

CONVIVIR CON LA INESTABILIDAD

RESUMEN

- *A partir de una serie de iniciativas efectivas las nuevas autoridades lograron reencausar en el corto plazo una situación económica que asumía una dinámica explosiva. Sin embargo, la opción de política escogida soslaya la construcción de una perspectiva de estabilización.*
- *La inflación, la brecha cambiaria, la dinámica de la deuda pública y el cumplimiento de las metas con el FMI son los principales focos de inestabilidad que amenazan la calma generada. Los riesgos de turbulencia tenderán a intensificarse al tiempo que el proceso electoral se aproxime, poniendo en juego la estrategia defensiva construida sobre el mercado de cambios oficial.*
- *Las devaluaciones sectoriales, la convalidación de una nominalidad más elevada por medio de paritarias y la estrategia de crawling-peg funcionan como mecanismos de propagación y hacen pensar que la trayectoria de la inflación en los próximos trimestres no solo se sostendrá, sino que amenaza con acelerarse frente a nuevos eventos de incertidumbre.*
- *La alta inflación es la principal responsable de la impotencia del gobierno frente a sus objetivos de mejora del salario real y la distribución del ingreso y el sostenimiento del crecimiento. No puede descartarse que la frustración en torno a estos objetivos termine por incrementar la conflictividad en la coalición de gobierno, afectando alguno de los pilares sobre los que se busca tenderse un puente hasta las elecciones.*
- *Actualmente, la incertidumbre respecto de la capacidad de renovación de la deuda pública en pesos emerge como el principal desafío a la estabilidad. Mantener bajo control la brecha cambiaria será central para evitar que las presiones financieras puedan desarticular la estrategia oficial y anticipen los problemas.*

UNA APUESTA A CONVIVIR CON LA INESTABILIDAD

A partir de un conjunto de iniciativas efectivas, las nuevas autoridades económicas lograron reencausar una situación que asumía una dinámica explosiva. La calma se construyó principalmente a partir de la recomposición de reservas, la estabilización del mercado de deuda pública y la aprobación de la última revisión del acuerdo con el FMI. La devaluación sectorial del 44% a partir del llamado dólar-soja, operó como la pieza central que permitió engrosar en US\$5.000 millones las reservas del BCRA, alcanzar las metas pautadas y destrabar las negociaciones con el Fondo.

Complementariamente, se concretaron cambios que buscan establecer un mayor control sobre la demanda de divisas hacia adelante. La implementación del SIRA (el nuevo sistema de aprobación de importaciones) y la extensión de la cobertura de las licencias no automáticas (LNA) buscan adaptar el volumen de importaciones a las necesidades del mercado de cambios (hasta entonces las principales restricciones se habían concentrado sobre pagos y no sobre compras). Además, se concretó un nuevo encarecimiento del dólar turista para quienes viajen al exterior o realicen compras mayores a US\$300 mensuales. Por otra parte, para beneficio de los turistas extranjeros se dispuso la posibilidad de que los proveedores de tarjetas de crédito liquiden los ingresos por gastos en el mercado financiero (CCL-MEP), en vistas de estimular la formalización de gastos hasta entonces canalizados al dólar informal. Por esta iniciativa el mercado oficial sacrificará alrededor de U\$S 33 millones mensuales que pasarán a liquidarse en el mercado de títulos a la expectativa de que se sumen otros tantos provenientes del mercado informal y colaboren a la contención de la brecha cambiaria.

El resultado de las medidas fue favorable durante el mes de octubre, cuando las intervenciones del BCRA en el mercado de cambios se ubicaron por debajo de lo esperado (se vendieron U\$S 498 millones). Se presume que el cambio de sistemas de autorización y el anticipo de compras a septiembre favoreció la menor demanda del primer

mes luego del dólar-soja. Los datos de noviembre resultan sin embargo menos positivos al acumular ventas por U\$S 860 millones en las primeras 10 ruedas. Las normalizaciones de los procedimientos, junto a la cancelación de deuda comercial por importaciones forzada en los meses previos explicarían la situación (ver Informe de Septiembre).

En los próximos meses la dinámica del mercado de cambios oficial y las reservas estará centralmente asociados a: (i) la eficacia de la estrategia de administración del comercio para contener la demanda de divisas; (ii) los efectos de las medidas sobre el turismo emisor y los gastos con tarjeta de crédito en moneda extranjera; (iii) la concreción de los desembolsos de organismos internacionales anunciados por el gobierno; (iv) los resultados de la cosecha agropecuaria.

