

30 de diciembre de 2022

La Macroeconomía Argentina para 2023

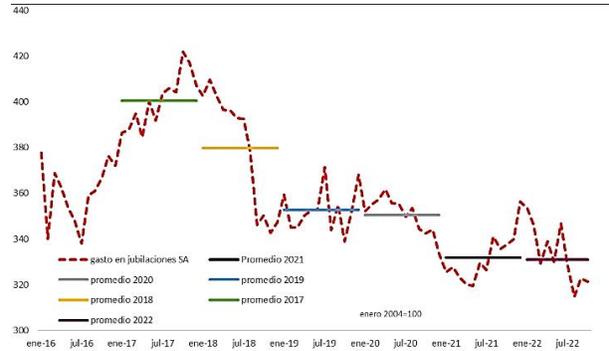
El 2023 será un año complejo y desafiante para la economía argentina. La política le demandará a la economía un impulso que difícilmente esta pueda proveer. Las propias demandas electorales dentro del espacio oficialista tendrán un fuerte limitante en la restricción presupuestaria y de divisas. Históricamente, la política electoral tiene dos componentes. El primero es el fiscal, donde sobresale el atraso tarifario como la herramienta más poderosa desde lo electoral y la más costosa desde lo fiscal. El segundo es el componente cambiario, atrasar el tipo de cambio oficial es un elemento clave en el combo electoral de cualquier oficialismo antes de una elección presidencial. Creemos que el Gobierno no tendrá mucho margen para utilizar estas herramientas en 2023. Mayor sea el uso del atraso tarifario y cambiario como instrumento electoral, mayor es la probabilidad que los desequilibrios le exploten en la mano. En el *Resumen* de esta semana repasaremos los principales desafíos económicos que enfrentará el país en el año electoral.

El Margen Fiscal

Luego del inmenso agujero fiscal que dejó la pandemia y la cuarenta eterna, durante los últimos meses del 2020 y los primeros del 2021 vemos cierta moderación fiscal por parte del Gobierno como se observa en el gráfico a continuación (autoría de la consultora FyMA). Esa moderación pareció estar influenciada por el efecto susto, los dólares libres en octubre de 2020 tocaron los máximos registros en términos reales de la gestión actual, cerca de 600 pesos al tipo de cambio de hoy. A mediados del 2021 el gasto real comenzó subir grotescamente, más del 14% en términos reales para prender la maquinaria electoral. El problema continuó agravándose tras perder las elecciones, durante el primer semestre del 2022 el gasto real siguió creciendo muy fuerte y con la economía creciendo a buen ritmo. Si algo caracterizó la política económica de Guzmán fue la imprudencia fiscal, el atraso cambiario y el haber rifado la poca reputación que nos quedaba frente al mercado internacional vía un muy mal canje de deuda. El factor susto llegó nuevamente en julio con la disparada de los dólares libres (cerca de 450 pesos a precios de hoy). Ahí la regulación del gasto real vino con cambio de Ministro.

Durante el primer semestre del año los ingresos crecieron en línea con la inflación, pero muy por debajo de los gastos. En cambio, desde julio, los ingresos crecen por encima de la inflación (dólar soja) y ambos bien por encima de los gastos. La caída real en el gasto tiene dos componentes, el primero es el previsional como se observa en el segundo gráfico (autoría de la consultora Econviews). En un contexto de inflación creciente el gasto previsional se licua dado que la fórmula de indexación corre por detrás. El segundo componente es algo de prudencia fiscal. Los subsidios económicos caen en términos reales dado que comienzan a correr algunos incrementos de tarifas (los atrasos de pagos también hacen los suyos), los gastos en el funcionamiento del Estado y las transferencias a provincias también crecen muy por debajo de la inflación. Bienvenida la prudencia.

