

30 de mayo de 2024

## Notas sobre el esquema macroeconómico actual

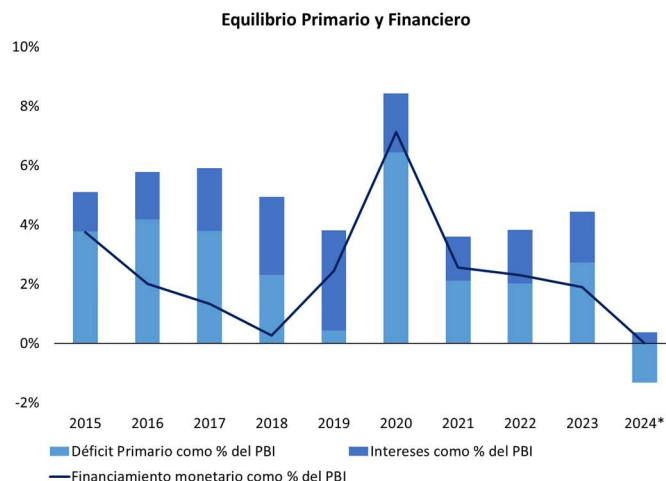
En algo menos de 6 meses de gobierno, el esquema macroeconómico giró casi en 180 grados. El “casi” se debe a cuestiones no menores de la política cambiaria: se conservó el cepo y la utilización de un ancla cambiaria. El cepo es una parte fundamental en la estrategia de reducción de los pasivos remunerados y el ancla cambiaria, con crawling mensual del 2%, es uno de los pilares de la desinflación. ¿Cuándo se podrá salir del cepo? ¿El tipo de cambio en algún momento flotará? Vayamos por partes.

### Lo Fiscal

Comencemos por explicar dónde está el principal giro en materia de política económica. Básicamente: el nuevo sendero fiscal. Durante el Gobierno de Alberto Fernandez el déficit fiscal primario promedió el 3.3% del PBI. ¿Cómo se financió dicho desequilibrio? Esencialmente con el Banco Central. Como se ve en el gráfico a continuación, la emisión monetaria financió al fisco año a año para cubrir el déficit del Tesoro en un entorno de desmonetización profunda. En otras palabras, durante la gestión anterior la base monetaria representó en promedio el 7% del PBI, mientras que la emisión del BCRA para financiar al fisco acumuló casi el 14% del producto (o el 10% si excluimos la asistencia circunstancial provocada por la pandemia). Cortar la emisión fiscal de dinero de raíz modificó el esquema macroeconómico completamente. Terminar con la grosera dominancia fiscal era condición necesaria (pero no suficiente) para la estabilidad, y el Gobierno actual lo ha logrado con una velocidad sorprendente.

Sólo para dimensionar la magnitud del ajuste, la caída en el gasto primario es la mayor en tres décadas para un primer cuatrimestre. Los ingresos cayendo “sólo” el 5% interanual gracias al impuesto PAIS y los gastos primarios desplomándose al 24% dieron como resultado un inesperado superávit primario del 0.6% del PBI en los primeros 4 meses del año. En términos porcentuales, el mayor ajuste cayó en la obra pública y las provincias. Sin

embargo, para explicar el gran superávit, por su nivel de magnitud, a esos rubros hay que también agregarles la merma en las jubilaciones y los subsidios a la energía.



Fuente: Elaboración propia en base datos del Mecon.

Extrapolando la dinámica fiscal para lo que resta del año, el Gobierno podría lograr el anhelado superávit financiero (luego del pago de intereses). Pero, siendo objetivos, extrapolar la dinámica actual no es del todo correcto. La caída en la tasa de inflación actuará en sentido contrario a la estrategia actual de licuación. Ahora sólo queda la motosierra y/o la Ley de Bases. La Ley de Bases es bienvenida en términos de progresividad dado que traería la reforma del Impuesto a Ganancias que incrementaría la recaudación de ese tributo un 0.5% del PBI según la oficina de presupuesto del Congreso. Como observamos, la nueva Ley no modifica de raíz la dinámica tributaria en el corto plazo. El blanqueo de capitales, incorporado en la nueva legislación, podría sumar algunos ingresos más, bienvenidos, pero muy difíciles de estimar.

