

# Informe Quincenal de Coyuntura

*03 de julio de 2024*

**ABECEB**



**EL DILEMA DE LA SEGUNDA ETAPA  
DESINFLACIÓN VS AUMENTO DE LA INVERSIÓN**

## Cepo y política cambiaria

### El mercado quiere definiciones que el gobierno hoy no puede dar

---

Milei logró en junio dos objetivos valiosos. Se aprobó la Ley Bases que busca reactivar la inversión privada en grandes proyectos y, además, la desinflación no perdió vigor, con una quinta caída mensual consecutiva en mayo. Son dos logros muy importantes, sobre todo si se considera la herencia de inestabilidad y la debilidad de la representación parlamentaria de LLA.

Es probable, por lo tanto, que las autoridades esperaran un comienzo de julio con mercados tranquilos o, incluso, relativamente optimistas. Está ocurriendo todo lo contrario. El riesgo país trepó más allá de los 1500 puntos básicos y la brecha cambiaria supera el 50%.

En este escenario, la Fundación Pensar, el think tank del Pro, difundió un primer informe evaluando los seis meses de la gestión de Milei. Como acierto destaca que la economía comienza a ordenarse con la consolidación del déficit fiscal cero y exalta los avances en la baja de la inflación. Pero también advierte que la actividad y el empleo siguen cayendo y que los ingresos no logran ganarle a la inflación acumulada y arrastra al consumo. “Contribuyen de manera negativa la elevada brecha cambiaria y la caída en el consumo”, advierte. Este documento del principal aliado del gobierno tuvo gran repercusión en esta semana de volatilidad.

# Anuncios que no aclaran las dudas

¿Subestima el mercado la significación de la Ley Bases para la inversión y de la baja de la inflación para la estabilidad?  
**No, para nada.**

Las dudas no se refieren a lo que se observa en la escena sino al backstage; el espacio donde se toman las decisiones. El mercado parece no estar convencido de que el esquema actual de política —y ciertas decisiones como la baja de tasas de mayo—, sea suficiente para lograr lo que se busca: un fuerte impulso a la inversión privada y el “aniquilamiento” de la inflación.

En un intento por descomprimir la presión de los mercados, Caputo y Bausili anunciaron el comienzo de una nueva etapa para la política económica.

La propuesta se articula en torno a tres ejes que traen beneficios, pero también costos:

## 1. EMISIÓN CERO

*Para no emitir se pasarán los pasivos del Central a la Tesorería. El único cambio de relevancia es que ahora será la Tesorería la encargada de abonar los intereses de las nuevas Letras de Regulación monetaria.*

### Beneficios

Reafirma el compromiso del gobierno de hacer la convergencia a una tasa de inflación muy baja. La tesorería se compromete a mantener inmovilizados los pesos que obtendrá al colocar las Letras a interés variable. Obliga de hecho a la Tesorería a mantener el superávit primario para no presionar sobre un mercado de deuda pública al que le agregará las Letras de Regulación.

### Costos

Supone una colaboración estrecha entre el fisco y el Central y se desdibujan las atribuciones y funciones del Banco Central y la Tesorería. Tampoco se define qué régimen se aspira instaurar. Por ejemplo, si se busca un régimen de tipo de cambio fijo, la economía se remonetiza acumulando reservas; si se busca uno flotante, no se sabe cuál sería la estrategia para remonetizar, una vez que los pesos depositados por la Tesorería en el Central se agoten. **Esta indefinición no ayuda a estabilizar expectativas de mercado.** El costo de servir la deuda pública no desaparece, los intereses que deja de pagar el Central los abona la Tesorería.

## 2. RATIFICACIÓN DE LA POLITICA CAMBIARIA Y EL CEPO

*Se mantiene el crawling al 2% y el blend 80/20 para exportadores. No hay fecha para remover el cepo ni especificación de una estrategia para liberarlo.*

### Beneficios

La desinflación será más rápida que si se opta por la alternativa de acelerar el crawling para evitar un mayor atraso cambiario. Se despejan las dudas que surgieron, por un lado, luego de conocerse el Staff paper del FMI, que sugería que el tipo de cambio real arrastra un cierto atraso y se mostraba a favor de eliminar el blend y, por otro, a raíz de que el BCRA no pudo acumular reservas en junio.

