

# Informe Quincenal de Coyuntura

*14 de marzo de 2024*

**ABECEB**



**Del modo emergencia  
al modo estabilización**

# La hiperactividad de Milei

*El gobierno de Milei se ha mostrado hiperactivo en lo económico. Esta dinámica quizás se deba a que la economía empieza a transitar el bimestre en el que, según anticipó Caputo, se va a observar “lo peor del ajuste”. Si pretende evitar una erosión temprana de su capital político, el gobierno necesita conservar la iniciativa.*

La hiperactividad incluyó iniciativas referidas tanto a las reformas estructurales como a las necesidades más urgentes del programa de emergencia:

- Milei inauguró las sesiones ordinarias convocando al Pacto de Mayo. La iniciativa tiene un doble propósito; por un lado, llenar el vacío en cuanto a reformas estructurales que se produjo con el empantanamiento de la Ley Ómnibus y de parte del mega DNU y, por otro, abrir un espacio para la negociación con los gobernadores.
- El Banco Central continuó reestructurando agresivamente su hoja de balance con ayuda de la Tesorería vía recompras de bonos y colocando el Bopreal. Además, Bausili redujo la tasa de los pasivos en 20pp, eliminó el límite para las tasas de plazo fijo y flexibilizó las restricciones para la exposición de los bancos al riesgo estatal. Son medidas que muestran que la licuación de los pasivos del Central tiene prioridad por sobre la necesidad de recomponer la muy alicaída demanda de dinero.
- La Tesorería logró reestructurar los vencimientos de deuda por 42,6 billones, de forma de despejar sensiblemente los pagos de intereses durante el año.
- Luego de reuniones con firmas del ramo para discutir precios, se anunció una mayor apertura comercial en rubros de la canasta básica, lo que habla de un cierto temor respecto de la evolución de la inflación en marzo.

## La hiperactividad tiene su lado B

Algunas de estas medidas pueden jugar en contra de coordinar las expectativas del sector privado en el deseado escenario de reducción de la inflación con recuperación en V para la segunda mitad del año.

- La emergencia es enemiga de la prolijidad y al sector privado se le hace difícil formarse un cuadro de lo que viene con medidas repentinas como la reciente reducción de las tasas de interés, la apertura a las importaciones de productos de la canasta básica y la resistencia a convalidar aumentos acordados en paritarias más allá de cierto nivel. Parece que el gobierno desea hacer política de ingresos sin que se note, lo que no ayuda a reducir la incertidumbre en la toma de decisiones empresarias.
- Algunas iniciativas de emergencia colisionan con los principios de reforma estructural. El punto uno del decálogo que presentó Milei es la defensa de los derechos de propiedad, pero fijar una tasa de interés negativa cuando existe un cepo equivale a licuar los derechos de propiedad a quienes demandan pesos para mejorar el patrimonio neto del Central. Al crear incentivos para demandar dólares en vez de pesos, abre interrogantes sobre la consistencia entre la política monetaria y la cambiaria.

# Cien días: logros y efectos colaterales no deseados

El gobierno actuó con gran determinación en tres frentes clave: corrigió el atraso del dólar oficial; llevó el déficit fiscal a cero y redujo fuertemente la emisión monetaria. Un conjunto de datos positivos que se ha mantenido y en algunos casos se reforzaron, pero también subsisten restricciones y efectos colaterales no deseados:

- **El Banco Central continúa recomponiendo reservas**, aunque aún son negativas (US\$ 3000 millones) y todavía siguen vigentes restricciones al pago de importaciones y deudas, a pesar del alivio que trajeron las sucesivas colocaciones del Bopreal. La recesión va a mejorar el superávit comercial por las menores importaciones, lo que ayudará con la acumulación de reservas en un contexto en que están cayendo los precios internacionales de productos que exportamos. No se esperan problemas para cumplir con la meta acordada con el FMI.
- La buena noticia es que **la tasa de inflación volvió a descender** en febrero, (13,2%), con el agregado de que los alimentos esta vez estuvieron entre los rubros que subieron menos que el promedio. No fue gratis. También se está profundizando la recesión, como lo marca el EMAE que cayó 4,5% en diciembre. De cualquier forma, en marzo van a incidir los cambios de precios relativos con fuerza. Se verá cuánto afecta la medida de apertura.
- Un factor que le quita brillo a la desaceleración es que **la devaluación sigue muy de atrás a la inflación**. Si la desaceleración se “compra” con atraso cambiario no va a durar porque más temprano que tarde la retracción en la liquidación de exportaciones y la especulación financiera actuando sobre la brecha, van a forzar una adecuación del tipo de cambio. **A medida que la brecha se achica, el mix de tipo de cambio de los exportadores también pierde competitividad.**
- **Reducción del riesgo país y de la brecha cambiaria.** Son dos hechos positivos que se dieron en gran medida, gracias al control del déficit fiscal y de la emisión de dinero. No habría que pasar por alto que las mejoras en la paridad de los bonos ocurrieron en el marco de tasas de interés implícitas en dólares muy elevadas, que invitaron al carry trade al mantenerse firme la regla del 2% de devaluación. **Es una situación poco sostenible que, para perpetuarse, requeriría que la inflación se adapte rápidamente al ritmo de devaluación.** Por ahora, la inflación supera por más de 10% a la devaluación y la inercia inflacionaria es aún muy potente. La larga experiencia de atrasos cambiarios en la Argentina, desde la Tablita de M. de Hoz hasta Massa nos dice que con alta probabilidad será el tipo de cambio el que se adapte a la inflación y no al revés; aunque también nos dice que es difícil predecir el timing con que ello podría ocurrir.
- **El gobierno sigue controlando la emisión monetaria.** De hecho, al reducir las tasas de interés conseguirá un ahorro mensual de más de 500 millones de pesos en intereses por pasivos. Esos intereses alimentaban la emisión y eran esterilizados. El efecto colateral de la medida es que debilita aún más la demanda de dinero, lo que parece poco sostenible por el riesgo de que parte de los plazos fijos se vuelquen a dólares o activos dolarizados, ampliando la brecha. Se da una situación paradójica: el Central paga menos intereses en pesos al bajar la tasa de pasivos, pero esos intereses son más elevados en dólares porque hay una diferencia de casi 4,5% mensual entre la tasa de pasivos y la devaluación. Ningún desajuste exponencial de esa magnitud es sostenible.
- **El ajuste fiscal sigue firme.** Las dudas se plantean respecto de la sostenibilidad futura. A la cuestión ya conocida de que el ajuste depende excesivamente de la licuación de los gastos previsionales y sociales, se agregan ahora las rispideces con las provincias por la retracción de las transferencias, los atrasos en pagos de subsidios eléctricos y los efectos de la recesión. En febrero la recaudación cayó 11% en términos reales, por la retracción en la recaudación tributaria doméstica y en seguridad social. Los soportes principales de la recaudación pasaron a ser el impuesto país y los vinculados al comercio exterior. Si el atraso cambiario se profundiza o el FMI insiste en eliminar el impuesto país, el gobierno se verá aún más restringido en su liquidez.

