

Fatiga en el Plan Caputo



Resumen

- La aprobación en el Senado de la Ley Bases inauguró en el plano político algo que las variables económicas vienen anticipando: nos aproximamos al fin de una etapa.
- Tras seis meses de gestión, dos de los tres pilares de la transición económica (acumulación de reservas y licuación) muestra síntomas de fatiga.
- Desde finales de mayo el BCRA dejó comprar dólares en el mercado de cambios oficial y se estancó la recomposición de reservas. El proceso se corresponde con cierto agotamiento del ciclo de endeudamiento privado (compulsivo y voluntario) que motorizó las compras en la primera parte del año.
- Al mismo tiempo, el salto de la brecha cambiaria y las tensiones en torno al mercado de cambios oficial establecieron un límite al proceso de licuación. En ese marco, el gobierno aprovechó el descenso de la inflación núcleo para anunciar el final del período de tasas negativas.
- Mientras tanto, en el plano fiscal, la recomposición de jubilaciones tras la indexación de la fórmula de actualización y el ajuste de tarifas inauguran una nueva etapa donde el impacto inflacionario de la consolidación fiscal será mayor. El futuro del paquete fiscal será determinante respecto de la posibilidad de motorizar una baja de la alícuota del impuesto PAIS que aporte al proceso de desinflación.
- En los próximos meses esperamos un esfuerzo del gobierno por estirar la vigencia (y los resultados) del Plan Caputo. La baja del riesgo país y la reapertura del mercado de crédito internacional serán variables fundamentales para monitorear la sobrevida de la estrategia cambiaria. A su vez, el sostenimiento del proceso de desinflación y la recuperación económica definirán la viabilidad política y social del proceso.
- Mientras tanto, el horizonte de mediano plazo se mantiene difuso. El FMI y Milei sostienen un debate a cielo abierto respecto de eso que llaman la “competencia de monedas”. La inminencia de un nuevo acuerdo parece haberse enfriado luego de que el Fondo diera a conocer sus condiciones en la 8va revisión del Acuerdo de Facilidades Extendidas.

El principio del fin de una etapa

La aprobación en el Senado de la Ley Bases (a la espera de su sanción definitiva en Diputados) inaugura en el plano político algo que las variables económicas vienen anticipando: nos aproximamos a un cambio de etapa.

Aunque el agotamiento del esquema no implica necesariamente un final abrupto, los resultados en los próximos meses serán determinantes para el futuro de la política económica. En particular, en vistas de medir la capacidad del actual programa (¿y el equipo?) para conducir el proceso económico de cara al desafío electoral de 2025.

Durante los próximos meses esperamos un intento del gobierno por estirar la vigencia (y los resultados) del Plan Caputo. En ese marco, la baja del riesgo país y la reapertura del mercado de crédito internacional serán variables fundamentales para dotar de oxígeno y sobrevida a la estrategia cambiaria. A su vez, el sostenimiento del proceso de desinflación y la recuperación económica definirán la viabilidad política y social del proceso.

Desde su inicio caracterizamos al esquema económico en marcha como un programa de transición al que le sucedería una reforma monetaria de características inciertas (Ver Informe Diciembre-23). Las decisiones económicas se organizaron inicialmente a partir de tres pilares centrales que dieron forma a los objetivos de la etapa: (i) consolidación fiscal ("la motosierra"); (ii) acumulación de reservas ("saneamiento del BCRA"), y (iii) licuación ("la licuadora"). **Tras seis meses de gestión dos de los tres pilares muestran señales de fatiga, mientras que el restante plantea nuevos desafíos.**

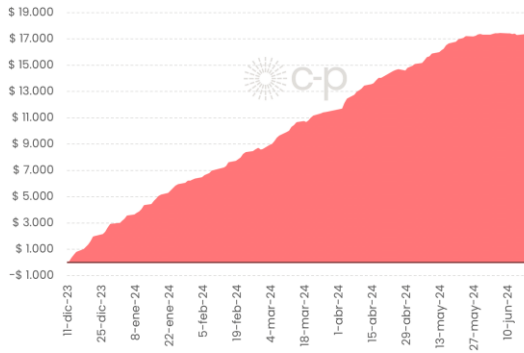
Fatiga en el Plan Caputo I: se agota la acumulación de reservas

La interrupción del proceso de recomposición de reservas en plena temporada alta de liquidación de la cosecha gruesa cristaliza las dudas sobre la sostenibilidad del esquema cambiario.

