

Informe quincenal de coyuntura

18 de enero 2024

ABECEB

Davos, las reformas y los factores de riesgo

Davos, las reformas y los factores de riesgo

En Davos, Milei expresó con vehemencia sus convicciones: para salir del sendero de estancamiento por el que transita, un país como la Argentina debe remover las trabas a la iniciativa privada y a los mercados y, simultáneamente, achicar el tamaño y la injerencia del Estado. Si esto se lee a la luz de lo que Milei especificó durante la campaña, surge que los profundos cambios que propone deberían ser implementados en sucesivas etapas o “generaciones” de reforma, lo que implica que, en su visión, acertar con la *secuencia* de implementación de las reformas es clave.

La primera etapa de reformas está ya en ejecución y se estructuró en torno a dos grandes ejes:

- *Ajuste macroeconómico*
La estrategia se basa en un trípode: (1) “ancla fiscal” con un objetivo de déficit cero; (2) corrección de precios relativos y (3) reestructuración del balance del Banco Central y de los vencimientos de deuda del tesoro. El plan acaba de recibir un importante apoyo con la revitalización del acuerdo con el FMI, que aportó financiamiento por UUS\$ 4700 millones, endureció las metas fiscales y fijó la acumulación de reservas netas en US\$ 10.000 millones para el año.
- *Shock desregulatorio*
El núcleo de este primer shock son las numerosas y variadas propuestas incluidas en el DNU y la ley omnibus. Lo que se negocie y decida en el parlamento va a ser determinante no sólo para la desregulación sino, también, para el ancla fiscal; dos puntos del PBI de los cinco de ajuste fiscal dependen de ello y están apareciendo obstáculos, particularmente en lo relativo a la suspensión de la movilidad de jubilaciones y suba de retenciones, por los efectos en economías regionales.

Las autoridades expresaron repetidamente que el objetivo primario en esta etapa es lograr un ordenamiento mínimo en el funcionamiento de los mercados y del Estado que allane el camino para la próxima generación de reformas.

Sin embargo, no se ha definido con precisión qué tipo de régimen macroeconómico se busca implementar. No está claro, por ejemplo, si la dolarización está descartada, o cuál será la batería de reformas que se anunció que seguirían a las actuales. Un escollo adicional es la variedad de temas abarcados por la ley omnibus, que dificulta las negociaciones. No es fácil anticipar qué reformas pasarán el filtro del Congreso o cómo será el derrotero futuro de ciertas partes del DNU en la justicia. Lo que está pasando con la reforma laboral ilustra bien el punto. Esto es perjudicial para la formación de expectativas sobre la rentabilidad de potenciales inversores y para la contratación de mano de obra.

La razón por la que, en una situación inestable y de cambio como la actual, las expectativas de negocios dependen de la claridad en la exposición del contenido y de la secuencia de las reformas es obvia: ajustar no es sinónimo de estabilizar y desregular no es lo mismo que instaurar un marco institucional creíble. La Argentina necesita un régimen fiscal, monetario y cambiario que sea sostenible y reglas de juego para los derechos de propiedad, los contratos y los tributos que se perciban como permanentes. No tiene la misma fuerza para influir en las expectativas una ley consensuada en el Congreso que una norma establecida vía facultades delegadas o vía un DNU que puede encontrar obstáculos en la justicia.

La estabilidad macroeconómica y la credibilidad institucional son dos *recursos intangibles* que la Argentina necesita para conseguir el premio mayor: volver a crecer y a crear empleo. Y la primera batalla que el gobierno necesita imperiosamente ganar a corto plazo es la de la estabilidad. Sin estabilidad no hay construcción institucional posible, como lo indica nuestra propia experiencia.

El cambio de gobierno trajo consigo ciertos avances en el ajuste macro, como la fijación del déficit fiscal cero, el inicio de corrección de precios relativos, la reversión en la pérdida de reservas y el acuerdo con el FMI. Pero es posible, también, identificar importantes factores de riesgo que inciden en la consistencia del proceso de ajuste y, eventualmente, en el grado de apoyo y de resistencia política asociado a ese proceso.