Si la presión sobre las reservas continúa cabe esperar una profundización de las políticas implementadas; esto es regulaciones más estrictas sobre la demanda de divisas y una paulatina generalización de los esquemas de dólares sectoriales (devaluación en fases). No pueden descartarse saltos en la brecha cambiaria, que implican un shock sobre la dinámica de precios, como ocurrió en el pasado mes de junio.

En términos más generales, y retomando la discusión planteada en el informe de agosto (“El desafío de la estabilización”), el gobierno optó por una estrategia macroeconómica mixta, en la que se evita una devaluación brusca, buscando encausar la economía a través de la combinación de los efectos del ajuste (“devaluar sin devaluar”) y las posibilidades de conseguir dólares en el corto plazo (“desdoblamiento cambiario”). **La combinación elegida dificulta la construcción de una perspectiva de estabilización en el mediano plazo que permita eliminar de cuajo la fragilidad de la economía y encuentra en el sector externo, la dinámica de precios y la estabilidad financiera importantes nudos irresueltos que operan como factores de riesgo en la medida que no sean atendidos. La inflación, la brecha cambiaria, la dinámica de la deuda pública y el cumplimiento de las metas con el FMI (fiscales y externas) serán por lo tanto potenciales focos de inestabilidad que amenazan con intensificar sus efectos en tanto se aproxime el proceso electoral.**

Tensiones irresueltas y focos de inestabilidad



INFLACIÓN, ACTIVIDAD E INGRESOS: LOS LÍMITES DE LA CONVALIDACIÓN

Las maratones no solo ponen a prueba el estado físico del corredor sino también la capacidad de armar una estrategia lo suficientemente eficaz para poder llegar a la meta. Así como no puede ganarse una carrera sin haber entrenado correctamente, la experiencia es también fundamental para competir. Los intentos de mejora en la distribución del ingreso a partir de subir escalones en las paritarias (vía suma fijas, bonos o proporcionales) que intentan ganarle a la inflación se parecen a un corredor que intenta superar irracionalmente sus posibilidades y que no tiene en cuenta la longitud del trayecto. En algún momento, el corredor pierde fuerza y debe ponerse a caminar o abandona la carrera.

La evolución de la inflación en los últimos meses, en el marco de una desaceleración de la actividad económica, hace pensar que los efectos de la actividad lejos están de poder generar un efecto desinflacionario de magnitud, dada la estrategia de convalidación decidida por el gobierno. Más bien, se podría pensar que la estrategia mixta elegida sostiene un sesgo inflacionario que se mantendrá más allá de la efectividad de los esfuerzos de corto plazo (por ejemplo, programa de Precios Justos). Las devaluaciones parciales y sectoriales y los saltos discretos en la brecha (que podrían leerse como shocks) y la convalidación de una nominalidad más elevada por medio de las paritarias y la política cambiaria de crawling-peg (que funcionan como mecanismos de propagación) hacen pensar que la trayectoria de la inflación en los próximos trimestres no solo se sostendrá, sino que amenaza con acelerarse frente a nuevos eventos de incertidumbre.

Si en algo tiene experiencia la Argentina es en intentos de bajar la inflación con distintas recetas. Algunos ejemplos son los justes fiscales y monetarios violentos, controles de precios, anclas salariales, control (o liberalización) del comercio exterior y apreciaciones cambiarias. La discusión en la historia es rica y presenta varias aristas.