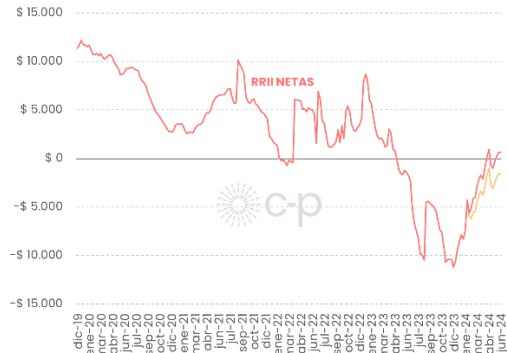
El agotamiento del proceso ocurre en un contexto en donde las autoridades reconocen la necesidad de acumular dólares para avanzar en un cambio de fase de la política cambiaria. Cualquier revisión de la estrategia cambiaria debe considerar que la depreciación mensual del 2% del dólar oficial (*crawl*) es una pieza fundamental de la estrategia de desinflación cuyo abandono traería aparejados grandes costos para el gobierno. Por si fuera poco, el FMI explicitó sus demandas de modificación sobre el esquema cambiario.

Desde finales de mayo el BCRA interrumpió el proceso de compras de divisas en el mercado oficial. Tras adquirir U\$S 17.159 millones desde el inicio de la gestión y hasta el 24 de mayo (aproximadamente U\$S 150 millones por rueda), las compras se volvieron prácticamente nulas en el último mes. Con la desaceleración de las compras, se estancaron también las reservas netas.

GRAF. 1 – Compras del BCRA en el mercado de cambios



GRAF. 2 – Evolución de la Reservas Internacionales Netas



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

En nuestro informe de abril anticipamos los límites que enfrentaría el esquema cambiario debido a la gran cantidad de dólares que demanda la contención de la brecha cambiaria. El abastecimiento de oferta para los mercados de dólar financiero a través del dólar *blend* (que permite liquidar el 20% de las exportaciones al CCL) y el sostenimiento de las liquidaciones de turismo en el MEP restan oferta del mercado oficial y limitan la acumulación de reservas.

Aun cuando la estacionalidad favorece al gobierno, el mercado se muestra en equilibrio y el Banco Central no logra comprar divisas como a principios de año. Estimamos que la contención de los dólares paralelos se llevaría más del 80% del superávit comercial de sostenerse en todo 2024.

La recomposición de reservas fue en esta primera etapa altamente dependiente del endeudamiento privado, tanto compulsivo como voluntario. Las estadísticas del Banco Central permiten cuantificar estos efectos.

En primer lugar, el refuerzo del cepo establecido por la Comunicación "A" 7917 obligó a las empresas locales a postergar pagos de importación y acumular deuda con sus proveedores internacionales. Estimamos que dicho esquema permitió al BCRA ahorrar entre diciembre 2023 y mayo de 2024, U\$S 12.250 millones a partir de la diferencia entre las importaciones que ingresaron al país y las que efectivamente se pagaron.

En segundo lugar, el financiamiento voluntario local en moneda extranjera hizo también un aporte. En este punto es importante explicar ciertos aspectos regulatorios que hacen que los aumentos de los créditos locales en moneda extranjera impacten positivamente sobre las reservas netas.

