



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

Informe Quincenal de Coyuntura

26.08.22

LAS DEBILIDADES EN LA ESTRATEGIA DE MASSA

La Argentina comenzó 2022 con una macroeconomía frágil. La pandemia y el plan platita dejaron una pesada herencia de desequilibrios fiscales, monetarios y cambiarios.

Era esperable que los intensos shocks internacionales que siguieron a la invasión rusa – el brutal incremento en el precio del gas hasta la suba de tasas de la FED y la devaluación en emergentes– hayan incrementado la volatilidad de los mercados en nuestro país. Tampoco sorprende que el temor a una crisis haya llevado a un cambio en el rumbo de la política económica.

La tarea de Massa: restricciones, prioridades y recursos

- La restricción más importante que hoy enfrenta Massa es que la inestabilidad está en niveles difíciles de manejar, al tiempo que los recursos e instrumentos de política a su disposición son muy limitados.
- **Los indicadores de inestabilidad son contundentes: el riesgo país, la brecha cambiaria y la inflación han escalado a niveles récord. El superávit comercial se hizo negativo en los últimos meses y el Banco Central perdió 9.000 millones de dólares en reservas líquidas en un año.**
- Los instrumentos de política son escasos porque la emisión de dinero y deuda en pesos han sido excesivos, al tiempo que la restricción externa es extrema: **las reservas internacionales netas líquidas apuntan a un negativo de US\$ 7000 millones, no hay acceso a financiamiento y el superávit comercial ha dejado de ser positivo en los dos últimos meses.**
- No hay duda, en este marco, que la prioridad del nuevo equipo económico es evitar que la inestabilidad escale hasta un umbral de crisis.
- Massa cuenta con un recurso que sus antecesores no tenían: capital político. Es un activo valioso debido a que las iniciativas para reducir los desequilibrios van a ser difíciles de digerir para el oficialismo. Las medidas de ajuste del gasto público y las que afectan el consumo y los ingresos reales –como el caso de la devaluación– son resistidas por el FdeT. Además, **hay un contexto de tensión creciente por la situación judicial de la vicepresidenta, las demandas sociales y la proximidad del año electoral.**

Los cuatro frentes de Massa

Las medidas y los nombramientos en puestos clave –como el de viceministro y en energía– se implementaron de manera secuencial. La gestión se centró en cuatro frentes y en todos los casos quedan abiertos interrogantes de peso porque falta un programa que racionalice y otorgue sentido de conjunto a las medidas.

- **Estabilidad financiera:** Se consiguió posponer vencimientos de la deuda pública por dos billones de pesos hasta junio-setiembre de 2023, colocando bonos duales con ajuste por dólar oficial o inflación. Es un gran desahogo a corto plazo, pero se logró gracias a la demanda de entes públicos y es costoso. Por un lado, dar cobertura tanto contra la inflación como contra la devaluación, dificulta una eventual licuación. Por otro, los nuevos vencimientos caen de lleno en período de campaña electoral, cuando siempre se dificulta el *rollover*.
- **Desequilibrio fiscal.** Se ratificó la meta con el FMI de 2.5% del PBI de déficit primario. Las medidas más relevantes en función de este objetivo fueron: incremento de tarifas de gas, luz y agua; ratificación de los límites del presupuesto con recortes en rubros sensibles como educación y salud y congelamiento de puestos. El problema es que el ajuste de tarifas es poco claro, aporta poco este año (0.06% del PBI) y para lograr ahorros sustanciales el año entrante habría que seguir ajustando (en proceso electoral), con efectos sobre la inflación.
- **Reservas.** En esto hay pocas novedades, más allá de la intención declarada de conseguir financiamiento para reforzar reservas. Se habla, por ejemplo, de aportes del FMI vía el nuevo fondo de “resiliencia” que estaría operativo en octubre, swaps y créditos, pero la presión mayor es para que se adelanten exportaciones y retrasen importaciones. Es pan para hoy y hambre para mañana. La palabra devaluar, hasta el momento, sigue siendo anatema. Va a ser difícil cumplir con la meta de reservas con el FMI. El riesgo es que la disonancia entre el ritmo de corrección del dólar oficial y la inflación termine por llevar a una devaluación desordenada.
- **Inflación.** Las medidas que se anunciaron están en línea con lo que fue el último *stand-by* de la administración anterior: promesa de emisión cero y fuerte incremento en las tasas de interés. Pesce colocó en 96,8 % anual (TEA) la tasa de Leliqs. No hay medidas para acotar el componente inercial de la inflación y coordinar las expectativas de precios, tipo de cambio y salarios. El resultado del *stand-by* de Macri nos anticipa cuál puede ser el problema: las medidas monetarias no impidieron que la inflación escalara al 50%.

Las debilidades de la estrategia de Massa

- El mayor mérito de Massa es que ha logrado avanzar con medidas correctivas –como el caso de tarifas– que ya habían sido señaladas como imprescindibles por sus antecesores, pero que no tuvieron avances.
- Sin embargo, hay 4 debilidades importantes que, de no atacarse, podrían generar obstáculos insalvables para la estabilidad.

DEBILIDAD 1. Falta de un programa.

