¿HAY ALTERNATIVAS AL "PLAN AGUANTAR"?

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos
- Balance cambiario
- Sector externo
- Anexo estadístico

WWW.CESO.COM.AR
INFOCESO@GMAIL.COM

ceso

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | OCTUBRE 2022

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 9
Precios e Ingresos - Pág. 13
Finanzas Públicas - Pág. 15
Finanzas y Bancos - Pág. 17
Balance Cambiario - Pág. 19
Sector Externo - Pág. 21
Anexo Estadístico - Pág. 22

@cesoargentina

CLAVES DEL INFORME

- **La cuenta de dólares se complica para 2023. Las lluvias llegaron muy tarde en octubre y afectaron la campaña de trigo, reduciendo el saldo exportable en U$S 2.000 millones respecto de la campaña pasada.**
- **El sector externo más atado al escenario geopolítico: financiamiento de Organismos Internacionales (FMI, BID, CAF, etc.) y de Estados Nacionales (China).**
- **El Plan Ahora 30 muestra que se pueden movilizar recursos adicionales, pero mal orientados hacia el consumo de bienes con alto contenido importado y bajo impacto en el empleo. La infraestructura social (de cuidados, de salud y medioambiental) para mejorar el humor social y la calidad de vida es una mejor alternativa para una economía en la que escasean las divisas.**
- **El rollover de la deuda local en pesos presiona la estabilidad macro. Como pasó en junio, el mercado financiero puede ser el punto de partida de una desestabilización cambiaria. En la última corrida, la transmisión de la "macro" a la "micro" fue muy veloz, mostrando reacciones cada vez más inmediatas en las listas de precios finales frente a cambios en el tipo de cambio paralelo.**
- **El Banco Central vuelve a comprar deuda en el mercado secundario por $150.000M para sostener el precio de los bonos y garantizar las emisiones de deuda. Anteriormente, estas intervenciones se canalizaron en LELIQs y mayor brecha cambiaria.**
- **Actividad sigue creciendo a fuerte ritmo hasta Agosto. Esto mantiene la presión sobre las reservas por el nivel de importaciones que implica. El crecimiento puede ser mayor a 4% este año (con menos margen en reservas) o puede darse un freno brusco en la actividad.**

¿Hay alternativas al "Plan Aguantar"?

El gobierno del Frente de Todos parece resignado a un programa económico para ir hacia una derrota ordenada. El viraje hacia una política de ajuste fiscal y monetario para sostener el acuerdo con el FMI, concesiones a sectores exportadores para que liquiden divisas y una política exterior más alineada a los EE.UU. para obtener financiamiento de organismos internacionales tiene escasas chances de sostener la expansión de la economía con una mejora distributiva, que permita sumar apoyos electorales. Los bonos y aperturas de paritarias, si bien mitigan el deterioro distributivo que provoca la aceleración inflacionaria, no son suficientes para revertir la regresiva redistribución del ingreso del último año. El tan anticipado anuncio de un congelamiento masivo de precios de consumo no sólo induce remarcaciones anticipadas sino que está más cerca de un inefectivo precios cuidados ampliado que de un programa de estabilización de precios.

Aún así, el viraje hacia un programa ortodoxo pro-norteamericano, encarnado en la gestión Massa del ministerio de economía parece un mal menor frente al escenario de desestabilización cambiaria de unos meses atrás. Desde la perspectiva de gran parte del oficialismo, aún los sectores identificados con la vicepresidenta, un escenario de desestabilización económica partiendo de los actuales niveles de inflación, no sólo conduciría a una derrota electoral, sino que también generaría un consenso social favorable para un gobierno de extrema derecha liberal tal como el planteado por el ex-presidente Mauricio Macri en su libro "¿Para qué?". No es un riesgo menor por las consecuencias que tendría un programa de liquidación del sector público, desregulación brusca y una mayor transferencia de ingresos a partir de las condiciones actuales. Pero, ¿hay alguna alternativa a los escenarios de desestabilización económica o derrota ordenada?

La política económica suele moverse entre restricciones. El sector externo ha sido la restricción más evidente en la última década y continúa condicionando la expectativa de crecimiento a mediano plazo. El FMI en ciertos aspectos también funciona como un corset en el cual se debe mover la economía. Actualmente, el gobierno también enfrenta una fuerte restricción financiera que acota el margen de maniobra ya que no logra financiar el déficit en el mercado privado de deuda. Factores climáticos pueden profundizar esas restricciones al reducir sensiblemente el saldo exportable de productos primarios como el trigo.

