

Informe Quincenal de Coyuntura

La Argentina entra a la era Trump

07/11/2024

El viento sopla a favor de Milei

Milei recibió una economía con fuertes desequilibrios, por lo que a nadie le sorprendió que los primeros y mayores esfuerzos de su gobierno hayan estado dirigidos a estabilizar la macroeconomía. Sin embargo, cuando la nueva administración está a punto de completar su primer año en el poder, en el ámbito de los negocios y de la política crece la percepción de que una primera etapa de la estabilización está llegando a su fin y que, más temprano que tarde, las autoridades van a recalibrar sus estrategias. El factor que más está alimentando esa percepción no es que la tolerancia de consumidores y empresas con el ajuste se esté agotando –no lo marcan las encuestas–, sino el viento a favor del que hoy goza el gobierno.

En el plano político, la última buena nueva de magnitud la constituyó el triunfo de Trump, que ha puesto a las autoridades en un estado muy próximo a la euforia. Pero antes de eso el gobierno también se había fortalecido políticamente cuando evitó que el Congreso morigerara el ajuste del gasto en jubilaciones y educación.

Lo que más contribuye a apuntalar la confianza en la evolución futura de la economía es que, desde mediados de septiembre, el clima financiero mejora de forma continua. Después de promediar los 1300 pb en setiembre, en los últimos días el riesgo país había pasado a fluctuar en torno a los 950 pb y, luego de conocida la victoria republicana, se ubicó incluso por debajo de los 900 pb. En consonancia con esto, la brecha cambiaria se comprimió por debajo del 20% al tiempo que la tasa de inflación podría haberse ubicado en octubre en 3% mensual.

De la emergencia a pensar qué Argentina seremos

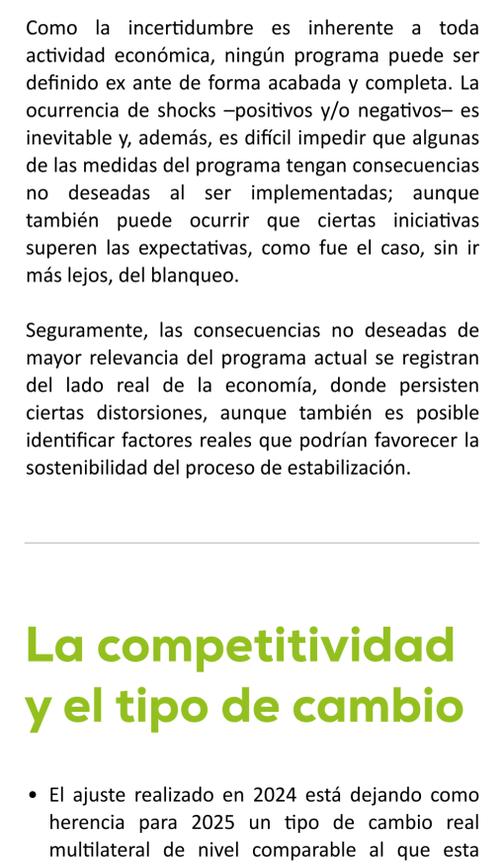
Es lógico que las mejores condiciones políticas, financieras y de la inflación, estén alimentando las expectativas de que va a haber un reajuste de estrategias: las coyunturas benignas favorecen la confianza y ello aumenta los grados de libertad para hacer política económica.

Un hecho que contribuyó adicionalmente a reforzar las expectativas de que se vienen correcciones fue la reciente decisión del Banco Central de reducir la tasa de interés de referencia de 40% a 35%. Podría ser una señal de que el ritmo del crawling se va a ralentizar, si la inflación efectivamente sigue declinando. Pero, por supuesto, un cambio así demandaría otros que se harían necesarios para resguardar la consistencia.

En este contexto, la pregunta más repetida es si las mejoras en las condiciones financieras y en el proceso de desinflación permitirán acelerar la extirpación del cepo o, si, por el contrario, el mismo será mantenido hasta después del acto eleccionario. En este punto, el gobierno enfrenta incentivos potentes, pero el problema es que no todos apuntan en igual dirección.

