

Informe Quincenal de Coyuntura

17 de noviembre de 2021

ABECEB

Pensando el 2022

Cerrar todo o acuerdo con el FMI

Se acabó el tiempo para la procrastinación en la economía

Los resultados de la elección del domingo fueron contundentes, no obstante, permanece intacto el obstáculo más acuciante que enfrenta hoy la economía argentina: **la incertidumbre política**.

En la noche del domingo, el presidente se limitó a anticipar un acuerdo con el FMI y prometer que mandará un programa plurianual al Congreso para ser discutido con la oposición, pero no aclaró si incluirá la condicionalidad exigida por el Fondo. Incluso ha habido señales negativas, como la ampliación del cepo para el MEP, el persistir en devaluar muy lentamente a pesar de perder divisas o que Felletti aparezca hablando de inflación con más protagonismo que Guzmán.

*En este marco de business as usual, la incertidumbre persiste alimentada por los desequilibrios fiscales, monetarios y de precios relativos –que se agravaron con el plan platita– y, las expectativas siguen tan desancladas como antes. **Esto no ayuda a acotar la inflación, la brecha cambiaria, el desorden monetario o reforzar la actividad.***

- *Antes del 14N*, el gobierno se dedicó a procrastinar –aguantar–, recurriendo a una combinación de controles de precios, ajustes del cepo y pérdida de reservas. Las autoridades siguen enredadas en el dilema de si seguir procrastinando o avanzar en la estabilización macroeconómica y el acuerdo con el FMI. Es un falso dilema. Si la elección no fue suficiente para despejar la incertidumbre, sí lo fue para poner en claro **que se acabó el tiempo para la procrastinación en política económica.**

- *Antes del 14N*, las autoridades contaron con la “comprensión” del FMI y el Club de París respecto de que era difícil implementar medidas correctivas en un año electoral. Ahora hay que renegociar los vencimientos de principios de 2022 o condenarse a la autarquía. Pensar en “arrears” (atrasos con el FMI) implica renunciar al crecimiento y la creación de empleos, que son políticamente más necesarios que el agua.

El verdadero dilema no incluye la opción de procrastinar. El verdadero dilema es entre dos caminos que implican cambios significativos:

- **Una opción** es intentar una radicalización de los controles, desde los precios y las tarifas hasta el cepo cambiario, aceptando el riesgo de sufrir una llamarada inflacionaria por la presión de una emisión difícil de controlar por el peso creciente del déficit fiscal, alimentado por los subsidios tarifarios. Es un camino de corta longitud para un gobierno débil.
- **La otra** es acordar con el FMI para recuperar instrumentos de política, ampliar la disponibilidad de recursos financieros y, sobre todo, reducir la incertidumbre, que es el ácido que carcome la estabilidad de las expectativas y frena la recuperación de la actividad.

El verdadero dilema involucra senderos que se bifurcan. Por ello resolver ese dilema para **despejar la incertidumbre es tarea de la política más que de la economía**. Hay dos cuestiones clave. *Primero, ¿cómo se resolverá la tensión dentro del Frente de Todos respecto de avanzar o no con el FMI? Segundo, si se avanza con el acuerdo, ¿el compromiso político del Frente de Todos, tendrá la*

fuerza y persistencia necesarias? El antecedente del Plan Platita juega en contra. Ese plan, empujado por Cristina, tiró por la borda el ajuste fiscal y el mayor orden monetario –ciertamente relativo por la persistencia de la inflación– que había logrado Guzmán en el primer semestre. Asimismo, hay sectores del oficialismo que sugieren que la remontada en Buenos Aires fue el fruto de ese plan, por lo que se lo evalúa positivamente.

Si se firma con el FMI, por lo tanto, **el grado de persistencia que se muestre en la implementación de un programa será, sin dudas, una fuente potencial de incertidumbre que actuará como una espada de Damócles sobre el esfuerzo estabilizador**. El FMI lo sabe y por eso insistió luego de la elección en que debe haber un respaldo político amplio al programa. Tampoco ocultó que el enfoque será ortodoxo: enfatizó que **la inflación** es el enemigo a vencer.

¿Qué va a pedir el FMI?

Quizás el gobierno tenga margen de maniobra para negociar algunas de las reformas estructurales y también quizá habrá algo más de margen para estirar en el tiempo los ajustes. Pero **habrá tres componentes ineludibles**: (1) ajuste fiscal para hacer sustentable la deuda; (2) recomposición de reservas para evitar problemas de liquidez externa –hay que diferenciar liquidez y sustentabilidad de la deuda– y, (3) control sobre la expansión del crédito doméstico para controlar la inflación. No habrá *free lunch*. Los tres puntos implican costos.