Sin embargo, decisiones políticas pueden ampliar o restringir aún más los márgenes de maniobra. Incluso en el marco del acuerdo con el FMI, consideramos que hay espacio para llevar adelante

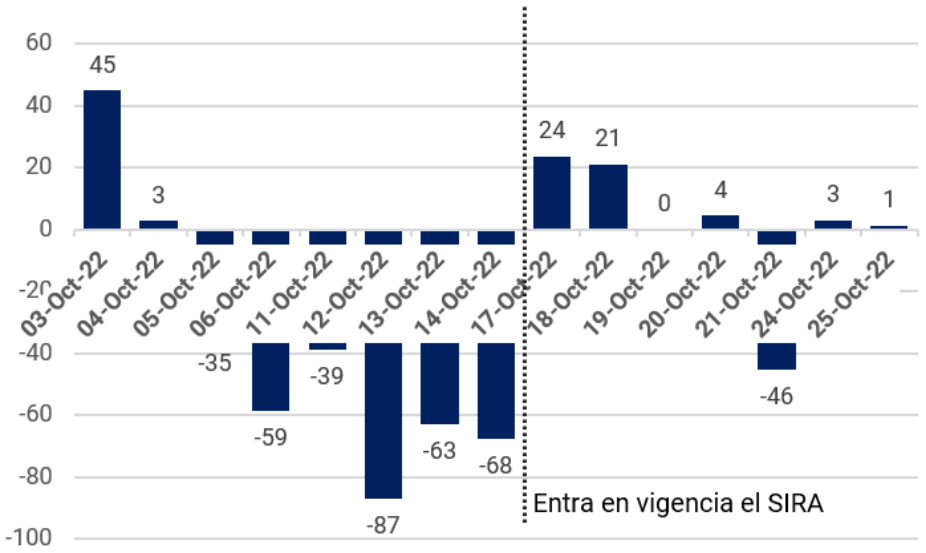
medidas que mejoren la perspectiva macroeconómica hacia adelante. Desde ya que no forman parte del acuerdo. Se trata de utilizar los márgenes, aunque acotados, que deja el propio acuerdo.

Exportaciones primarias: sequía y el día después del "dólar soja"

El último pronóstico de la Bolsa de Comercio de Rosario es muy desalentador para las exportaciones primarias esperadas a fin de este año y principios del año que viene. La cosecha de trigo que está en curso arrojaría un total de 13,7 MTns - pudiendo profundizar la caída a 12,5 MTns en función de las heladas en los últimos días de octubre y primeros de noviembre - en lugar de las 17,7 MTns esperadas a comienzos de la campaña. Esta producción ya era considerablemente menor que las 23 MTns de la campaña anterior. Dado el consumo interno entre las 7 y 8 MTns, el saldo exportable se reduciría considerablemente y estimamos un impacto que puede ascender a los U$S 2.000 M, mayor a los U$S 1.500 M estimado por la BCR que proyecta una menor demanda interna. Actualmente se parte de buenos stocks acumulados que podrían consumirse durante el año que viene para reducir el impacto.

De acuerdo a las intervenciones del BCRA en el mercado de cambios, se observa que las liquidaciones de soja volvieron a comportarse con el ritmo que venían antes del dólar soja. Con esa medida se logró cerrar la brecha que venía teniendo la liquidación y ubicarla en un nivel normal para esa altura del año. Sin embargo, ahora se empieza a generar una nueva demora en las liquidaciones de soja, tal como anticipamos que sucedería en el informe del mes pasado.

Gráfico 1. Resultado del BCRA en el mercado de cambios. En U$S M



Fuente: CESO en base a BCRA

Como se observa en el Gráfico 1, hasta la entrada en vigencia del nuevo sistema de regulación de importaciones (SIRA) el 17 de octubre, el BCRA venía con una posición vendedora de U$S 60 M diarios. Al implementarse el nuevo esquema se frenaron virtualmente los pagos de importaciones pero aún así sólo logró acumular un máximo de U$S 24 M en un día y rápidamente quedó en una posición neutra. Es decir, las liquidaciones de exportaciones están siendo bajas nuevamente si apenas llegan a cubrir las importaciones fuertemente administradas.

Organismos Internacionales y escenario geopolítico

En el mes de octubre, el déficit de reservas lo cubrieron los Organismos Internacionales con el desembolso de U$S 3.854M del FMI y U$S 700 del BID, tal como viene sucediendo desde principio de año. Sin embargo, el saldo neto se redujo a U$S2.428 por los pagos a los mismos organismos.

