

ARGENTINA

CONTENIDO

Resumen

Los logros políticos y económicos del gobierno

Las expectativas del gobierno para el segundo semestre

La opinión del staff del FMI

Los riesgos de la continuidad que promete el equipo económico

¿Qué puede hacer el gobierno para aventar este riesgo?

Apéndice. Gráficos y Cuadros que normalmente acompañan a estos informes

Se demora el pase de la estabilidad macro a la apertura comercial y financiera

Resumen

El equipo económico no muestra apuro por remover las restricciones cambiarias tanto al comercio como al movimiento de capitales porque teme que de hacerlo podría producirse un salto cambiario capaz de desestabilizar nuevamente la macroeconomía.

El staff del FMI, la mayoría de los economistas profesionales ortodoxos y los inversores en bonos y acciones argentinos, aun cuando valoran y ponderan el ajuste fiscal que generó fuertes superávits en el primer semestre, no parecen compartir esta estrategia del gobierno y esperan cambios importantes en las políticas cambiaria y monetaria.

Los logros políticos y económicos del gobierno

El 13 de junio, la aprobación en el Senado de las dos leyes que el poder ejecutivo venía demandando desde el inicio de la gestión del presidente Milei disiparon los signos de una incipiente inestabilidad cambiaria desde mediados de mayo que habían llevado el riesgo país a casi 1600 puntos.

Fue un proceso lento y tortuoso, que debió superar una última etapa en la cámara de Diputados debido a las modificaciones a la versión que había salido de la cámara iniciadora. Pero aun así, el pronunciamiento favorable de los senadores, donde el gobierno cuenta sólo con 7 miembros sobre 72 y con 33 kirchneristas que venían haciendo una oposición muy cerrada, removió la sensación de ingobernabilidad que había desatado el clima de inestabilidad en mayo.

A pesar del discurso muy confrontativo del presidente, el ministro del Interior, Guillermo Francos, recientemente ascendido a jefe de Gabinete, trabajó y sigue trabajando pacientemente en lograr los apoyos de los diputados y senadores no kirchneristas para la definitiva sanción de estas leyes, así como en un entendimiento más amplio con los gobernadores. La combinación de dureza del presidente con habilidad negociadora del ministro jefe de Gabinete parece estar dando resultado.

También ayudaron a disipar la sensación de inestabilidad tres anuncios que se sucedieron ese mismo jueves 13 de junio: la prórroga por dos años del swap con China por 500 millones de dólares, la aprobación por el board del FMI del desembolso de 800 millones de dólares y la publicación por el INDEC de la tasa de inflación de mayo con un descenso a 4,2% desde el 8,8% de abril.

La opinión pública valora la fuerte reducción de la inflación lograda por el tándem Luis Caputo y Santiago Bausili (ministro de Economía y presidente del Banco Central respectivamente) y las claras evidencias de mayor eficacia en materia de seguridad que muestran las fuerzas federales conducidas por la ministra Patricia Bullrich. Los logros en estos dos frentes son vistos por el electorado como demostración de que el presidente Milei está cumpliendo con sus compromisos de campaña. Según las encuestas, el presidente mantiene el mismo apoyo que logró en la votación que lo llevó al poder, a pesar de la dureza de la situación económica y social.

Las expectativas del gobierno para el segundo semestre

El gobierno espera que en el segundo semestre continúe el proceso de desinflación convergiendo hacia fin de año al 2% mensual. Con ese objetivo se mantendría el crawling peg activo al 2% mensual y se tratará de mantener congelada la base

monetaria ampliada (base monetaria convencional más pasivos remunerados).

La tasa de interés regulada por el Banco Central, que se mantuvo negativa en términos reales hasta el mes de mayo para licuar y reducir los pasivos remunerados, se anuncia que a partir de junio será positiva, es decir, levemente superior a la tasa de inflación.

Para la reducción hasta su desaparición de los pasivos remunerados, además de terminar de transformarlos en deuda del Tesoro sin puts, se confía en que la disminución de la tasa de inflación aumentará la demanda de base monetaria y le permitirá al Banco Central satisfacerla a través de la liquidación de los pasivos.

