

LA MACRO

EN LA MIRA

Ciclos financieros y crisis cambiaria en Argentina.

EDICIÓN N°3
Julio 2024



¿Qué es LMM?

La Macro en la Mira es un informe que tiene como fin proporcionar una visión actualizada de la situación económica en Argentina a partir de indicadores macroeconómicos clave, analizando sus tendencias recientes y evaluando el impacto de las políticas implementadas. La periodización mensual permite ser un monitor macroeconómico sistemático de la brecha cambiaria, el nivel de ingresos, de actividad económica y del balance externo.

¿Qué utilidad persigue?

Contribuir como herramienta informativa y para la toma de decisiones en el ámbito productivo, político y de la comunidad en general.

Difundir mensualmente indicadores que permitan describir la situación económica de Argentina y construir series de datos para analizar el rumbo económico.

Identificar áreas clave en materia de política económica que posibiliten el diseño de cursos de acción a nivel micro, meso y macro.

¿Como se construye? Metodología

El informe se construye a partir de una selección de indicadores representativos de la evolución macroeconómica obtenidos de organismos oficiales e instituciones privadas. A partir de ello, se realiza un análisis descriptivo de su evolución y tendencias de corto y mediano plazo, buscando identificar sus factores determinantes e identificando sus implicaciones para la economía en general.

¿De qué trata este informe?

Este análisis se centra en la dimensión financiera del programa económico argentino implementado en diciembre de 2023.

Resumen ejecutivo

El informe analiza el impacto financiero del programa económico argentino que comenzó el 10 diciembre de 2023, destacando la devaluación del dólar comercial el 13 de diciembre. Esta medida provocó una caída promedio del 32% en los ingresos y una disminución de la actividad económica.

Los efectos financieros de esa política incluyeron un salto inflacionario y la estabilización del tipo de cambio financiero, con una disponibilidad de dólares debido a la recesión. El incremento de precios tuvo un impacto directo en los instrumentos financieros atados a la inflación, como los plazos fijos en UVAs (unidades de valor adquisitivo) y la deuda pública ajustable por el coeficiente de estabilización de referencia (CER).

En los últimos meses no sólo se produjo un cambio en la composición de la deuda sino también en el peso de la misma y en su valor en dólares financieros. La deuda total del Tesoro y del BCRA aumentó un 80%, pasando de 113 a 159.5 mil millones de dólares financieros.

Estos ciclos de apreciación y depreciación financiera son un patrón recurrente en la historia económica argentina y una fuente de inestabilidad. Por eso se subraya la necesidad de abordar estos ciclos con políticas que eviten la dependencia del endeudamiento externo y promuevan la estabilidad económica a largo plazo.

Ciclos financieros y crisis cambiaria en Argentina

En informes anteriores se han analizado las consecuencias del programa económico en la actividad real y en el sector externo. Sólo tangencialmente se hizo referencia a la dimensión financiera, dado que el impacto inicial se hizo notar, con mayor intensidad, en los dos aspectos anteriores. Sin embargo, en ambos casos la dimensión financiera estuvo presente, en particular, en relación con la sostenibilidad del programa económico.

En esta oportunidad, se analizará con mayor detalle el aspecto financiero del programa económico, el cual ha ganado protagonismo en las últimas semanas en virtud de la reciente depreciación del dólar financiero.

Los efectos financieros del programa económico

Para analizar esta cuestión deben repasarse algunas de las medidas claves que conformaron el programa económico. En primer lugar, y como medida principal, el gobierno produjo, el miércoles 13 de diciembre de 2023, una devaluación del dólar comercial en torno al 124% que trajo aparejado un salto inflacionario que acumuló entre ese momento y junio de 2024, un incremento del 126% aproximadamente del índice de precios al consumidor. Este salto devaluatorio-inflacionario, generó un shock recesivo en la economía argentina que persiste hasta el presente, el cual se produjo a partir de la caída drástica del poder de compra de los ingresos de las personas. El recorte en los ingresos reales fue en promedio del 32 % según el índice de salarios publicado por INDEC para abril de 2023.

La caída de la actividad tuvo un efecto inmediato en el mercado de divisas dado que las importaciones bajaron en la misma proporción, a lo que se puede agregar la menor capacidad de compra directa de dólares dados los menores ingresos. A ellos se agregó una elevada liquidación (ver informe 2 de LMM) realizada post devaluación por parte de aquellos que pudieron evitarlo en 2023. Esto descomprimió el mercado de divisas y tuvo como efecto principal la estabilización del tipo de cambio financiero en torno a los 1000 pesos durante los primeros tres meses del año.