### Costos

Seguirá la erosión de la competitividad hasta que la inflación, eventualmente, converja al 2% de devaluación o menos, dada la restricción de emisión cero. Esto juega contra el objetivo de acumular reservas. Además de la apreciación del peso, está el efecto del blend. Si el 20% de las exportaciones va a alimentar la oferta en el CCL y no las reservas del Central, el superávit comercial no será suficiente para que se acumulen reservas. Podría compensar la entrada de capitales, pero es difícil con tasas de interés tan bajas e incertidumbre cambiaria. De hecho, el blend representa una intervención no convencional en el mercado de cambios que, si bien contribuyó a deprimir la brecha cambiaria, como toda intervención tiene un costo en reservas; se calcula que por esta vía el Central dejó de acumular cerca de US\$ 10.000 millones.

## 3. REDUCCIÓN DEL IMPUESTO PAÍS

*Compromiso de reducirlo del 17.5% al 7.5%, una vez que esté en vigencia el cambio en Ganancias.*

### Beneficios

Reduce la protección en favor de mayor competencia con productos importados, abarata esos productos ayudando a la desinflación y está en línea con lo que pide el FMI.

### Costos

Se trata de una “revaluación fiscal” que, a diferencia de una “devaluación fiscal” resta recursos al fisco e incentiva las importaciones. Va en contra de los muy ponderados superávits gemelos. No es un cambio menor. El impuesto país viene siendo uno de los soportes de los ingresos fiscales, lo que es clave en una economía en recesión. En junio la recaudación cayó el 14.7% real y el impuesto país aportó casi 7% del total recaudado. Más allá del aporte que haga el paquete fiscal una vez reglamentado, lo cierto es que se achica fuerte el margen para seguir procrastinando la corrección tarifaria para aplacar la inflación. **Con menos impuesto país, las importaciones van a subir reduciendo el saldo comercial y debilitando la acumulación de reservas.**

# El dilema de Milei: desinflación vs inversión

La nueva etapa tiene mucho de la anterior, las medidas para evitar que los desequilibrios se amplíen son escasas y los costos de mantener ciertas políticas distan de ser nulos. A la luz de estas iniciativas, no es difícil conjeturar por qué estamos presenciando una escena en la que el impacto positivo de la Ley Bases y el paquete fiscal no es el que las autoridades esperaban.

- La otra cara de la moneda de una desinflación tan acelerada es un tipo de cambio que pierde valor real de forma también acelerada; en sólo seis meses el tipo de cambio real resignó el 46% de lo que ganó en diciembre con la devaluación.
- La contracara de la caída del tipo de cambio real es que el Banco Central dejó de acumular reservas en junio, en un contexto en que se avecinan compromisos importantes por deuda e intereses.
- Como el Central dejó de acumular reservas y la brecha se amplió, levantar el cepo se hizo muy riesgoso y, en consecuencia, la fecha de eliminación se pospuso sine die (Milei dijo: “el tiempo es de Dios” cuando le preguntaron por fechas).
- *El cepo desincentiva tanto la inversión productiva que busca fomentar el RIGI como la repatriación de dólares que trata de generar el blanqueo. Nadie invierte si no está seguro de poder girar dividendos y de importar libremente los bienes de capital y los insumos que necesite. Nadie repatriará capitales como exige el blanqueo, si la puerta de salida permanece entornada.*

*Bajo el actual esquema de política hay una relación inversa entre la duración de la desinflación y la duración del cepo. Para que la desaceleración de precios siga a paso rápido hay que mantener el crawling por debajo de la inflación, lo que implica que el tipo de cambio real se seguirá deteriorando, las reservas seguirán siendo insuficientes y la fecha de vencimiento del cepo se seguirá alejando.*

***Este esquema genera un trade off o dilema entre desinflación y aumento de la inversión. Si para acelerar la desinflación se perpetúa el cepo, los incentivos para la inversión y la repatriación de capitales vía blanqueo van a seguir siendo excesivamente débiles y las reformas estructurales perderán la capacidad de actuar como catalizadores para la reactivación y la creación de empleos.***

# No hay modificaciones en el esquema cambiario

Hasta ahora, el gobierno privilegió el objetivo de reducir la inflación aún a costa de inducir fuertes efectos colaterales no deseados como la profundización de la recesión, un tipo de cambio que pierde competitividad y una incipiente destrucción de empleo, a pesar de lo deprimido del salario real. Es difícil hacer negocios en un contexto así y por ello no sorprende que las cifras que dio a conocer el INDEC marquen un desplome anual del 23.4% en la inversión productiva.

