

Informe Quincenal de Coyuntura

17 de mayo de 2023

ABECEB

La política económica en el Reino del Revés

El análisis de las medidas

La inestabilidad en el Reino del Revés

El dato de inflación de abril tuvo un gran impacto simbólico y político. No era para menos; fue el índice más elevado en dos décadas, superó los pronósticos más pesimistas y, además, se registró en el mes en el que Massa esperaba que la inflación empezara con tres.

Como podría haber dicho la canción de la gran María Elena Walsh, sólo en el Reino del Revés se espera que el descontrol fiscal y monetario carezca de consecuencias inflacionarias. El 8.4% de abril no es sorprendente si se considera lo que venía ocurriendo desde diciembre.

Hay cuatro hechos que son centrales y es útil mencionarlos para contar con un marco para evaluar las medidas recientemente anunciadas:

- **El gobierno se quedó sin reservas líquidas disponibles**
- **Se incrementó sensiblemente la emisión monetaria**
- **El déficit fiscal se disparó**
- **El acuerdo con el FMI terminó de caerse y explotó la brecha**

El tratamiento de urgencias en el Reino del Revés

El análisis de las medidas

La inflación de abril terminó de sepultar el plan llegar y se necesita otro programa para coordinar las expectativas.

La hiperactividad del último fin de semana constituyó, en sí misma, una mala señal para los mercados: se tuvo la impresión de que las autoridades se percataron el viernes de la necesidad de ocuparse de una aceleración de la inflación que llevaba cinco meses. Es un mal primer paso si el objetivo es quebrar las expectativas inflacionarias. Pero, más allá de esto, las medidas tienen dos debilidades de peso: no atacan factores clave de inestabilidad y muestran inconsistencias entre sí.

1. Reservas y tipo de cambio

No hay medidas concretas para revertir la escasez de reservas, más allá de parches al cepo como las medidas para las gift cards. La política de crawling peg que se anunció para coordinar expectativas habla de “administrar” las devaluaciones periódicas, pero sin aseverar cómo se revertirá el atraso que está en la base de los problemas de reservas. Por otro lado, **hay iniciativas que son inconsistentes con la falta de reservas, como las que incentivan las importaciones de alimentos o flexibilizan al anti-dumping**. Suenan más a amenaza para controlar precios que a estrategia de abrir el comercio para abaratar precios. Es elemental, no hay divisas para financiar importaciones.

2. Déficit primario

Sorprende la ausencia de medidas de peso para poner en caja el déficit primario. Como seguramente el Fondo va a pedir mayor austeridad, es de esperar que haya medidas fiscales adicionales en el futuro próximo. De lo contrario el gobierno genera la expectativa de que necesita de la inflación para evitar un desborde fiscal y eso alimenta más la inercia.

3. Ordenar el balance del Banco Central

Las medidas en este plano son contradictorias y, probablemente, poco efectivas. El aumento de tasas mira más la brecha cambiaria que la inflación. A partir del primer trimestre, los pasivos del Central están absorbiendo más capacidad prestable que el crédito privado. **Frente a esto, las medidas para el Ahora 12, tarjetas de crédito y facilidades para las Pymes no constituyen siquiera una aspirina.**

4. Acuerdos con el FMI u otros organismos

No hubo anuncio de avances con el Fondo, lo que es vital para coordinar expectativas. La falta de acuerdo alimenta la percepción de que el escollo central con el Fondo es la negativa de Massa a corregir el atraso cambiario y eso no ayuda a estabilizar las expectativas en el mercado de cambios. Por ahora, se confía más en seguir multiplicando tipos de cambio. No es otra cosa, por ejemplo, levantar restricciones de anti dumping, sin argumentos de comercio. **Se sigue hablando de swap con China y ayuda de Brasil, pero son a lo sumo paliativos. Lo único que puede aportar algo de firmeza es acordar con el FMI.**

La vida en el Reino del Revés

Es improbable que el gobierno implemente un programa integral. Asimismo, un salto devaluatorio se considera anatema y, como vimos, entre las medidas que se conocieron hasta ahora brillan por su ausencia tanto el ajuste fiscal como el ordenamiento monetario.