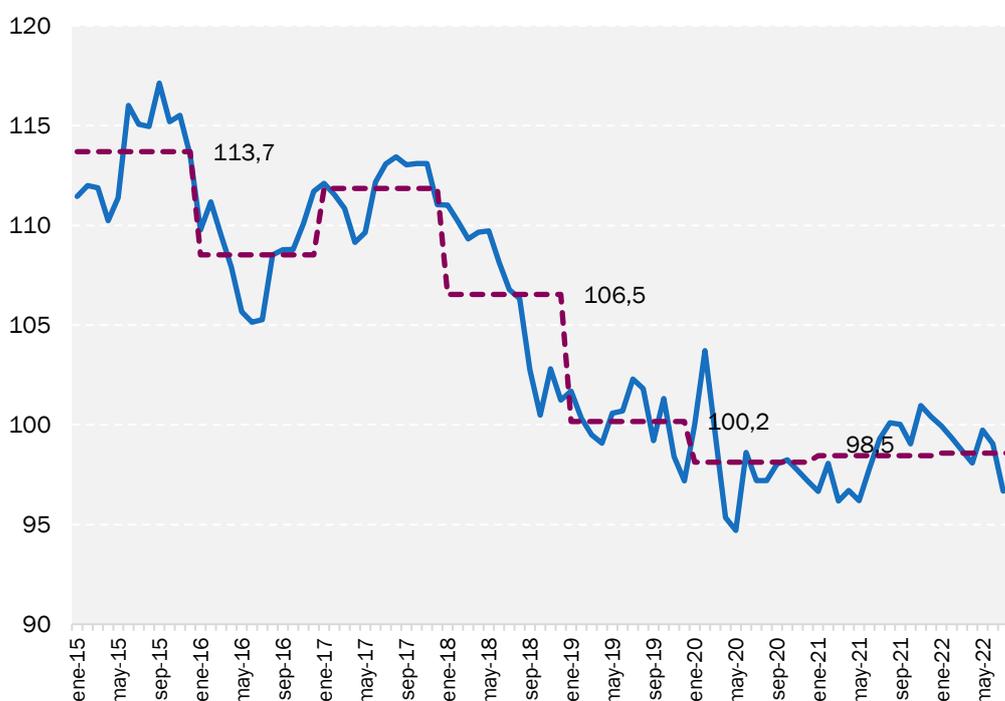
En la década del 80 del siglo pasado, la inflación terminó atacándose por medio de planes de estabilización, no por conveniencia sino por necesidad. La decisión no ocurrió de manera espontánea, sino como consecuencia de un proceso de desgaste político que quebró el paradigma imperante hasta entonces. La inflación crónica y la importancia de atacar la inercia inflacionaria para lograr resultados (aumentar las chances desinflación), determinaron la inclusión de políticas “extra” por sobre las herramientas macroeconómicas convencionales. En la actualidad la impotencia política frente a la búsqueda de mejoría del salario real (y la distribución del ingreso) puede entenderse como un proceso de desgaste similar, en el cual el cambio de régimen inflacionario no ha sido completamente internalizado.

Como analizamos en los informes anteriores (mayo, septiembre y octubre), la dinámica de la alta inflación lleva a: (i) un acortamiento de los contratos, con la rápida absorción de shocks y un incremento de la persistencia inflacionaria; (ii) una convalidación de una inflación cada vez mayor dada la imposibilidad de atrasar los aumentos nominales, porque imponen una pérdida real que se torna insostenible; (iii) un incremento en la frecuencia de los aumentos, en los comportamientos especulativos y en la falta de referencia para los precios (cambios frecuentes de precios relativos).

Estas características llevan a que los aumentos en los costos (muy frecuentes por la inflación alta), sean rápidamente trasladados por los empresarios a los precios de sus productos. Dado que quienes cobran salarios y/o ingresos del Estado (por ejemplo, planes sociales, asignaciones familiares, jubilaciones) tienen aumentos de forma menos frecuente (generalmente de forma trimestral), la propia dinámica inflacionaria deja al descubierto una asimetría característica de las economías de mercado: los empresarios tienen mayor capacidad de defenderse (aprovecharse, en caso de tener poder de mercado) de la inflación mediante incrementos en los precios que los asalariados (por medio de paritarias) o la población vulnerable (jubilados, indigentes) mediante ajustes de salarios o ingresos del estado.

Estos comportamientos estilizados de la alta inflación pueden ayudar a entender por qué los salarios reales no logran incrementarse sostenidamente (aún con el bajo nivel de desempleo) y por qué la distribución del ingreso no mejora y los incrementos asociados al crecimiento económico no son distribuidos de manera más equitativa.

Salario real SIPA desestacionalizado (enero 2020 = 100)



Fuente: Elaboración propia en base a MTESS

¿Cómo entender los intentos de mejorar la distribución del ingreso y los salarios reales a través de un congelamiento y aumentos de suma fija? ¿Qué elementos se pueden tomar de la experiencia reciente que ayuden a anticipar sus efectos?

En primer lugar, es importante dejar claro que, si el diagnóstico correcto es el cambio de régimen inflacionario, cualquier política aislada (no coordinada en el marco de una desaceleración conjunta del resto de las variables macroeconómicas) tiene patas cortas. Un acuerdo de precios sin coordinar la evolución de otros costos (salarios, tipo de cambio y precios de insumos difundidos) se tornará abstracto a los pocos meses.