Las financiaciones en dólares otorgados por el sistema financiero local se acreditan en pesos en la cuenta de los tomadores. Así, el aumento del crédito en dólares implica inicialmente para los bancos incorporar un nuevo activo en dólares (el crédito), que no requiere una erogación de moneda extranjera. Dado que la posición en moneda extranjera de los bancos se encuentra regulada por el BCRA, al aumentar su activo en dólares los bancos se ven obligados compensar el desbalance. Así, las entidades suelen reducir sus tenencias de dólares vendiendo dólares en el mercado de cambios. De esta forma, el aumento del crédito local en dólares propicia el desarme de posiciones en dólares de los bancos que impactan sobre el mercado cambiario y las reservas netas.

La revisión de la dinámica del crédito en los últimos meses es elocuente respecto del aporte de este rubro. Entre diciembre 2023 y abril de 2024, el crédito en dólares se expandió en U\$S 2.700 millones. En el mismo período, los depósitos en dólares aumentaron U\$S 2.800 millones mientras que la tenencia de dólares de los bancos ya sea en sucursales o en la cuenta corriente del BCRA se mantuvo constante.

TAB.1 – Deuda privada y compras del BCRA en el mercado de cambios

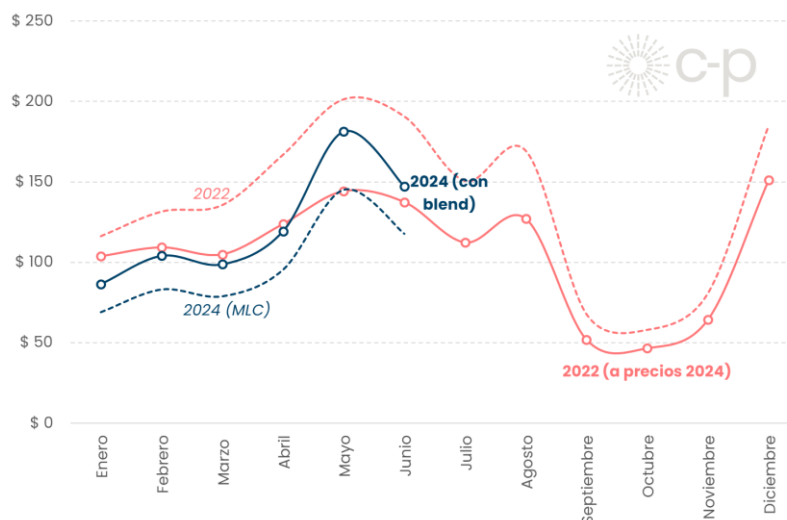
DEUDA COMPULSIVA (dic-23 may-24)	\$	12.251
DEUDA LOCAL EN ME (dic-23 may-24)	\$	2.696
DEUDA PRIVADA COMPULSIVA + VOLUNTARIA	\$	14.947
COMPRAS BCRA (dic-23 may-24)	\$	16.472
<i>DEUDA PRIV. / COMPRAS BCRA</i>		<i>91%</i>
ACUM RIN (dic-23 may-24)	\$	11.834
<i>DEUDA PRIV. / ACUM. RIN</i>		<i>126%</i>

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

Al sumar la acumulación de deuda comercial externa forzada por la regulación (U\$S 12.251 millones) con el crecimiento del crédito en moneda externa local (U\$S 2.696 millones) se destaca que el nuevo endeudamiento privado (compulsivo y voluntario) representó el 91% de las compras del Banco Central en el período dic-may y un 26% más que la acumulación de reservas del período.

En este período las liquidaciones del sector agropecuario se mantienen en torno a los promedios históricos. Así, ajustando los datos de CIARA por la proporción de liquidaciones que se realizan al CCL (20% del total) y los efectos de caída de los precios internacionales, se observa que el sector agroexportador mantiene liquidaciones similares a las de 2022.

