

# Informe Quincenal de Coyuntura

*13 de diciembre de 2023*

**ABECEB**

# Los primeros pasos del León

# La urgencia y lo importante

El ministro Caputo lo dijo claramente: no estaba anunciando un programa de estabilización sino un “paquete de medidas de emergencia”. Las iniciativas complementarias que se fueron conociendo en las horas siguientes referidas al plano fiscal, cambiario y monetario confirmaron que el ministro estaba en lo cierto: el paquete de medidas lejos estaba de constituir el plan de estabilización que la Argentina necesita como el agua desde hace tiempo.

El paquete se quedó corto en dos condiciones que son cruciales para estabilizar: coordinar las expectativas del sector privado en un escenario de mayor previsibilidad y garantizar que los efectos distributivos del ajuste no erosionen la gobernabilidad del proceso. Sin coordinación de expectativas las señales de precios en los mercados no funcionan y sin consensos mínimos es difícil viabilizar reformas.

**El gobierno privilegió atacar las urgencias, probablemente anticipando que, gracias a los beneficios de un tratamiento de shock, más adelante estarán dadas las condiciones para avanzar en la estabilización y las reformas.**

El desfiladero que se eligió transitar es angosto y difícil: los beneficios pueden ser altos pero los riesgos también lo son.

En términos sintéticos, se podría decir que el pragmatismo manda. Manda la regla de Deng Xiao Ping, el gran modernizador de China: no importa el color del gato, lo importante es que cace ratones. **Lo urgente es desactivar los desequilibrios macroeconómicos más acuciantes de cortísimo plazo en el plano fiscal y en los mercados monetarios y cambiarios.**

Para llevar adelante la tarea, se recurrió a una mezcla sui generis de instrumentos ortodoxos y heterodoxos de política económica.

# El paquetazo, sus instrumentos y sus objetivos

La ortodoxia más marcada está en la determinación que se muestra para reducir el déficit fiscal a cero, lo que implica un ajuste neto de algo más de 5% del PBI. Sin embargo, la mezcla incluye, algo inesperadamente, instrumentos de política que fueron muy utilizados por la administración saliente, desde los tipos de cambio múltiples –y fijados con cierta discrecionalidad– hasta las tasas negativas de rendimiento en el sistema financiero. Se recurre, además, a lo que parecía anatema para LLA: incrementos sustanciales en la presión tributaria.

Alguien tendrá que aportar los recursos que el gobierno necesita para cerrar el déficit y ese alguien es el sector privado, ya que no hay crédito externo disponible y justamente por eso es indispensable cerrar el déficit presupuestario.

¿Y cómo es un ajuste estanflacionario? Es uno en que el sector privado tiene que aportarle recursos al fisco por unos 25.000 millones de dólares anuales en un contexto en que el PBI está cayendo –el último EMAE dio crecimiento cero, antes del ajuste– y la inflación se está acelerando de la mano de la devaluación del peso.

## ¿Cómo planea la nueva administración extraer del sector privado los recursos que necesita para cerrar el déficit?

### Con tres instrumentos privilegiados:

#### *1. Importante restricción del gasto.*

Se anunciaron tres puntos del PBI de caída que incluyen no sólo gasto político sino, también, reducción muy fuerte en obras públicas. También se ajustarán subsidios, transferencias a provincias y se cambiará, probablemente, la pauta de indexación de jubilaciones. Si se manejan discrecionalmente los ajustes jubilatorios, la inflación pasa automáticamente a ser un aliado del ajuste fiscal. Lo mismo ocurre con el congelamiento de Potenciar Trabajo.

## ***2. Fuerte incremento de la presión tributaria.***

El aporte sería de un 2% del PBI. El instrumento privilegiado para asegurar la recaudación es una devaluación fiscal consistente en incrementar la presión tributaria sobre las importaciones (vía impuesto país) y las retenciones a las exportaciones que se generalizan, como hizo Cambiemos en aras del ajuste. En este sentido, la devaluación parece más motivada por razones fiscales que de competitividad.

