

# Informe Quincenal de Coyuntura

*8 de mayo de 2024*

**ABECEB**

**Bajar la inflación:  
prioridad en la agenda**

# Los riesgos de colocar la inflación como prioridad y el clima de negocios

El superávit fiscal del primer trimestre que se ubicó en 0.2% del PBI significó un espaldarazo para la credibilidad del gobierno, pero la masiva marcha universitaria fue un llamado de atención. Los dos sucesos tan contrastantes seguramente le plantearon al gobierno una pregunta determinante para el éxito de su gestión: ¿cómo complementar los progresos en el fortalecimiento del “ancla fiscal” con avances rápidos y tangibles en variables que tengan un impacto positivo sobre el bienestar, de forma de blindar políticamente el proceso de ajuste?

## El pragmatismo juega

En numerosas declaraciones, Milei y Caputo buscan dar respuesta a ese interrogante e intentan comunicar claramente las prioridades de corto plazo de su gestión. Asimismo, se implementaron un conjunto de iniciativas que indican que se está produciendo un giro hacia la realpolitik.

- La evidencia más clara de realpolitik fue la negociación de la ley Bases en el Congreso, donde una mayor dosis de pragmatismo rindió frutos tangibles con la media sanción de la Ley Bases. Este hecho le aportó un éxito político importante al gobierno. La ley es un instrumento imprescindible para impulsar las reformas y para implementar un ordenamiento fiscal más eficiente. Pero los resultados sólo se harán presentes a mediano plazo y, además, falta la aprobación en el Senado. A corto plazo, los efectos en términos de mejoras en los ingresos reales capaces de mitigar los costos del ajuste van a ser muy limitados.

- Ante esto, las autoridades le dan absoluta prioridad a la meta de reducir la inflación. Milei sostiene que su ajuste fiscal no es tan costoso para la gente si se considera que junto con la inflación se reduce el impuesto inflacionario.
  - La apuesta por bajar la inflación de forma drástica en un plazo breve no sorprende. Hay datos alentadores: el ritmo de aumento de los precios se viene desacelerando a una velocidad superior a la esperada; la inflación mayorista ya fue de un dígito en marzo (5,4%) y, probablemente, también será de un dígito la inflación minorista en abril. Por supuesto, como la inercia inflacionaria continúa siendo fuerte, las cifras de inflación son todavía poco compatibles con estándares mínimos de estabilidad de precios.
- ¿Por qué no apostar a una rápida recuperación en “V” como forma de mejorar los ingresos reales y, por ende, el poder adquisitivo de la gente y la rentabilidad de las empresas? El problema básico es que la recesión ha seguido un camino inverso al de la inflación, tendiendo a profundizarse. Al momento de elegir prioridades, las autoridades parecen percibir la evolución actual de la inflación como más prometedora que la trayectoria del nivel de actividad. Por otra parte, tampoco se puede ignorar que intentar reactivar aceptando “un poquito más de inflación” podría dejar al gobierno sin el pan y sin la torta.

# La inercia inflacionaria: un clásico argentino

Las herramientas utilizadas para reducir la inflación tuvieron una fuerte cuota de ortodoxia. Al marcado superávit fiscal se sumó un apretón monetario de proporciones. Las estrategias ortodoxas de estabilización de precios tienen dos debilidades: suelen generar recesiones que pueden ser intensas y suelen ser poco efectivas para eliminar la inercia inflacionaria, sobre todo si es elevada. Esto último es clave en economías con larga historia inflacionaria, en las que el IPC se usa como indexador de contratos y como referencia para negociaciones salariales. La inercia está siendo un dolor de cabeza para las autoridades justamente porque la economía que heredaron vino con una inflación elevada y de larga data.

Esto le plantea un dilema a la conducción económica. Profundizar —y quizás prolongar— la recesión para tratar de quebrar más rápido la inercia inflacionaria podría ser políticamente riesgoso y podría, además, deteriorar aún más la rentabilidad empresarial en un contexto en que el EMAE está cayendo a un ritmo de 3.2% anual y la mitad de los sectores relevados, liderados por industria y construcción, están enfrentando caídas de actividad que pueden superar 10%.