Dentro de la dinámica fiscal hay que remarcar el impuesto PAIS. Este impuesto seguramente terminará explicando casi el 2% del PBI en términos de recaudación en 2024. Sin impuesto PAIS el superávit financiero se esfumaría, pero los números, a priori, seguirían cerca del equilibrio primario. A su vez, hay que considerar que una leve recuperación económica ayudará a recomponer parcialmente la recaudación de los tributos asociados a la actividad.

El ajuste fiscal tiene implicancias directas en la salud del Banco Central. Al dejar de monetizar al fisco, el BCRA deja de emitir pasivos monetarios sin respaldo. Esto representa el principal y sostenible camino para sanear la autoridad monetaria y, por ende, el peso. El Gobierno, aprovechando el cepo, pudo licuar el pasivo del BCRA con tasas muy negativas, sobre todo en los primeros meses, pero claramente esto tiene un límite.

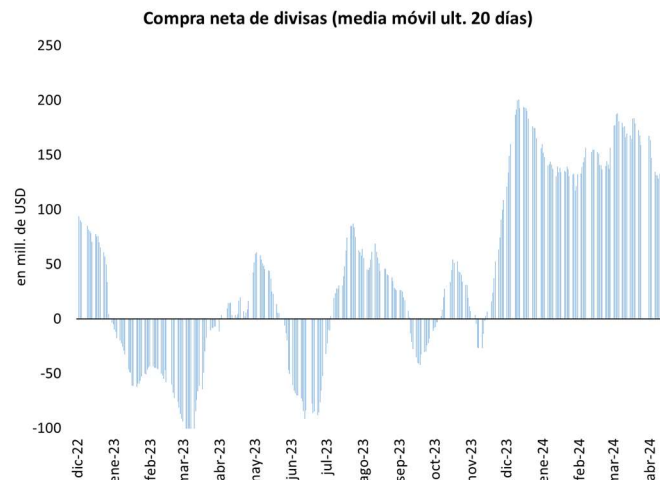
Por otro lado, El BCRA ha también reducido sus pasivos remunerados, pero a costa de incrementar los pasivos del Tesoro. Básicamente parte de la estrategia del Gobierno fue cambiar pasivos del BCRA por pasivos del Tesoro. No vemos en este punto un factor relevante. La cuestión relevante para el saneamiento del Banco Central es terminar con la dominancia fiscal.

En resumen, el Gobierno aplicó un ajuste fiscal algo tosco, pero no tenía muchas otras herramientas. Aun considerando el peso del impuesto PAIS y el efecto de la licuación inflacionaria, la tarea fiscal es para destacar. ¿Cuál era la alternativa al severo ajuste? ¿Ajustar un poco menos y financiar parte de la transición con emisión monetaria? Mirando la dinámica inflacionaria de noviembre y diciembre de 2023 (ver gráfico de PriceStats) no es nada claro que este camino hubiese sido menos doloroso en términos sociales.

### Lo Cambiario y el Sector Externo

En lo que respecta al Banco Central, lo más destacable sin dudas viene siendo la acumulación de reservas. Las compras alcanzan los USD 14.000 millones en lo que va del año. Este buen dato esconde algunos matices. En primer lugar, la recesión ayudó mucho a contener la demanda de importaciones. En el mismo sentido, como resultado de la brutal brecha cambiaria durante 2023, muchos importadores acumularon stocks, reduciendo las necesidades de importaciones para el comienzo de 2024. En segundo lugar, el BCRA pudo resolver la deuda de los importadores con la colocación de los bonos BOPREAL, lo que a su vez ayudó a esterilizar pesos y a incrementar la recaudación (parte de esas suscripciones

estuvieron alcanzadas por el impuesto PAIS). Por último, la acumulación de reservas se dio también por una medida muy acertada del Gobierno: postergar pagos de importaciones en 30, 60, 90 y 120 días ante la falta de reservas al asumir (negativas en USD 11.000 millones).

