



Informe Quincenal de Coyuntura

12 DE OCTUBRE 2023



Navegando sin brújula entre el fin de ciclo y la dolarización

Acusaciones cruzadas, allanamientos, el blue y la inflación al alza, y las góndolas con pocos productos

Desde que asumió, Massa recorrió un largo camino pero el lugar al que arribó es claramente peor del que partió. En agosto de 2022 la inflación era de 7% y un año más tarde supera el 12%, la brecha ronda el 180% y el riesgo país supera los 2600 puntos básicos.

Como ocurrió en lo que va del año, la política está aportando más a la volatilidad que a la estabilización.

- **El plan platita** les envió a los mercados la inequívoca señal de que las prioridades de agenda las marca la política y no las urgencias de la macroeconomía. El affaire Insaurralde agregó ruido al clima de incertidumbre.
- **Las declaraciones de Milei**, aconsejando no renovar depósitos, no hicieron más que alimentar la inestabilidad.

La explosión de volatilidad y sus causas

Hay tres factores que han tenido un rol clave en llevar a la economía a un umbral de crisis.

- **1- Sequía y procrastinación antes de las PASO.** Ante la severidad de la sequía, lo correcto hubiese sido proteger las reservas. Massa se resistió a corregir el tipo de cambio y las tasas de interés hasta donde pudo, dada la necesidad de hacerse con los desembolsos pendientes del Fondo. **Estos hechos son la raíz de la crisis: el atraso cambiario pulverizó las reservas y la emisión para financiar al fisco, sostener la deuda pública e intervenir en el mercado de cambios. Esto le imprimió una dinámica explosiva a los pasivos del Central que crecen al 160% anual.**
- **2- Devaluación desordenada.** El mal resultado de las PASO, hizo que el ministro-candidato implementara medidas expansivas y electoralistas por más de 2.5 billones de pesos y dejó de lado la meta de déficit primario del FMI. En el plano cambiario se adoptó una política inconsistente y altamente discrecional que combina tipo de cambio fijo con devaluación en cuotas para ciertos sectores exportadores –dólar soja, pymes y Vaca Muerta con liquidación de 25% en el CCL– y una devaluación fiscal para el dólar tarjeta. **Como ocurre con toda devaluación desordenada, las correcciones fueron más efectivas para acelerar la inflación y desanclar expectativas que para corregir el atraso cambiario. La corrección de tasas de interés quedó detrás de la inflación, lo que contribuyó a deprimir la demanda de dinero.**

- **3- Milei y la dolarización.** Por su buena performance en las PASO, Milei y su propuesta de dolarización quedaron en el centro de la escena, pero eso no ayuda a anclar expectativas por tres razones:
 - Como afirmó que una mayor devaluación facilitaba la dolarización, el mercado reaccionó incrementando la demanda de cobertura cambiaria. Y como la estrategia de dolarización sigue en la nebulosa, no reduce la incertidumbre.
 - El ajuste fiscal es una condición *sine-qua-non* de la estabilidad futura, pero LLA votó las reducciones de IVA y ganancias sin exigir una reducción simultánea del gasto.
 - Una reforma laboral se percibe como clave para crecer y crear empleo en el próximo gobierno y los aliados sindicales elegidos por LLA no aportan a la credibilidad en este sentido.

¿Cómo se mueve una economía en el umbral de crisis?

- ***Incremento de la volatilidad.*** Sin plan y sin anclas nominales, las expectativas pasan a formarse en función de variables muy afectadas por la política y por rumores circunstanciales, como el dólar libre. Aumenta el riesgo de que conjeturas de mercado equivocadas lleven a corridas y burbujas.
- ***El horizonte de decisión en los negocios se achica de forma dramática.*** La reacción ante la volatilidad es privilegiar la toma de coberturas respecto de los eventos más riesgosos para el capital de trabajo –e, incluso, el patrimonio neto de las firmas– como una mega devaluación seguida de estallido inflacionario. Como las pérdidas sobre stocks pueden ser muy superiores a las que afectan a los flujos, se toma cobertura aun al costo de perder ventas y rentabilidad durante un período.