GRAF. 3 – Liquidaciones promedio diarias de CIARA (mil U\$S) ajustadas por *blend* y precios internacionales

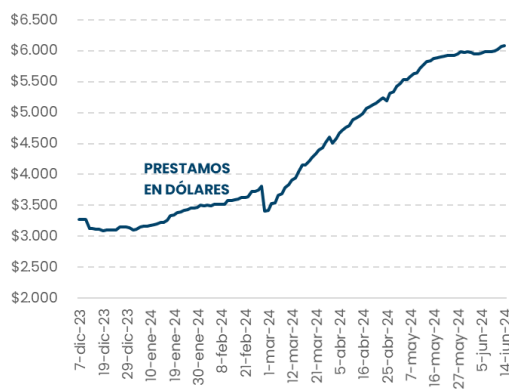


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de CIARA e INDEC

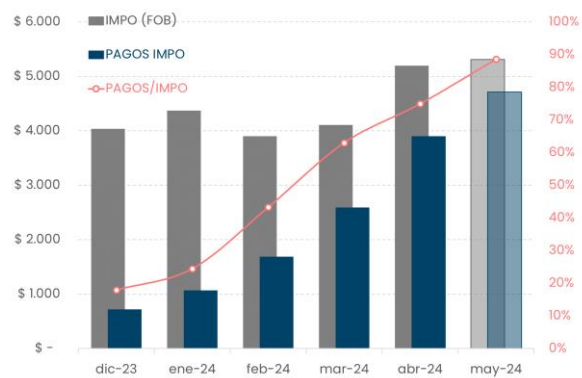
Mientras tanto, el agotamiento del proceso de endeudamiento privado en moneda extranjera parece ser el responsable principal del cambio de tendencia que explica la interrupción del proceso de acumulación de reservas.

Desde mediados de mayo los préstamos locales en dólares se estancaron. Al mismo tiempo, la proporción de pagos sobre importaciones muestra una tendencia a normalizarse y se espera que junio marque el fin del proceso de acumulación de deuda compulsiva. **El esquema de contención de la brecha a partir del blend, requiere necesariamente del aporte del financiamiento para acumular reservas.**

GRAF. 4 – Evolución de los préstamos en dólares al sector privado



GRAF. 5 – Pagos de importación sobre importaciones



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

Hacia adelante, la finalización de la temporada alta de liquidaciones del sector agroexportador tenderá a revertir el parcial equilibrio que presenta hoy el mercado de cambios e incrementará la presión sobre el esquema. **Se abre así una nueva etapa en la que la estabilidad cambiaria será crecientemente dependiente del acceso al financiamiento externo, pero no se contará ya con el aporte del sector privado.** La evolución del riesgo país será un termómetro interesante para medir la sobrevida del esquema cambiario.

Fatiga en el Plan Caputo II: El fin de la licuación

El equipo económico comunicó junto a los resultados de la última licitación de deuda del Tesoro el final de la etapa de tasas negativas. El anuncio llegó tras el salto en la brecha cambiaria ocasionado por una serie de decisiones de política monetaria del propio gobierno.

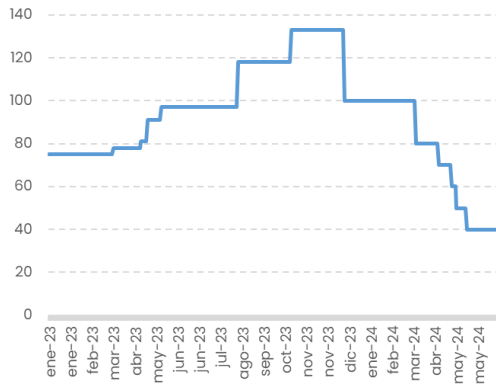
En la segunda mitad de mayo el BCRA decidió reforzar el proceso de baja de tasas de interés y favorecer una nueva emisión de BOPREALES (vinculados al pago de deuda por dividendos de empresas extranjeras). La combinación de ambas decisiones incentivó la demanda de dólares en los mercados paralelos e impulsó la brecha cambiaria.