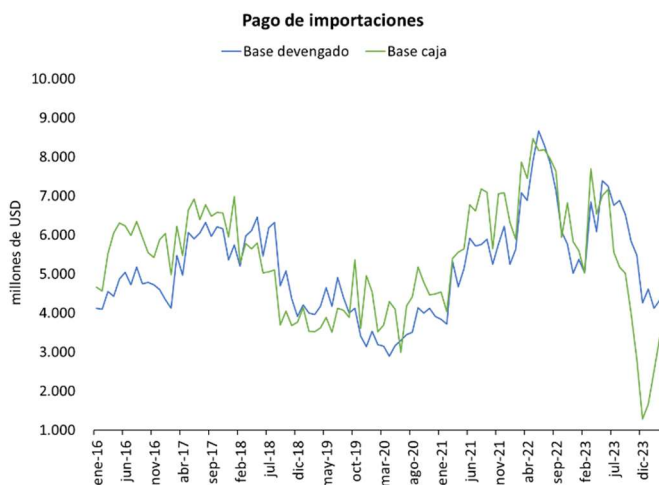


Fuente: Elaboración propia en base datos del BCRA.

No obstante, como se observa en el gráfico a continuación, la diferencias entre las importaciones embarcadas y los pagos efectuados se están achicando dado que venció pago en cuotas. Asimismo, a medida que la actividad se recupere, las importaciones crecerán nuevamente. Hay que recordar que la elasticidad de las importaciones es muy alta en Argentina y el equipo actual ha tomado algunas medidas para normalizar y reabrir levemente el comercio internacional. La gran pregunta es: ¿Cuántas reservas podrá acumular el Banco Central en los próximos meses de alta liquidación de exportaciones, considerando los puntos mencionados? En esta pregunta no tenemos respuesta. La cosecha tanto en precio como en cantidades es buena, pero no sobresaliente. Con lo cual, al final del día la acumulación de reservas dependerá, por un lado, del ritmo de la actividad y el crecimiento de las importaciones y, por otro lado, de la dinámica del esquema cambiario definido por el Gobierno.

Una leve observación con respecto al sector agrícola. No vemos al sector reteniendo stocks. Por el momento, el ancla cambiaria del Gobierno luce creíble para el mercado y el sector agropecuario está liquidando granos. El breve retraso de estas semanas se debió

principalmente a factores climáticos que retrasaron la recolección.



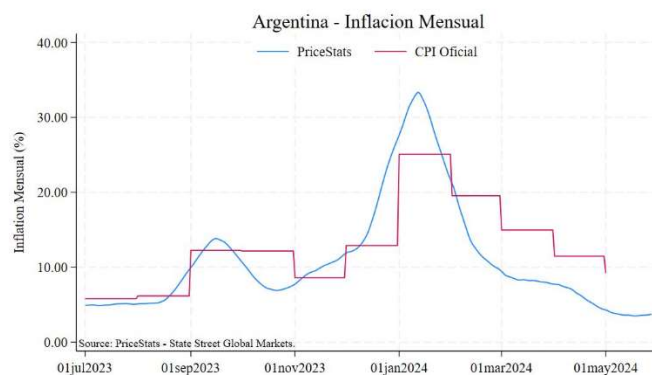
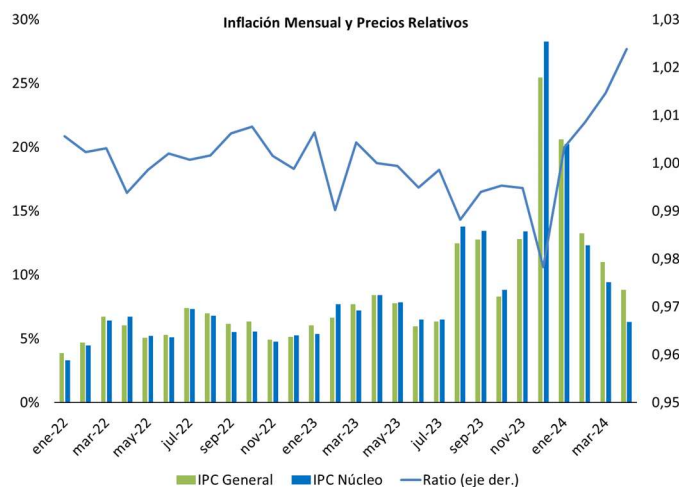
Fuente: Elaboración propia en base datos del INDEC y BCRA.