El gobierno va a transitar un angosto desfiladero. Por un lado, su capacidad para actuar es limitada por la falta de instrumentos y la debilidad política, pero por otro, tampoco tiene margen para posponer el tratamiento de los problemas si pretende durar. Si vacila, la crisis está a la vuelta de la esquina.

Por lo tanto, lo que puede esperarse es más de lo mismo que hemos venido viendo, pero corregido y aumentado en dos aspectos:

- Va a haber más intervenciones de todo tipo. El taller de parches va a funcionar las 24 horas e, incluso, los fines de semana. Se van a repetir las inconsistencias y contradicciones.
- Se incrementó la probabilidad de que ocurra un evento de devaluación desordenada, del tipo que el país vivió en otros períodos.

En situaciones económicas de este tipo el fusible es el ministro de economía, como ocurrió con Guzmán. El problema es que, actualmente, el ministro de economía cuenta con más poder de decisión que el propio presidente. En el Reino del Revés se funciona sin fusibles.

La estabilización en un Reino Normal

Lo que hay que hacer

Para salir del umbral de crisis, la única estrategia consistente en un Reino Normal es implementar un plan integral de estabilización que debe actuar en los cuatro frentes que alimentan la aceleración inflacionaria.

1. Reservas y tipo de cambio

Hay dos acciones prioritarias. Primero, conseguir un monto mínimo de reservas que actúe como puente al 2024, cuando los ahorros en energía y los mayores ingresos del agro estén operativos. Segundo, corregir el atraso para desincentivar las expectativas de devaluación que alimentan la brecha y las remarcaciones preventivas. Un paso clave es reducir drásticamente la multiplicidad de tipos de cambio.

2. Déficit primario

Ajuste sustancial del superávit primario para adaptarlo a la evolución de la recaudación tributaria y el (muy escaso) financiamiento disponible, evitando recurrir a la emisión.

3. Ordenar el balance del Banco Central

Cortar las intervenciones en el mercado de bonos, como la emisión (planes soja y tipos de cambio múltiples). Sobre la base de un menor déficit fiscal y menores demandas de emisión, restringir al máximo el incremento de los pasivos monetarios del Central, acotando la expansión por pagos de interés sobre Leliqs y pases. El orden monetario es necesario, pero no suficiente para quebrar las expectativas de inflación y la inercia. Habrá que complementar con iniciativas de coordinación de negociación salarial y gasto social.

4. Acuerdo con el FMI

Es una condición sine-qua-non. El Fondo es el único organismo que puede aportar reservas para llegar al 2024 sin crisis. Pero se requiere un programa integral: difícilmente el FMI haga su aporte sin demandar una dura condicionalidad en los planos fiscal, monetario y cambiario.

ANEXO

El gobierno exhibe su debilidad: medidas que son más de lo mismo y cada vez menos efectivas

- **Suba de la tasa de interés por cuarta vez en el año:** de 91% a 97% nominal anual tanto para las Leliqs como para los plazos fijos de personas humanas hasta 30 millones, suba de tasas que encima quedó corta dado que la tasa mensual efectiva (TEM) se ubicó en 8%, cuando para mayo se espera una inflación piso del 9%. La medida busca evitar una caída de los depósitos (demanda de pesos) y contener una mayor presión que provoque un nuevo salto de los dólares alternativos y la brecha. Sin embargo, ya no tiene efecto subir la tasa como alternativa a no devaluar y los efectos colaterales negativos son cada vez mayores ya que este incremento provocará un nuevo aumento del déficit cuasi fiscal y un deterioro más profundo de las expectativas de aumento de emisión monetaria a futuro.
- La apuesta del gobierno de obtener un adelanto de los desembolsos de lo que resta de 2023 a junio (USD10,800 millones) apunta a mostrar que tiene respaldo, pero no ayudaría a mejorar significativamente la situación si es que debe aplicar esos fondos a los pagos de capital con el mismo Fondo por unos USD9,800 M en lo que resta de 2023.
- En cuanto al Swap de China, que sustenta la posibilidad de emitir SIRAS en yuanes y pagar importaciones vía esta moneda por hasta USD5.000 Millones ya está en curso. Por el momento no queda claro si pudiera definirse una ampliación adicional que ayude a descomprimir la demanda de dólares en el MULC.
- Se anunció que se acelerará la aprobación de importación de bienes de capital a 360 días por medio del SIRA. Si se produce una medida de este tipo, podría agilizarse las importaciones de aquellas empresas que tienen las SIRAs presentadas y aguardan por su aprobación.