El gobierno también espera que en el segundo semestre se generalicen los brotes verdes que ya visualiza en varios sectores de la actividad económica real.

Para alentar el proceso de crecimiento económico por el lado de la oferta, tiene el propósito de avanzar hacia la liberalización de los mercados y la eliminación de las distorsiones provocadas por las malas regulaciones y la improductividad de las empresas del Estado. Para implementar y vigilar ese proceso se planea designar ministro encargado de la reforma económica a Federico Sturzenegger, autor intelectual de las modificaciones legislativas necesarias para alcanzar este objetivo.

El equipo económico no muestra apuro por remover las restricciones cambiarias tanto al comercio de bienes como al de servicios y el movimiento de capitales porque teme que de hacerlo podría producirse un salto cambiario capaz de desestabilizar nuevamente la macroeconomía.

Por consiguiente, la idea de avanzar hacia un nuevo sistema monetario con competencia entre el peso y el dólar que reiterativamente anuncia el presidente Milei se postergaría, al

menos hasta el año 2025, para completar la transformación de los pasivos remunerados del Banco Central en deuda del Tesoro.

La opinión del staff del FMI

El staff del FMI y la mayoría de los economistas profesionales ortodoxos, aun cuando valoran y ponderan el ajuste fiscal que generó fuertes superávits en el primer semestre, no parecen compartir esta proyección optimista del gobierno y esperan cambios importantes en las políticas cambiaria y monetaria.

La principal objeción a la simple continuidad de estas políticas radica en la escasa compra neta de reservas por parte del Banco Central que se espera a partir del mes de junio debido a la derivación del 20% de los ingresos de exportación al mercado CCL.

El cambio más simple que se sugiere de la lectura del informe del staff del FMI consiste en eliminar la derivación hacia el mercado CCL de ese 20% y compensar su efecto sobre el tipo de cambio efectivo de exportación, por un ajuste del tipo de cambio oficial de alrededor del 10%. Significaría ubicarlo cercano a 1000 pesos por dólar. Si, al mismo tiempo se redujera el impuesto país del 17,5 al 7,5 se podría evitar el impacto inflacionario del aumento del costo de las importaciones. Se trataría de una devaluación perfectamente compensada que permitiría al Banco Central comprar las reservas que hasta este cambio se derivaban al mercado CCL.

La herramienta para evitar un aumento de la brecha entre el tipo de cambio CCL y el nuevo tipo de cambio oficial sería la tasa de interés de los depósitos bancarios y bonos del Tesoro en pesos que, como ya se ha anunciado, dejaría de ser negativa en términos reales.

Los riesgos de la continuidad que promete el equipo económico

El mayor riesgo de la continuidad de la política cambiaria y de la postergación de la liberalización del segmento financiero del mercado cambiario radica en la pérdida de reservas. Esto puede ocurrir por tres razones principales:

- 1) No pudiendo contar ya con una menor demanda de divisas para pagar importaciones por escalonamiento de los pagos, la derivación del 20% de las divisas de exportación al mercado CCL significará, como ya ha ocurrido en el mes de junio, que el Banco Central no consiga ingresos netos al mercado oficial. Es muy difícil que el saldo positivo de la balanza comercial sea significativamente mayor al 20% de las exportaciones. De hecho, con un nivel de importaciones fuertemente reducido por la recesión y el stock de productos importados acumulado durante 2023, el saldo positivo de la balanza comercial en los primeros cinco meses de 2024 fue del 17% de las exportaciones. Esto quiere decir que todas las compras netas del Banco Central en esos cinco meses se explican por el diferimiento del pago de importaciones, algo que ya no ocurrirá a partir del mes de julio.
- 2) Los pagos de servicios de la deuda en dólares de los próximos meses y años serán importantes, no sólo por los intereses de los bonos reestructurados y la deuda con organismos financieros internacionales, sino también por el servicio de los bopreales. Si bien para el tercer trimestre del año, en el último acuerdo con el FMI ya se contempló una importante reducción de reservas, ésta no tiene visos de revertirse, a menos que se acuerden desembolsos suficientes en un nuevo acuerdo con el FMI y los organismos financieros internacionales (Banco Mundial, BID, CAF)

- 3) El cepo que restringe el movimiento de capitales y reprime la intermediación financiera en dólares no permite que pueda haber un saldo positivo de la cuenta capital de la balanza de pagos a través de la cual el Banco Central pudiera hacerse de reservas adicionales a las del superávit de la cuenta comercial.