En el caso de la tasa de interés, la TNA de pasivos se redujo 10 puntos porcentuales (de 50% a 40%) dando por resultado una tasa mensual de 3,3%, muy próxima al ritmo de depreciación del dólar oficial e incentivando el atractivo de la dolarización de carteras. El

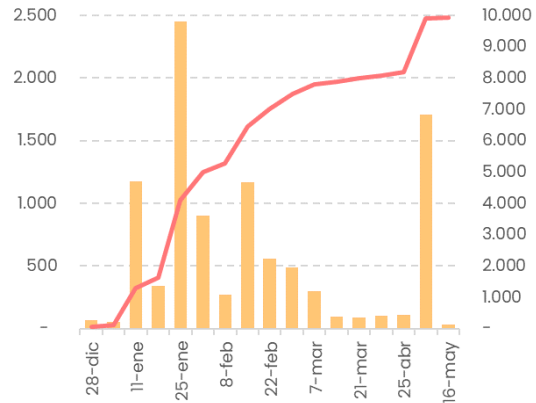
aumento de encajes sobre las cuentas remuneradas de FCI acrecentó este efecto sobre los mercados de dinero.

En lo que refiere a los BOPREAL, cabe recordar que se trata de un instrumento de esterilización monetaria que habilita a sus tenedores a concretar su venta contra dólares en el mercado financiero. De esta forma, la emisión significa en la práctica la incorporación de una demanda extra sobre los dólares financieros.

GRAF. 6 – Tasa de Pases del BCRA



GRAF. 7 – Emisiones de BOPREAL del BCRA



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

Tras los malos resultados de finales de mayo y los efectos no deseados sobre la dinámica del dólar oficial, el gobierno anunció el fin de las tasas negativas y se comprometió a explicitar un nuevo marco de política monetaria para finales de junio.

El equipo económico viene implementando un proceso de migración de sus instrumentos de política monetaria. Se propone así eliminar los pasivos remunerados del BCRA y utilizar la deuda del Tesoro para la fijación de la tasa de política monetaria. A fin de favorecer el proceso, el BCRA generó un diferencial positivo entre la tasa de LECAP y pases y una serie de modificaciones regulatorias que propician la migración hacia títulos de deuda del Tesoro por parte de los bancos.

La decisión de modificar los instrumentos de política monetaria no es neutral y tiene múltiples derivaciones para la política macroeconómica. En primer lugar, **la utilización de títulos del tesoro nacional plantea que la carga de intereses que genere dicha deuda no deberá ser afrontada por el BCRA (con emisión), sino por el Tesoro (con el propio superávit fiscal)**. En este sentido, el esquema refuerza el compromiso asumido por el gobierno con el sostenimiento de la consolidación fiscal y lo vincula directamente a la estabilidad financiera de la economía.

A su vez, el cambio de instrumentos generó **dudas respecto del rol del BCRA como prestamista de última instancia de la deuda pública**. El gobierno decidió retirar su compromiso de intervención explícito sobre el mercado secundario de deuda pública y critica asiduamente los seguros de liquidez emitidos por el BCRA (PUT). En este contexto, y mientras el presidente ratifica su compromiso de cerrar el Banco Central, no existe certeza respecto de cómo reaccionará la autoridad monetaria ante una crisis de *roll-over* o una corrida contra la deuda.

En las últimas licitaciones el gobierno decidió pausar el proceso de migración rechazando ofertas en las licitaciones de LECAP. A su vez, mantiene depositado en el BCRA un seguro de liquidez sobre la deuda que genera importantes costos financieros sobre la estrategia fiscal.

Novedades en el frente fiscal

En el **plano fiscal** el gobierno logró consolidar cinco meses de superávit consecutivos tras seis meses de gobierno. La estrategia incorporó un agresivo recorte de partidas sociales y un ajuste inédito de la obra pública y las transferencias a provincias.

En lo que va de 2024 el ajuste se concentró casi exclusivamente en el recorte del gasto (estimado en 6 puntos del PIB). En ese escenario, los ingresos se sostuvieron gracias a la combinación de los efectos de la devaluación y la duplicación del impuesto PAÍS.

