

# Informe Quincenal de Coyuntura

*15 de diciembre de 2022*

**ABECEB**

**2023: Emparchar los parches**

## En 2023 seguirán los parches

# Un gobierno atrapado entre la falta de reservas y la resistencia a devaluar

### Cierre 2022:

El año termina con las aguas de la política agitadas por la agenda judicial, las demandas sociales y el ruido de las internas en el FdeT y en JXC. Y un escenario que combina inflación elevada, problemas para llegar al porcentaje requerido de *rollover* de la deuda pública y evolución incierta de variables clave de la economía global, como la tasa de interés y la posibilidad de una recesión.

En este contexto, aumenta la probabilidad de que un shock –sea de origen político, económico o financiero– agudice la inestabilidad macroeconómica y ponga a la economía en el umbral de una crisis, como cuando asumió Massa.

**A medida que avance el año electoral, se elevará la incertidumbre.**

**Esto va a erosionar el clima de negocios y las condiciones financieras y, por ende, la evolución del nivel de actividad.**

**También va a limitar los grados de libertad de Massa para gestionar. Se le va a hacer cuesta arriba la tarea de dotar a sus medidas de un mínimo de credibilidad.**

*La credibilidad se va a enfrentar con tres restricciones muy concretas:*

# 1

---

## **Escasez de reservas**

Es la variable con mayor potencial para disparar una crisis. Será determinante en los próximos meses.

# 2

---

## **Agotamiento creciente de la estrategia del parche**

La estrategia de atacar el síntoma –desde la represión de importaciones con el SIRA hasta la emisión de deuda a plazos cada vez más breves y los “acuerdos” de precios– *no es gratis. Tiene efectos colaterales negativos para los precios relativos y la estabilidad financiera y está generando círculos viciosos.*

# 3

---

## **Nivel de actividad anémico**

Cuanto peor sea la evolución de los ingresos reales de la población, más fuertes van a ser las demandas dentro del FdeT para implementar paliativos con objetivos electorales. Esto complicará la meta de déficit fiscal, la emisión y la inflación.

# La restricción dominante: falta de reservas

La amenaza que representa la escasez de reservas para la estabilidad de corto plazo sería difícil de exagerar. Hay varios factores que están actuando de forma simultánea en contra de la acumulación de reservas.

- **El tipo de cambio real está atrasado.**  
Eso alimenta la demanda de divisas y las reservas se evaporan.
- **La sequía va a reducir fuertemente la oferta de divisas.**  
El campo podría aportar unos 13.000 millones de dólares menos en 2023.
- **Los importadores fueron forzados a endeudarse este año para financiar sus compras.**  
Se estima que la deuda podría ser de US\$ 10.000 millones.
- **Brasil y Chile han depreciado sus monedas en relación con el dólar.** Esto deteriora la competitividad de nuestras exportaciones industriales y regionales, y también frena la entrada de divisas.
- **El año que viene será más difícil cumplir con la meta de reservas acordada con el FMI.** Si el programa con el FMI se resiente, el incremento de incertidumbre será importante.
- **Sobran pesos** y eso alimenta la demanda de dólares tanto libres como oficiales.
- **La percepción de atraso cambiario y falta de reservas genera expectativas de devaluación.** El flujo de oferta de dólares se resiente porque los exportadores ralentizan la liquidación y los importadores adelantan pedidos.

**El camino más efectivo y sostenible para revertir la falta de reservas sería corregir el tipo de cambio real, en línea con lo hecho por nuestros vecinos y los emergentes.**

## La oferta neta de divisas mejoraría a través de dos vías:

---

### Mayor superávit comercial

Esto ocurriría por el fortalecimiento de la rentabilidad de las exportaciones y los mayores costos de importar. En 2021, con menos atraso, el superávit fue muy elevado. Si bien ahora el nivel de actividad –y, por lo tanto, las importaciones– es algo superior, también lo son los precios internacionales. Además, las devaluaciones en la Argentina tienden a ser recesivas y, en consecuencia, las importaciones caerían.