El Gobierno enfrentará en este punto una encrucijada. Con este tipo de cambio real quizás no pueda recomprar las reservas necesarias para levantar el cepo sin sobresaltos. A su vez, como la experiencia pasada lo deja en claro, es complejo acumular reservas con cepo cambiario. “El perro se muerde la cola.” ¿Cómo podría destrabar esto? Básicamente con financiamiento del exterior, y ahí el único candidato para brindar desembolsos frescos es el FMI, donde el Gobierno se encuentra en plena etapa de negociaciones.

### La Inflación y el Tipo de Cambio Real

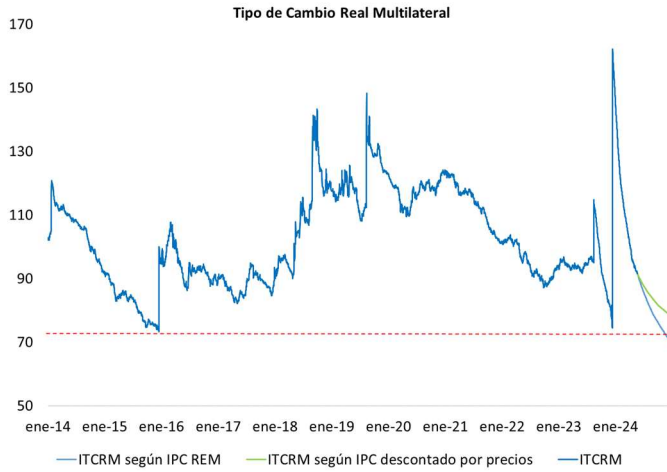
La baja en la inflación es para destacar, sobre todo porque dicho proceso se da en un entorno de cambios en los precios relativos. Como se puede ver en el primer gráfico, la inflación núcleo es menor a la inflación en precios regulados debido a que se avanzó muy rápido en materia de ajustes tarifarios. En el mismo sentido, como muestra el segundo gráfico, la inflación de alta frecuencia viene bajando y probablemente se ubique cerca del 5% en mayo, una caída nada despreciable. Sin embargo, cada vez será más complejo lograr una baja marginal en la tasa de inflación, cada punto de baja es más difícil de lograr que el punto anterior. La inercia inflacionaria dificulta el proceso. Además, los indicadores de actividad de abril mostrarían que el piso de actividad fue en marzo, los salarios reales están

recuperando de a poco. Las jubilaciones y AUH también lo harán a partir del próximo mes. Naturalmente, esto hace más compleja la tarea de desinflación.



Fuente: Elaboración propia en base datos del INDEC y Price Stats.

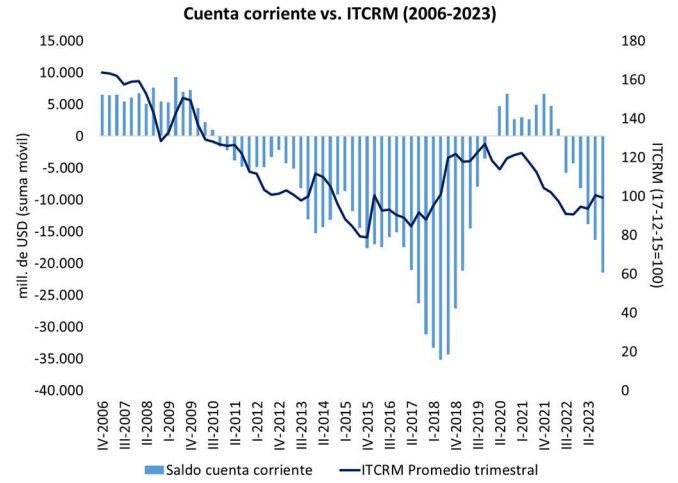
Una tasa de inflación por encima del 2% mensual atrasa el tipo de cambio real (TCRM). De continuar con el crawling del 2% y utilizando las proyecciones de inflación del REM (las proyecciones implícitas en los bonos CER son algo más optimistas, pero no cambian demasiado el punto), el TCRM se ubicaría a fines de año en el mínimo que dejó CFK en 2015 y en el nivel promedio del periodo 1999/2000. Esos niveles de TCRM sólo pudieron sostenerse por periodos muy breves. Dicho, en otros términos, pensar que Argentina puede sostener un mismo TCRM que a fines de los noventa con 50% más de presión impositiva que entonces (+10% del PBI) nos parece poco probable.



Fuente: Elaboración propia en base datos del BCRA y estimaciones propias.