Hacia adelante, la indexación de componentes del gasto y los ingresos, junto a la erosión de la recaudación en el contexto de recesión y cierto agotamiento de la tolerancia respecto del ajuste abren una nueva etapa donde la importancia de los componentes inflacionarios del ajuste será creciente y complejizará la estrategia. El cambio de la fórmula de actualización jubilatoria y la necesidad de ecualizar la recuperación de jubilaciones con el ajuste tarifario expresan esta disyuntiva. En mayo, para alcanzar un hito en su estrategia desinflacionaria el gobierno volvió a recurrir a la postergación de pagos de subsidios.

El ajuste del gasto primario real se mantuvo elevado en mayo (-24% i.a.), en el marco de un recorte del ritmo de ajuste de jubilaciones y pensiones (del -30% de los primeros meses a -11% i.a. en mayo) y una profundización del ajuste a subsidios (-25% i.a. real) pese a la postergación de aumentos.

En junio, se concretó finalmente el postergado ajuste de tarifas, que promete interrumpir el proceso de desinflación, no solo por el salto inicial en tarifas, sino también por sus efectos de segunda vuelta y sus reglas de indexación posterior.

En este contexto, la discusión sobre el paquete fiscal asume gran importancia. La capacidad del gobierno para retrotraer modificaciones en el Senado y recuperar la potencia recaudatoria del paquete es fundamental en vistas de sumar a la estrategia fiscal un componente que compense el efecto de las tarifas. En ese marco, debe leerse la promesa de retrotraer la alícuota del impuesto PAÍS hasta los niveles previos a su asunción (de 17,5% a 7,5%). La baja de 10 puntos porcentuales en el costo de importación ofrece al gobierno un *buffer* para transitar la nueva etapa e intentar sostener el proceso de desinflación.

La novela con el FMI

El horizonte de mediano plazo para la economía se mantiene difuso. El FMI y Milei mantienen un debate a cielo abierto respecto de ese artefacto que han dado en llamar "competencia de monedas".

El contrapunto rememora éxitos de los Pimpinela. Cuando la melodía queda a cargo del presidente, Argentina aspira a un esquema sin parangón en términos internacionales, en el que la cantidad de moneda es absolutamente fija (al punto de que la emisión es considerada una estafa tipificada como delito penal imprescriptible) y en el que se requiere un sistema anticorridas privado que permita prescindir definitivamente del BCRA. Por el contrario, según el cantar del FMI, Argentina debe aspirar a un esquema económico

similar al de otros países de la región (Uruguay y Perú), con emisión y esterilización monetaria para recomponer reservas y con un Banco Central que cumpla funciones de prestamista de última instancia.

Luego de que el FMI sentara posición y planteara sus condiciones con la publicación de la octava revisión del Acuerdo de Facilidades Extendidas, la inminencia de un acuerdo parece haberse enfriado.

La relación con el FMI parece también iniciar una nueva etapa. En primer lugar, el cronograma de vencimientos exime a la Argentina de pagos de amortizaciones de capital hasta 2026 (debe solo concretarse un pago en julio para el cual el FMI ya habilitó el desembolso).

No depender de los desembolsos del FMI para hacer frente a los vencimientos de capital con el organismo implica un cambio cualitativo en la dinámica de relacionamiento entre las partes. Recordemos que fue esta dependencia entre desembolsos y pagos la que obligó a la gestión Massa a asumir una devaluación del dólar oficial en medio del proceso electoral de 2023.

A pesar de lo anterior, aunque el gobierno no necesita del FMI para evitar un default con el propio organismo por un período prolongado de tiempo, la propia búsqueda de financiamiento externo del gobierno sostiene en agenda la centralidad de un nuevo acuerdo.

Tal como señalamos, las negociaciones parecen haberse complicado tras la publicación de la última revisión del acuerdo. En el documento el FMI enfatizó cinco aspectos que resultan incómodos para el gobierno: (i) la necesidad de revisar el régimen cambiario y en particular el oneroso esquema de intervención sobre la brecha que constituye el blend; (ii) la importancia de poner fin al proceso de apreciación cambiaria; (iii) el requerimiento de modificar el marco de política monetaria en vista de converger a tasas de interés reales positivas; (iv) la necesidad de revisar la sostenibilidad de la deuda con acreedores privados en vistas de que el financiamiento que pueda aportar el FMI no repita errores del SB2018 (financiar el pago de una deuda que luego se demuestra insostenible); (v) la importancia de que el gobierno pueda garantizar el acompañamiento político a un nuevo programa con el FMI.