En la medida que los mercados adviertan la relevancia de estos riesgos, aumentarán las expectativas de un fuerte salto devaluatorio en el mercado oficial. A medida que pase el tiempo, la expectativa ya no será de un tenue aumento de la tasa de crawl sino lisa y llanamente de una fuerte devaluación. Difícilmente la tasa de interés positiva pueda aventar esta expectativa,

¿Qué puede hacer el gobierno para evitar este riesgo?

En mi opinión, la mejor opción para el gobierno es que en lugar de pelearse con el FMI, preste atención a la sugerencia implícita en el último informe del staff y cuando esté en condiciones de reducir el impuesto país del 17,5% a 7,5%, ajuste el tipo de cambio oficial un 10% y elimine la derivación al mercado CCL del 20% de los ingresos por exportación. Con estas medidas se asegurará la compra de todo el saldo de la balanza comercial.

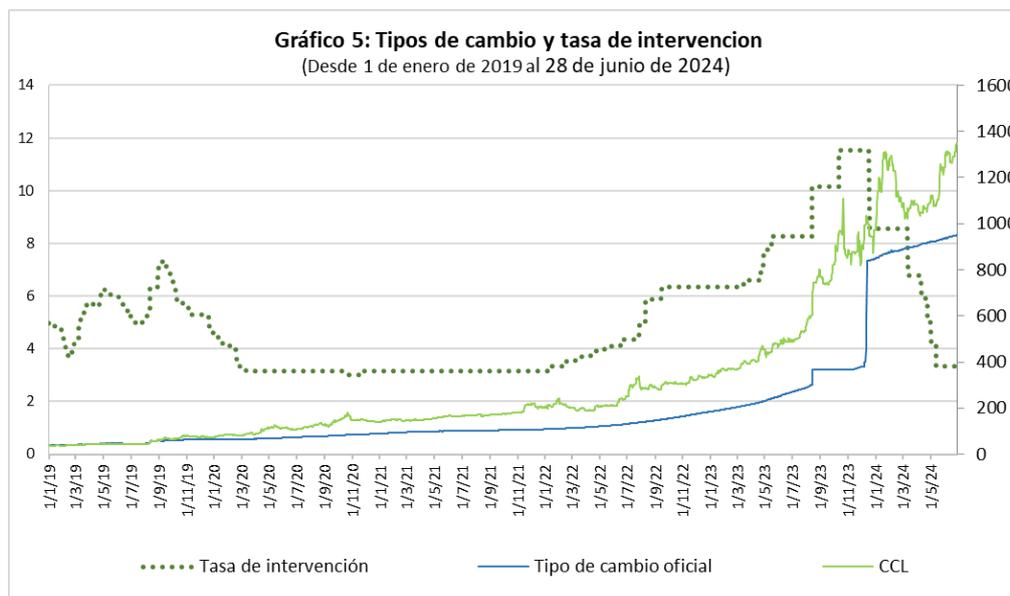
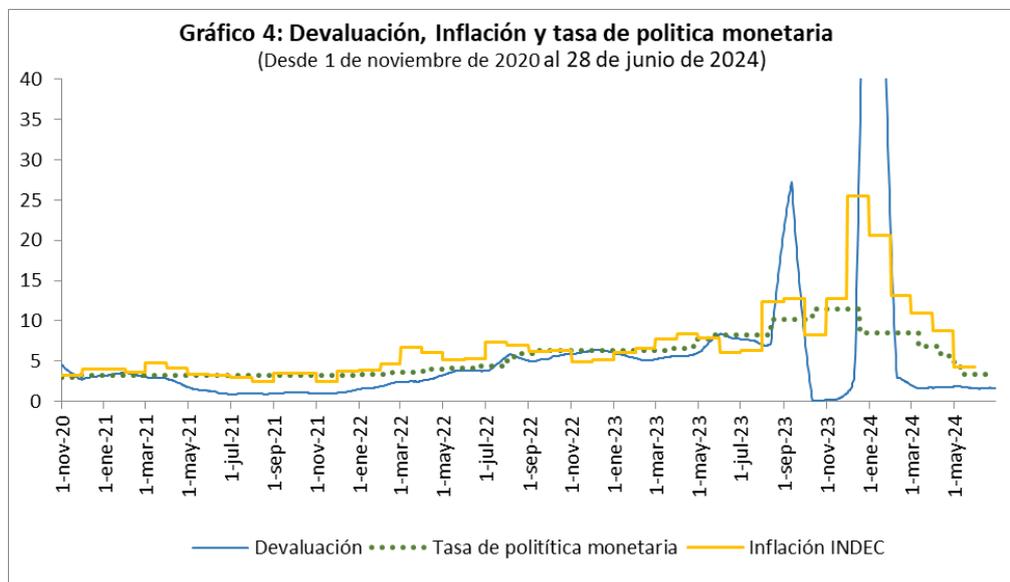
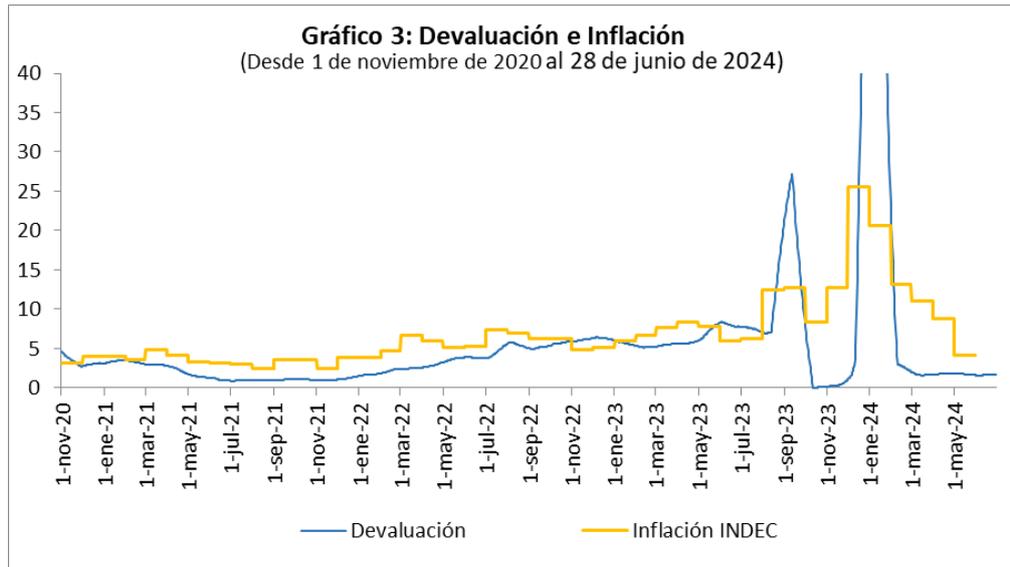
Si además reemplaza el mercado CCL por un segmento totalmente libre del mercado cambiario, en el que puedan venderse los ingresos de capital, incluidos los que se deriven del blanqueo de capitales, del turismo y de los servicios que muchos argentinos prestan en el exterior y que hoy no se ingresan al mercado oficial, la brecha con el tipo de cambio oficial tenderá a reducirse, sobre todo si se consigue que las tasa de interés sean positivas y los bancos comiencen a pagar interés sobre los depósitos en dólares.

