



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

Informe quincenal de coyuntura

29.07.2022

Juana Manso 555 - Piso 8 - Oficina E
Puerto Madero, CABA, Argentina

(+5411) 4312 0811

www.abeceb.com

Massa: el gobierno se juega la última carta para llegar al 2023

- Argentina está enfrentando un escenario de desafiantes desequilibrios macroeconómicos y financieros que se han intensificado en las últimas semanas tras la renuncia del ministro Martín Guzmán y el breve paso de Silvina Batakis al frente de Economía, quien por su debilidad política, no logró frenar la corrida cambiaria a pesar de sus anuncios sobre convergencia fiscal. *(Ver nota de análisis: los déficits gemelos dijeron basta)*
- Las medidas dispuestas fueron **aisladas, sin consistencia suficiente para estabilizar la economía** y sin apoyo político, lo que ponía en duda los compromisos asumidos en materia de ordenamiento macro y consolidación fiscal-.
- Ante la agudización de la incertidumbre, el gobierno decidió dar una señal política fuerte, buscando recuperar algo de confianza. La **designación de Sergio Massa** al frente de un Ministerio de Economía ampliado (incluyendo las áreas de Producción y Agricultura), relega aún más la debilitada figura del presidente Alberto Fernández, posiciona nuevamente a la vicepresidenta y **eleva las probabilidades de generar una mayor capacidad de coordinación y de gestión y, a la vez, reducir el ruido entre sectores políticos en tensión**. Massa llega además con el apoyo de los gobernadores del peronismo, que le exigían al presidente que accione, y hoy los mercados reaccionaron positivamente al cambio de gobierno.
- **Las incógnitas** en este momento son hasta dónde acompañará el ala dura del kirchnerismo las medidas de ordenamiento fiscal necesarias (Grabois ya advirtió que espera el salario universal), si Cristina bendecirá públicamente sus pasos y cómo podrá gestionar con un equipo que hasta el momento sigue loteado. Cabe recordar que Massa tiene una elevada imagen negativa en la población (68,1% según el último sondeo de Giacobbe).
- **Su éxito en estabilizar la economía dependerá, sin embargo, de su propuesta macro financiera inicial**. Si al paquete de medidas de microgestión emprolijada -al que el gobierno por su ADN no va a renunciar- **le incluye medidas consistentes de corrección de precios relativos de tinte ortodoxo**- (por ejemplo, una corrección relativamente rápida del desalineamiento cambiario del dólar oficial con señales creíbles de reducción de gasto público) **tiene chances de lograrlo**.
- Los trascendidos sugieren que esta sería la línea del equipo de Massa: tendría la intención de ajustar la iniciativa del dólar soja, crear un colchón de reservas para luego ajustar el tipo de cambio inicial y luego alinear tasas de interés y tipo de cambio, todo en el marco de anuncios orientados a mayor austeridad fiscal.
- Considerando que Massa no es economista también será clave para sustentar la credibilidad y las chances de éxito, el equipo que designe para acompañarlo -por el momento los nombres que se rumoreaban hasta ahora no incluyen figuras de peso-. Habrá que esperar los anuncios y los nombramientos previstos para la semana próxima. De todos modos, cabe aclarar que aún en un escenario "positivo" de estas características con relativa estabilización, habrá en acción importantes fuerzas recesivas e inflacionarias, con tensiones políticas y sociales que tendrá que administrar.

- Si lo anterior no se materializa y Massa continúa con las medidas parches, no logrará darle credibilidad a sus compromisos y los acontecimientos políticos, económicos y sociales podrían acelerarse toda vez que el gobierno se habrá gastado una de las últimas balas que le queda para reencaminar la situación.
- En ese contexto nos mantenemos atentos al anuncio de medidas económicas en los próximos días y al nombramiento del gabinete para recalibrar nuestros escenarios de ser necesario.

El tiempo se acabó. Los déficits gemelos dijeron basta

- El tiempo para el aguante, las contradicciones y los parches se agotó. En todos los episodios de inestabilidad muy elevada hay tres elementos que se han repetido sistemáticamente y que hoy están presentes.
- ***Déficits gemelos inefinanciables***
Hoy el déficit fiscal primario crece a un ritmo que supera la meta del FMI (entre el 3% y el 4% del PBI). El déficit de la cuenta corriente, a su vez, reapareció en el primer trimestre; llegó a U\$S1130 millones. Y lo que es preocupante: en junio también desapareció el superávit comercial que venía siendo positivo desde setiembre de 2018.

El crédito para financiar estos déficits no está disponible. Y tampoco hay reservas internacionales. El déficit fiscal se puede financiar con deuda doméstica o emisión. Esto es lo que venía haciendo Guzmán. Pero cuando el gobierno emitió 25% de la base monetaria en un período de días para apuntalar el mercado de bonos, el mercado entendió que buscar cobertura era la mejor estrategia: el dólar se disparó y la inflación superará el 7% en julio.