En general podría beneficiar a empresas grandes con capacidad de financiarse o que pudieron realizar los adelantos al proveedor desde alguna filial. De todas maneras, surgen dudas de su materialización dado que ello dependerá de que se consiga reforzar las reservas o acelerar el uso del swap con China o un esquema similar con Brasil.

Uno de los principales inconvenientes con los bienes de capital consiste el tope de US\$ 50.000 para la ejecución de los anticipos, sobre lo cual no hubo anuncios. Se considera que sin modificarse esta medida la mayoría de las empresas, especialmente las PyMEs, quedarán excluidas de posibles beneficios dado que no pueden iniciar la operatoria.

- Otra iniciativa inconsistente es la **conformación de la Unidad de Análisis de las Operaciones de Comercio (exterior e interior) que tiene como objetivo intentar** “amedrentar a los formadores de precios” vía un mecanismo burocrático donde estarían presentes una multiplicidad de organismos públicos desde la Secretaría de Comercio, de Agricultura, AFIP, DGI, Seguridad social y Aduana, Banco Central hasta la Superintendencia de Seguros, la Comisión Nacional de Valor y la UIF, todos promoviendo la “trazabilidad de los bienes, la equidad de las operaciones y evitando posiciones dominantes (ni se menciona a la Comisión de Defensa de la Competencia, ente naturalmente responsable de velar por ello).

- **Reducen la tasa de Ahora 12, bajan las tasas de saldo de intereses con tarjetas de crédito.**

El gobierno apunta a mejorar la tasa de financiamiento del AHORA 12 (hoy es del 77,35%) bajando 9 puntos para que quede es 68,35%. Esto claramente no alcanza para incentivar el consumo que cada vez posee menos margen cuando el salario real viene perdiendo casi 3.5% y el ajuste de los límites de tarjetas nominal viene atrás de las paritarias.

La receta parece marginal porque aun con tasas reales negativas, la compra con Ahora 12 cayó -35% IT 23 vs 22 y los picos de consumo responden a eventos online de descuentos y promociones (Electro Fans” y otros) donde el atractivo es la baja del precio nominal de los productos. Más del 50% son electrodomésticos e indumentaria.

- **El Mercado Central asumiría el rol de agente importador y podrá traer comida con arancel 0 pero el gobierno no posee dólares.** La pregunta clave es qué pasa con la logística y distribución para garantizar la trazabilidad de los precios cuando intervenga el Mercado Central como principal comprador. Es difícil de implementar.

Además, la amenaza resulta dudosa porque la alta capilaridad de este sector hace poco posible la supervisión y control como sucede con las grandes cadenas. La advertencia de inundar el mercado con productos importados se contradice con el real problema macroeconómico que es la escasez de reservas. Busca disciplinar la inflación de productos, que mayormente son estacionales, interviniendo en las cadenas directas de los supermercados chinos y comercios de cercanía que nunca han querido sumarse a los planes de Precios Justos.

Pone nuevamente a los supermercados y las grandes empresas en el centro de la escena, señalados como uno de los principales responsables por su rol de grandes formadores de precios para asegurarse ganancias en perjuicio tanto de productores como de consumidores.