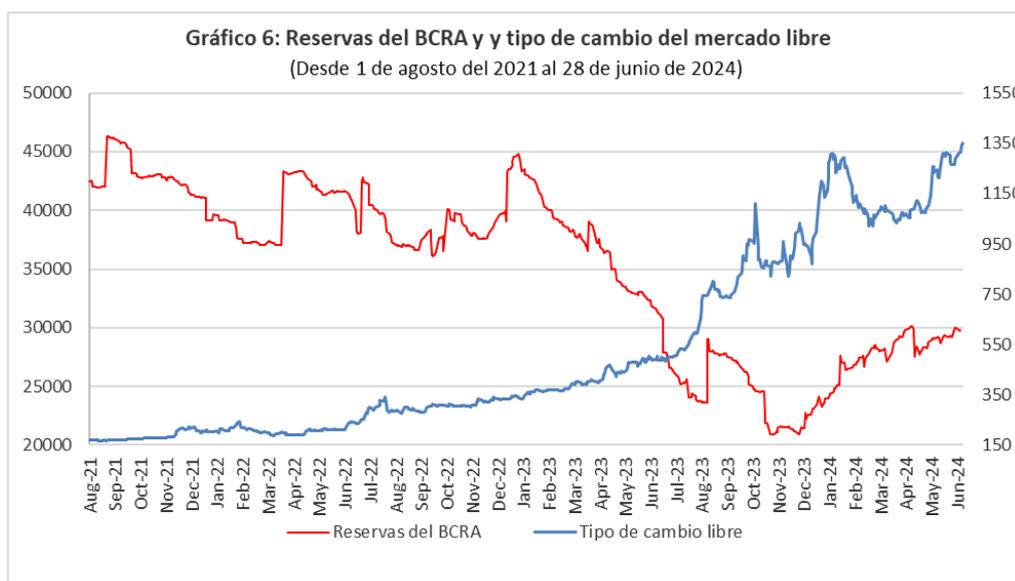
Es posible que, con estas medidas, la expectativa de una fuerte devaluación pueda transformarse en la de un aumento limitado

de la tasa de crawl, de ninguna manera peligrosa si en pocos meses puede lograrse una unificación completa del mercado cambiario sin salto devaluatorio.

Apéndice. Gráficos y cuadros que normalmente acompañan a estos informes.







Cuadro 1: Algunos indicadores del nivel de actividad económica

	Fuente:	Datos disponibles hasta:	Variación acumulada durante el año con respecto al mismo periodo del año anterior	Variación último mes respecto mismo mes del año anterior
Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Abril	-4,2%	-1,7%
Índice General de Actividad	OJF	Mayo	-6,1%	-4,6%
Actividad de la Construcción	INDEC	Abril	-32,0%	-37,2%
Producción de Cemento	PORTLAND	Mayo	-30,9%	-27,6%
Índice Construya	CONSTRUYA	Mayo	-32,9%	-29,8%
Índice de producción industrial manufacturero	INDEC	Abril	-15,4%	-16,6%
Índice de Producción Industrial	FIEL	Mayo	-11,2%	-10,9%
Producción Automóviles	ADEFA	Mayo	-23,8%	-27,9%
Ventas Automóviles	ADEFA	Mayo	-20,3%	-27,9%
Impuestos ligados nivel de actividad	MECON	Mayo	-8,3%	-19,6%
Ventas Reales Supermercados	INDEC	Abril	-3,1%	-11,8%
Ventas Reales Shoppings	INDEC	Abril	-26,3%	-33,5%
Salarios Reales	INDEC	Abril	-20,7%	-20,1%
Salarios Reales Sector Privado Registrado	INDEC	Abril	-13,2%	-11,4%
Salarios Reales Sector Privado No Registrado	INDEC	Abril	-39,6%	-39,9%
Salarios Reales Sector Publico	INDEC	Abril	-24,3%	-25,3%
Importaciones	INDEC	Mayo	-23,1%	-32,5%
Exportaciones	INDEC	Mayo	12,9%	22,9%

DFC ASSOCIATES
Domingo Cavallo
domingo@cavallo.com.ar
joseluis@cavallo.com.ar

Tagle 2810
Buenos Aires, Argentina
+54-11-48040862
+1-646-290-8779