Todo este movimiento de variables tiene un efecto financiero de primera importancia que, como veremos en el epílogo, marcará la historia económica de la Argentina de las últimas cinco décadas aproximadamente. En particular, lo que se puede ver son dos movimientos conjuntos, por un lado, el salto inflacionario y, por otro, una estabilización del tipo de cambio financiero (a lo que se puede agregar, la disponibilidad de dólares provocada por la recesión). El incremento de los precios tiene un impacto directo en todos los instrumentos financieros atados a la inflación, desde los plazos fijos denominados en unidades de valor adquisitivo (UVAs) hasta, y fundamentalmente, la deuda pública ajustable por el coeficiente de estabilización de referencia (CER).

Visto los valores anteriores no debería sorprendernos que los Plazos Fijos UVA, se hayan incrementado entre diciembre y mayo un 170%¹ pasando de 374 mil millones de pesos, a poco más de un billón de pesos. Sin embargo, este instrumento es irrelevante para el mercado financiero argentino. Por el contrario, el componente principal de este proceso de apreciación financiera se produjo con la deuda pública ajustable por CER, que tienen un peso relevante en el sistema financiero argentino, tanto como componente del activo de los bancos comerciales como de las entidades financieras no bancarias y de las carteras personales de los ahorristas/inversores privados.

¹-
<https://www.bcra.gob.ar/pdfs/PublicacionesEstadisticas/informe-monetario-mensual-jun-24.pdf>

Los efectos financieros del programa económico

Tomemos, por ejemplo, un bono argentino, como es el caso del DICP, reflejado en el Gráfico 1 donde se puede ver la evolución de su precio corregido por el tipo de cambio del dólar contado con liquidación (CCL), desde el 1 de enero de 2023 hasta el 1 de julio de 2024. Como puede verse, este bono, en el contexto de la caída de la economía real del 30%, obtuvo una ganancia en dólares del 106% entre el 12 de diciembre y el 12 de mayo. Allí se produjo una depreciación del tipo de cambio financiero que pasó de 1000 a 1400 al 1 de julio de 2024. La depreciación recortó la ganancia financiera al 33% en dólares la cual todavía sigue siendo relevante para una economía en plena crisis.

Este movimiento de apreciación/depreciación fue producto directo de la devaluación realizada en diciembre, introduciendo un factor de inestabilidad que todavía no se ha resuelto. En definitiva, el poder de compra evaluado en moneda dura de los bonos denominados en pesos se multiplicó por más del 100% y esos valores están dispuestos a buscar esta rentabilidad, por ahora contingente, en el mercado de cambios.

Gráfico 1: Evolución del precio del bono DICP corregido por el dólar CCL



Fuente: elaboración propia en base a rava.com

Si los tenedores de bonos en pesos salieran masivamente a cambiar sus bonos por dólares vendiéndolos y comprando la divisa en el mercado financiero, ello provocaría tanto una caída de los precios de los bonos, como, fundamentalmente, un aumento del tipo de cambio financiero. Incluso con la ya recortada ganancia producida luego de la devaluación de 1000 a 1400 pesos por dólar CCL. Por regla general, en la medida en que los tenedores de bonos observen presiones en el mercado de cambios y evalúen la posibilidad de depreciaciones futuras el cambio de cartera resulta previsible confirmando la propia depreciación. Esto es lo que, precisamente, ocurrió en mayo cuando las tensiones en el mercado de cambios retornaron, en la misma medida en que la economía real encontró un piso en su caída y el BCRA dejó de comprar reservas internacionales (como se vio en el informe 2 de LMM).

La deuda pública como expresión de la magnitud del ciclo financiero

Tabla 1: Stock de deuda pública del tesoro nacional y pasivos remunerados del BCRA. En billones de pesos.

Como para tomar dimensión de la magnitud de la revalorización de la deuda pública en pesos, es posible tomar el informe realizado por la Oficina de Presupuesto del Congreso de la Nación Argentina que hace un seguimiento de la cuestión mes a mes. En la tabla 1 se incorpora un resumen de los montos de deuda en pesos (títulos del tesoro), ajustables por CER, no ajustables, y atados al valor del dólar oficial, a lo que se agregan los pasivos remunerados del BCRA, es decir, los títulos emitidos por la autoridad monetaria. Como puede verse desde el 31 de diciembre de 2023 al 31 de mayo de 2024 se produjo un cambio drástico en la composición de los pasivos estatales en pesos. Se incrementó la deuda ajustable por CER (230,7%), bajó la deuda ajustable por dólar (en un 63%), y se produjo un aumento menor de los pasivos remunerados en el marco de un proceso de pasaje de deuda del BCRA a deuda del Tesoro.