La apuesta por la desinflación rápida tenía sentido, no obstante, porque el retraso de la Ley de Bases y del paquete fiscal dejó a las autoridades casi sin herramientas para incentivar la inversión con reformas estructurales.

**Esto acaba de cambiar con la aprobación de las leyes y, quizás, es ése el factor que está en la raíz de las dudas del mercado: varios de los efectos colaterales que dejó la estrategia de desinflación acelerada constituyen hoy un peso muerto para los incentivos de inversión y la reactivación y no está claro, por ahora, qué se está elaborando para solucionarlo.**

*No queda mucho tiempo para hacer el delivery; para mejorar el clima de inversión y la creación de empleo. Las elecciones de 2025, que según afirmó el presidente, le deberían dar el poder en el parlamento para completar las reformas, están cada vez más cerca y el riesgo de que el capital de “paciencia” con que cuenta el gobierno sufra una amortización acelerada está siempre latente en una economía con cepo.*

Más allá de las declaraciones, es muy probable que el gobierno intente avanzar más rápido con la eliminación del cepo aun si tuviera que aceptar un proceso más lento de desinflación. Los incentivos para seguir esta estrategia son obvios: el costo de oportunidad de mantener el cepo y un atraso cambiario creciente aumentó luego de aprobadas las leyes.

# Escenario de mediano plazo: Qué deben monitorear las empresas

## ○ **Negociaciones con el FMI**

Si se consiguen fondos extra para constituir reservas, se podría avanzar con la eliminación del cepo y habría menos corrección cambiaria, la desinflación no sufriría exageradamente y ello permitiría una recomposición de salarios reales.

En este escenario, las firmas deberían esperar un rebote del consumo masivo, pero a partir de un piso muy bajo. Va a ser una recuperación con mucha presencia de segundas marcas y corrimiento hacia bienes durables de menor costo; habrá más de moto que de automóvil.

## ○ **Crédito y tasas de interés**

No hay que esperar una recomposición fuerte del crédito. Esto será más así, cuando menores sean los fondos externos que se consigan para avanzar con el cepo. Hay dos razones: abrir el cepo con pocas reservas demandará fijar tasas de interés elevadas en pesos para desincentivar la demanda de divisas y, además, el gobierno va a seguir absorbiendo buena parte de la capacidad prestable del sistema, dado que la Tesorería se hará cargo de los pasivos del Central sin licuarlos.

Hay que estar atentos al blanqueo. Si es exitoso aportará divisas y contribuirá a remonetizar la economía, con ventajas fuertes para la expansión del crédito. Las firmas con demanda dependiente del crédito deben monitorear de cerca estos puntos.

## ○ **La cuenta comercial y el blend**

El gobierno le echó la culpa al invierno por la escasez de reservas, pero lo cierto es que el saldo de la cuenta energética está creciendo gracias al aporte de Vaca Muerta y alimenta el importante saldo comercial que ya supera los US\$ 8.800 millones; la balanza energética aportó US\$ 2900 millones. Si se llegará a eliminar el blend, más allá de un impacto de corto plazo en la inflación, lo cierto es que ello mejoraría, y mucho, la posición externa. El superávit comercial está; hay que supervisar si el gobierno empieza a usarlo bien.

Si aparecen las reservas, el clima de inversión va a mejorar y se van a abrir oportunidades importantes. Si esto favorece el blanqueo, las firmas del sector de la construcción podrían beneficiarse si el fruto del desatesoramiento va a la inversión en inmuebles, como pasó en otras ocasiones similares durante la recuperación.

## ○ **Las tasas de la FED**

La baja de tasas se sigue demorando al tiempo que los precios internacionales se debilitan y Brasil corrigió su tipo de cambio en más del 10% en el año. Son todos eventos que juegan en contra de la sostenibilidad del crawling de 2%.


Las empresas deben monitorear este frente de cerca porque es uno de los elementos que está contribuyendo a enrarecer el clima financiero.





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

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

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