---

### Expectativas de devaluación debilitadas

La corrección cambiaria deprimiría la expectativa de devaluación desincentivando la dolarización de portafolios y el “atesoramiento” de soja. Además, se reduciría el valor en dólares de la oferta monetaria, quitando poder de fuego a quienes siguieran apostando a favor del dólar. También podría haber nuevos incentivos para algo de *carry-trade* si las tasas de interés se mantuvieran altas.

Vedada la corrección real del tipo de cambio, el equipo económico cuenta con pocos instrumentos para conseguir reservas. Por ello están agudizando la imaginación:

- Las señales de peligro inminente llevaron a la implementación del **plan soja II**, a los apurones y en contradicción con la promesa de que la versión I sería irrepetible. Específicamente, se multiplicaron los tipos de cambio diferenciales, incluyendo un nuevo plan soja a un dólar de \$230.
- **El nuevo blanqueo** para activos en el exterior, es también un intento heterodoxo de conseguir reservas de donde sea.
- Se hicieron esfuerzos para que se concluya a tiempo **el gasoducto N. Kirchner**. Podría aportar un ahorro de divisas por US\$ 2500 millones. Este aporte a las reservas sería sostenible, a diferencia de los otros.
- **La represión de importaciones** bajo el SIRA sigue siendo muy marcada y afecta negativamente la asignación de recursos porque incide en insumos para la producción.

Con el plan soja I y la represión se logró revertir el saldo negativo de la balanza comercial, pero de forma poco sostenible.

# Los círculos viciosos de la estrategia del parche

Massa sigue postergando la corrección cambiaria. Esto genera tensiones macroeconómicas que se acumulan y esas tensiones obligan a implementar nuevos parches que tienen efectos colaterales que desequilibran tanto la macro como la micro.

## Hay varios de estos círculos viciosos que generan alertas:

- Para evitar un atraso cambiario mayor que sería explosivo, el ajuste del tipo de cambio oficial está hoy en línea con la inflación en una suerte de *crawling peg*. Esto genera un círculo vicioso porque al ser aplicado en condiciones de elevada inflación, **el *crawling peg* refuerza la inercia inflacionaria en un contexto en el que no existen anclas nominales creíbles.**
- El gobierno dice que combate la inflación y que podría llevarla en pocos meses al entorno del 3%. Lo cierto es que **el gasto real se desaceleró gracias a la inflación, que licúa el valor real de pensiones, planes sociales y salarios. Si la inflación baja, hará falta una nueva estrategia para bajar el gasto.**
- Como una medida adicional para bajar la inflación, el gobierno dejó de emitir para financiar el déficit. Pero el plan soja obliga al gobierno a emitir y eso alimenta la oferta monetaria en un contexto de caída de la demanda de dinero, incentivada por las expectativas de inflación más elevada. **La inflación no pregunta de dónde sale el dinero que la alimenta.**
- Si no se emite para financiar el déficit, hay que emitir deuda pública en pesos. Pero el atraso cambiario y las expectativas de devaluación deprimen la demanda de esos bonos. Aun pagando tasas de interés reales positivas y acortando los plazos de colocación –pasaron a dos o tres meses– no se logra el *roll over* necesario. **Y se viene un año en que los vencimientos mensuales de deuda se acercan al billón de pesos. Una verdadera amenaza a la estabilidad financiera.**

# Nivel de actividad, presiones políticas y clima de negocios

La falta de reservas le plantea dilemas de política de difícil solución a cualquier gobierno.

Esto es aún mayor para un gobierno kirchnerista en año electoral, que tiene a su líder condenada y que, además, sigue políticas macroeconómicas que generan círculos viciosos.

Bajo estas condiciones, la corrección del tipo de cambio real se va a posponer todo lo que se pueda porque tendría efectos colaterales difíciles de manejar tanto técnica como política y socialmente.