También habrá marcha atrás con el impuesto a las ganancias que Milei votó como diputado. Es otra muestra de pragmatismo, ya que simplifica la relación y las negociaciones en el Congreso con las provincias. Más adelante se recuperaría el impuesto a los combustibles. El Estado sigue presente en lo que hace a presión tributaria y esto, obviamente, no juega a favor del crecimiento y la generación de empleo. Para paliar este efecto se incrementó la AUH y el subsidio a alimentos.

## ***3. Uso de la inflación para reducir el gasto público y para licuar activos privados.***

Un objetivo central del programa es licuar los pasivos monetarios del Central colocando una tasa de interés negativa. Es posible conjeturar que se devaluó sin ancla nominal justamente porque se percibe a la inflación como un aliado del ajuste, tanto fiscal como monetario.

El lado oscuro de la luna es que esto implica violar los derechos de propiedad de los depositantes. Se hizo varias veces, empezando con la licuación de Cavallo como presidente del Central en la década del ochenta: la química fue simple, devaluó y fijo la tasa de interés. La combinación parece no haber perdido vigencia. Con igual causa igual efecto: se va a achicar la oferta monetaria, la intermediación y el tamaño de los bancos.

# Certezas e interrogantes

El paquete genera tanto certezas como incertidumbres.

**Una debilidad de los anuncios es que, al dejar a la inflación sin ancla, es difícil evaluar cómo serán afectados los precios relativos, la demanda de dinero y los ingresos reales.**

# Las certezas

- Se agudizará la recesión

El programa es particularmente pro-cíclico. Todas las variables se mueven en la misma dirección: ajuste fiscal más restricción monetaria e iliquidez y caída del salario real y las jubilaciones. El efecto se va a sentir fuerte en el primer semestre. Probablemente empiece una cierta recuperación luego de que aumenten las liquidaciones de la buena cosecha que se espera. Puede ayudar, también, el efecto riqueza positivo que disfrutarán quienes tengan dólares atesorados, al caer sensiblemente la relación salarios/dólar y abaratare los servicios y la construcción.

- La inflación de costos va a afectar sensiblemente a ciertos sectores

Los sectores que utilizan insumos importados van a sentir el impacto en los costos. Es bienvenida la eliminación de las intervenciones en el proceso importador. Pero el Central sigue sin dólares y la forma en que se honrará la deuda pendiente de importaciones no es clara. Si se utilizan bonos, dependerá de la operatoria concreta cuál será el costo para el Central y para los importadores. La compra de los bonos, además, va a tener efectos monetarios contractivos, en principio.

- Se va a acelerar la inflación

La devaluación de Massa demostró que, cuando se devalúa sin ancla nominal, por más que el crawling del tipo de cambio vaya por debajo de la inflación, el passthrough de la devaluación a los precios es muy fuerte y es muy rápido. También en este caso, si las causas son las mismas (devaluación fuerte más crawling peg suave) las consecuencias deberían ser las mismas. El Central se refirió a un "ancla fiscal", pero no explicó en qué sentido ayudaría a dar certeza sobre la inflación futura. El crawling peg al 2%, puede ser crawling, pero no peg: la inflación esperada es diez veces más alta.

- Se va a acordar un nuevo programa con el FMI

Esto puede jugar un rol relativamente positivo. En ausencia de un programa de estabilización, las metas con el FMI pueden ayudar a coordinar expectativas. También podría ayudar a activar otras fuentes de financiamiento.

# Los efectos positivos

**1**

El ajuste va a ser muy costoso para el sector privado. Pero la contraparte es que va a haber un fuerte superávit comercial en el segundo semestre. Va a ayudar a recomponer reservas y aportará recursos para encarar un plan de estabilización.

**2**

Si bien el costo del ajuste fiscal será muy significativo, también va a desaparecer la necesidad de financiar al Estado con emisión. No está claro si el efecto sobre la deuda pública total será tan fuerte, ya que está a resolver la deuda con importadores que podría implicar que el Central se endeude con bonos. Sería bastante paradójico que, luego de licuar las Leliqs, el Central vuelva a endeudarse para pagar importaciones.