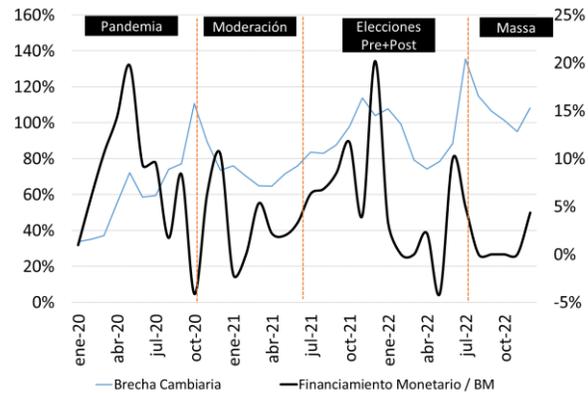
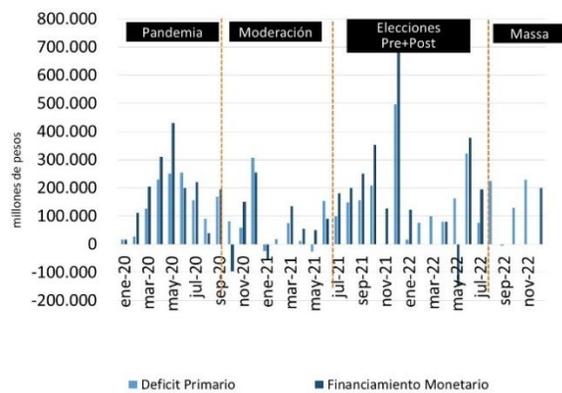
En términos de ingresos, el dólar soja en sus dos versiones fue clave al apuntalar las retenciones. Las retenciones se beneficiaron por dos vías, ya que las toneladas liquidadas se dispararon y los precios en pesos saltaron gracias al tipo de cambio diferencial, un contrapeso a la pérdida cuasifiscal del BCRA, como veremos más adelante. Con todas estas medidas, el nuevo equipo económico seguramente podrá cumplir la meta del acuerdo con el FMI del 2.5% de déficit primario, para sorpresa de muchos mirando la dinámica fiscal del primer semestre.



Fuente: @FernandoMarull y @Coloboren.

¿Por qué tanto hincapié en el déficit de caja como ingrediente clave del comportamiento de la brecha cambiaria? Porque al tener cerrado el acceso al crédito, el déficit de caja se cubre con el Banco Central. En los siguientes gráficos se remarcan dos cuestiones. En primer lugar, la estrecha relación entre el déficit de caja y la monetización del BCRA al Tesoro mes a mes. El crédito externo está cerrado y el mercado interno sólo alcanza para rolear los vencimientos de la deuda en pesos, como veremos, en el mejor de los casos. Con lo cual, el mayor déficit termina presionando en la brecha cambiaria como se observa en el gráfico de la derecha. Diciembre es un mes estacionalmente deficitario para el Tesoro, con lo cual suele ser un mes exigente en términos de emisión para cerrar el faltante de pesos. En sentido contrario, es un mes donde el sector privado incrementa la demanda de pesos, lo que juega a favor de contener la brecha. Este diciembre la brecha tardó en reaccionar, pero finalmente se despertó.

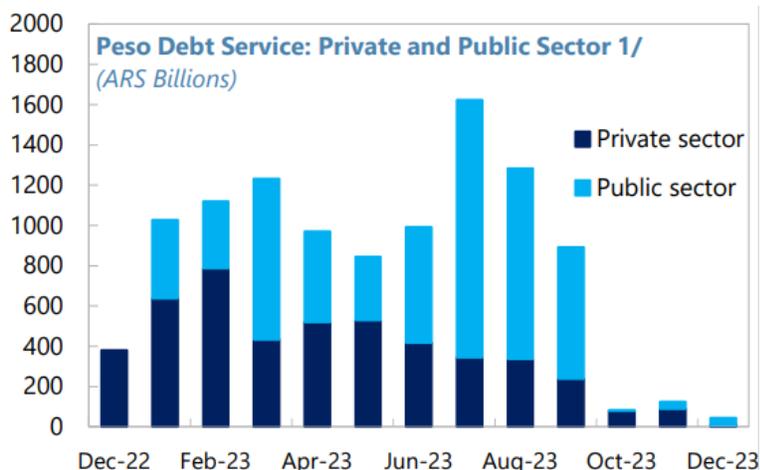
Para el 2023, la meta con el FMI plantea una reducción del déficit al 1.9% del producto, pero considerando que no podrá contemplar parte de las rentas a la propiedad como ingresos corrientes (re apertura de licitaciones de bonos ajustados por CER), el esfuerzo fiscal real es casi de un punto del producto. Para lograrlo, deberíamos ver un esfuerzo en todas las líneas de gasto básicamente y, además, que la inflación no baje en relación al 2022. Si el equipo de Massa tiene éxito en bajar la inflación, deberá cambiar la formula de ajuste previsional o recortar fuerte otros gastos para cumplir con la meta del FMI.