¿Cómo esquivar el dilema? Caputo apeló al pragmatismo. Sin abandonar la ortodoxia fiscal y monetaria, está recurriendo a dos instrumentos que deberían ser considerados redundantes y distorsivos en una política antiinflacionaria ortodoxa.

**El primero es mantener en 2% mensual la corrección cambiaria.** Si se usa el crawling al 2% es porque se considera que controlar la oferta monetaria no es suficientemente potente para controlar la inercia inflacionaria.

**El segundo instrumento usado es interferir en el mecanismo de precios para influir sobre la inflación.** Esto puede incluir desde el precio de prepagas hasta la reticencia a homologar paritarias. O puede llevar a la postergación de incrementos de combustibles y tarifas y a la reducción no anticipada y discrecional de aranceles para ciertos productos (*ver nuestro análisis sectorial abajo*). La prioridad es siempre mantener a raya la inflación, antes que aumentar la eficiencia. Para potenciar esto último habría que tomar en cuenta las estructuras de mercado de los productos liberados.

## La heterodoxia no es gratis. Hay tres riesgos evidentes:

1. Que se atrase el tipo de cambio real.
2. Que se distorsione el proceso de corrección de precios relativos al interferir en la acción de los mercados o
3. Que se deteriore la credibilidad por realizar cambios no anticipados en las reglas de juego, como acaba de ocurrir con la baja de aranceles o con las tasas de interés. La utilización de la “represión financiera” para licuar los pasivos del Central con tasas de interés negativas fue la señal más temprana de pragmatismo y apartamiento de la ortodoxia que dio Caputo.

## ANÁLISIS SECTORIAL

## Reducción de aranceles de importación

En esa línea, el gobierno tomó medidas sobre los aranceles. A la reducción en herbicidas y fertilizantes para amortiguar y mejorar la ecuación del campo a la espera de la liquidación de la cosecha y en vista a la próxima campaña incentivando la siembra del trigo, se aplicaron nuevas bajas en aranceles extrazona en productos e insumos, con el objetivo de bajar costos y mejorar precios de productos finales en el mercado doméstico.

La medida establece la reducción de aranceles para heladeras y lavarropas del 35% al 20%, que quedaría alineado con el Mercosur, los neumáticos para camiones y buses del 35% al 16%, que en su gran mayoría son importados y en insumos plásticos (polipropileno, polietileno y PVC) del 12,6% al 6%. Estas bajas también tendrán impacto en los pagos de impuestos asociados a la nacionalización del 10,4%, 13,1% y 5,4% respectivamente.

Esta medida llega luego de reducir el plazo de pago de fletes y seguros para importaciones con acceso a los dólares en 30 días. Todas las decisiones van en línea con un camino hacia la normalización del comercio exterior.

Sin embargo, si bien el gobierno ve al proceso de apertura comercial como positivo para acompañar la política de reducción de precios e impulso del consumo con mayor competencia, de hecho evalúan lanzar un “Ahora 12” aggiornato para semidurables, debe considerarse el impacto sobre el sector industrial en un contexto que aún es de transición.

Es prematuro para estimar si va a haber pass trough a precios. Es una medida de mediano plazo para alinear certificaciones con el mercado local. Ahora la agenda de las compañías suma una tarea adicional, evaluar el mix de productos: cuánto se produce y cuánto se importa y esto puede tener un efecto negativo potencial en empleo, la recaudación y las inversiones. En tanto, la baja en los insumos del plástico, desafían al sector en un contexto global de sobrecapacidad de producción que puede verse amenazado por exceso de oferta y con prácticas poco competitivas.

# La inflación como prioridad de agenda y las estrategias de las empresas

Las metas de desacelerar la inflación, mantener el ancla fiscal y empezar a abrir la economía son particularmente deseables para una economía como la argentina. Pero los instrumentos que se utilicen al perseguir esas metas son también un factor determinante del éxito. Cabe preguntarse, entonces, desde una perspectiva empresarial, cómo pueden incidir las políticas en curso en el clima de negocios. En este sentido, hay una serie de dilemas que vale la pena considerar.

