

Informe Quincenal de Coyuntura

29 de febrero de 2024

ABECEB

**El desafío clave de Milei:
ponerle al ajuste, inversión de riesgo,
productividad y empleo**

Los datos positivos: resultados que dan señales de saneamiento

A menos de 100 días del gobierno de Milei, la economía presenta un cuadro particularmente complejo y desafiante. Ese cuadro combina datos auspiciosos y otros que plantean difíciles interrogantes.

Superávit fiscal

En enero, los ingresos fueron levemente superiores a los gastos, lo que no ocurría desde 2012. Fue resultado de una restricción muy fuerte del gasto primario (cayó un 39.1%), acompañada de una recaudación tributaria que se mantuvo constante en términos reales, muy favorecida por los impuestos al comercio exterior y el impuesto país. Ayudó, además, el diferimiento de pagos devengados.

Acumulación de reservas

El Central lleva comprados más de US\$ 8.000 millones, con lo que sigue cayendo —el aun abultado— saldo negativo de reservas netas. No obstante, el porcentaje de pago efectivo de importaciones está todavía por debajo de la media histórica, aunque es indudable que se avanzó en normalizar la deuda comercial irregular, a partir del censo de deuda y la colocación de dos series del Bopreal, que se pueden utilizar para abonar importaciones.

Desaceleración de la inflación en enero

El ritmo de crecimiento de los precios cayó casi un 5% en relación con diciembre y se espera que siga cayendo en febrero. Esto pierde brillo cuando se considera que la inflación se mueve aún en el 20% y todavía está operando a pleno el proceso de ajuste de precios relativos, desde tarifas y combustibles, hasta prepagas y colegios. Con una inflación tan alta, paritarias en puerta y una regla de micro devaluaciones del 2% que es inconsistente con la elevada inflación actual, la tarea de llevar el ritmo de precios a niveles manejables aparece muy desafiante.

Saldo comercial positivo

Dos meses consecutivos que acumulan US\$ 1700 millones entre diciembre y enero. Es un aporte apreciable para dar más espacio a la gestión de la política cambiaria. No debería haber problemas en que el Central pueda cumplir con la meta de acumulación de reservas acordada con el FMI.

Control de la emisión monetaria

Gracias al déficit cero, la emisión cayó fuerte al cesar los requerimientos de financiación de la Tesorería. La contracción, además, se ahondó por el canje de bonos entre el Central y la Tesorería, que tiene efecto contractivo al absorber base monetaria. La contracción monetaria es muy marcada: M2 cayó en términos nominales un 7% en los últimos treinta días y M3 creció sólo 1.6%. Un efecto muy negativo de esta evolución es reforzar el crowding out; el crédito al sector privado está por debajo del 5% del PBI, cuando las ventas y los ingresos están cayendo por la recesión.

Los hechos desafiantes: recesión, reformas, y un clima político con ritmo de vértigo

Profundización de la recesión

La recesión se está generalizando e intensificando, con la excepción del sector primario, gracias al fin de la sequía y el aporte de la minería y Vaca Muerta. El último EMAE marca una caída anualizada de la actividad del 4.5%, con la industria cayendo un impactante 12.8% y la construcción un 12.2%. Los salarios están sufriendo el embate de la estanflación: los formales perdieron en términos reales en diciembre un 13% y son 30% más bajos que hace siete años. Los informales cayeron más.

Empantanamiento de las reformas

El retroceso de la Ley Ómnibus en el Congreso y los obstáculos judiciales en algunos capítulos del mega DNU han desdibujado el programa de reformas. Para compensar, el gobierno está implementando cambios normativos más acotados –desregulación en salud; eliminación de fideicomisos; etc.– sin que se vislumbre cuál es el programa que ordena el conjunto de cambios normativos. El gobierno optó por enfatizar la “batalla cultural”, pero la gestión requiere instrumentos más precisos.

Agudo deterioro en la relación Nación-Provincias

Chubut y Buenos Aires están actualmente en el centro de la escena, pero no son las únicas con reclamos de peso. Si bien lo que origina el conflicto es la disputa por recursos dentro de un marco normativo opaco y lleno de remiendos para la asignación federalista, lo cierto es que el conflicto escaló políticamente, haciendo más difícil que surja un programa de reformas con consensos relativamente amplios.

Erosión del clima político

De la mano de la resistencia de los sectores afectados por el ajuste y del énfasis que Milei le pone a la “batalla cultural”, la dinámica política está adquiriendo un ritmo de vértigo. Esto puede afectar a la economía porque crea incentivos para que los actores políticos adopten posturas extremas, más inspiradas en dogmatismos varios que en la búsqueda de soluciones para gestionar con eficiencia, lo que prolonga el wait and see en el mundo de los negocios. Como lo señalaron algunos funcionarios, entre marzo y mayo el gobierno deberá cruzar un Rubicón de conflictos, antes de arribar a la orilla donde esperan los dólares de la cosecha gruesa y, quizás, una reducción en la intensidad de la actual estanflación.

La visita del FMI y su visión de los desafíos que hoy enfrenta la Argentina

La visita que realizó Gita Gopinath, la segunda del FMI puede también contarse entre los hechos auspiciosos de febrero. Además de abonar, quizás, la posibilidad de acceder a los US\$ 10.000 millones que restan del acuerdo original, las evaluaciones que realizó la funcionaria son de gran valor.