El cepo, siempre el cepo

- **Una eliminación rápida del cepo tendría dos beneficios enormes:** permitir un roll over más eficaz de la deuda pública –que presenta demandas fuertes para 2025 y 2026– y acelerar la entrada de inversiones productivas, en un momento en que la inversión está deprimida por la recesión previa y por la contracción de la obra pública.
- La marcada caída de la tasa de inflación, al reducir la fuerza de la inercia inflacionaria, hace posible llevar adelante una corrección del tipo de cambio real –asociada a una eventual unificación del mercado de cambios– con una menor aceleración de la inflación. Es un hecho conocido que la inflación es menor cuando menor es la inflación. En igual sentido jugaría la ya anunciada eliminación del impuesto país.
- **Los incentivos para procrastinar la decisión relativa al cepo no son menos fuertes.** Sin reservas suficientes, un shock negativo podría llevar a incrementar las tasas al alza, máxime en un contexto de cambio nominal, con la consecuente aceleración de la inflación y el debilitamiento del carry trade, que es uno de los factores que ha estado ayudando a mejorar el clima financiero. Los oficialismos de todos los colores han sido históricamente muy reacios a asumir riesgos devaluatorios en años electorales debido a los efectos recesivos e inflacionarios de las correcciones alcistas del tipo de cambio.
- Más allá de los incentivos políticos para intervenir en el mercado de cambios, lo cierto es que las intervenciones son un recurso que usan países que flotan y gozan de regímenes de metas de inflación consolidados, como es el caso de varios países de la región que a pesar de flotar mantienen ingentes cantidades de reservas, como Brasil. Por supuesto, esos países no intervienen para controlar la inflación o para defender un tipo de cambio real dado sino para acotar la volatilidad de corto plazo en el marco de una economía global que suele pasar por momentos de turbulencia. En este sentido, **si la Argentina definiera más claramente qué régimen cambiario y monetario desea implementar, quizás tendría más espacio –si consultara reservas– para intervenir y reducir la volatilidad sin dañar la credibilidad. La falta de definición en este punto es un peso muerto para la credibilidad porque dificulta la formación de expectativas y juega a favor de mantener el cepo.**
- La falta de definición del régimen específico al que se apunta hace las políticas del Central más difíciles de interpretar, dificultando la formación de expectativas. Hace no mucho, la autoridad monetaria había incrementado el encaje exigido a los bancos, lo que constituía una medida monetaria restrictiva, que usualmente lleva a intervenir y no a reducir el costo del crédito. Asimismo, la tesorería adquirió US\$ 2700 millones con pesos que tenía depositados en el Central y se argumentó que ello restringía la oferta de base monetaria, lo que también debería presionar las tasas al alza, máxime en un contexto en que la liquidez en los bancos se ha restringido sensiblemente debido a la expansión del crédito privado. La compra de dólares por la tesorería para afrontar servicios de deuda no juega a favor de acumular reservas en un contexto en que las netas siguen en terreno negativo. Quizás las autoridades se animaron a dar ese paso porque la oferta de dólares disponible en la economía recibió un gran impulso gracias al éxito del blanqueo, que llevó los depósitos en dólares a niveles récord, superiores a los US\$ 35.000 millones.



La era Trump

- El 2025 no sólo es un año electoral; también promete una economía global plagada de incertidumbres. Entre los factores que alientan la incertidumbre se destaca el sesgo proteccionista que se espera que Trump les imprima a sus políticas industriales. De concretarse, ese hecho podría retrasar la caída de la inflación y de las tasas de haber interer en Estados Unidos y apreciar el dólar. Esto último podría deteriorar el precio de las commodities y retraer la entrada de capitales en países emergentes. Son todos factores que dificultarían la utilización del tipo de cambio como instrumento anti-inflacionario, como se viene haciendo.

- **Si Trump efectivamente presionara en favor de un acuerdo con el FMI que aporte fondos frescos a la Argentina, la probabilidad de eliminación del cepo aumentaría significativamente.** Sin embargo, es mucha el agua que debe correr todavía debajo del puente. El staff del FMI se ha mostrado reacio tanto a refrendar la evolución descendente del tipo de cambio real, como el uso de reservas para intervenir en el mercado de cambios. Esto último fue el punto de desacuerdo que llevó a la renuncia de Caputo al Banco Central durante el gobierno de Macri. Por este motivo, no queda claro cuánto interés tendría el gobierno en sellar un nuevo acuerdo si ello no le aportara mayores grados de libertad para intervenir en caso de que aparecieran presiones sobre el tipo de cambio que amenazaran la desinflación.