Lo que hemos visto hasta ahora es sólo una secuencia de medidas en línea con lo que ha sido una marca de este gobierno: no creer en planes. **El riesgo de tomar medidas aisladas es que los mercados interpreten que Massa no es más que una nueva manifestación de la procrastinación.**

DEBILIDAD 2. Estrategia de recomponer reservas sin devaluar.

Es improbable que se logre un mínimo de estabilidad sin definir una política cambiaria consistente. La aceleración de la inflación en julio y agosto indica que los precios se vienen ajustando en función de una expectativa de tipo de cambio oficial más elevado. Como los precios no van a bajar, lo que se tiene que ajustar es el tipo de cambio. **Corregir ordenadamente el tipo de cambio es clave para coordinar expectativas en un escenario de estabilidad. De lo contrario van a seguir primando las estrategias de cobertura con atraso de liquidaciones y aumentos preventivos de precios.**

DEBILIDAD 3. Costo excesivo del endeudamiento público.

Si no hay un tipo de cambio realista, el Central y la Tesorería están obligados a mantener altas tasas de interés continuamente. Esto aumenta la emisión potencial futura por el efecto del devengamiento de intereses sobre las Leliqs, pases y deuda pública en pesos.

DEBILIDAD 4. Falta de una política específica para atacar la inflación.

La inflación puede ser útil para ajustar el gasto público en el cortísimo plazo. Pero **cuando la inflación llega a superar el 7% mensual, ocuparse de la inercia inflacionaria es una prioridad. Una inflación permanentemente elevada es una fuente inagotable de conflictos distributivos y distorsión de precios relativos.**

¿Qué interrogantes se plantean a futuro para el mundo de los negocios?

- Un objetivo esencial de un programa de estabilización es ayudar a que el futuro sea menos incierto, de forma de brindar un marco consistente para la formación de expectativas de precios y actividad y para la toma de decisiones de negocios que van más allá del cortísimo plazo.
- Es difícil que se pueda ejecutar un programa consistente de estabilización en el actual contexto político. Por lo tanto, lo que cabe esperar es que la estrategia de Massa tenga un fuerte componente de "plan durar",azonada con elementos de ortodoxia monetaria y fiscal más marcados. Debido a esto último, los conflictos sociales –y las expresiones políticas de disgusto con las herejías– así como las demandas de recomposición de ingresos van a estar a la orden del día.
- **Si persiste la negativa a corregir el tipo de cambio de forma realista por temor al conflicto social, hay que esperar restricciones e intervenciones crecientes para preservar reservas, con tasas de interés elevadas y políticas de precios e ingresos más activas. La evolución de la demanda agregada en este contexto va a ser débil, con efectos negativos sobre el nivel de actividad.**

- **Asegurar el abastecimiento de insumos importados va a seguir siendo problemático.** Tombolini, De Mendiguren y el Banco Central tienen que cuadrar un círculo de prioridades contrapuestas; a saber, controlar la inflación, asegurar el funcionamiento de las cadenas productivas internas y recomponer la oferta de dólares. **Ante conflictos, la prioridad la va a tener la disponibilidad de reservas.**
- **Las restricciones a la importación van a ser dinámicas, con una aduana más activa y más productos agregados a las LNA.** La expectativa es que haya: más barreras a bienes suntuarios y que compiten con producción nacional; reducción de plazos de admisión temporaria y restricción a servicios importados, como recargos a streaming, etc.

MÁS RESTRICCIONES A LA IMPORTACIONES PARA CUIDAR LOS DÓLARES

Ante la escasez de reservas, el Gobierno decidió en las últimas horas, ajustar aún más el cepo a las importaciones y amplió la cantidad de posiciones arancelarias con Licencias No Automáticas (LNA)

- › En este contexto, y ante la resistencia a realizar un salto discreto del tipo de cambio oficial, el gobierno sigue apostando por el endurecimiento de las restricciones para cuidar los pocos dólares que le quedan.
- › El Gobierno decidió ayer incluir bajo el paraguas de las LNA a 34 posiciones arancelarias que hasta ahora poseían Licencias Automáticas (LA), por lo que la importación de estos bienes necesitará de la autorización previa de la Secretaría de Comercio.
- › Esas posiciones sumaron casi 900 millones de USD en lo que va de 2022, de las cuales 5 representan más del 50% de ese valor.
- › Entre los productos incluidos en la Resolución se incluyen panificados, recipientes y dispensers, bisutería, perchas, amoladoras y pulidoras, placas, teclados, artículos de gimnasia, marcadores, aviones, máquinas de juego, etc.
- › A partir de hoy, el universo de bienes que poseen LNA representará el 33% de las importaciones totales (hasta ayer era el 28%).
- › A su vez, se estima que pueden haber algunas restricciones adicionales como: i) la modificación por parte de la AFIP de la fórmula de Capacidad Económica Financiera (CEF), que se utiliza para autorizar operaciones de comercio exterior; ii) una Declaración Jurada Anticipada para la importación de servicios; iii) la imposibilidad de comprar dólar ahorro para aquellos que mantengan los subsidios a los servicios energéticos.