Conclusión 1

El gobierno deberá reducir los déficits gemelos. Si no lo hace sólo le queda un camino de inestabilidad creciente con destino de crisis económica y, probablemente, política.

1. ***Distorsión de precios relativos y aumento del gasto público***

Hay dos factores que han jugado un rol protagónico en la generación de los déficits gemelos en todos los eventos de alta volatilidad anteriores: la distorsión de precios relativos –particularmente, el atraso cambiario– y la expansión no sostenible del gasto público.

El gasto público se disparó en el primer semestre: subió un 11% en términos reales y hay dos precios relativos muy desacomodados: tipo de ***cambio real y tarifas***.

Por el atraso cambiario, el Central no pudo acumular reservas a pesar de que los términos del intercambio mejoraron por efecto de la invasión rusa.

El atraso tarifario es, sin dudas, el factor más importante detrás del aumento del déficit fiscal. El gasto en subsidios podría representar en términos del PBI una suma similar a la de todo el déficit primario. Además, la conjunción de atraso cambiario y tarifario incentiva el consumo energético y profundiza tanto el déficit comercial como las expectativas de devaluación e inflación.

Conclusión 2

La corrección de tarifas y tipo de cambio y el control del gasto público son condiciones necesarias para estabilizar mínimamente la economía. No son suficientes, pero no hay un escenario sostenible que no las incluya.

2. Procrastinación seguida de inestabilidad exacerbada

Una de las pocas “políticas de Estado” en que han coincidido los sucesivos gobiernos fue la de posponer lo máximo posible la corrección de los déficits gemelos y de los precios relativos.

La política del “aguante” se quedó sin combustible. Los recursos que había para financiar el déficit fiscal sin corregirlo –desde los DEG del FMI hasta la colocación de deuda en pesos y emisión– se agotaron porque los usó todos Guzmán antes de irse. *La caída en la demanda de deuda pública en pesos, la inestabilidad cambiaria y la estampida de precios de julio es la forma en que los mercados dijeron basta.*

Conclusión 3

Si el gobierno insiste en financiar el déficit fiscal sin reducirlo lo suficiente, se verá obligado a emitir y acelerar la inflación, lo que implicaría cobrar más impuesto inflacionario y reducir el ingreso real de la población. También podría intentar colocar más deuda de manera forzada en los inversores institucionales y bancos, pero ello exacerbaría la inestabilidad cambiaria y monetaria.

Las claves para los negocios (y la política) en el corto plazo

- ✓ La cuestión no es ajuste sí o ajuste no. Los déficits gemelos se van a tener que ajustar sí o sí. Si no los ajusta el gobierno, los van a ajustar el impuesto inflacionario y la devaluación desordenada.
- ✓ En cualquier escenario habrá fuerzas recesivas e inflacionarias importantes en acción. La corrección del tipo de cambio es siempre recesiva, aunque trae alivio financiero a corto plazo y mayor competitividad e inversiones con el paso del tiempo.
- ✓ La corrección de los precios relativos normalmente acelera la inflación a corto plazo. Por la caída de los ingresos reales se van a generar tensiones políticas y sociales y la demanda de consumo se puede deprimir. El efecto riqueza de quienes atesoraron dólares puede mejorar la demanda, luego de la devaluación; esto fue importante en la devaluación del 2002, para reactivar la economía.
- ✓ Un tema aparte, pero a mantener en el radar: la reacción de los mercados internacionales ante el aumento de tasas de la FED. Sobre todo, en lo que hace a devaluación en emergentes y precios de las commodities en un escenario global que el FMI anticipa como propenso a la recesión.
- ✓ En este contexto, las empresas centran sus esfuerzos en tratar de minimizar las pérdidas patrimoniales. En otras palabras, domina la cautela con el foco puesto no ya en mejorar la rentabilidad sino en minimizar eventuales daños patrimoniales (mirando si aparece alguna oportunidad de negocios ocasional).
- ✓ **Desde el punto de vista financiero, las opciones que se le presentan a las empresas son cada vez más acotadas.** Aquellas que disponen de liquidez en pesos y no pueden dolarizarse vía CCL, se enfrentan ahora a las nuevas limitaciones más hostiles impuestas por el BCRA para operar con CEDEARS, a la vez que encuentran crecientes dificultades para que los Bancos les tomen sus pesos en forma de depósitos ajustados por inflación. Queda entonces recurrir a las coberturas dólar link o eventualmente posiciones hard dólar en un contexto en que los precios de los bonos públicos están muy bajos (recovery value). O quizá pensar en aplicar los pesos a alguna ampliación de planta que aumente la capacidad productiva a futuro en sectores con demanda potencial o comprar activos físicos a precios en dólares deprimidos. En paralelo, las firmas con Tesorerías con acceso al CCL parecen volcadas a seguir usando este camino como forma de protección y cobertura hasta que la tormenta amaine o aparezcan nuevas restricciones limitantes.



ABECEB

hacemos **más real** la economía real