

Informe quincenal de coyuntura

05 de enero 2024

ABECEB



Gestión Milei:

los pros, los contras y los interrogantes

El primer mes de Milei

El gobierno está en su cuarta semana y, aquellos que lo votaron apostando a un cambio de orientación de la política económica, no deben sentirse defraudados. El nuevo presidente le está imponiendo ritmo de shock a su gestión, con iniciativas que atacaron en simultáneo dos frentes esenciales: el ordenamiento de la macroeconomía, a través de las “medidas de emergencia” de Caputo y las reformas estructurales, corporizadas en las desregulaciones vía DNU y en la Ley Ómnibus enviada al Congreso.

El shock está generando una mudanza marcada en el contexto económico e institucional – desde los precios relativos a las regulaciones en los mercados financieros, de bienes y servicios–, con implicancias directas para la gestión de los negocios.

En este contexto vertiginoso, quienes toman decisiones se plantean cuestiones como:

- ✓ ¿Cuáles son los pros, los contras y las implicancias a futuro que es posible identificar en base a la evolución de la coyuntura en el nuevo marco de política económica?
- ✓ ¿Qué pasaría con la efectividad y la consistencia de las reformas si, debido a obstáculos políticos, judiciales o en el proceso de ajuste macroeconómico, algunas reformas se aplican mientras otras no se implementan o fracasan?
- ✓ ¿Cuán difícil podría resultar adaptarse a los cambios y qué ventajas cabe esperar del sendero de reformas elegido en lo relativo a nuevas oportunidades de negocios?

Hay dos enseñanzas de las experiencias internacionales de reforma estructural de las últimas décadas que es útil tener presente.

- **Para ser efectivas, las nuevas reglas de juego deben afianzar su credibilidad de forma rápida y creciente.**

Es vital que se afirme en los mercados la convicción de que los cambios normativos llegaron para quedarse y que son técnicamente viables y políticamente sostenibles. Ganar credibilidad implicaría remover la imprevisibilidad, que es un factor esencial entre los que frenan la inversión y la creación de empleo. Sin previsibilidad es difícil que el país salga del estancamiento que ha llevado a que el PBI per cápita sea hoy 13% más bajo que en 2011.

- **Para asegurar la consistencia técnica en lo económico y la sostenibilidad política, el gobierno debe tomar muy en cuenta las restricciones y anticiparse.**

Milei enfrenta dos restricciones de peso. En la economía, recibe una herencia de regulaciones excesivas e inestabilidad macro y, en la política, cuenta con pocos legisladores para empujar las reformas en el Congreso y no tiene gobernadores.

Para afianzar la credibilidad, Milei necesita mostrar resultados a corto plazo en dos frentes:

1. Ordenamiento macro: debe dar mensajes firmes de que las medidas de emergencia están despejando el camino para implementar un programa integral de estabilización.

2. Iniciativas de reforma: se requieren señales concretas de que se está en condiciones de tratar con eficiencia la Ley Ómnibus en el Congreso y de conseguir un blindaje político y judicial suficiente para las iniciativas ya lanzadas, de forma que sean percibidas como irreversibles.

La batalla por ordenar la macro: pros y contras

Desde el primer día, el gobierno colocó la “emergencia macro” en el centro de su agenda y tiene ciertos avances para mostrar en un contexto que sigue siendo complejo. Los pros y contras que se pueden identificar en la coyuntura:

RESERVAS Y BRECHA CAMBIARIA

El Central pudo comprar cerca de US\$ 3.000 millones. Hubo una fuerte reducción de la brecha, que pasó a fluctuar en el entorno del 20%, después de tocar mínimos del 10%. El riesgo país se estacionó debajo de los 2000 puntos básicos. De cualquier forma, **aun es largo el camino que falta recorrer para acumular reservas suficientes como para lanzar un programa de estabilización.** Que se mantenga el cepo es el síntoma que hace este punto evidente y no ayuda a generar previsibilidad para la evolución futura del tipo de cambio real. Por otra parte, la solución de la deuda por importaciones sigue sin avanzar; la colocación del Bopreal, por ahora, fue magra y probablemente haya algún edulcorante.