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA y Mecon.

Vayamos al mercado de deuda en pesos. Desde la crisis que sufrió el mercado a mediados de año, los tenedores de la deuda en pesos fueron mutando. El Banco Central dio salida a muchos tenedores privados en junio/julio y, a un ritmo menor, continúa comprando bonos en el mercado secundario hasta el día de hoy. Esto implicó que mucha deuda del Tesoro de corto plazo e indexada pase a manos del Central, lo que facilita el roleo futuro. A contraposición, el BCRA emite pasivos remunerados (letras y pases) para absorber dicha emisión. Como se observa en el último reporte del FMI, cerca del 60% de la deuda en pesos está en manos públicas. Del restante 40%, estimamos que más de la mitad esta en inversores institucionales (bancos y compañías de seguro), prácticamente obligados a renovar esa deuda producto de las restricciones. Con lo cual, si bien es probable ver otro escenario de estrés en la deuda en pesos en los próximos meses, consideramos que este potencial cimbronazo será menor al experimentado a mediados de este año, básicamente porque el BCRA compró muchos bonos y dejó en claro que saldrá a sostener el mercado de pesos. La ultima licitación fue muy buena y se explica en gran parte por este cambio de manos.

¿Qué actitud tomará la oposición frente a la deuda en pesos? Acá hay muchos rumores y ruido de todo tipo. Nosotros creemos que un reperfilamiento de deuda en moneda local conlleva muchos más prejuicios que beneficios como la experiencia reciente nos demostró, el remedio es peor que la enfermedad. El stock en manos privadas hace que no tenga sentido un reperfilamiento forzoso. Por el momento, los candidatos de la oposición no han expresado públicamente cual sería el eventual tratamiento de la deuda doméstica. Nuestra opinión es que la dinámica actual, ventas continuas del sector privado al BCRA pero sin implosión del mercado, beneficia a la oposición. El sector público consolidado cambia activos indexados por pasivos no indexados, recompra a tasa alta (compra títulos bajo la par) y coloca a menor tasa. Es un equilibrio fino, sell-off suave ayuda, pero la oposición en nuestra visión necesita que mercado de pesos no se rompa antes de asumir, dado que es vital para el normal funcionamiento del Tesoro.



Source: MECON and Fund staff calculations and projections.

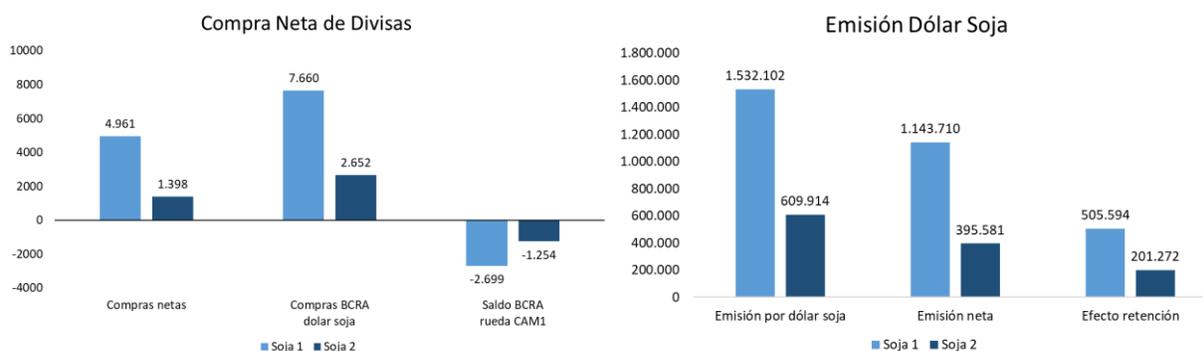
1/ Based on the authorities' definition of public-private debt, with Banco Nacion and other public sector entities classified as public debt.

Fuente: IMF Country Report No. 22/388.