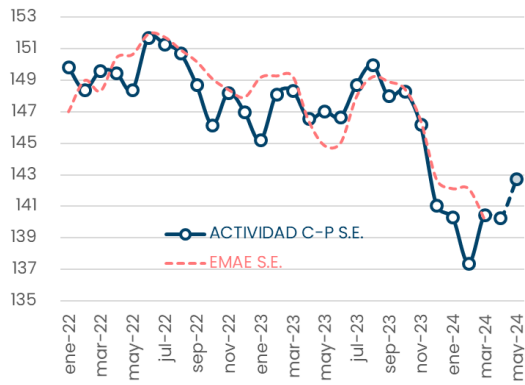
El fin del rebote

Finalmente, nuestros indicadores adelantados de ingresos y actividad evidencian una leve recuperación para los meses de abril y mayo, en el contexto de una desinflación más pronunciada de lo esperada.

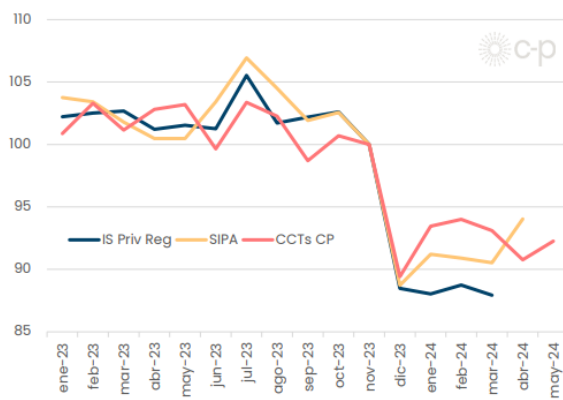
En junio, el esperado rebote de la inflación impulsado por la suba de tarifas pondrá un límite a la recuperación de ingresos y muy probablemente detendrá el efecto de la recuperación de la actividad más allá de lo observado en el sector agropecuario y energético.

En el caso de las jubilaciones, el rezago de indexación plantea que los haberes de julio tomarán como referencia la variación de precios de mayo (4,2%). Por su parte, en el caso de los salarios registrados, la baja de la nominalidad de los últimos meses se expresó también en la prolongación del período de vigencia de los acuerdos que en algunos casos fijaron pautas trimestrales para evitar el proceso de negociación permanente que imponía la negociación mensual. En ese marco, los acuerdos firmados lucen optimistas y amenazan con generar una nueva baja de salarios a partir de junio.

GRAF. 8 – Indicador de Actividad C-P

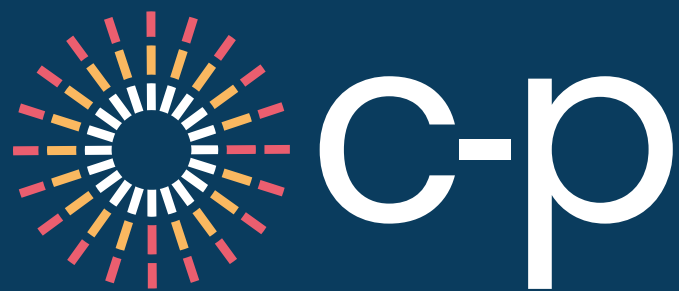


GRAF. 9 – Indicador de Salarios C-P



Fuente: C-P Consultora e INDEC

El inicio de una etapa de mayor inestabilidad financiera a partir del fin de la temporada de liquidación de la cosecha gruesa podría amenazar también la dinámica de recuperación y desinflación que busca sostener el gobierno. Tal como señalamos en nuestro informe de abril, más allá de agosto la situación cambiaria amenaza con tornarse crecientemente inestable.



c-pconsultora.com.ar