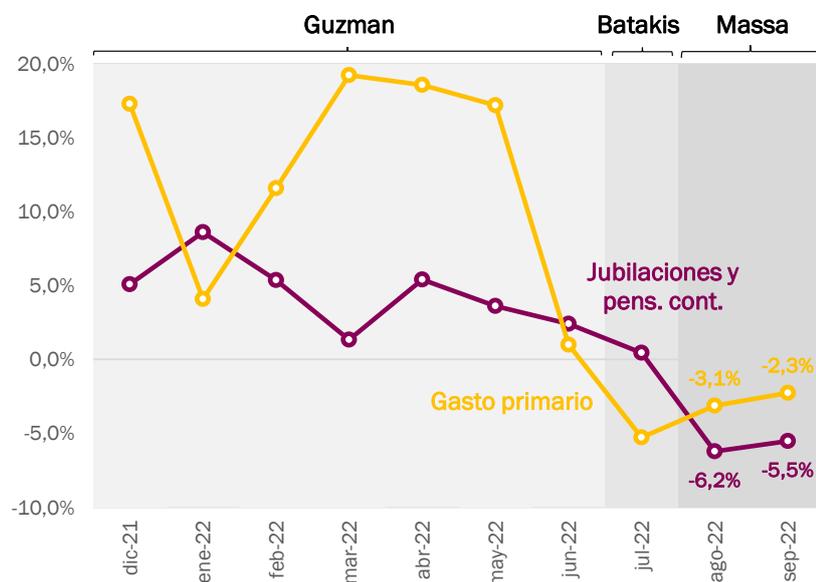
En segundo lugar, las medidas que implican “un salto” no permiten materializarse en efectos reales a causa de la licuación de una inflación en torno al 6-7% mensual (y acelerándose). El antecedente más cercano está en 2020, en el cual se logró una mejora sustancial en el salario real. Sin embargo, es central considerar el cambio de los niveles de inflación. A comienzos de 2020, la inflación mensual estaba en torno al 2,5%, menos de la mitad que en el presente. Si bien los aumentos de suma fija son una herramienta interesante por sus efectos distributivos (impacto en la base), no resultan efectivos dada la rápida dinámica de licuación de su poder adquisitivo. De hecho, suelen usarse en la paritarias, como un complemento transitorio que permite oxigenar las negociaciones, pero no para consolidar sus efectos en el tiempo. En este sentido, la discusión sobre la suma fija debe considerar el nuevo entorno inflacionario y entender que cualquier política que busque mejorar la situación social debe incorporar un cambio en la dinámica de los precios (bajar la inflación).

En síntesis, la alta inflación es la principal responsable de la impotencia que asume hoy la política económica para alcanzar sus objetivos: mejorar el salario real y la distribución, sostener el crecimiento y evitar el ajuste. En este contexto, no puede tampoco descartarse que la frustración en torno a los objetivos mencionados termine por incrementar la conflictividad en la coalición de gobierno, afectando alguno de los pilares sobre los que se busca tender un puente hasta las elecciones.

Aunque hasta el momento la desaceleración de la actividad económica resulta menor a la esperada, el patrón de crecimiento impone límites al sostenimiento del proceso, en particular en tanto la restricción externa y la inestabilidad financiera encuentran canales para imponer sus efectos. En este marco, y para evitar un salto devaluatorio y contener la demanda en el mercado de cambios oficial el gobierno deberá asumir una responsabilidad creciente en la gestión del ajuste. Al margen de los efectos de oferta de las restricciones al comercio exterior, el establecimiento de una pauta fiscal con sesgo recesivo y el incremento en la tasa de interés (dejando atrás las tasas fuertemente negativas en términos reales) podrían imprimir, junto con el escenario de alta incertidumbre, un impulso negativo sobre la actividad económica.

La dinámica del gasto público en el bimestre agosto-septiembre permite ilustrar lo señalado. El gasto primario en términos reales muestra una contracción interanual del orden del 2,7% desde la asunción del nuevo equipo económico. El 70% de la caída del gasto primario responde al ajuste real en las partidas de jubilaciones y pensiones contributivas, afectadas por la aceleración de la inflación en un contexto donde la fórmula de actualización opera con tres meses de rezago. Sostener el ritmo de la contracción fiscal y cumplir con las metas acordadas con el FMI requerirá hacia adelante mayores ajustes en otros ítems del gasto o de una nueva aceleración de la inflación.

Variación interanual del gasto primario y jubilaciones y pensiones contributivas (en términos reales)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

NUBARRONES SOBRE LA PRIMAVERA CAMBIARIO-FINANCIERA

Las dudas respecto de la capacidad para refinanciar los vencimientos de la deuda pública en moneda local se han transformado en uno de los principales focos de incertidumbre para la economía. Un desarme generalizado de posiciones similar al de junio de 2022 (o la imposibilidad de renovar vencimientos) amenaza con generar tensiones financieras que atenten contra la estabilidad alcanzada y vuelvan a poner en agenda un salto devaluatorio.

