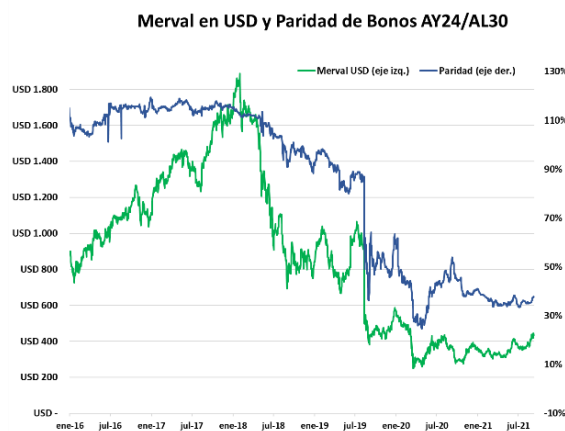


10 de septiembre de 2021

Más allá de las PASO. Pensando el 2022 y 2023.

El mercado se entusiasmó con las encuestas en la previa a las PASO legislativas. Las últimas mediciones, con una dispersión absoluta, mostrarían en promedio un resultado parejo en la Provincia de Buenos Aires entre el Oficialismo y la suma de las dos listas de Cambiemos. Esto, a priori, podría verse como un buen resultado de la oposición desde una perspectiva nacional e incrementa la posibilidad de un eventual cambio de gobierno en 2023.

Como se puede ver en el gráfico a continuación, las acciones (medidas al dólar CCL) y las paridades de los bonos mostraron una interesante suba desde sus mínimos de la mano de las encuestas. Ampliando un poco el foco, la suba parece exigua y tanto las valuaciones de las empresas como la paridad de los bonos continúan en niveles despreciables.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Reuters.

Dejando a un lado el cortoplacismo, vale la pena preguntarse qué esperar para después de las elecciones de medio término. A la hora

de invertir en la Argentina (tomar posicionamiento en acciones o bonos, hacer un edificio, comenzar un emprendimiento, invertir en máquinas nuevas para la pyme, hacer un posgrado en una universidad local, etc.) sería aconsejable ampliar el horizonte. Ahí surge la pregunta ¿Qué se puede esperar para los próximos dos años de gobierno?

¿Tendrá el gobierno una agenda económica más pragmática buscando reducir los desequilibrios y acordar con el FMI? ¿Seguirá por el camino actual acumulando desequilibrios macroeconómicos y barriendo la tierra debajo de la alfombra? ¿Caminará por el filo de la cornisa según se lo permita la coyuntura, principalmente el precio de los granos y los rindes de la cosecha? Difícil saber el rumbo que seguirá el gobierno luego de las elecciones. Sin embargo, sí podemos mencionar algunas restricciones que pondrá la macroeconomía para la segunda mitad del mandato. Breve nota al margen, la industria y construcción vienen recuperando a buen ritmo, pero no corregir los desequilibrios, sólo será el breve rebote que nos tienen acostumbrado los años electorales, básicamente sustentado en el atraso de los precios relativos.

En determinadas condiciones, las economías pueden crecer acumulando desequilibrios (externos y/o fiscales). Sin embargo, alcanzando ciertos umbrales, los países se estancan o llega la crisis. El período 2018-2019, luego de un largo período de estancamiento y acumulación de desequilibrios, nos recordó que la macroeconomía ajusta, por las buenas o por las malas. Luego de esta crisis, Alberto Fernández asumió con un tipo de cambio real alto que había corregido un gran

desequilibrio externo, reservas aceptables en el banco central, una gran licuación que acomodó los pasivos monetarios, tarifas bastante actualizadas y un balance fiscal balanceado luego de casi dos años de ajuste. Todo esto con un alto costo económico y social. Quizás el máximo desafío de corto plazo del gobierno era despejar los vencimientos de deuda. El gobierno tenía la oportunidad de construir en una economía llena de cuentas pendientes, pero no tan desbalanceada.

