

Informe quincenal de coyuntura

31 de enero 2024

ABECEB

**Sin capítulo fiscal,
el gobierno define un plan B**

El ancla fiscal busca su base

La marcha del ajuste fiscal está en el centro de la atención, fundamentalmente porque el gobierno quiere lograr el déficit cero y a medida que corren los días, quedan expuestos los obstáculos. El objetivo es necesario para una economía habituada a gastar sin límites ni fondos, pero el camino para alcanzar la meta presenta obstáculos que el gobierno está decidido a sortear.

Recientemente se produjeron tres hechos con fuertes implicancias para el intento de ordenar las cuentas de la Tesorería y las hojas de balance del sector público y del BCRA:

Más herencia, más ajuste

La porción fiscal de la “herencia recibida” del ex super ministro y candidato Massa terminó siendo peor de lo que se esperaba. En su primer discurso, el actual ministro de Economía asumió que el déficit total que debía recortar era de 5.2% del PBI, pero ahora se sabe que ese déficit ascendió en realidad al 6.1%. Para colocar el déficit total en cero, Caputo necesitará implementar un esfuerzo fiscal adicional de 0.9% del PBI.

Menos recursos

El gobierno decidió retirar el capítulo fiscal de la Ley Ómnibus para destrabar su tratamiento, junto con la ley de impuesto a las ganancias. Con esto debió resignar rubros importantes del ajuste como el cambio de la movilidad para jubilaciones; nuevas retenciones, moratoria y blanqueo y la reversión en ganancias. Por el lado impositivo, ahora hace falta encontrar recursos sustitutos por 1,4% del PBI, que son 2,2% si se agrega el adicional por la mayor herencia recibida.

La ley ómnibus contenía además medidas para reestructurar el mix de activos, pasivos y patrimonio neto del Estado. Se proponía actuar tanto sobre los flujos como sobre los stocks. Sin embargo, los acuerdos con la oposición para tratar la ley obligaron a cambios en la lista de privatizaciones –YPF y Banco Nación– y en las propuestas para el FGS. Los más de US\$ 5.700 millones en acciones de empresas privadas en manos de la ANSES no van a pasar a la tesorería, como se pensaba. Sólo se podrá actuar sobre la deuda intra-sector público.

Los primeros datos que son positivos

Las vicisitudes del ajuste fiscal y las discusiones en el Congreso proyectaron un cono de sombras sobre algunos datos a los que, seguramente, el gobierno hubiese querido darle más centralidad:

Más reservas

El BCRA logró comprar reservas por más de US\$ 6.000 millones desde el cambio de conducción en el Central. Paralelamente, se siguió avanzando en la regularización de las operaciones de importación.

FMI

Gracias al acuerdo con el FMI que aportó US\$ 4.700 millones, se alejó el fantasma de una mora ante los vencimientos con el Fondo y la CAF por casi US\$ 3.700 millones en enero. Recientemente trascendió que el Fondo podría atrasar dos meses la última revisión del acuerdo hasta noviembre, dando más tiempo a la estabilización.



Deuda pública

La Tesorería ha colocado sucesivas licitaciones de deuda, que fueron útiles para mejorar el balance del Central, reduciendo sus pasivos. Las nuevas rondas del Bopreal fueron exitosas, con el primer tramo de US\$ 5000 millones en vías de agotarse.

Campana agrícola

Sigue la recuperación de la oferta exportable con una cosecha de granos que va a alcanzar los 140 millones de toneladas, revirtiendo fuertemente los resultados que dejó la sequía. A pesar de precios internacionales menores, esto aportará positivamente en dos frentes críticos: la cuenta corriente, que pasará a ser fuertemente positiva y la recaudación fiscal, gracias a los ingresos por retenciones.

¿Por qué los datos positivos sobre deuda y reservas –dos variables que el mercado monitorea muy de cerca– no fueron suficientes para detener un incremento de la brecha cambiaria que volvió fluctuar en el entorno del 50%? ¿Por qué el riesgo país no se aleja con más fuerza de los 2.000 puntos básicos?