El nivel actual de reservas netas en torno a los U$S 7.000 está muy cercano a la meta de diciembre establecida con el FMI por lo que, **para cumplir el acuerdo durante este año, alcanzaría con mantenerse en niveles de reservas muy similares a los actuales** o con un incremento marginal. Para lo que no hay espacio, definitivamente, es para volver a un esquema de pérdida diaria por goteo de reservas.

Hoy en día, **todos los huevos están puestos en la canasta de los organismos internacionales que circundan la órbita de Estados Unidos**: FMI, BID, BM. La expectativa es que el FMI podría aportar U$S 1.300 M extra si desembolsa el Fondo de Resiliencia. Por su parte, el BID tiene comprometidos otros U$S 500 M. El acuerdo con el FMI aporta U$S 400M netos en el último trimestre pero a partir del año que viene el balance entre desembolsos y vencimientos empieza a ser negativo.

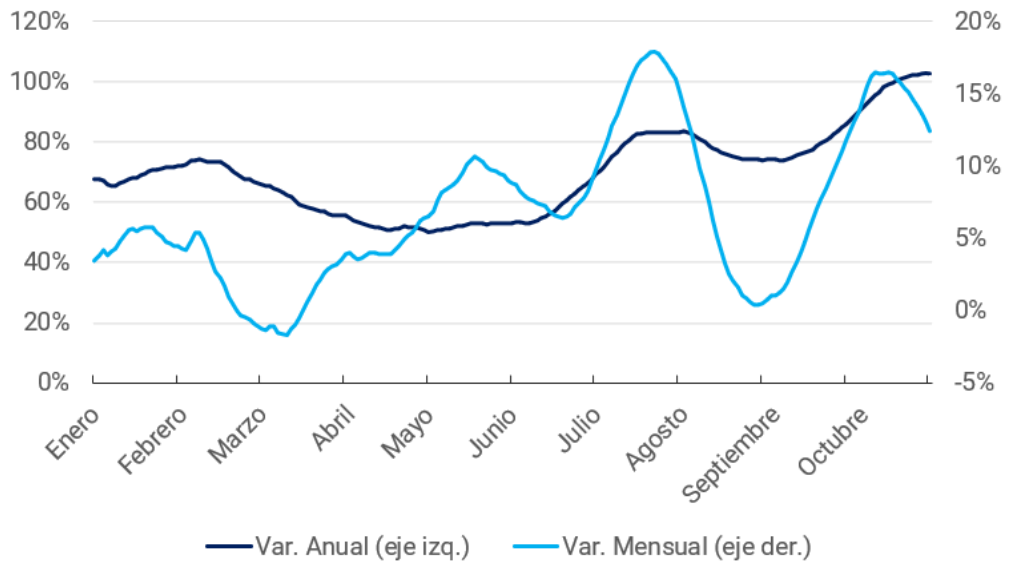
Esta estrategia podría diversificarse si se avanza en la ejecución de proyectos de infraestructura que cuentan con financiamiento por parte de China. Si no se avanza con estos proyectos con financiamiento chino es justamente para contar con el beneplácito de EE.UU. ante los eventuales waivers que vayan surgiendo en la ejecución del acuerdo con el Fondo. Este es el punto en el cual el acuerdo con el FMI se convierte en una limitante de la estabilidad, frenando proyectos que cuentan con financiamiento externo, a cambio de una promesa dudosa de estabilidad macroeconómica. Como tantos otros momentos de la historia argentina, la fragilidad del sector externo está atada principalmente al contexto geopolítico que puede ser el desencadenante de una inestabilidad macroeconómica más aguda aún.

El fantasma del rollover

Desde junio, el BCRA viene inyectando liquidez de forma significativa. Primero, para sostener el precio de los bonos de deuda del tesoro que se empezaron a desplomar en el último tramo de la gestión Guzmán. Utilizó $1.290.000 M (1,6% del PBI) en un plazo de un mes, concentrado en junio y los primeros días de agosto. Luego se sumó en septiembre el dólar soja que significó otros $480.000 M adicionales. Recientemente, durante octubre volvió a comprar títulos en el mercado secundario por $150.000 M.

Esta liquidez en pesos puede convertirse en un factor adicional de presión sobre la brecha cambiaria, como sucedió en junio y julio. Para morigerar ese impacto, el BCRA se ve obligado a absorber la liquidez excedente a través de LELIQs. Estos pasivos remunerados del BCRA tuvieron un fuerte incremento luego de cada una de estas intervenciones, como se observa en el Gráfico 2.