AJUSTE FISCAL

El gobierno estructuró su estrategia para la emergencia en torno a un “ancla fiscal”. Para 2024 fijó un déficit global cero en base a un ajuste del 3% del PBI en el gasto público y 2.2% en los impuestos. Se complementó con propuestas de blanqueo, moratoria y suspensión de la actualización de jubilaciones y pensiones. El ajuste fiscal, al menos parcialmente, depende de lo que pase en el Congreso y, también, de que no se aprecie el tipo de cambio real: es que buena parte del incremento de la recaudación lo aportan impuestos al comercio exterior (País y Retenciones) que verían deteriorar su potencial recaudador en caso de apreciación cambiaria. **La aceleración de la inflación sigue jugando a favor del ajuste, pero en contra de la previsibilidad.**

STOCKS DE DEUDA PÚBLICA

La Tesorería colocó deuda por casi 3 billones de pesos y hubo demanda superior a ese monto. Manipulando los diferenciales de tasas, se consiguió reducir el stock real de Leliq y pases; ese stock creció sólo un 6.3% en 30 días. La debilidad es que, al trasladarse pasivos del Central hacia deuda de la Tesorería, lo que hoy aparece como déficit cuasi-fiscal va a figurar en las cuentas de la Tesorería alimentando el gasto público. La licuación sí está siendo efectiva, pero el lado oscuro es que aumenta la represión financiera e impulsa la caída de la demanda de dinero en un contexto en que, estacionalmente, se va a reducir. **Una menor demanda de dinero podría implicar más presión sobre la brecha y, sobre todo, menos crédito para el sector privado, que se encuentra en mínimos históricos.**

PRECIOS RELATIVOS

El tipo de cambio real oficial aumentó sensiblemente; se levantaron controles de precios, los combustibles se acercaron a valores internacionales y se convocó a audiencias públicas para ajustar tarifas. Pero los cambios de precios relativos no son gratis. Estas correcciones suelen acelerar la inflación y exacerbar la volatilidad sobre todo en un contexto en el que el programa de emergencia carece de un ancla nominal sólida: el 2% de corrección cambiaría es poco creíble con la inflación actual y no se estableció una trayectoria bien definida para la oferta monetaria futura. El gobierno reconoció que espera niveles de inflación del 30% y es muy difícil eliminar la inercia cuando la inflación llega a esos niveles. De hecho, las autoridades están alimentando el proceso al indexar las correcciones en el transporte, por ejemplo.

SALARIOS REALES

Tanto en términos del IPC como expresados en dólares, los salarios están muy deprimidos. Lo positivo es que eso va a mejorar transitoriamente la competitividad externa y va a ayudar a ahorrar en importaciones, por la caída de la demanda agregada y el nivel de actividad. Lo negativo es que, si bien el salario formal se va a recuperar parcialmente con las negociaciones paritarias, no hay pautas para la negociación. El segmento de informales no se va a recomponer fácilmente y la caída en la actividad va a cercenar empleos

El desafío central en la macro es aprovechar lo que se vaya avanzando para ir de las medidas de emergencia a un programa de estabilización más estructurado que refuerce la previsibilidad por la vía de anclar expectativas nominales.

La negociación de un nuevo acuerdo con el FMI es una oportunidad para fijar metas que den mayor certidumbre a la política monetaria y la acumulación de reservas. Como se espera que el superávit de cuenta corriente sea importante –probablemente cercano al 2% del PBI– el obstáculo a superar son los meses que faltan hasta el comienzo de la temporada alta de liquidación de exportaciones. Un puente financiero –vía acuerdo con el FMI– que permita manejar la falta coyuntural de reservas ayudaría a estabilizar y dar previsibilidad.

El frente de las reformas: avances e interrogantes

La nueva administración dio pasos decididos en reformas para desregular la economía. Las iniciativas abarcan una extensa gama de mercados de bienes y servicios: alquileres, viajes, seguros, obras sociales, internet y pesca; también se levantan restricciones cuantitativas a importaciones y exportaciones. En el mercado de trabajo el foco se puso en reducir el costo del despido, extender la duración de las pruebas y disminuir los costos de la representación sindical. Un logro temprano fue que dos gremios –comercio y gastronómicos– mostraron interés en el nuevo mecanismo de cese.

Las inconsistencias del paquete de reformas:

La batalla por la sostenibilidad tiene hoy su epicentro en la Justicia y el Congreso. Recientemente hubo un fallo en favor de no innovar en la reforma laboral que el gobierno apelará y el parlamento tratará la Ley Ómnibus en extraordinarias.