La funcionaria conoce con detalle la realidad económica argentina por sus funciones en el Fondo y es una de las macroeconomistas más destacadas de su generación, con investigaciones en Harvard centradas en el vínculo entre volatilidad macroeconómica y crecimiento, así como en las crisis en economías emergentes; justo los puntos donde a la Argentina le aprieta más el zapato.

La visión que expresó muestra una gran dosis de pragmatismo y de focalización en la gestión, lo cual es lógico: al FMI le interesa tanto como a la Argentina que la gestión de Milei sea exitosa y ponga al país en condiciones de cumplir con sus compromisos con el organismo.

En opinión de Gopinath:

- Hay un “importante progreso inicial en restaurar la estabilidad macroeconómica y en establecer una sólida ancla fiscal”, pero se debe de avanzar “en la reforma del impuesto a las Ganancias de las personas físicas y eliminar ciertos gastos tributarios (que son) exenciones a determinadas regiones o sectores donde no hay una buena justificación”.
- Es fundamental “sostener esfuerzos para apoyar a los segmentos vulnerables de la población y garantizar que la carga del ajuste no recaiga desproporcionadamente sobre familias trabajadoras”, además de “proceder de forma pragmática para asegurar apoyo social y político lo que es fundamental para garantizar la durabilidad y eficacia de las reformas”.
- Es “necesaria una política monetaria y cambiaria consistente y bien comunicada para seguir reduciendo la inflación, reconstituir las reservas y reforzar la credibilidad”.
- “Las reformas deben ser diseñadas y secuenciadas para asegurar un crecimiento sostenido e inclusivo”.

La inversión, clave para mejorar la productividad y generar empleo

Es probable que la actividad dibuje una “V” que toque piso en la segunda mitad del año y comience a recuperarse. Pero rebote cíclico no es sinónimo de crecimiento del empleo ni de aumento de la productividad tendencial de la economía. Hubo cortos rebotes desde 2012, pero la caída tendencial del PBI per cápita siguió indemne y la calidad del empleo siguió deteriorándose.

Si bien es cierto que es muy difícil evitar que el ajuste de una economía tan desequilibrada como la nuestra incida negativamente en los salarios, lo cierto es que el ingreso de las familias puede aumentar sensiblemente si más miembros trabajan o se trabajan más horas. Además, tener un empleo es el primer paso para percibir el futuro como oportunidad.

El país tiene hoy remarcables oportunidades en el sector primario, desde la agricultura hasta el sector energético y la minería. Como lo remarcó Blinken, el secretario de estado de Estados Unidos en su breve visita, **“la Argentina tiene todo lo que el mundo necesita”**. Son sectores que pueden aportar al salto de la productividad y la oferta de divisas; lo que es vital para la sostenibilidad macro. El aporte del sector primario se está concretando ya en el superávit de cuenta comercial. Sin embargo, se trata de sectores que tienen limitada capacidad para generar empleo en la magnitud que la Argentina necesita.

La secuenciación de las reformas: una prioridad

- El empantanamiento de la reforma laboral es muy negativo ya que un contrato laboral menos rígido podría aportar a la creación de empleo. **Con ciertos cambios clave, como la cuestión de las multas y actualizaciones, el empleo podría dinamizarse desde el momento que empiece el rebote.** Sin dudas, aquí hay una prioridad.
- **Sin empuje empresario, toma de riesgos e inversiones la productividad y el empleo no tienen combustible.** La coyuntura exhibe hoy una restricción que va a actuar como un peso muerto en la recuperación: el profundo crowding out. Hoy, prácticamente la totalidad de la oferta de depósitos de los bancos está colocada en deuda pública y no hay crédito ni para financiar el capital de trabajo ni para alimentar la demanda de bienes durables y las inversiones. Los bancos, en estas condiciones, tienen muy pocos incentivos para identificar inversiones con potencial para recibir crédito, al tiempo que quedan sobreexpuestos a las vicisitudes financieras del fisco.
- La tasa de interés negativa fue funcional para licuar la deuda del Central. Pero es una traba para expandir la demanda de activos en pesos y, por ende, para la recuperación del crédito y la repatriación de capitales que busquen aprovechar oportunidades de inversión. **Lograr una mayor profundización financiera debería estar también al tope de las prioridades en la secuencia de reformas y el primer paso es eliminar el cepo y las tasas negativas, los dos pilares de la actual situación de “represión financiera”.**

- **La política de micro devaluaciones al ritmo actual, al generar la expectativa de una apreciación del tipo de cambio real, desincentiva la toma de riesgos para competir en el mercado global, más allá de proyectos primarios ultra rentables.** Una recuperación que apunte a consolidarse debería tener como prioridad abrir oportunidades para los emprendedores en el sector servicios, desde consultoría a turismo. Aportaría simultáneamente al empleo y a la competitividad. Y la oportunidad está. Los salarios formales reales medidos en dólares están hoy un 37% abajo de lo que eran en 2016, luego de la unificación cambiaria de Macri.

Explotar el potencial para la competitividad y el empleo que se abrió gracias a la caída de los ingresos de amplios sectores sería una forma inmejorable de remunerar el sacrificio con esperanza de futuro.



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

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