**3**

Licuação de Leliqs y pases con tasa de interés negativa. Liberaría al Central de la emisión endógena necesaria para pagar las tasas de interés de sus pasivos. El costo es destruir buena parte de la intermediación financiera, tal como se refleja en el agregado amplio M3.



# Las incertidumbres

## ● Liquidez

Si la cantidad de dinero se licúa al tiempo que la demanda cae, está claro que aumenta la probabilidad de que se produzca un liquidity crunch. Lo que ocurra con la brecha cambiaria depende de la intensidad de la iliquidez. Cuanto menor liquidez, menos brecha.

## ● Costos

Si hay crisis de liquidez por caída de ventas y ausencia de crédito, hay firmas que pueden quedar expuestas; particularmente, las que sean afectadas por la inflación de costos vía insumos importados y ventas en el mercado doméstico. La marca de fábrica de la estanflación es la inflación de costos. De cualquier forma, cuanto mayor sea la falta de liquidez, menor la depreciación del peso y ello puede quitar cierta presión en los costos.

## ● Gobernabilidad

La devaluación de Massa demostró que, cuando se devalúa sin ancla nominal, por más que el crawling del tipo de cambio vaya por debajo de la inflación, el passthrough de la devaluación a los precios es muy fuerte y es muy rápido. También en este caso, si las causas son las mismas (devaluación fuerte más crawling peg suave) las consecuencias deberían ser las mismas. El Central se refirió a un "ancla fiscal", pero no explicó en qué sentido ayudaría a dar certeza sobre la inflación futura. El crawling peg al 2%, puede ser crawling, pero no peg: la inflación esperada es diez veces más alta.

## BOX

### **Todas las empresas deberán revisar sus estructuras de costos**

El impacto sectorial ante los recientes cambios resulta heterogéneo, pero obliga a todas las compañías a replantear sus estructuras de costos. La drástica devaluación, si bien encarece ciertas operaciones, también optimiza otras dinámicas comerciales. El punto es poder levantar la mirada hacia el mediano y largo plazo, entendiendo el impacto del corto.

- En materia cambiaria, sectores como **petróleo y gas**, así como **minería** y aquellos **exportadores de materia prima y semielaborados**, que ya tenían priceado un tipo de cambio oficial más bajo podrían vislumbrar ventajas por el ajuste del mecanismo Blend 80-20, que sitúa el dólar exportador en \$856 tras la aplicación de las nuevas retenciones del 15%.

A pesar de esto, el cese de la obra pública genera incertidumbre sobre la infraestructura necesaria para sostener el crecimiento proyectado en estos sectores. ¿Qué incentivos se presentarán para viabilizar nuevos proyectos mineros bajo un porcentaje de retención superior? Seguiremos con el wait & see esperando el horizonte de tiempo.


- Las importaciones se encarecen con un nuevo impuesto país que pasa del 7.5 al 17.5%, un aumento del 133% sumado a la devaluación, lleva al tipo de cambio a \$940 con **más presión en sectores con alta tasa de importación y orientados al mercado interno.**

- Es crucial prestar especial atención a **empresas endeudadas en dólares** y con limitada capacidad de generar divisas a partir de su producción interna, ya que enfrentarán un fuerte incremento en los costos financieros.
- Estas medidas de emergencia tienen un carácter marcadamente recesivo en su etapa inicial, particularmente en el primer semestre, anticipando un **impacto significativo en los ingresos de compañías orientadas al consumo interno, como empresas de consumo masivo, sector electrodoméstico, y construcción.** La demanda se refugiará bajo un comportamiento defensivo y reordenamiento de la canasta de consumo, suprimiendo lo que no es esencial.
- En cuanto al **sector energético**, aún faltan detalles de implementación de quita de subsidios y más flexibilidad, ya que el primero de enero empieza el retiro de subsidios, pero habrá que considerar cuánto pega la recesión en cantidades vendidas a futuro.



[ejecutivodecuentas@abeceb.com](mailto:ejecutivodecuentas@abeceb.com)

[www.abeceb.com](http://www.abeceb.com)

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