	al 31 de dic 2023	al 31 de mayo 2024	Variación
Ajustable por	37.10	122.70	230.7%
No ajustable	8.10	23.04	184.4%
Ajustados por dólar	38.40	14.10	-63.3%
TITULOS DEL TESORO	83.60	159.84	91.2%
PASIVOS REMUNERADOS DEL BCRA	26.80	39.10	45.9%
TOTAL	110.40	198.94	80.2%
En miles de millonesdólar CCL	113.4	159.5	40.6%

Fuente: elaboración propia en base a Oficina del Presupuesto del Congreso de la Nación y para los Pasivos Remunerados del BCRA:
<https://www.bcra.gob.ar/pdfs/PublicacionesEstadisticas/informe-monetario-mensual-jun-24.pdf>

Pero, además, es importante notar que no sólo se produjo un cambio en la composición sino también en el peso de la deuda y en su valor en dólares financieros. El total de deuda, Tesoro y BCRA, se incrementó en un 80%, contra un PBI que en términos nominales se incrementó un 46,9% entre el cuarto trimestres de 2023 al primer trimestre de 2024. Expresada en dólares financieros (CCL) la deuda pública pasó de 113 a 159,5 mil millones entre las dos fechas indicadas, lo que implica un 40,6% de incremento.

Esta acelerada revalorización financiera es la contracara de la caída de la actividad económica, de modo que el sustento de la apreciación son los dólares que la economía no utiliza para la importación de bienes de capital, piezas e insumos, principal componente de las importa-

La deuda pública como expresión de la magnitud del ciclo financiero

ciones nacionales (ver informe 1 de LMM). Como señalamos en la primera entrega de la LMM, este ciclo de apreciación financiera introduce inestabilidad a futuro considerando las fuentes en las que puede sostenerse. Estas fuentes pueden ser básicamente dos, o la profundización de la caída de la actividad económica, provocada con nuevas devaluaciones del tipo comercial, que permitan seguir liberando dólares para solventar la apreciación financiera o el ingreso de dólares al mercado de cambios por la vía del endeudamiento público o privado.

La primera opción hace pagar a la sociedad las extraordinarias e inestables tasas de interés implícitas en estos procesos de valorización, y son directamente contrarias al desarrollo económico argentino. La segunda opción, el endeudamiento, puede tener dos variantes. Una cuando las divisas que ingresan se orientan al desarrollo de capacidades exportadoras u otra cuando sólo se limitan a dar salida a la valorización de los títulos en pesos. En el primer caso, el ciclo financiero se apropia de las exportaciones futuras, en el segundo, hace pagar a la sociedad con mayor endeudamiento en dólares, inestabilidad y caída de la actividad en el futuro cercano.

Finalmente, es posible evaluar el escenario en el que la actividad económica se recupere (incluso sólo parcialmente), provocando un regreso de la escasez de dólares. Allí es esperable que se produzcan nuevos cambios de cartera que elevaran el tipo financiero y, por lo tanto, la brecha cambiaria, lo que supone un escenario más parecido al visto en noviembre de 2023. Se habrá vuelto a foja cero con mayor inestabilidad nominal y menor actividad económica.

En cualquier caso, estos ciclos de apreciación financiera acelerada son siempre negativos, pues suponen un castigo a las actividades productivas, una caída, en el presente o en el futuro, en el nivel de actividad y en las condiciones de vida de población, son regresivos en términos distributivos y provocan inestabilidad, debilitando la moneda nacional y fortaleciendo el atesoramiento en dólares en la forma de billetes y monedas como forma de cobertura.

Epílogo: Los ciclos financieros en la historia reciente

A modo de cierre, es importante observar que estos ciclos se repitieron con frecuencia en la historia económica reciente. En particular en las últimas cinco décadas. Estos ciclos pueden ser medidos de muchas formas, pero se dispone para ello de una medida sencilla definida por la diferencia en la tasa de inflación y la tasa de depreciación cambiaria. Cuando la tasa de inflación es superior a la tasa de depreciación del tipo de cambio se produce una revalorización de los títulos en pesos y ello provoca rendimientos implícitos en dólares extraordinarios. A la inversa cuando la depreciación del peso supera los incrementos de precios, entonces se produce una desvalorización de los activos nacionales.