Gráfico 2. Variación del stock de LELIQs



Fuente: CESO en base a BCRA

La particularidad de estas intervenciones - que están en línea con las intervenciones del tipo Quantitative Easing (QE) que realizan los Bancos Centrales en el resto del mundo - es que se hacen prácticamente sin comunicación de los montos. Recientemente, los Bancos Centrales de varios países acompañaron estas medidas cuantitativas con el "*forward guidance*" - mensajes y comunicación explícita respecto de la duración, magnitud y activos involucrados en las intervenciones - para hacer más efectivas las políticas en los precios de los activos. Como en

muchas otras actuaciones del Banco Central, suele ser a través de medios económicos que se conocen estos datos en lugar de su publicación institucional.

Las intervenciones del BCRA son la contracara de la dificultad del Tesoro para conseguir el financiamiento que necesita en el mercado privado. Aún con esta "ayuda" el financiamiento neto (lo que capta en cada emisión por encima de los vencimientos) debería estar en torno al 30/40% y estuvo en torno al 10% en los últimos vencimientos. A medida que se intensifique el escenario electoral, los bancos y los fondos de inversión se vuelcan a activos más seguros como el dólar. Desde fines de septiembre el rendimiento de los bonos que se actualizan por inflación pasaron de rendir a una tasa de 7% al 11.9% en octubre, lo que refleja la caída en el precio de los bonos.

Tabla 1. Rendimiento del bono TX24

Fecha	TIR
23/9	7.1%
30/9	9.0%
06/10	10.6%
14/10	11.7%
21/10	11.9%
28/10	11.8%

Fuente: CESO en base a IAMC

Estrategias para impulsar la actividad

Si bien los márgenes para políticas expansivas son estrechos, la definición también debe tener en cuenta para qué se los utiliza. Un paradigma predominante en la última década consistió en utilizar esos recursos para incentivar el consumo a través del financiamiento en cuotas. El anuncio del Plan Ahora 30 para la adquisición de electrodomésticos se inscribe en esa larga tradición de buscar mejorar el humor social por medio del consumo de bienes durables. Para ello, el BCRA le permite a los bancos descontar los fondos que asignen a este programa de los encajes no remunerados. Los encajes no remunerados son recursos que deben mantener los bancos a 0% de interés por lo que les implica un costo.

Dado que se trata de alternativas, entendemos que esos mismos instrumentos pueden destinarse a financiar la mejora en las condiciones de vida y en el humor social por medio de otros canales que tengan un menor impacto en la demanda de dólares y un mayor impacto en el empleo. En créditos hipotecarios, infraestructura social, de cuidado, de salud y medioambiental, tal como hemos insistido desde el Plan Hornero, su impacto en las condiciones de vida es más duradero y no presiona sobre la restricción de divisas como el consumo de electrónicos muy intensivos en insumos importados. Estas medidas muestran que existe cierta capacidad de movilizar recursos adicionales por lo que amerita una discusión más profunda respecto de su utilización.

En los últimos dos años se destinaron considerables recursos a la integración sociourbana (30% del Aporte de las Grandes Fortunas y 9% del Impuesto PAIS, que se verá incrementado por la inclusión de nuevos productos) por lo que la infraestructura social no es una política ausente. Sin embargo, la organización de estos recursos en torno a fondos específicos o fideicomisos dificulta el monitoreo de su ejecución. En dicho Fondo, que se ha destinado principalmente al programa Mi Pieza, existe una suma de $50.000M pendientes de ejecución. En la discusión del Presupuesto en el Congreso se reforzó este área con $19.700 M y también se incorporaron obras para centros de primera infancia. Es preciso identificar qué sectores se necesita fortalecer para avanzar más expeditivamente en su ejecución, para definir si se debe trabajar más con organizaciones de la sociedad civil para que estén en condiciones de ejecutar dichos proyectos o bien si corresponde una reformulación de la política estatal para mejorar su impacto.

SUSCRIPCIONES

RECIBÍ TODOS NUESTROS INFORMES COMPLETOS

ACTUALIZACIÓN MENSUAL DE LAS PRINCIPALES VARIABLES SOCIOECONÓMICAS - INFORMES ESPECIALES EXCLUSIVOS PARA SUSCRIPTORES Y SUSCRIPTORAS

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

OCTUBRE 2022

ceso

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA
Lorena Putero

DIRECTOR
Andrés Asiain

ECONOMISTA JEFE
Nicolás Pertierra

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME
Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.