

Informe Quincenal de Coyuntura

25 de abril de 2024

ABECEB

Las dos caras del ajuste

Poco margen para procrastinar, a pesar de los logros fiscales

El aumento de sueldos que se dio el Senado, la marcha y las negociaciones por la Ley Bases fueron los protagonistas de un escenario político que muestra lo de siempre: el proceso de ajuste macroeconómico y los conflictos distributivos asociados con ese ajuste:

- El presidente anunció que durante el primer trimestre, se logró mantener el saldo de las cuentas fiscales en terreno positivo. El superávit fiscal acumulado llegó al 0.2% del PBI, apuntalado por un superávit primario del 0.6%. Para realzar el logro, Milei habló por cadena nacional rodeado del equipo económico. La puesta en escena está en línea si se considera que bajar la inflación es prioridad en la agenda de corto plazo y que el “ancla fiscal” es la herramienta principal elegida para lograrlo.
- **No hubo precisiones sobre otros dos objetivos que los mercados y las empresas productivas consideran clave para dar mayor sostenibilidad al proceso de ajuste: la flexibilización –o eliminación– del cepo y el comienzo de la ansiada recuperación en V. Tampoco hubo medidas para mitigar el impacto de la recesión, más allá de la promesa de reducir impuestos en el futuro, a medida que se logren reducciones de gasto público.**
- Al día siguiente del discurso, se produjo una marcha en favor de preservar el valor real del gasto universitario, que viene siendo “licuado” por la inflación, junto con otros rubros del gasto, como el previsional. La convocatoria fue masiva y las autoridades seguramente tomaron nota, en un momento en que el proceso de ajuste transita una etapa crítica. Los ingresos reales de las familias se han resentido sensiblemente por la aceleración inflacionaria del primer trimestre y, ahora, por la recesión. Los salarios reales formales en febrero resultaron un 18% más bajos que hace un año. En un contexto así es clave monitorear cómo evoluciona la tolerancia social ante el ajuste. Sobre todo, cuando la austeridad toca la puerta de rubros sensibles y con poder de fuego para la protesta como salud, educación y transporte.

Las certezas detrás de la aceleración del ritmo político

Hay cinco hechos a tener en cuenta que serán decisivos en la gestión de gobierno y en el ambiente de negocios:

- 1. El ajuste fiscal se va a mantener.** No hay cómo financiar el déficit sin recurrir a la emisión monetaria y emitir iría en contra del objetivo de bajar rápido la inflación. Esto no quita que las autoridades no vayan a calibrar la distribución del costo del ajuste (prepagas), pero difícilmente den el brazo a torcer con el déficit. Milei fue claro: “Desde el primer día dije que con nosotros se acababa el déficit y, en consecuencia, se acababa la emisión monetaria y la inflación.” Esta firmeza se basa en la realpolitik: **ante las dificultades para implementar las reformas promercado que podrían ayudar a mitigar las fuerzas recesivas, la única meta que puede dar rendimientos políticos es bajar la inflación; y el presidente ya dijo que sólo un triunfo en 2025 le dará la fuerza para impulsar las reformas que propone.**
- 2. Los conflictos distributivos se agudizan durante los procesos de ajuste.** Hoy la recesión es marcada y los cambios de precios relativos están incidiendo con fuerza sobre el ingreso disponible privado. Y lo están haciendo a partir de un punto de partida muy malo: según la última EPH, al terminar 2023 el ingreso per cápita de la familia argentina promedio era 8% más bajo que en 2018, cuando empezó el ajuste de Macri. Si se compara con 2017 la pérdida llega al 27%. **Las familias pueden tenerle paciencia al gobierno apostando a un cambio de paradigma, pero sería poco realista no considerar que tienen pocos recursos para financiar la apuesta. Por otra parte, la escasez de ingresos va a influir en las ventas y la liquidez de las firmas que dependen de la demanda de esas familias.**
- 3. Es difícil que las firmas ganen dinero y generen empleo en un marco de recesión e incertidumbre.** Más allá de las oportunidades de negocios puntuales que existen – sobre todo en el sector primario–, cuando la economía se achica, se genera menor valor agregado. Es un factor que deprime la inversión y la creación de empleo y retrasa la recuperación. Por otra parte, **las dudas crecientes sobre la política cambiaria –y la imposibilidad de descartar un posible salto del dólar– impide que las firmas sean más agresivas para bajar sus precios.**
- 4. Una fuerza que actúa en favor de deprimir los precios es la liquidación de stocks sobrantes en un contexto de creciente iliquidez por caída de ventas.** No es la forma más eficiente de reducir la inflación, aunque es cierto que el gobierno puede ya mostrar resultados. La inflación minorista lleva un trimestre de desaceleración. Un resultado muy positivo es la cifra de inflación mayorista: 5.4%. Esto implica que el IPC de abril heredó menos presiones por el lado de los costos, por lo que se espera que la desaceleración continúe. Fue crucial el aporte de los precios mayoristas importados y ello ocurrió porque el tipo de cambio sólo se deprecia al dos por ciento mensual.
- 5. La creación de empleo es vital para la sostenibilidad. Al finalizar 2023 la tasa de actividad y de empleo estaban en valores máximos históricos y el desempleo era de sólo 6.1%. Pero el empleo creado fue básicamente informal o de cuenta propia. Si por la recesión ahora se agregan los despidos a la caída salarial, ello va a jugar en contra de la sostenibilidad del ajuste por tres razones: la caída de la demanda para las firmas de consumo masivo; la consiguiente caída del IVA y otros impuestos internos que harán peligrar el superávit fiscal y el incremento de las tensiones sociales. El IVA y los impuestos al trabajo están liderando las caídas reales en la recaudación, que se achicó un 15% en marzo.**