## ◦ Inercia vs. competitividad

La historia macroeconómica argentina sugiere que pautar un valor fijo o una trayectoria para el tipo de cambio nominal es un instrumento potente para reducir la inercia inflacionaria con mayor rapidez. (Tres casos: la “tablita” de M. de Hoz; el plan Austral y la Convertibilidad). En esos casos la desactivación de la inercia fue acompañada de marcada apreciación del tipo de cambio, desequilibrio externo y, finalmente, fuertes devaluaciones correctivas.

Hoy, a muy corto plazo no se puede descartar un escenario de caída de la inflación con apreciación creciente, dada la prioridad que se le otorga a bajar la inflación. Las firmas del sector transable podrían tener que enfrentar un período de rentabilidad decreciente, al tiempo que las del sector no transable enfrentarían una recuperación de la demanda. En las experiencias anteriores la caída de la inflación y la apreciación fueron acompañadas de expansión de la demanda agregada. La gran incógnita es la sostenibilidad y ello va a jugar en contra de la inversión en la etapa actual.

## ◦ Competitividad vs. reformas estructurales

El gobierno comenzó de manera algo súbita a reducir aranceles. Es una iniciativa, en principio, bienvenida. Pero hay que tener en cuenta que **la competitividad tiene dos determinantes fundamentales: la productividad y el tipo de cambio real**. Los países que implementan reformas para abrir la economía partiendo de una situación de baja productividad normalmente suelen tener un tipo de cambio real más bien subvaluado o, al menos, no atrasado, como hicieron al empezar Corea o China.

**Un tipo de cambio real no atrasado evita que la apertura saque del mercado a empresas cuya productividad es suficiente para dar la batalla por la competitividad. Abrir con un tipo de cambio apreciado puede tornar inefectivas las reformas estructurales al dañar la rentabilidad de empresas viables. Esto podría llevar a la destrucción de empleos en un contexto ya muy recesivo. Ocurrió con las aperturas de los setenta y de los noventa, cuando el tipo de cambio real estaba apreciado. Las firmas deberían revisitar las lecciones de esos períodos a la hora de decidir inversiones.**

## ◦ Macroeconomía vs. Emprendedores

Un instrumento privilegiado de la política antiinflacionaria fue la contracción monetaria. La base monetaria está reducida en valores inéditos y lo mismo ocurre con el crédito al sector privado.

La falta de crédito y de liquidez son factores clave detrás de la recesión actual y, adicionalmente, desalientan el emprendedurismo, que es un insumo vital de una reforma exitosa.

**La apertura comercial, por ejemplo, tiene más chances de éxito cuando se hace en un contexto de expansión de la actividad, precios relativos equilibrados y abundancia de crédito para invertir. Ninguna de estas condiciones hoy se observa. Las firmas con capacidad de autofinanciarse o acceder a crédito externo tienen hoy una ventaja competitiva clara.**

## ◦ Cepo vs. vulnerabilidad externa


Una condición básica para manipular el tipo de cambio es contar con reservas. El país hoy no las tiene y el tipo de cambio real perdió un 43% de lo que ganó con la devaluación de diciembre, lo que no favorece la acumulación de reservas. Asimismo, si la economía se reactiva, aumentarán las importaciones. Lo que sí juega muy a favor es la superación de la sequía y un amplio superávit esperado de cuenta corriente, que puede rondar el 2% del PBI.

Es difícil saber cuál de estos factores pesará más, pero **cuanto más lenta resulte la acumulación de divisas, más se prolongará la espera para levantar el cepo.** Además, si el cepo se desactiva con reservas poco abundantes, la economía sería más vulnerable a shocks. Entre los shocks que fueron relevantes en el pasado figuran: una apreciación del dólar en el mundo –hirió de muerte a la convertibilidad desde 1998–; una reversión súbita del carry-trade; una caída de los términos del intercambio; o incrementos no sostenibles de salarios. **En este escenario las firmas deberán calibrar con cuidado su grado de exposición a shocks devaluatorios, sea en el plano financiero o de la economía real.**



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

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

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