

Informe Quincenal de Coyuntura

11 de abril de 2024

ABECEB



**Las finanzas respiran,
la actividad se queda sin aire**

La nueva señal política: una Ley Bases que busca consensos

En varias entrevistas, Milei y Caputo aportaron precisiones relevantes para evaluar el rumbo futuro de la coyuntura. Se refirieron a las estrategias que piensan llevar adelante para consolidar los avances y garantizar el mínimo de estabilidad que se requiere para superar la recesión y recuperar el crecimiento sostenido. Enfatizaron, en particular, que el ancla fiscal y la política cambiaria están firmes y ratificaron que, para acceder los recursos fiscales y los dólares necesarios para sustentarlas, piensan recurrir a un generoso blanqueo y a una moratoria.

Esta semana también se conoció la nueva versión de la Ley de Bases, que tiene menos artículos y pone el foco en tres aspectos: una reforma de procedimientos administrativos que busca desburocratizar, el fortalecimiento de la competencia, y un régimen de incentivos a la inversión.

En cuanto a la desregulación económica (art 70), en el nuevo proyecto se precisa el alcance de las facultades otorgadas al Ejecutivo vinculadas a la posibilidad de derogar o modificar leyes. Ahora solo tiene la posibilidad en aquellas que generen de forma manifiesta, distorsiones en los precios de mercado, sobrecostos en el sector regulado, o la escasez de bienes y servicios sin justificación de interés público suficiente o que impliquen la constitución de monopolios artificiales en actividades en las que sea posible la competencia; o se vinculen con la negociación de instrumentos de oferta pública a los fines de fomentar el uso de los mismos. Pero sobre todo se aclara (antes no estaba) que se exceptúa toda modificación o derogación de las regulaciones en materia de salud, previsional y laboral, probablemente en aras de facilitar el consenso.

En las negociaciones con las provincias, el gobierno hoy evita discutir y excluye en esta nueva versión las modificaciones a las normativas de actividades sensibles a nivel regional (biocombustible, tabaco, pesca, carne y turismo). Siguen los cambios en petróleo y gas, garantizando libertad de comercio exterior y eliminación de la fijación de precios. En tanto, el RIGI que en su versión original tenía un techo de USD900M, incorpora la categoría exportación estratégica de largo plazo para “mega proyectos” de USD1000M o más por etapa, como un “RIGI plus” con condiciones diferenciales de acuerdo a su especificidad que corrige las limitaciones de la primera propuesta. Ahora podrían sumarse, por ejemplo, los proyectos de GNL, hidrógeno y cobre.

El gobierno ha trazado con claridad los principios que lo inspiran y ello constituye una fortaleza en la medida que resulta funcional para coordinar las expectativas en un escenario amigable con la inversión y la toma de riesgos empresarios. Sin embargo, no hay que perder de vista que la escasez de recursos tanto económicos como políticos suelen dar lugar a difíciles dilemas cuya resolución suele demandar una cuota de pragmatismo.

Es probable que la conducción económica no dude en alejarse puntualmente de la ortodoxia en función de priorizar los dos objetivos clave de su agenda: reducir la inflación y ajustar las finanzas públicas. Este es un dato que quienes toman decisiones financieras y productivas deberían tomar muy en cuenta a la hora de evaluar posibles iniciativas del gobierno y cómo podrían afectar a su organización. Como todo hombre de negocios sabe por experiencia, el “diablo suele estar escondido en los detalles”; y la rentabilidad de las inversiones, también.

Mientras las finanzas respiran, el nivel de actividad pierde oxígeno

En marzo y lo que va de abril, las mejores noticias vinieron del ámbito financiero y las menos alentadoras fueron las de actividad, recaudación tributaria e ingresos de las familias. La inflación, si bien no muestra una dinámica brillante, sigue evolucionando muy por debajo del pico de diciembre.

La tasa de riesgo país

Está cerca de los 1200 pb, gracias a una recuperación en la paridad de los bonos, dentro del clima favorable de los mercados por los superávits fiscales de los primeros meses. Lamentablemente, el nivel de riesgo es aún muy alto como para reactivar la oferta de crédito privado, lo que impulsaría la esperada recuperación en V.

La brecha cambiaria

Se ubica ya entre el 15% y el 20%, mientras el BCRA sigue disfrutando de una extendida racha compradora, que le permitió comprimir el saldo negativo de reservas netas. Para esto es clave no sólo las liquidaciones de los exportadores en el CCL (por el mix 80/20) sino también, la marcada astringencia monetaria que incentiva el desahorro de dólares.

Las cifras de actividad

Reafirman la profundidad de la recesión. La producción industrial cayó un 9.9% anualizado en febrero y lo hizo por noveno mes consecutivo; hubo caídas en todas las ramas. El único aliciente es que la caída se atenuó levemente en términos desestacionalizados en relación con febrero. La construcción se contrajo un impactante 24.6%. Una baja de esa magnitud juega muy a favor de la desaceleración de los precios.

La recaudación

En el marco de la recesión, se verificó una fuerte caída de la recaudación (12,1%), lo que va a dejar su huella en el resultado primario, a pesar de la contracción del gasto. Según un informe de ASAP, el superávit financiero podría volver a ser negativo en marzo. El comercio exterior sigue siendo el puntal de la recaudación, con el Impuesto País liderando las subas. IVA y la seguridad social muestran caídas de magnitudes poco frecuentes, lo que habla de una demanda de bienes y trabajo muy debilitada.