La consistencia del ajuste macro y los factores de riesgo

Los indicadores más recientes de la coyuntura sugieren que los tres pilares del ajuste macroeconómico mencionados más arriba enfrentan factores de riesgo.

DESBORDE INFLACIONARIO

Es el factor de riesgo de mayor relevancia por su poder para desarreglar el resto de la macro. Los indicadores de inflación de diciembre muestran no sólo una fuerte aceleración sino, también, una preocupante dispersión: el IPC subió 25.5%; la canasta básica alimentaria lo hizo en un 30,1%, los precios mayoristas un 54% y los mayoristas importados un 81%. Estas diferencias generan cambios no anticipados y fuertes en todos los precios relativos. Para tener una idea: si el cociente entre precio de los bienes y precio de los servicios (que dependen del salario) del IPC era aproximadamente 1 entre 2016 y la pandemia, hoy es 1.7; un 70% de aumento que refleja la caída de salarios y, en parte, de rentabilidad de los sectores no transables.

INERCIA INFLACIONARIA

Estas enormes diferencias anticipan que la inflación seguirá muy alta en el futuro porque al salto de los precios mayoristas debido a la devaluación, le seguirán aumentos minoristas, a no ser que se piense que los minoristas estarían dispuestos a comprimir su rentabilidad a niveles de pérdida. La conclusión es que la inercia inflacionaria se reforzó y va a ser mucho más difícil disminuirla a futuro. Una señal no menor de alarma: el primer paso –pero no el único– hacia la hiperinflación es superar el umbral de 50% de inflación mensual y los mayoristas lo hicieron. Un problema del programa es que opera sin ancla nominal y no hay cómo darle señales a las empresas respecto de cómo deben formar sus expectativas de precios.

TIPO DE CAMBIO REAL Y BRECHA

Una tasa de inflación tan alta como la de diciembre es el acta de defunción del *crawling peg* al 2%. Sólo falta saber cuándo ocurrirá el deceso. En un mes los mayoristas descontaron cerca de la mitad de la devaluación de Caputo. El tipo de cambio real multilateral se apreció un 13% en los días que pasaron desde la devaluación. Es una cifra similar a la observada en igual cantidad de días en el caso de la devaluación que implementó Massa en agosto. La diferencia es que la inflación de agosto fue 12.4% y la de diciembre el 25.5%. El doble de inflación para igual resultado en el tipo de cambio real. Es un resultado conocido: cuanto más alta la inflación, mayor la aceleración inflacionaria que hay que aceptar para conseguir un cambio dado en los precios relativos. No sorprende que la brecha cambiaria haya vuelto rápidamente a fluctuar en el 50%.

AJUSTE FISCAL

Si el tipo de cambio real multilateral se aprecia más rápidamente en un contexto de elevada inflación, la recaudación tributaria sufre y, por ende, se hace más difícil el equilibrio fiscal buscado. Hay varias razones. La inflación y la devaluación son recesivas y cuanto más elevadas, mayor el efecto en la actividad. Esto reduce la recaudación. Además, si se atrasa el tipo de cambio, el valor de lo que el Estado recauda por retenciones e impuesto país se achica. Amén de que se endurece la oposición a las retenciones regionales por caída de la rentabilidad. Un beneficio compensatorio es que se cobra más impuesto inflacionario, pero a costa de desmonetizar rápidamente la economía y elevar un impuesto muy regresivo.

TASA DE INTERÉS Y PASIVOS DEL BANCO CENTRAL

Con un promedio entre inflación mayorista y minorista que merodea el 40% mensual y tasas de interés que son un cuarto de eso, la situación no parece sostenible. Es cierto que el gobierno se favorece porque la licuación es más rápida, pero también lo es la desmonetización y la desaparición del crédito y el capital de trabajo. Por otra parte, como el tesoro está rescatando deuda en manos del Central, lo que antes aparecía como déficit cuasi-fiscal, hoy aparece como déficit de la tesorería. Dicho de otra forma, la necesidad de reestructurar los pasivos del Central se está convirtiendo en necesidad de reestructurar vencimientos de deuda pública. El gobierno está trabajando en eso y es difícil que se revierta a corto plazo la extrema falta de crédito que padece el sector privado. La capacidad prestable la absorbe el gobierno.