La crisis reciente dejó algunas definiciones al momento de hipotetizar sobre un escenario futuro. El gobierno se comprometió a través del BCRA a monetizar y recomprar la deuda ante eventos de estrés. Estas circunstancias se plasmaron tanto en la Comunicación "A" 7548, como en la emisión de instrumentos de reaseguro (opciones de venta sobre un conjunto de emisiones del Tesoro -put-). Asumiendo el sostenimiento de este compromiso, una crisis de la deuda en moneda local implicará que los precios de los bonos (al menos aquellos que se encuentren dentro del menú de compras del BCRA) deberían resistir al desarme generalizado al disponer de un comprador de última instancia. Por lo tanto, la dinámica financiera dependerá centralmente de hacia dónde fluyan los nuevos pesos. Los dólares financieros abroquelarán probablemente la atención de algunos inversores, en tanto aquellos que enfrenten límites regulatorios deberán volcarse hacia alguna forma de instrumento con respaldo del BCRA (depósitos bancarios o cuentas corrientes remuneradas). En dicho contexto, sería el nivel del dólar financiero y la brecha cambiaria quienes expresen las tensiones financieras.

A fin de aproximar el impacto cuantitativo de un posible desarme de deuda sobre el tipo de cambio financiero se estimó un modelo de valuación simplificado que considera como principal factor explicativo a la cantidad de pesos en la economía. El ejercicio arroja que un desarme de deuda similar al ocurrido entre junio y julio (\$1,3 billones) equivaldría a un incremento del 20% en el tipo de cambio financiero respecto de sus valores actuales. Los supuestos respecto de la evolución de la demanda y oferta de dinero son centrales para la estimación.

Aunque parezca paradójico, la propia crisis, la monetización de la deuda y la certeza respecto de una futura devaluación del dólar oficial podrían reducir las posibilidades de un quiebre contractual en la deuda en pesos. Al comprar los títulos (monetizar la deuda), el BCRA emite pesos que, aunque sean utilizados mayoritariamente para

adquirir dólares financieros se reciclan en el sistema financiero local por causa del control de cambios. Así, la crisis de deuda del Tesoro implica para el sector público consolidado una operación de cambio de acreedor (el BCRA reemplaza al Tesoro) y de instrumento (las LELIQ sustituyen a los títulos del Tesoro). En este contexto, deuda actualizable por inflación o dólar-link es sustituida por deuda a tasa fija (del BCRA) más fácilmente licuable por medio de una devaluación del dólar oficial. En dicho marco, para un nivel de brecha dada (devaluación esperada) podría estabilizarse la demanda de títulos públicos.

Los niveles del dólar financiero se encuentran actualmente por debajo de los valores teóricos que arroja el modelo de valuación anteriormente mencionado. Estas circunstancias ponen en agenda una situación que resultó fundamental en la dinámica financiera de 2015 y que podría explicar la dinámica de los últimos meses. Ante la expectativa respecto de que un cambio de gobierno que avanzará con la unificación cambiaria, desarmar tenencias de dólares al tipo de cambio financiero en el presente puede resultar un mejor negocio que esperar una unificación siempre con techo en el dólar financiero (hecho que se verificó en el proceso de unificación de diciembre de 2015). De este modo, las expectativas respecto de un cambio de régimen macroeconómico pueden funcionar como una fuerza compensadora sobre la brecha cambiaria que favorezca los objetivos defensivos del oficialismo.

La intensidad y la duración de la turbulencia financiera que se espera, así también como su impacto sobre la capacidad del gobierno de sostener su estrategia sobre el mercado de cambios oficial, dependerá de una variedad de factores (la propia dinámica del dólar oficial, el sostenimiento del acuerdo con el FMI, etc.). Sin embargo, jugarán también un importante papel las dos fuerzas en pugna anteriormente señaladas. Por un lado, las decisiones de portafolio sobre la deuda en pesos amenazan con intensificar la demanda de dólares financieros y trasladar su inestabilidad al mercado de cambios oficial. Por el otro, las perspectivas de cambio de régimen podrían favorecer a un determinado nivel de brecha un anticipo en el ingreso de dólares a través del mercado financiero. En dicho escenario, cabe esperar que la agenda electoral de la oposición busque a toda costa adelantar el salto devaluatorio en vistas de que sea la actual gestión la que deba asumir los costos de la licuación. Por el contrario, preservar la estabilidad del dólar financiero será fundamental para los intereses del oficialismo.