La inflación

En CABA (13.2%) se desaceleró casi un punto pero la inercia sigue fuerte, sobre todo si se con la pauta de devaluación oficial del 2%. Un arma para debilitar la inercia sería que los contratos se corrijan en función de la inflación futura y no de la pasada. Por eso no sorprende la negativa de las autoridades a homologar convenios salariales –como el de camioneros– que no se ajusten a esa pauta. En la misma línea se inscriben las quejas oficiales contra las prepagas, la apertura a ciertas importaciones y la decisión de retrasar algunos aumentos de tarifas, que pasaron a abril. Es un buen ejemplo de pragmatismo: la no homologación salarial y un ritmo de devaluación muy inferior a la inflación son instrumentos de “política de ingresos” que se usan para combatir la inercia, pero son poco consistentes con la visión de que la inflación es un fenómeno exclusivamente monetario.

La disciplina monetaria no afloja

La oferta total de dinero (M3) se sigue contrayendo a paso acelerado igual que el crédito al sector privado; sólo en el último mes cayeron un 4% en términos reales. Además de reducir la inflación, la falta de pesos y de crédito podrían ser funcionales para “banicar” un eventual mayor atraso cambiario. El gobierno busca que el flujo de oferta de dólares sea en el futuro muy superior al de pesos. Para lograrlo, además de no emitir, se espera el desprendimiento de dólares: si no hay crédito y los ingresos caen por la recesión, la gente deberá vender dólares para tener liquidez. Además, un blanqueo exitoso generaría una fuerte entrada de dólares.

El ingreso de las familias

Según el INDEC, el ingreso per cápita familiar al terminar 2023 era similar al de cuando finalizó la pandemia. Desde 2017 perdió un 27% de su valor. Difícilmente vaya a mejorar en el marco de la estanflación. Entre enero y febrero los salarios formales perdieron contra la inflación según marca el Ripte. Son malas noticias para los sectores de consumo tanto básicos como durable.

La evolución del tipo de cambio y las consecuencias para la microeconomía

La Argentina es un país volátil y las fluctuaciones del tipo de cambio real son la prueba más clara. Si se comparan los cuatro meses que siguieron a la devaluación de Massa en agosto del año pasado con los cuatro meses que transcurrieron desde que Caputo devaluara en diciembre, se comprueba que en el primer caso el tipo de cambio real se apreció un 35% y en el segundo lo hizo en un impactante 39%.

El tipo de cambio real actual tiene a favor que todavía muestra un nivel que es alrededor de 30% más competitivo que el que dejó Massa, pero hay que considerar que, por un lado, el tipo de cambio mostraba un atraso importante el 10 de diciembre y, por otro, la apreciación actual es un proceso que continúa avanzando debido a la marcada diferencia entre la inercia inflacionaria y la devaluación oficial del 2%.

Este es un flanco débil cuando se evalúa la sostenibilidad y va a ser una fuente de difíciles dilemas:

- I. En la Argentina, la devaluación es recesiva, acelera la inflación y encarece los alimentos. Esto genera incentivos para que el gobierno tolere un mayor atraso cambiario a fin de no agravar la recesión. Es una estrategia políticamente tentadora, sobre todo si para financiarla se cuenta con los dólares de un fuerte superávit comercial como el que se proyecta y se lo complementa con un blanqueo exitoso.
- I. Para reducir la inflación, además de no devaluar, el gobierno podría abrir las importaciones y reducir aranceles de forma selectiva, como acaba de hacerlo con ciertos alimentos e insumos del campo. La necesidad de reducir la inflación podría pesar más que las consideraciones de eficiencia. Las empresas que compiten con importaciones podrían sufrir el doble embate de un tipo de cambio menos competitivo, una protección menor y un salario más caro en dólares. Por ahora, no obstante, es difícil que se remueva la protección que brinda el Impuesto País porque se necesitan los recursos.


- III. Un dólar más barato reduce el valor de las divisas atesoradas y, por ende, los incentivos y fondos para invertir en propiedades. Esa inversión ayudó a la reactivación luego de devaluaciones fuertes en el pasado y si ahora no opera por un eventual atraso cambiario, los efectos de la caída de la obra pública se van a sentir con más fuerza en el sector de la construcción.
- III. El lado B de la buena evolución financiera reciente es que el valor en dólares de la deuda indexada se está incrementando a gran velocidad por la apreciación cambiaria. Las ganancias en dólares son un incentivo para la compra de títulos públicos, pero abonan la fragilidad financiera del fisco al exponerlo a la amenaza de un sudden stop si las actuales expectativas de apreciación del peso –ancladas en la regla de devaluación de 2%– se revierten. La Argentina sufrió repetidos episodios de sudden stop disparados por cambios súbitos de expectativa. Por otra parte, la apreciación cambiaria reduce el valor real de los impuestos al comercio exterior que, hoy por hoy, están sosteniendo la recaudación.

Entonces, la gran pregunta de hoy es no sólo cuándo se empieza a salir de la estanflación sino en qué condiciones se sale. Una recuperación que ocurra de la mano de un tipo de cambio poco competitivo va a enfrentar dificultades para mantener a la economía creciendo cerca del pleno empleo. Las reformas estructurales, obviamente ayudarían, pero las firmas del sector transable verían igualmente disminuida su competitividad.



ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

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