Las restricciones para recalibrar el programa

Un requisito esencial para que un programa de estabilización sea creíble es que sus objetivos se comuniquen de forma clara a quienes toman decisiones productivas y financieras. Esto es vital para asegurar que las expectativas y decisiones de las empresas se muevan en línea con lo buscado por el programa.

- Un punto fuerte de la política económica implementada por la administración de Milei es el haber transmitido, sin medias tintas, los dos objetivos a los que se les daría prioridad: asegurar un ancla fiscal mediante un fuerte ajuste del déficit y reducir velozmente la inflación local hasta el punto de hacerla consistente con la inflación internacional o, lo que Milei llamó, “inflación inducida”. Otras metas, como levantar el cepo, recomponer las reservas instrumentales o reducir la presión tributaria fueron subordinados a los dos objetivos básicos.
- Actualmente las autoridades están cosechando los frutos de la persistencia en la implementación. Llevan todo el año con superávit fiscal primario y la tasa de inflación está bajando.

Como la incertidumbre es inherente a toda actividad económica, ningún programa puede ser definido ex ante de forma acabada y completa. La ocurrencia de shocks –positivos y/o negativos– es inevitable y, además, es difícil impedir que algunas de las medidas del programa tengan consecuencias no deseadas al ser implementadas; aunque también puede ocurrir que ciertas iniciativas superen las expectativas, como fue el caso, sin ir más lejos, del blanqueo.

Seguramente, las consecuencias no deseadas de mayor relevancia del programa actual se registran del lado real de la economía, donde persisten ciertas distorsiones, aunque también es posible identificar factores reales que podrían favorecer la sostenibilidad del proceso de estabilización.

La competitividad y el tipo de cambio

- El ajuste realizado en 2024 está dejando como herencia para 2025 un tipo de cambio real multilateral de nivel comparable al que esta administración recibió de Massa. **Perder competitividad puede ser riesgoso en un momento en que los países emergentes y, particularmente Brasil, están experimentando una depreciación de sus monedas en el marco del fortalecimiento del dólar.** De hecho, la pérdida de valor del tipo de cambio real en relación con Brasil fue bastante superior a la caída en el multilateral y es posible que esta situación se mantenga si Trump pone en práctica las reducciones de impuestos y las medidas proteccionistas y de limitación a la inmigración, que podrían fortalecer los salarios en un contexto en que la tasa de desocupación no es alta.
- **La apreciación del peso está incentivando el gasto en importaciones y turismo.** Si la cuenta corriente se deteriora, la Argentina tiene poco margen para financiar el desequilibrio. Este año, el éxito del blanqueo y los incentivos para abonar los gastos en el exterior con dólares del colchón –por lo elevado del dólar turista– han sido instrumentales para financiar los gastos en dólares. Pero el blanqueo no se repetirá y si se unifica el tipo de cambio, desaparece el incentivo a pagar en efectivo con dólares atesorados.
- Hay dos factores que pueden contribuir sensiblemente a mitigar el exceso de demanda de dólares. El primero es la remarcable performance del sector energético, que está aportando nuevos dólares genuinos a un ritmo que promete intensificarse en 2025 hasta llevar el saldo energético a la vecindad de los US\$ 7.000 millones. La energía también simplifica el ajuste fiscal porque se reduce el costo de los subsidios. El segundo es que el salario real está aún deprimido y ello compensa en parte la apreciación del peso. A pesar de la incipiente recuperación del salario real está aún por debajo del nivel de 2019, durante el ajuste que siguió al sudden stop. Este es un hecho poco habitual, ya que los atrasos cambiarios suelen estar correlacionados con salarios reales más elevados. **Los ingresos de la población están tardando en recomponerse debido a que la recuperación del nivel de actividad es muy dispar y está siendo liderado por sectores primarios con menor incidencia en la demanda de empleo.**
- **La recuperación de la demanda agregada y, por ende, de la actividad, la lideran las exportaciones gracias a la recuperación de la sequía y el aporte de Vaca Muerta. El ajuste le quitó dinámica tanto a la inversión como al consumo al afectar a la obra pública, jubilaciones, provincias y salarios públicos. Sin embargo, la apreciación del peso, si continúa, va a favorecer la demanda de consumo gracias a que los salarios reales van a tender a recuperarse.**