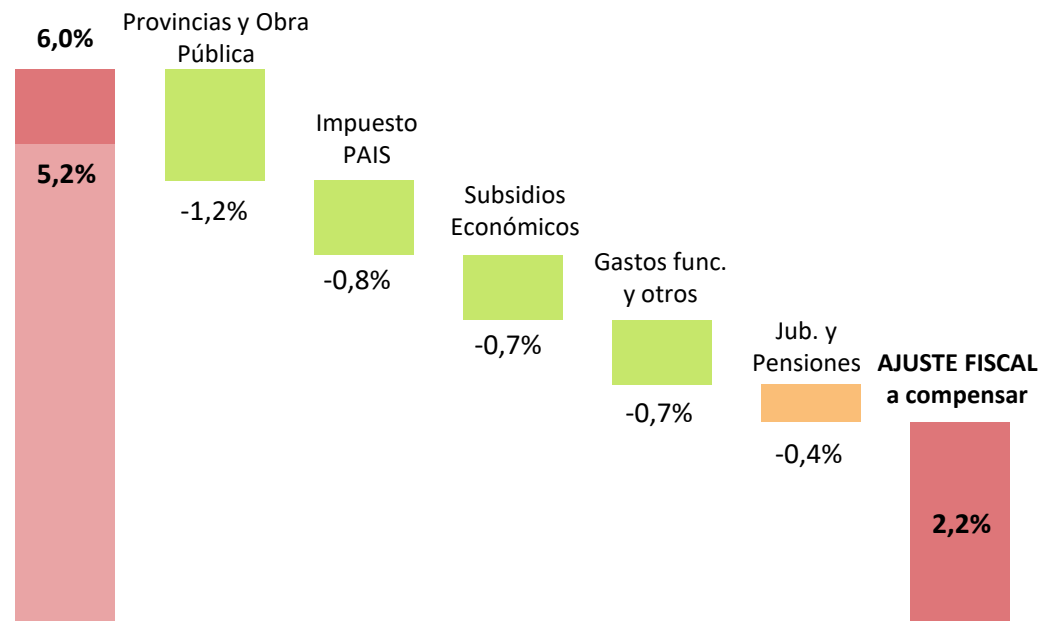
La respuesta es corta: **porque el gobierno no ha logrado todavía despejar las dudas sobre la viabilidad macroeconómica y política del ajuste que propone.**

Sin capítulo fiscal, el gobierno define su plan B

Es fácil comprender la insistencia de Caputo en enfatizar que “el compromiso de llegar a déficit cero no va a cambiar, se apruebe o no la ley” y que cuenta con instrumentos para implementar ajustes que compensen lo que no aprobó el Congreso. Una suerte de plan B está en plena elaboración y no se conocen a ciencia cierta los contenidos, pero los candidatos para el ajuste compensatorio son, en gran medida, los “conocidos de siempre”.

Ajuste fiscal a compensar -en % del PBI

Def. Fin. 23



Combustibles y subsidios tarifarios

Se podría dar por terminada la suspensión de aumentos trimestrales en combustibles líquidos e impuesto al carbono. Es una alternativa tentadora porque se recauda rápido y puede llegar a compensar lo que Caputo pensaba obtener por retenciones (0,4% del PBI). También es posible que se acelere el paso en la corrección en tarifas y transporte. Estas alternativas tienen la fuerte desventaja de ahondar el carácter pro-cíclico e inflacionario del proceso de ajuste, lo que incrementaría los costos en términos de bienestar.

Jubilaciones

En el corto plazo, el ahorro en este rubro no va a mermar aún si se mantiene la fórmula de movilidad. Gracias a la sustancial aceleración de la inflación desde diciembre y la caída del salario real, no debería ser difícil conseguir el ahorro de 0,4% del PBI planeado. De cualquier forma, es sólo comprar tiempo. Si la economía y los salarios se recuperan y la inflación se desacelera, ello va a incidir fuerte sobre el gasto previsional.

Provincias y obra pública

El gobierno ya anunció que uno de los ajustes compensatorios de mayor peso consistirá en un fuerte recorte de transferencias a provincias y obras públicas. Esto estaba previsto que aportara 1,2% del PBI y ahora ese aporte sería mayor. Es también una medida procíclica, además de ser de difícil digestión para los gobernadores, incluidos los dialoguistas.

Las restricciones para el ajuste

Además de las variables fiscales, hay un conjunto de factores macroeconómicos que sin dudas va a influir sobre los grados de libertad que tendrán las autoridades para gestionar el ajuste.

Estanflación

La economía está ya experimentando con intensidad la estanflación que Milei anticipó. Las expectativas de mercado indican que la inflación va a seguir arrojando índices de dos dígitos por varios meses, lo que no sorprende dada la fuerza que tomó la inercia inflacionaria luego de la devaluación y en el marco de sustanciales correcciones de precios relativos. El FMI acaba de revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento para la Argentina y ahora pronostica una caída del PBI de 2,8% para este año. Asimismo, el último dato desestacionalizado del EMAE fue negativo en 1,4% y proyectamos caídas de la actividad no agropecuaria del orden del 6,0%. **Una profundización de la recesión acota los grados de libertad en dos aspectos: complica el ajuste fiscal al disminuir la recaudación tributaria y erosiona la base de apoyo política porque crecen los costos sociales.**

Ingresos reales

El último dato del INDEC sobre el salario ilustra bien lo que está ocurriendo con los ingresos reales de amplios sectores de la población. Los salarios reales de los trabajadores formales, que son los mejor pagados, muestran una caída en noviembre que los ubica un 4% por debajo del registro de un año antes y con **una pérdida del 22% en relación con el último máximo, registrado a mediados de 2017.**

Los efectos colaterales positivos de la recesión

No hay que perder de vista, sin embargo, que una recesión más profunda tendría dos efectos colaterales positivos: **le quitaría ímpetu a la inflación y aumentaría el superávit de cuenta corriente.** Un superávit comercial importante ha sido siempre un factor clave para superar una situación de crisis. Ocurrió con la hiperinflación y con la crisis de 2001-2.