# De la emergencia a la estabilización

*La capacidad para mantener expectativas favorables en el mundo de los negocios y en la población va a estar relacionada con que se vea resultados en tres frentes: descenso sostenido de la inflación, reversión de la recesión y creación de empleo. No obstante, es difícil que estos resultados se consoliden si persisten dudas en los mercados y las firmas sobre la sostenibilidad de los logros que se van cosechando.*

Aún se percibe un sesgo de confianza sabiendo que el rebote será heterogéneo. Cobra fuerza la idea de ecosistema porque los sectores más golpeados por la recesión, como la industria, la construcción y el comercio, que dependen del mercado interno, asumen su riesgo de rebote atado a la recuperación del ingreso, del consumo y de un horizonte sostenido, pero también proyectan interrelaciones con los sectores más dinámicos como petróleo, gas, minería y agroindustria.

Estas actividades fueron relativamente menos afectadas por la caída del nivel de actividad porque son exportadoras y están integradas a la economía mundial. Están transitando una etapa de crecimiento que puede ser acelerada por decisiones de inversión vinculadas a proyectos de gran escala que requieren, fundamentalmente, de un horizonte de seguridad jurídica y estabilidad.

La percepción de sostenibilidad ganaría mucho si el gobierno y la oposición encontraran un espacio e instancias de negociación que permita pasar del modo “gestión de emergencia” -con medidas en secuencia y difíciles de anticipar-, al modo “gestión de normalización”, sobre la base de un programa de estabilización que sirva como guía para alinear las expectativas del sector privado en un escenario de recuperación en V robusta y sostenible.

## Los próximos pasos que espera el mercado

Cuando se piensa lo que debe venir después de los cien días desde esta perspectiva, hay algunos puntos que parecen evidentes:

### Eliminar el sesgo excesivamente procíclico que tiene el ajuste de la macro

Cuanto más profunda sea la recesión más se van a deteriorar tanto el nivel de ingresos de la población como la recaudación tributaria y las expectativas de rentabilidad de las firmas, retrasando las decisiones de inversión y empleo de las firmas.

### Robustecer la disciplina fiscal dotándola de acuerdos políticos que la sostengan en el plano federal y social

Como lo hizo notar el FMI, en línea con lo que se acepta naturalmente en la OECD, el crecimiento inclusivo es la mejor base de apoyo para el crecimiento sostenido.

### Proteger la competitividad del tipo de cambio real y eliminar el cepo

La vuelta de la V va a ser más sostenible cuanto más competitiva sea la economía porque sería posible compatibilizar crecimiento con recomposición de reservas. Las promesas de respetar los contratos son más creíbles para los inversores externos si el país no sufre un racionamiento en sus reservas.

### Robustecer la demanda de dinero con tasas de rendimiento razonables

Sin este requisito es difícil que se recomponga el crédito al sector privado, que es vital para el consumo y el capital de trabajo. Hoy la relación entre M3 y el PBI está en mínimos históricos y los fondos prestables los absorbe en su mayoría el sector público. La compra de reservas es una forma genuina de re monetizar la economía.

Un escenario con el gobierno en modo estabilización y la economía en recuperación en V robusta y sostenida presenta desafíos a nivel empresa. Una perspectiva sectorial puede ayudar a ver las diferencias en la velocidad e intensidad de la recuperación de cada rama de actividad económica, sin embargo, la adaptación al nuevo escenario será despareja dependiendo de las capacidades y dificultades de cada compañía.




# ABECEB

hacemos **más real** 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)