en los precios relativos, en tanto mayores aumentos nominales colisionan en los meses subsiguientes con la licuación de dichos aumentos. A su vez, no realizar aumentos lleva a una caída real en lo inmediato, sin efectos positivos hacia adelante. Así es como los actores usualmente asumen una postura defensiva frente a la inflación que consiste en aumentar lo más posible.

La dinámica acelerada de las variables en la coyuntura actual se da en el marco de tres necesidades claves por parte de la macroeconomía: recuperar el salario real, recomponer tarifas de servicios públicos y evitar una apreciación del tipo de cambio real. La tendencia a la aceleración como respuesta natural colisiona con el rápido deterioro de las variables reales y la imposibilidad de propiciar un horizonte de previsibilidad económica. Las autoridades tienen grandes dificultades para darle credibilidad a la política económica y los actores no pueden planificar, realizando revisiones frecuentes de sus planes.

Las recientes revisiones salariales realizadas y las próximas a realizarse muestran una dinámica de acortamiento de las negociaciones. Los valores que adoptan las variaciones están escalando desde el 80% anual hacia el 100%. La discusión sobre el futuro tiene en el centro dos interrogantes. Por un lado, si los aumentos de salarios y tipo de cambio, que pronto superarán el 6% mensual convalidarán un nuevo piso inflacionario. Por otro lado, si la política de ajuste monetario y fiscal, en el marco de una reafirmación del acuerdo con el FMI, podrá servir de ancla por sí sola para inducir la desinflación.

Tal como señalamos en informes anteriores (ver INFORME AGO-22), el pasado reciente no permite ser optimista. La dinámica inercial de la inflación, en el marco de un creciente comportamiento indexatorio de las variables, sumado al fallido diagnóstico de su transitoriedad, hace pensar que la inflación está en un nuevo piso, cada vez más difícil

de administrar. En este sentido, la discusión sobre la necesidad de modificar precios relativos descansa en la posibilidad de establecer un programa de estabilización que interrumpa la dinámica indexatoria. La mejora del salario real y del bienestar de los trabajadores no pareciera estar en su instrumentación directa (revisiones paritarias o sumas fijas) sino en la implementación de una política antiinflacionaria que sobrepasa los términos del acuerdo con el FMI y permita que los aumentos se puedan traducir en una mejora del poder adquisitivo del salario.