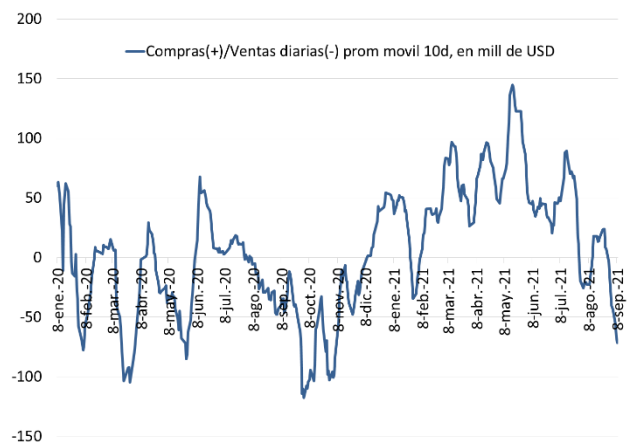
Sin embargo, la coyuntura luego de las elecciones legislativas será muy distinta a las vigentes al inicio del mandato. En sólo dos años la economía retornó a un estado muy endeble. El golpe de la pandemia hizo lo suyo y los errores en la política económica y la eterna cuarentena hicieron el resto. Es verdaderamente sorprendente ver al gobierno cometer exactamente los mismos errores de su anterior gestión, que terminaron en un fuerte estancamiento y en una derrota electoral en 2015.

El gobierno arranca esta segunda parte con reservas netas por USD 10.800 millones, de las cuales antes de fin de año se usarán más de USD 5.000 millones para pagar deuda, principalmente al FMI. A esto hay que agregarle que finalizó la etapa estacionalmente holgada de divisas. A pesar del brutal cepo al dólar, con importaciones pisadas y sin pagos de deuda en dólares (postergación de vencimientos por canje de deuda y Club de Paris), el BCRA apenas pudo recuperar reservas como para “tirar” unos meses.

millones de USD	ago-19	sep-20	ene-21	sep-21
Reservas Brutas	66.300	42.500	38.770	45.700
Encajes	15.950	12.000	11.075	11.550
Swap China	18.200	19.000	19.908	20.150
BIS	2.670	3.162	3.160	3.157
Reservas Netas	29.480	8.338	4.627	10.843
DEG	2.770	2.860	1.300	4.715
Oro	2.980	3.900	3.650	3.620
Resto	23.730	1.578	323	2.508
millones de pesos	ago-19	sep-20	ene-21	sep-21
Base Monetaria	1.350.000	2.287.000	2.357.285	2.920.000
Leliq+Lebacs+Pases	1.270.000	2.560.000	2.770.000	4.110.000
Pasivos	2.620.000	4.847.000	5.127.285	7.030.000

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Las reservas compradas se agotan rápido. Como se puede ver en el gráfico a continuación, la estacionalidad de la cosecha de a poco comienza a jugar en contra. Desde el 26 de agosto a la fecha el BCRA vendió en el MULC cerca de USD 800 millones. Las expectativas para la cosecha de trigo lucen auspiciosas, tanto en precio como en rindes, algún alivio en el margen traerán. Sin sobresaltos mediante, es probable que, gracias a la excelente cosecha del 2021, el inmenso cepo, los DEG recibidos del FMI y la postergación al Club de Paris, el gobierno pueda llegar al primer trimestre del año entrante sin un salto cambiario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Por un momento cambiemos el foco. Tuvimos una excelente cosecha con extraordinarios precios, el FMI nos regaló

USD 4.350 millones, el Club de Paris nos dio casi un año de gracia y todo esto en un esquema de grotesco cepo financiero y cambiario que destruye la inversión, sólo para lograr estirar las correcciones dos trimestres. La “restricción externa” ya opera hasta con precios de commodities por las nubes. Por último, otro punto en contra al iniciar la segunda parte del mandato es la brecha cambiaria, más que duplica a la vigente al momento de asumir Fernández. El nivel de la brecha perjudica principalmente el equilibrio externo, otro punto en contra para la nueva etapa.

El frente fiscal y monetario también luce muy desafiante para el segundo periodo. Al momento de asumir Fernández contaba con algunos grados de libertad en este frente, a pesar de un mercado de pesos dañado por el torpe reperfilamiento del gobierno anterior. Un balance fiscal primario cercano al equilibrio en 2019, tarifas con poco atraso y una economía con bajísimos niveles de monetización debido al duro plan monetario del FMI, eran buenos puntos de partida para encarar un programa de estabilización. Los agregados monetarios amplios (M3) se ubicaban cerca del 14% del producto en agosto de 2019. La situación actual es completamente diferente.