BRECHA CAMBIARIA

Por falta de reservas, el gobierno está impedido de desarticular el cepo y, por ende, debe convivir con la brecha cambiaria. En el esquema que planteó hay, sin embargo, una suerte de contradicción que es también un factor de riesgo. Para conseguir reservas es necesario que los exportadores liquiden y también ayuda que las deudas con importadores se paguen con Bopreal. Un aumento de la brecha ayuda en ambos frentes porque los exportadores liquidan 20% por CCL y el Bopreal es más rentable. Pero una brecha mayor es una señal de que el ajuste no está funcionando bien y erosiona las expectativas y la confianza en el gobierno. Para bajar la brecha el gobierno debe acumular reservas y para eso hay que pasar el verano, hasta que empiece la temporada alta de liquidaciones.

COSTO SOCIAL DEL AJUSTE Y CUASIMONEDAS

La inflación tiene un sesgo hacia alimentos que multiplica los costos sociales del ajuste en un contexto en que ya se están corrigiendo precios relativos con fuerte incidencia en el presupuesto familiar, como el caso del transporte, combustibles o prepagas. Esto crea condiciones que pueden erosionar el clima político de apoyo a las reformas. Por otra parte, si no se mitiga la pérdida de fondos coparticipados por los cambios que hizo Massa en ganancias, va a aumentar el incentivo para emitir cuasimonedas que tienen las provincias, para evitar profundizar el ajuste. La Rioja ya hizo punta.

El mundo de los negocios y su posicionamiento frente al riesgo

La forma y el grado en el que el gobierno logre controlar los factores de riesgo en los próximos meses va a tener implicancias directas, fuertes y difíciles de manejar para quienes toman decisiones de negocios.

- Un punto no menor es que los costos de equivocarse se multiplican en los contextos de elevada volatilidad, como el que viviremos en los próximos meses. Van a ser volátiles la inflación, los precios relativos y las ventas. Estas últimas van a sentir el efecto de una recesión que se va a profundizar en los próximos meses. Probablemente, al decidir es preferible equivocarse por el lado de la prudencia.
- Las condiciones financieras van a ser muy cambiantes. Si el gobierno no corrige las tasas de interés real, que hoy son extremadamente negativas, la brecha cambiaría no va a mostrar visos de reducirse. No obstante, hay que estar atentos a medida que avance el año por el efecto de las nuevas liquidaciones y por la recesión que va a recortar importaciones.
- Las firmas deberían tomar en consideración la locación geográfica de sus actividades. Si se generaliza la emisión de cuasimonedas hay que considerar que éstas pueden tener no despreciables descuentos en su valor de emisión y que pueden ser difíciles de utilizar fuera de los límites de las provincias que las emiten.
- Hay que esperar negociaciones paritarias complicadas. Las demandas de los trabajadores van a orientarse a obtener correcciones nominales elevadas para compensar la aceleración inflacionaria y las firmas van a estar muy restringidas porque las ventas se van a resentir en un contexto de baja liquidez y casi nulo acceso al crédito.

Sin dudas el escenario se presenta desafiante y son varios los frentes que habrá que monitorear muy de cerca. Pero en la medida en que la estrategia de saneamiento de las cuentas públicas y el fin de la dominancia fiscal de la política monetaria se vaya consolidando, la inflación de enero se ubique por debajo de la diciembre, el FMI siga acompañando (con señales de ampliar los apoyos futuros), se terminen de despejar dudas sobre la estrategia macro y el gobierno evite reveses significativos en el proceso reformista, hay chances de sortear la materialización de los riesgos. La recesión en forma de V es inexorable. La clave pasará por el arte de terminar de encajar las piezas del rompecabezas de modo que la V sea la más corta y menos profunda posible.




ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

 [abeceb-com](https://www.linkedin.com/company/abeceb-com)