En el gráfico 2 se muestran dos cosas. Por una parte, la línea refleja la evolución mensual de la relación entre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el Tipo de Cambio Nominal (TCN), tomando como base enero de 1978. Por otra parte, las barras rojas reflejan el resultado de la cuenta financiera del balance de pagos anual, es decir, el ingreso o salida neta de capitales dólares a la economía argentina. Cuando la línea sube, eso significa que los precios aumentan más que el dólar (apreciación), mientras que cuando baja eso significa que el dólar aumenta más que los precios en pesos (depreciación). El último dato corresponde a junio de 2024. Cuando la barra roja es positiva entran más capitales de los que salen y la inversa cuando es negativa, y se expresan en miles de millones de dólares acumulados anualmente, salvo por el último dato que corresponde al primer trimestre de 2024.

Como puede verse, los ciclos de apreciación/depreciación financiera han sido la regla y no la excepción en la historia reciente del capitalismo argentino. Y se caracterizan por tres rasgos. En primer lugar, son de apreciación y depreciación súbita; en segundo lugar, requieren de entradas de capitales cada vez en mayor magnitud, sobre todo si vienen acompañados de expansión económica en el corto plazo; y tercero, el saldo del ciclo es negativo, es decir, que la depreciación supera a la apreciación al final del ciclo.

Epílogo: Los ciclos financieros en la historia reciente



Gráfico 2: Ciclos de apreciación y depreciación cambiaria y resultado de la cuenta financiera del balance de pagos.

- Resultado de la cuenta financiera del Balance de Pagos (+ ingresos de capitales)
- Variación del Ratio IPC/Tipo de cambio Nominal base enero de 1978

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC e IPC 4 provincias para la serie del IPC, BCRA, y es.investing.com para el tipo de cambio libre y FMI para balance de pagos

Los principales ciclos financieros se resumen en la tabla 2 donde se muestra la variación de la relación IPC/TCN en la fase de valorización súbita y de desvalorización súbita, y el resultado entre el momento cero y final de ciclo. Debe aclararse que el período de apreciación que se da entre junio de 2002 y abril de 2012 si bien se cierra súbitamente, se produjo de forma paulatina basado en el incremento de los términos de intercambio que fortalecieron la posición argentina en el comercio internacional. Por eso no se lo considera propiamente un ciclo de valorización financiera, sino, en todo caso, se observa aquí la valorización financiera de un ciclo positivo en el precio de las materias primas.

Como puede verse en los tres casos en los que se completó el ciclo financiero el saldo negativo ha sido significativo. Pero incluso a eso se suma la gran variabilidad observada que provocan cambios súbitos de cartera con aumentos y caídas comparables en los rendimientos de los activos denominados en pesos. En estos tres ciclos, se produjeron además entradas de capitales que, finalmente, sumieron al país en sucesivas crisis de deuda externa, que implicaron incluso rupturas de contratos en la deuda en pesos (plan Bonex, pesificación asimétrica, reperfilamiento).

Epílogo: ¿Un futuro de entrada de capitales?

Fase del ciclo financiero	Tipo de fase	VARIACIÓN EN EL RATIO IPC/TCN
Enero 1978 a enero de 1981	Valorización	256%
Enero de 1981 a julio 1982	Desvalorización	-81%
Resultado Punta a punta		-32%
Enero 1991 a diciembre 2001	Valorización	108%
Diciembre 2001 a junio 2002	Desvalorización	-66%
Resultado Punta a punta		-29%
Septiembre 2015 a abril 2018	Valorización	56%
Abril 2018 a marzo 2020	Desvalorización	-45%
Resultado Punta a punta		-14%
Noviembre 2023 a abril 2024	Valorización	80%
Abril 2024 a junio 2024?	Desvalorización	-20%
Resultado Punta a punta		43%

Tabla 2: Resumen de los ciclos de apreciación y depreciación financiera.

Es importante notar que el ciclo de apreciación que la Argentina vive en la actualidad todavía no ha derivado en una modalidad basada en el endeudamiento externo y por lo tanto ello limita las posibilidades de su fase de apreciación (acortando su plazo), como también de su fase de depreciación limitando su posible caída. Pero ello no impide vislumbrar la inestabilidad que este modelo trae aparejado, y nos advierte de evitar salidas basadas en endeudamiento que, tarde o temprano, son aún más perjudiciales para el Estado y el país en su conjunto.



DEMOS

JULIO 2024

LA MACRO EN LA MIRA

Ciclos financieros y crisis cambiaria en Argentina.

Staff editorial:

Dr. Ignacio Trucco | Dra. Valentina Locher | Lic. Luisina Logiodice |
Lic. Eduardo Alfaro