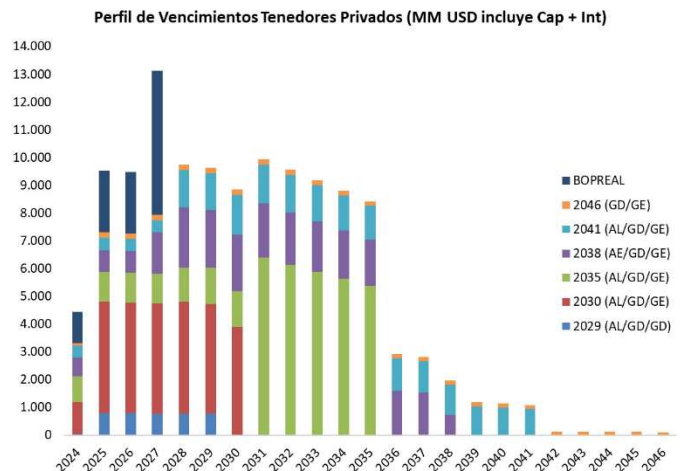
Desde otra perspectiva, un país puede tener un tipo de cambio real más bajo si consigue financiar el déficit de cuenta corriente acorde a ese TCRM. No se le puede exigir al sector privado que empiece a competir con el sector externo con un tipo de cambio apreciado. Las últimas ocasiones en que el país tuvo grandes déficits de cuenta corriente siempre terminó mal. En 2017 el gobierno de Cambiemos cometió el error de creer que podía financiar un déficit de cuenta corriente del 4% o 5% del PBI.

La Argentina no puede financiar esos niveles, porque para eso se necesita inversión extranjera directa, muy baja en el país. México, Brasil, Chile, Perú y Colombia tienen déficit de cuenta corriente, pero lo financian en gran parte con inversión extranjera directa. Hasta que la Argentina no logre graduarse como los vecinos, no puede tener una cuenta corriente muy deficitaria y, por ende, no debería atrasar el tipo de cambio. En este sentido, al Gobierno se lo nota interesado en seducir capitales en el exterior, será un gran desafío convencer a grandes inversores después de la fallida experiencia de Macri.



Fuente: Elaboración propia en base datos del INDEC.

Veamos ahora los próximos pagos de deuda externa frente al sector privado. En el gráfico a continuación se detallan los pagos de bonos en dólares (bonos BOPREAL incluidos) que están en manos privadas, sin considerar Organismos Internacionales. En 2025 y 2026 el país debería afrontar vencimientos cercanos a los USD 9.000 millones para cada año. Difícil que el país pueda afrontar dichos pagos de contado, más allá del nivel del TCRM. Pero el nivel del TCRM, junto con la disciplina fiscal y la gobernabilidad, son los principales fundamentos del costo crediticio y, por ende, demostraran cuál es la capacidad de roleo voluntario que tendrá el Gobierno en los mercados de deuda.



Fuente: Elaboración propia en base datos del Bloomberg y estimaciones propias.

En resumen, vemos con muy buenos ojos el camino fiscal elegido. Muy duro, pero creemos casi inevitable. La firmeza del Gobierno en la disciplina fiscal es para

destacar, condición necesaria para la ansiada estabilidad económica. El camino monetario es claramente una transición, licuar pasivos del BCRA mientras el cepo lo permita. Nuestra mayor preocupación radica en materia cambiaria.

Y acá se abren dos caminos. El primero, es que el equipo económico tenga la convicción que el país puede tener un TCRM como a fines de la convertibilidad o a fines de 2015, esto lo vemos con mucha preocupación. El segundo, es que el equipo económico busque acumular algo más de reservas para salir del cepo y en esa salida unificar y flotar a un tipo de cambio real más alto en algún momento del segundo semestre del año. Quizás esté pensando que el pass-through de la devaluación podría estar más contenido con una inflación mensual más baja y con mayores reservas como seguro. Si bien las devaluaciones se pagan caras en términos políticos y sociales, este segundo camino nos preocupa mucho menos que el primero para la sostenibilidad de mediano plazo.

Muchas gracias por su lectura.

**Juan José Battaglia**

[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

**Ian Weber**

[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

**Manuel Carvalho Ochoa**

[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

**Tomás Mangino**

[tomasmangino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmangino@cucchiara.com.ar)