El Dólar Soja y las Metas del FMI

El dólar soja permitió cumplir con las metas del FMI. La meta de déficit fiscal primario del 2.5% en 2022 será alcanzada gracias al impulso que brindaron las retenciones por el dólar soja. La meta de reservas de USD 5.000 millones también será cumplida por la excelente liquidación del dólar soja. Para la métrica de financiamiento monetario hizo falta algo de contabilidad creativa (ventas de DEG del Tesoro al BCRA para luego cancelar adelantos transitorios) y bastante intervención del BCRA en el mercado secundario de deuda en pesos. Poniendo el dólar soja I y II en números, en el agregado el Central pudo comprarle al sector más de USD 10.000 millones, que neto de ventas resultó en una acumulación de reservas de USD 6.400 millones. En materia de emisión hay que contemplar las retenciones. Cuando el BCRA compra por dólar soja emite pesos (compra a tipo de cambio más alto) que luego sólo una parte esteriliza vía ventas de divisas (tipo de cambio más bajo). Las retenciones se aplican sobre las compras, con lo cual ayudan en la práctica a emitir algo menos frente al sector privado. Contemplando estos factores, la emisión neta por total superó nada menos que los \$ 840.000 millones.

Sin embargo, el dólar soja genera un incentivo no deseado al sector exportador. Mientras persista este atraso cambiario, el sector especulará con un próximo dólar soja para liquidar. Hasta que entre la cosecha gruesa faltan casi 5 meses y no hay stock de porotos para un tercer dólar soja. Dólar trigo no habrá porque la cosecha actual dejará un saldo exportable muy bajo. En el caso que se agoten las reservas, el único puente que podría implementar el gobierno para pasar estos meses de verano sería un dólar maíz.



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA y Mecon.

La Disponibilidad de Dólares y el BCRA

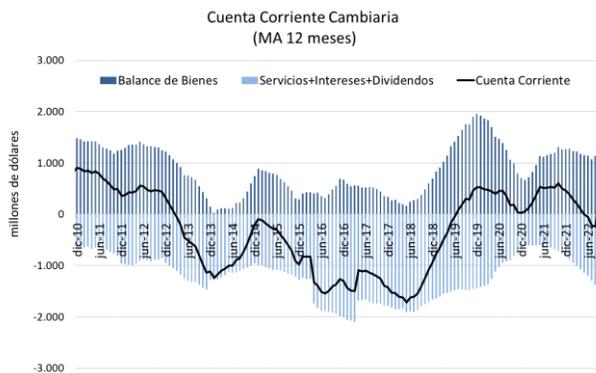
A pesar de las compras mencionadas por el dólar soja, el BCRA se encuentra en una posición muy endeble. Las reservas netas según la metodología del FMI rondan los USD 5.000 millones, según nuestro cálculo usual el poder de fuego es aún menor. Como mencionamos, dólar soja no hay más hasta la próxima cosecha. Con lo cual, durante el verano veremos muchas trabas a las importaciones. Ya se ajustó el dólar turista y el ahorro, sólo quedan restricciones a las importaciones, salto cambiario o algún dólar sectorial. Creemos que el dólar maíz es una alternativa posible que el gobierno podría utilizar si las reservas comienzan a escasear. El dólar maíz tiene algún costo mayor en términos de inflación, dado que no consumimos domésticamente soja, pero sí maíz.

El BCRA buscará evitar el salto del tipo de cambio oficial como hasta ahora. Seguramente el crawling peg seguirá en línea con la inflación. No vemos mucho espacio para que el Gobierno atrase el tipo de cambio real. Los gráficos a continuación muestran una cuenta corriente ya agotada por un mercado atraso cambiario. Las reservas escasean, con lo cual no hay mucho margen para usar el dólar como ancla inflacionaria con fines electorales. Tampoco vemos disponible financiamiento externo fresco que sirva para atrasar el tipo de cambio. La buena noticia vendrá por los menores pagos de energía dada la caída en los precios del gas y sus derivados. La cosecha es la mala noticia. Tomando las últimas estimaciones de cosecha de la Bolsa de Comercio de Rosario, el saldo exportable neto a precios de hoy rondaría los USD 30.000 millones, algo así como USD 10.000 millones menos en relación a la espectacular cosecha del 2022.