El paquete de reformas es débil en el frente de la competitividad. Mientras unos mercados se liberan, otros continúan muy protegidos. La combinación de más retenciones con el impuesto país tiene sesgo anti exportador. La devaluación se usó en parte, como herramienta para recaudar.

Se dieron pasos para liberar el mercado de trabajo y bienes, pero en el campo financiero los mecanismos de represión se han reforzado, como parte de la estrategia de licuación. Va a ser difícil que el sector privado aproveche plenamente las oportunidades que abre la reforma sin una oferta dinámica de crédito.

La reforma es muy amplia e incluye iniciativas de significación muy diferente. **El gobierno no ha marcado sus prioridades y ello abona las reacciones de wait and see en el sector privado y de resistencia en los sectores perdedores.** Varios gobernadores expresaron ya sus quejas, por ejemplo, en la actividad de pesca.

La Argentina es un país con un largo historial de reformas –de diferente orientación– caídas por falta de sustento político o de consistencia técnica. La inseguridad jurídica consiste, justamente, en el cambio frecuente de reglas de juego, resistencia de los sectores afectados que pueden dar vuelta las reformas y que el conjunto de reglas resultante no sea consistente.

Y ahora, las empresas deben tomar decisiones

Un dilema que va a acompañar a quienes deciden en el mundo de los negocios es qué tipo de respuesta ensayar ante el cambio de contexto: en qué momento privilegiar el wait and see y las conductas adaptativas y en qué momento, por el contrario, jugar más agresivamente para aprovechar las oportunidades que puedan surgir.

ESTANFLACIÓN PLUS

- **Lo más probable es que la economía dibuje una “V” pronunciada a lo largo de 2024, con el punto de inflexión hacia mediados de año.** Eso si la inflación va cediendo luego del ajuste de precios relativos, ya que una debilidad central de la actual estrategia es la falta de una política antinflacionaria.
- **En los próximos meses se va a profundizar la situación de estanflación plus** porque el ajuste es muy procíclico y el gobierno necesita la inflación para licuar y ajustar.
- **La demanda de consumo masivo y de durables va a sufrir el impacto.** Un factor que puede mitigar este cuadro es el efecto riqueza de la devaluación para consumidores de alta gama con dólares atesorados. Jugó un rol importante en otras recuperaciones.
- **La liquidez va a escasear por menores ventas y por falta de crédito por la licuación de oferta monetaria.** El gobierno va a seguir absorbiendo buena parte de la capacidad prestable del sistema en su conjunto.
- **El sector no transable y de empresas de menor tamaño será el más expuesto;** su capital de trabajo se va a tensionar. En empresas transables los bajos salarios en dólares serán un bálsamo.

- **Es difícil que se pueda evitar un nuevo salto en el tipo de cambio real por la aceleración de la inflación y la inercia.** Hay que estar atentos a lo que se negocie con el FMI y la meta tanto monetaria como de acumulación de reservas que se ponga. Cuanto más estricta la meta monetaria, menor probabilidad de salto devaluatorio. Con la meta de reservas pasa lo contrario. La recesión juega en contra de la corrección cambiaria porque aumenta el saldo comercial vía caída de importaciones.

Llegar al punto de inflexión de la V, sin embargo, no va a ser suficiente para escalar hacia un nivel de actividad sostenible si no se implementa un programa de estabilización. Cuantas más reservas se acumulen y mayor sea la caída del salario real, más rápida va a ser la recuperación, en este sentido, la economía podría dibujar una V muy pronunciada.

En un escenario exitoso de reducción de la inflación y expansión de la actividad, el nuevo desafío va a ser cómo lidiar con la inflación salarial reprimida; cómo lograr que la recomposición de los salarios reales se produzca sin alimentar la inercia de la inflación y sin que se vuelvan a desacomodar los precios relativos; particularmente el tipo de cambio real. Por supuesto, esta es la clase de problemas que resulta agradable tener.

El largo plazo va a empezar cuando se logre previsibilidad suficiente en la macro y, como consecuencia, las firmas abandonen el wait and see y se larguen de forma decidida a aprovechar las oportunidades que las medidas de desregulación deberían generar.



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

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