1. Ajuste fiscal para hacer sustentable la deuda: No se puede recurrir a la aceleración de la inflación para licuar los salarios, transferencias y pensiones, como hizo Guzmán en el primer semestre. **El paso fundamental es ajustar tarifas.** El Congreso, incluyendo el kirchnerismo, debe empezar por aprobar el presupuesto. No hay que olvidar que si se logra mantener la recuperación, jugará a favor la recaudación tributaria. Asimismo, la sustentabilidad de la deuda se facilita cuando el PBI crece. Y también cuando los intereses a pagar caen. Aquí hay que ver si el FMI acepta una reducción de la tasa.

La Argentina, de cualquier forma, hoy ya tiene superávit comercial y de cuenta corriente. La oferta de dólares que esto genera no se nota porque la incertidumbre alimenta la demanda de dólares insaciablemente.

2. Recomposición de reservas: es uno de los desafíos de corto plazo más difíciles pues implica diseñar un nuevo régimen cambiario al tiempo que se debe corregir la paridad para reducir la brecha. Probablemente el FMI acepte un desdoblamiento cambiario siempre que se ordene el existente. Por ejemplo, apuntando a pasar a un tipo comercial y otro financiero. **Pero el timing va a ser crucial. Una corrección exagerada con un pass-through alto como el nuestro juega en contra de la inflación.** Para suavizar el salto cambiario hay que conseguir reservas por otros medios. El gobierno podría recurrir a incentivos fiscales para adelantar liquidaciones –por ejemplo, reduciendo temporalmente las retenciones a la cosecha fina– pero tiene costo fiscal. Este punto no es independiente de la corrección que se haga del tipo de cambio. Si éste aumenta, el valor de la recaudación por retenciones sube. No hay que descartar apoyos vía prestamos de organismos o de otros gobiernos (¿vía DEG excedentes?).

3. Control sobre la expansión del crédito doméstico: tiene como condición necesaria el control del déficit fiscal. El FMI suele ser estricto en lo que hace a la evolución de los agregados monetarios e, incluso, suele equivocarse por exceso más que por defecto. Quizás se exija que el gobierno utilice más las tasas de interés como forma de favorecer la demanda de activos domésticos; un costo importante es que aumenta el déficit cuasifiscal del BCRA.

Proyecciones 2022 cuestiones críticas a monitorear

La economía seguirá tensionada con niveles de inflación que superarán el piso de 50% anual en 2022, y una actividad con un rebote modesto en torno al 2% anual. Los salarios no recuperarían poder adquisitivo y junto con las correcciones macro que entrarán en escena, será escasa la evolución del consumo.

Lo que Argentina deberá hacer para cumplir con la condicionalidad, lo debería hacer de cualquier forma para evitar una situación de llamarada con recesión que sería políticamente difícil de manejar para un gobierno débil.

El premio mayor por acordar e implementar correctamente un programa para atacar los desequilibrios sería una reducción de la incertidumbre. Ello permitiría volver a contar con instrumentos para anclar las expectativas en un escenario de mayor estabilidad.

Además, el efecto positivo de la reducción de la incertidumbre sobre el lado real de la economía no se debe subestimar. Y si la demanda de riesgo argentino aumenta significativamente, también lo hará la demanda de activos en pesos y el valor de las acciones y bonos, hoy muy castigados.

Los cuatro temas que hoy miran con preocupación las empresas

Acuerdos de precios

Seguirán ocupando un papel preponderante en la estrategia oficial en un contexto de inflación alta y persistente y, más aún con el reacomodamiento de precios relativos que impulsará al gobierno. Probablemente se avance con más profundidad en la micro de más sectores (consumo masivo, línea blanca, construcción, bienes de uso difundido) y más cadenas (autoservicios, mayoristas, puntos en la costa, entre otros).

Restricciones cambiarias

Persisten en un contexto en el que no hay margen para una relajación significativa de los controles en el corto plazo. Es probable que el gobierno se comprometa a una flexibilización progresiva en el marco del acuerdo con el FMI y atado a objetivos de acumulación de reservas. Podría haber una relajación mayor solo si se opta por un sinceramiento cambiario y un desdoblamiento más prolijo.

Tasas de interés

Con tendencia al alza en un contexto de mayor riesgo inflacionario y necesidad de alentar la demanda de pesos y de activos en moneda local. Si bien el BCRA es reacio a utilizar la tasa como instrumento (por su impacto en la actividad y en el déficit cuasi-fiscal) no se descarta que tenga que subirla ante la ausencia de otros instrumentos (aunque sin ubicarla en terreno real positivo). El impacto negativo del costo de financiamiento empresarial en el caso de las Pymes podría buscar compensarse parcialmente con líneas especiales a tasas preferenciales.

Retención de talentos

El problema tenderá a agravarse con el fin de la estrategia oficial de atrasar el tipo de cambio oficial y se acentuará aún en el caso de una devaluación real significativa (= fuerte caída del salario en dólares).



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com