De aquí a fin de año: vivir el día a día

La incertidumbre sobre la futura política económica –unida al incremento en la volatilidad y el achicamiento del horizonte– implica que de aquí a fin de año, las decisiones se van a tomar en función del día a día.

¿Cómo va a ser el período de *wait and see* que se avecina?

- **La tasa de inflación se va a mantener elevada y bajo permanente riesgo de acelerarse.** La incertidumbre va a seguir presionando sobre la brecha cambiaria y el *pass-through* demostró ser muy elevado.
- Con mayor impuesto inflacionario y tasas de interés por detrás de la inflación, la demanda de dinero seguirá frágil y con tendencia a caer. **Las condiciones de acceso a la liquidez se van a tensionar. No hay que descartar un mayor goteo de depósitos en dólares.**
- **Los salarios reales y otros ingresos se van a seguir debilitando** a pesar del plan platita. **Esto va a deprimir la demanda de consumo** y, por *el wait and see*, lo mismo ocurrirá con el gasto en bienes durables y de inversión. El EMAE ya registra caídas anualizadas en sus cuatro últimas observaciones. La recesión podría ayudar, limitadamente, a quitar presiones sobre la inflación y el sector externo por menores importaciones.
- **La recesión podría agravarse rápidamente por la caída de las transacciones debidas a la incertidumbre.** Para proteger el valor de los stocks se racionan las entregas o se realizan con precio abierto. Es letal para la actividad, como se observó en otros períodos como el Rodrigazo o la hiperinflación.

El día después del domingo 22

Mientras no se restablezcan las referencias a través de un programa creíble de estabilización, la volatilidad no se va a disipar y, hoy por hoy, la incertidumbre electoral, unida a la falta de precisiones sobre los programas que se podrían implementar en 2024, dificulta las conjeturas.

El gobierno se ha quedado prácticamente sin instrumentos y, por las urgencias electorales, se ha autoimpuesto no utilizar de forma efectiva las dos únicas herramientas que tiene para prevenir corridas: la devaluación y el incremento de las tasas de interés.

- ❖ **Si Massa entra al balotaje difícilmente abandone el esquema actual hasta después de las elecciones finales, pero en el ínterin se verá obligado a ajustar el cepo al máximo y probablemente deba subir tasas para desalentar la dolarización de portafolios.**
- ❖ **Si Massa no entra al balotaje, seguramente su capacidad para manejar la coyuntura se verá muy reducida y se va a complicar la negociación de una transición. La economía del día a día llegaría a su apogeo. No se podría descartar que el mercado forzara un cambio de rumbo vía presión cambiaria.**

- **Si un candidato se impone en primera vuelta, el lunes 23 se abre instantáneamente un proceso de transición.** Para evitar un desborde y empezar a alargar el horizonte de decisiones en los negocios serán fundamentales dos condiciones: (a) un mínimo de acuerdos entre el gobierno entrante y el saliente; (b) que el ganador explicita definitivamente un programa consistente y creíble, incluyendo el rápido inicio de negociaciones con el FMI. En esto JXC ha estado haciendo anticipos algo más consistentes, pero las encuestas sólo colocan a Milei en capacidad de imponerse en primera vuelta.

Más allá de las conjeturas, lo cierto es que, si bien el obstáculo mayor para 2024 está dado por la incertidumbre sobre la estabilización y la política económica, también **hay factores que podrían potenciar positivamente un programa: el FMI anticipa que el país tendrá una serie de años con superávits de cuenta corriente –lo que sería un bálsamo para las reservas– y en un mundo convulsionado, contar con recursos para apuntalar la seguridad alimentaria y energética juega claramente a favor.**



ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

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