Alivio fiscal micro, pequeña y medianas empresas

- Alivio fiscal sobre los **stocks de deuda impositivos y tributarios**. A nivel de deuda, el 54,6% son Micro y Pequeñas Empresas, Medianas Tramo I y Monotributistas, segmento más presionado por la restricción al financiamiento y la disponibilidad de flujo. Mejora las condiciones, pero no es una medida que responda a la emergencia de la coyuntura.

Suspensión de medidas antidumping y garantía BRICs

La Argentina buscar generar con Brasil un esquema como el implementado con China, en el que podría pagar las importaciones con yuanes en lugar de dólares. Esto no está definido y ya numerosos exportadores chinos comunicaron a sus clientes argentinos que quieren seguir cobrando en dólares. Estos yuanes son disponibilidades del banco central chino a cambio del pago de una tasa de interés a través del libramiento de tramos del swap que acordaron hace años los bancos centrales, y siempre que se dirijan a la compra de productos chinos.

Con Brasil no es posible este esquema, dado que no hay posibilidades que el BCB preste reales a la Argentina para cancelar sus importaciones. Por el momento, el presidente Lula involucró al BNDES (sobre el que tiene control político) para gestionar ese financiamiento. Sin embargo, es dudoso que se logre ya que se requieren garantías ante la eventualidad de una devaluación en la Argentina y que los importadores no puedan cancelar sus deudas. Ante esto, Lula sostuvo que el **nuevo banco de desarrollo de los BRICS** (dirigido por Dilma Rousseff) podría ofrecer esas garantías, sin embargo, no parece sencillo, ya que los 5 países que fondean el banco (China, India, Rusia, Brasil y Sudáfrica) deberían aceptar hacerse cargo del riesgo cambiario de la Argentina para que Brasil pueda vender sin riesgo sus productos al país.

El nuevo banco de desarrollo de los BRICS deberá solicitar a la Argentina garantías reales de que no va a defaultear. Hablamos de reservas de gas y petróleo de Vaca Muerta, soja, litio o agua.

No obstante, **el análisis cambia cuando se anuncia la medida de suspender las medidas antidumping en vigencia**, con el objetivo de bajar los precios de insumos difundidos en el mercado local.

En primer lugar, la medida apunta a abrir las importaciones para disciplinar precios locales. Puede tener respaldo en la pérdida de competitividad de las cadenas de valor por efecto de la inflación, pero el impacto sobre sectores muy relevantes de la industria nacional en una coyuntura muy complicada es sumamente riesgoso. Por otra parte, el ingreso de importaciones para disciplinar precios internos sólo es posible en la medida que se disponga de reservas para pagarlas.

Dado estas condiciones, y considerando de tanto Brasil como China, los países que nos pueden salvar a través del ahorro de dólares, son justamente los dos principales afectados por las medidas antidumping, el anuncio puede tener un motivo adicional: ofrecer a cambio del financiamiento segmentos del mercado argentino históricamente ambicionados por la oferta brasileña y china. Nos referimos principalmente a subproductos de la petroquímica (que afectan entre otros a Dow y Alpek), productos siderúrgicos (Techint) y de aluminio (Aluar).

Esta estrategia, que permanentemente actúa sobre la micro para seguir sosteniendo los desequilibrios macro, somete de manera muy riesgosa el mediano y largo plazo a las urgencias de corto plazo. La eliminación repentina de medidas antidumping sostenidas por décadas para garantizar la producción de la industria nacional, lejos de resolver problemas de competitividad puede causar la dislocación de las principales cadenas de valor industriales nacionales, generando caída de la producción, empleo industrial y las inversiones. Y tiene el agravante que, al tratarse de eslabones industriales que requieren de inversiones de gran escala, serán muy difícil de recuperar a futuro.




ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

 [abeceb-com](https://www.linkedin.com/company/abeceb-com)