Las exigencias de la sostenibilidad

Es importante dimensionar la magnitud y complejidad del desafío que hoy enfrenta el gobierno: hacer sostenible el ajuste fiscal, minimizando el conflicto distributivo y potenciando las oportunidades de negocios para el sector privado, de forma que la generación de empleo crezca de la mano de la iniciativa privada.

Los dilemas de política que enfrenta el gobierno:

Las dudas sobre la evolución futura del tipo de cambio real son crecientes y la recesión está golpeando con fuerza las ventas de las firmas. El tipo de cambio real multilateral perdió ya un 42% del máximo que alcanzó el 13 de diciembre pasado. En cuanto a la actividad, el EMAE de febrero registra una caída interanual de 3.8%, con retrocesos del 19.1% en construcción; 8.4% en industria y 5.5% en comercio. En los últimos doce meses sólo hubo registros positivos en dos ocasiones y actualmente los índices positivos relevantes se observan sólo en agricultura, minería y pesca.

Son las firmas de esos sectores primarios las que deberán traccionar para que se produzca la ansiada recuperación en V. Ello es así porque son las empresas exportadoras las que deberán aportar los dólares para financiar los insumos importados que usa la industria y las que van a alimentar la demanda agregada una vez que se generalicen los efectos multiplicadores de sus gastos, sobre todo en el caso del campo.

Proteger la competitividad de las firmas del sector primario es proteger los drivers del crecimiento y la rentabilidad de las empresas, que son las que van a ofertar los dólares necesarios para importar y para regularizar el cepo. Es por esto que gobierno no tiene mucho margen para procrastinar. Hay poco espacio para seguir con la apreciación del tipo de cambio. El crawling al 2% mensual es inconsistente con la todavía fuerte inercia inflacionaria. Erosionar la competitividad del sector primario o debilitar los incentivos de los exportadores es hoy equivalente a matar la gallina de los huevos de oro.

Hay dos razones adicionales para no procrastinar la solución de la cuestión cambiaria. La primera es la posible apreciación del dólar en el mundo si la FED estira el proceso de reducción de tasas, ante la resiliencia de la inflación y la fortaleza del mercado de trabajo norteamericano. La segunda es que una apreciación del tipo de cambio incrementa los costos en dólares de los sectores transables, achicando la rentabilidad de las firmas que sustituyen importaciones o exportan. La restricción fiscal deja poco margen para ensayos del tipo “devaluación fiscal”: los logros fiscales que el gobierno presentó dependen crucialmente del aporte del impuesto país y las retenciones. Esta es, por otro lado, una razón adicional para evitar el atraso cambiario; junto con el valor real del dólar cae el valor de lo recaudado por comercio exterior. En este punto, el gobierno es socio de las empresas competitivas.

Milei en su propio laberinto

El dilema que hoy enfrenta el gobierno es evidente: si procrastina la solución para el tipo de cambio corre el riesgo de poner en peligro los logros fiscales, pero si acelera el crawling peg sin más, corre el riesgo de acelerar la inflación y quedarse sin el logro a partir del cual podría robustecer su popularidad. Además, más inflación con recesión agudizará los conflictos distributivos.

¿Dónde conseguir los dólares para salir de la recesión sin cepo y consiguiendo las divisas que la economía va a necesitar cuando se recuperen las importaciones? El blanqueo podría ayudar y un apoyo del FMI, también. Pero es vital definir un régimen cambiario más consistente. Según trascendidos de las negociaciones con el FMI, el gobierno podría apostar a eliminar gradualmente las restricciones en varios pasos para implementar un régimen de competencia de monedas con tipo de cambio flotante.

Sin entrar aquí en los detalles sobre la eliminación de las restricciones, está claro que el tipo de cambio flotante parece la única opción factible. Incluso si se opta por un mercado dual, el dólar financiero debería flotar, ya que el gobierno no cuenta con reservas suficientes para intervenir en el mercado de cambios.

Un tipo de cambio flotante podría enfrentar dos problemas:

- El primero es que los países que flotan utilizan la tasa de interés como instrumento de política. Hoy el Central tiene esa herramienta destinada a la licuación de pasivos y todavía es grande la emisión por los países. Flotar con un Banco Central sin instrumentos dejaría la economía sin ancla nominal.
- El segundo es que los salarios en dólares son hoy extremadamente bajos. Según la información más reciente, el salario en dólares es 32% más bajo que hace un año. Si se flota sin ancla nominal, podría haber una fuerte “inflación en dólares” que acompañe la recuperación salarial, lo que dejaría el nivel de competitividad en el reino de la incertidumbre.




ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

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