Los pasivos remunerados prácticamente se duplicaron en el último año, como consecuencia de haber monetizado el déficit fiscal por 7.5% del PBI. Los agregados monetarios amplios en relación al PBI ya superan el promedio de la última década, no existe colchón monetario para la segunda parte etapa de Gobierno. El balance fiscal primario también se esfumó. Para este año

se espera un déficit primario en torno al 3.5% de PBI y prácticamente el mismo nivel de financiamiento monetario. Parte del déficit se explica por el nuevo congelamiento tarifario. Los subsidios económicos representaban 1.5 puntos del producto en 2019, al cierre de este año posiblemente superen los 3 puntos del PBI. Otra vez el kirchnerismo aplicando la misma política tarifaria, cultivando el desequilibrio doméstico y externo. Sin embargo, en esta oportunidad, la pesada herencia se la se deja a sí mismo.

En los próximos dos años, el cepo cambiario y la presión financiera podrían beneficiar el roleo de los vencimientos de pesos del Tesoro. Pero aun siendo optimista, difícilmente el Tesoro obtenga un financiamiento neto positivo en pesos en los dos próximos años. El perfil de vencimientos es de muy corto plazo y una gran parte está atado a la inflación (CER) o al tipo de cambio oficial, con lo cual, las usuales licuaciones a las que estamos acostumbrados sólo tendrían efecto en los pasivos del BCRA, pero su efecto sería muy limitado en la deuda del Tesoro.

Los vencimientos en moneda extranjera podría ser el único punto donde el gobierno tendría mayor tranquilidad que al momento de asumir, si es que decide acordar con el FMI. La restructuración de la deuda, a costa de un inmenso costo reputacional, despejo los vencimientos básicamente hasta el 2024. Los emisores privados y las provincias rolearon y reestructuraron, respectivamente, sus vencimientos en el corto plazo. Los intereses en dólares contra el sector privado (bonos del Tesoro y Organismos

Internacionales) rondan los USD 4.000 millones anuales en 2022 y 2023, algo así como el 1% del producto.

¿Cuánto tiempo puede extenderse el escenario actual de acumulación de desequilibrios? En circunstancias normales, básicamente hasta que los términos de intercambio y los rindes lo permitan. Yendo a los extremos, una cosecha (precio por cantidad) como la pasada posiblemente permita extender el esquema actual. Una cosecha similar a la campaña 2017/2018 en la actual coyuntura sería terminal. Sin embargo, los desembolsos con el FMI cambian completamente la perspectiva.

Durante el primer trimestre de 2022 el gobierno debe negociar un acuerdo con el FMI y Club de Paris, la probabilidad de desembolsar más de USD 4.000 millones con reservas es muy baja. Recién entonces tendremos algún indicio del camino elegido en materia de política económica.

El primer camino sería un acuerdo con el Fondo. Cualquiera sea, un acuerdo conllevará una agenda más pragmática en materia económica con la intención de reducir los desequilibrios, tanto internos como externos. Esto no será gratis, encarar un programa de estabilización lo más probable es que sea recesivo e inflacionario de corto plazo, más aun para un gobierno con muy baja credibilidad. ¿Qué alternativa tiene el oficialismo? Básicamente patear el tablero. Defaultearle al FMI. Este potencial camino en un contexto de bajísimos grados de libertad (sin reservas y con fuerte inercia inflacionaria) seguramente sea mucho más recesivos e inflacionarios que el primero.

¿Y qué pasará con el precio de los activos? El primer camino seguramente traiga una bocanada de aire fresco. Para el inversor internacional, el que al final del día tiene mayor peso, un acuerdo con el FMI sería un paso importante y muy ponderado. Sin embargo, esto sería sólo el primer paso para intentar estabilizar la macroeconomía, con lo cual los precios estarán muy lejos de los niveles previos a las PASO 2019. Si el Gobierno elige patear el tablero, el escenario más probable es ver los precios en dólares de la renta variable y las paridades de los bonos yendo a buscar los mínimos.

Para el 2022 falta todavía una eternidad en tiempos argentinos y la atención, por ahora, esta puesta en los resultados de este domingo.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.com.ar

ian@cucchiara.com.ar

manuel@cucchiara.com.ar