Este año la demanda de dólares para turismo, pago de deuda de empresas, atesoramiento y exportaciones de servicios (este último compensa algo) generará una demanda neta algo mayor a los USD 13.000 millones. Difícilmente el Gobierno pueda bajar esta demanda en 2023 sin desdoblarse de facto. En el mismo sentido, la factura de importaciones impagas a proveedores de afuera alcanza los USD 10.000 millones, no parece haber mucho margen para seguir aumentando este stock de deuda. Desde el lado positivo, las importaciones de energía insumieron más de USD 12.000 millones, seguramente esta factura será bastante menor en 2023. Pero como se puede observar, la baja proyectada en las

exportaciones agropecuarias de USD 10.000 millones será difícil de contrarrestar. Necesitaremos más controles de importaciones o un mayor tipo de cambio real, ambas medidas dolorosas.

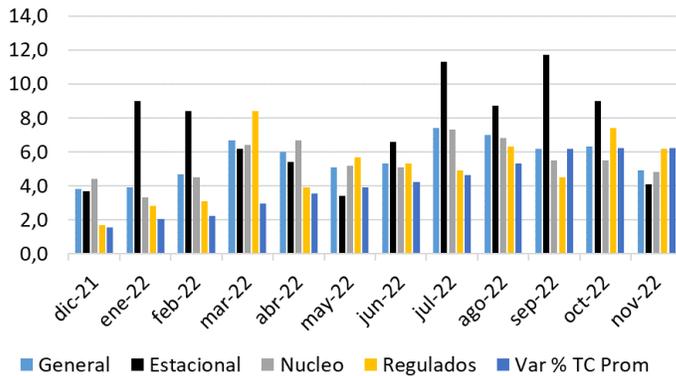
Creemos que la principal amenaza para tener una transición ordenada es la sequía. El riesgo de una menor oferta de dólares producto de rindes de cosecha menores a los estimados es el principal riesgo del 2023. El mercado pone mucho énfasis en la deuda en pesos. Si bien este es un punto a monitorear que seguramente traerá sobresaltos, la falta de lluvias nos parece un riesgo mucho mayor. Una devaluación forzada en este contexto por falta de divisas en el BCRA sería el peor escenario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA y Mecon.

Por último, unas breves líneas sobre la inflación y la actividad para el 2023. Los últimos datos parecen indicar que la inflación dejaría de correr arriba del 6% mensual para ir a niveles alrededor del 5%. Esto nos parece un escenario bastante probable, dado que el 6.7% promedio entre julio y octubre acarrea el salto cambiario de los dólares libres. Recordar que luego de la renuncia de Guzmán durante varias semanas tuvimos la economía prácticamente parada dado que muchos bienes no se vendían ante la incertidumbre sobre el costo de reposición. Ahora bien, Massa ha expresado públicamente su objetivo de que la inflación de abril comience con 3. Vemos muy improbable alcanzar dicho objetivo dado que las herramientas (atraso cambiario y tarifario) no parecen disponibles en el menú de la política económica para el año entrante. Por el lado de la actividad tuvimos una grata sorpresa. La economía cerrará el año con un crecimiento mucho mayor al esperado, arriba del 5%. El cepo hizo lo suyo empujando el consumo de bienes durables y la construcción. El atraso cambiario de la primera parte del año seguramente aportó sus puntos de crecimiento. Para 2023 las proyecciones dicen otra cosa (REM estima estancamiento) y los indicadores de alta frecuencia (índice líder) anticipan que el crecimiento ya es prácticamente nulo en la última parte del 2022.

Inflación



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA e INDEC.

En Resumen

Para cerrar, no vemos mucho margen para hacer política económica electoralista en 2023. No hay espacio fiscal ni cambiario. El Gobierno puede intentarlo, pero mayor sea el uso del atraso cambiario y tarifario, mayor será la probabilidad que los desequilibrios le exploten en la mano. Por otro lado, vemos la sequía cómo el mayor riesgo de la transición, por encima del desafío de los vencimientos de la deuda en pesos. Con respecto al precio de los activos, consideramos que las elecciones tendrán mayor importancia que la macro. Las propias noticias que surjan sobre la potencial agenda de los candidatos tendrán también fuerte impacto. El mercado demanda no sólo cambio de nombres, sino cambios profundos en la agenda económica. De darse estos cambios, muy probablemente veamos los precios de los activos subir con una macro compleja dado el gran desafío que implican las correcciones.

Juan José Battaglia
juan@sekoia.com.uy

Ian Weber
ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino
tomasmingino@sekoia.com.uy