Reservas y tipo de cambio real

La evolución que está mostrando el tipo de cambio real multilateral no es sostenible. Desde el máximo que alcanzó luego de la devaluación de Caputo ha perdido un 27% en términos reales. Obviamente, esto se debe a que el ritmo de devaluación oficial de apenas 2% no es compatible con la inflación. Por otra parte, como el gobierno ha colocado deuda en dólares con el Bopreal, el efecto positivo de las recientes compras de dólares sobre las reservas netas se mitiga bastante. Absorber base monetaria colocando deuda dolarizada no es muy diferente a vender reservas si se toma en cuenta el principio de que es lo mismo una disminución del activo que un aumento del pasivo. Por supuesto, el pasivo desaparecería sí, atraídos por el subsidio implícito, los bonistas utilizaran el Bopreal para pagar impuestos. Pero ello implica sacrificar recaudación tributaria para repagar deuda pública cuando el fisco está luchando por hacerse de liquidez para afirmar el ancla fiscal.

Frente monetario

El presidente ponderó que la circulación monetaria se ubique hoy en mínimos históricos y dijo que estamos más cerca de dolarizar, lo que volvió a generar interrogantes sobre los objetivos últimos que se buscan al licuar activos financieros con tasas de interés ultra negativas. La licuación ha llevado la oferta de M3 y de crédito privado a niveles no compatibles con lo que requiere una economía monetaria del siglo XXI. **Una restricción de liquidez tan marcada puede no sólo ahondar la recesión sino, también, incidir sobre el ajuste fiscal porque los extendidos segmentos del sector privado que carecen de acceso al crédito recurren a la evasión y los atrasos en pagos de impuestos para financiarse.**

La actividad en V y el mundo de los negocios

Las autoridades han hecho un aporte valioso al colocar la austeridad como eje de su accionar. Tanto Caputo como Bausili señalaron repetidamente que el “ancla fiscal” es la piedra basal de su política económica. Sin embargo, la incertidumbre sólo va a disiparse hasta el nivel necesario para que la economía comience a recuperarse cuando se perciba que el ajuste fiscal está funcionando, tanto en el plano macroeconómico como en el político.

Mientras la incertidumbre no ceda, las conductas de wait and see en el ámbito empresarial y del gasto de los consumidores van a seguir siendo fuertes y van a seguir generando impulsos recesivos hasta que la actividad toque el punto mínimo de una trayectoria en V.

No obstante, habrá asimetrías sectoriales marcadas en el camino. Hay sectores que van a liderar la recuperación, como el agropecuario y otros que van a tardar más, como el segmento de consumo masivo. Sin embargo, de la mano del campo y del desatesoramiento de dólares – que ocurriría como contrapartida de un debilitamiento del wait and see–, rubros puntuales de consumo durable y de la construcción podrían recibir un impulso más temprano que tarde.

Un factor determinante en cuanto a las asimetrías va a ser el tipo de ajuste compensatorio que finalmente elija el gobierno. Esto es así porque mecanismos distintos de ajuste repercuten de forma también diferente sobre el ingreso disponible y sobre los precios relativos. El ingreso disponible es el ingreso de los agentes neto de impuestos y subsidios y es un determinante crítico del consumo, la inversión y la demanda de activos financieros. Los ajustes de precios relativos tienen efectos diferenciales porque reconfiguran los incentivos. Por ejemplo, al bloquearse un incremento adicional de retenciones, mejoró la competitividad argentina porque se refuerzan los incentivos para el sector transable.

Luego de situaciones de crisis, cuando la economía se recupera suele hacerlo con rapidez. Ocurrió en 1991 y en 2002, luego de crisis probablemente más severas que las actuales. Jugaría muy a favor, en este sentido, que la cuenta corriente se comporte tan favorablemente como se espera, de la mano de exportaciones que podrían ubicarse en el entorno de los 85.000 o 90.000 millones.

En suma, el problema principal no parece ser que resulte imposible ver la luz al final del túnel sino cómo hacer para transitar el túnel sin descarrilar en el intento. No hay que olvidar que el rol de la política económica es, justamente, diseñar trayectorias que sean capaces, simultáneamente, de minimizar los costos de bienestar de la estabilización y potenciar las señales favorables a la inversión y la creación de empleo. Un primer paso fundamental es especificar claramente el régimen monetario que se desea instalar y una secuencia para las reformas que sea funcional para la toma de decisiones de los inversores. El gobierno tiene todavía mucha tarea para el hogar en relación con esto.




ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

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