## Y sin devaluación real, seguirán los parches.

- **Inflación y nivel de actividad.** La inercia inflacionaria va a persistir, en el marco de un *crawling peg* en una economía cuyo coeficiente de *pass through* –de traspaso de la devaluación a los precios– es elevado. El efecto en el precio de los alimentos y, por ende, en la pobreza, continuará. En estas condiciones se espera un estancamiento del nivel de actividad.
- **Condiciones sociales.** Los recientes informes de la OPC y la UCA revelan un incremento de la pobreza y la indigencia. El deterioro de las condiciones de empleo determina que cerca del 18% de quienes tienen un empleo formal vivan debajo de la línea de pobreza. Las protestas sociales van a estar a la orden del día.
- **Financiamiento.** Es difícil que bajen las tasas de interés o mejoren las condiciones de acceso al financiamiento del sector privado. La deuda pública, con sus ingentes vencimientos va a seguir absorbiendo la capacidad prestable del sistema.
- **La mano visible del Estado.** La intervención discrecional en los mercados, incluyendo racionamiento de importaciones, “acuerdos” de precios y cambios no anticipados en las reglas de juego van a continuar en la medida que el gobierno siga atrapado entre la falta de reservas y la resistencia a devaluar. Los precios relativos y, en consecuencia, las condiciones de demanda que enfrenten los distintos sectores van a seguir distorsionándose.



# 2023: una economía mediocre, inflación elevada y falta de dólares

## Nuestro escenario base

2023 será un año desafiante.

- En el plano internacional: la **recesión en EEUU y Europa es cada vez más probable** y los riesgos geopolíticos en torno a Rusia – Ucrania, EEUU y China oscurecen el horizonte de cara al año próximo.
- En el plano local: se mantendrá esta **estrategia de “administración”** (y no de solución) de los desequilibrios macro y **será más desafiada por los menores márgenes de maniobra y el ciclo político en un año electoral.**
- El gobierno intentará conciliar las demandas de la política con el objetivo de cumplir con las metas del FMI (para evitar una crisis que evapore sus chances electorales), y en ausencia de una estrategia orientada a bajar la inflación, **difícilmente la inflación escape de moverse a una velocidad del 5% mensual.** Incluso no puede descartarse que la nominalidad corra por un andarivel algo más alto, del 6% mensual (100% anualizado).
- La política cambiaria y de “cuidado” de las reservas seguirá ocupando el centro de la escena. **Continuidad de la estrategia de tres ejes** que consiste en: i) **intentar devaluar al ritmo de la inflación,** ii) **mantener tasas reales más altas** alineadas con el objetivo de preservar la demanda de pesos y iii) continuar con una minuciosa política de **administración de las cantidades de dólares** complementada con iniciativas de incentivos a que ingresen más dólares – que podrían resultar menos efectivas si los exportadores anticipan un viraje significativo de rumbo cambiario post elecciones.
- **Con alta inflación, restricciones a la importación y un Gobierno casi sin margen para políticas muy expansivas (no hay espacio para “mega Planes Platita”)** se espera un magro desempeño para la actividad económica y el consumo el año próximo.

	2022	2023
<b>Inflación</b> <i>Dic. Var % i.a.</i>	<b>99,6%</b>	<b>85,5%</b>
<b>TC Mayorista Dic.</b> <i>(Deva % i.a.)</i>	<b>173,3</b> <b>(70,1%)</b>	<b>318,8</b> <b>(84,0%)</b>
<b>Tasa Pol. Monet.</b> <i>Leliq TNA (fin período)</i>	<b>75,0%</b>	<b>70,0%</b>
<b>CCL - Dic. Prom.</b> <i>(Brecha %)</i>	<b>337,9</b> <b>(95,0%)</b>	<b>560,8</b> <b>(75,9%)</b>
<b>PBI - Var % i.a.</b> <i>Q4 vs Q4</i>	<b>5,5%</b> <b>+3,3%</b>	<b>1,0%</b> <b>+1,8%</b>





# ABECEB

hacemos **más real** la economía real

[ejecutivodecuentas@abeceb.com](mailto:ejecutivodecuentas@abeceb.com)

[www.abeceb.com](http://www.abeceb.com)

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

 [abeceb](https://twitter.com/abeceb)