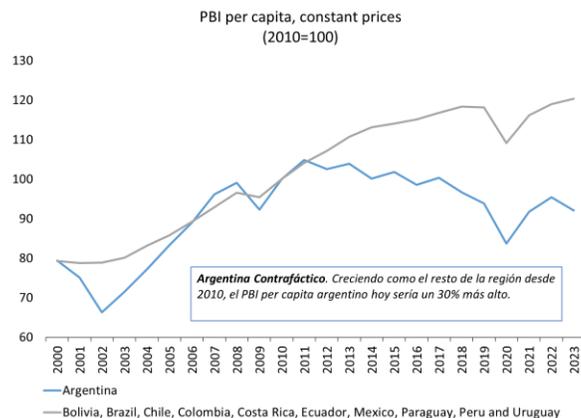


6 de marzo de 2024

Algunas notas sobre la macroeconomía actual

La macroeconomía argentina está en un claro punto de inflexión. El esquema económico vigente durante los últimos años, con un intento fallido de cambio durante la gestión de Macri, se encuentra en transición. La gran pregunta es: ¿Hacia dónde va la transición? Antes de entrar en el punto en cuestión, dejamos un breve comentario sobre el esquema macroeconómico que el país debe dejar atrás y los errores que no deben repetirse en materia de política económica.

A partir del 2010, la Argentina es un llamativo caso de fracaso económico y social. Desde entonces, el PBI per cápita cayó un 8% mientras que la región creció en promedio un 20%. Para dimensionar la divergencia, si la Argentina hubiera crecido al ritmo promedio de la región desde 2010 a la fecha, hoy seríamos 30% más ricos por habitante, liderando America Latina por encima de Chile y Uruguay (ver gráfico). Si bien este ejercicio es contrafáctico, no estamos extrapolando la tasa de crecimiento de Corea del Sur, China o la exitosa Polonia, simplemente estamos extrapolando el promedio regional. Prueba de ello es la similar dinámica acumulada en la primera década del siglo XXI entre la Argentina y el resto de la región.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

Pero esto no es lo peor. La nefasta dinámica macroeconómica tuvo lugar en simultáneo con un colosal despilfarro de recursos. La evolución comparada de las reservas internacionales son un excelente indicador del mencionado despilfarro. Al igual que el PBI per cápita, las reservas del BCRA mostraron una dinámica similar al resto de la región entre el 2000 y el 2010. Desde entonces, la región (en promedio) logró duplicar sus reservas internacionales mientras que la

Argentina gastó prácticamente todos los ahorros de la década previa. Repitiendo el ejercicio contrafáctico, extrapolando la dinámica regional desde el 2010 a hoy, las reservas del BCRA se ubicarían entre 15% y 20% del PBI, niveles en línea con el resto de la región (sacando Bolivia y Ecuador). Una potencial posición muy holgada de dólares en el Banco Central.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

En resumen, la economía argentina se desacopló totalmente de la media regional desde 2010 en términos de crecimiento y, para peor, malgastó una cantidad increíble de recursos mientras el resto de la región ahorró. La Argentina se quedó sin crédito externo mientras la inmensa mayoría de la región tuvo y tiene acceso fluido al mercado internacional de capitales. Un dato de color, además de Argentina, los otros dos países de la región con altísimo riesgo país y bajas reservas son Bolivia y Ecuador, justamente los países con tipo de cambio fijo o dolarizados. Fijar el tipo de cambio no parece una buena idea. Los países que mejor lo han hecho en la región flotan.

Tomando este último punto, pasemos a la coyuntura actual. Vemos la dinámica del tipo de cambio real multilateral oficial (TCRM) como el gran talón de aquiles del programa económico del nuevo Gobierno. Si bien a niveles de hoy el tipo de cambio oficial no luce atrasado, como se observa en el gráfico hasta febrero el TCRM se encuentra algo por debajo del promedio post convertibilidad y algo por encima del promedio de los últimos 10 años, la dinámica despierta algunos interrogantes.



Fuente: Elaboración propia en base del BCRA.

La brusca devaluación, como bien sabemos, tiene importantes costos sociales. Por ello el salto cambiario suele ser la última opción. Al asumir el Presidente Javier Milei el salto discreto del tipo de cambio era totalmente inevitable. El nuevo equipo económico optó por una devaluación de magnitud para buscar un tipo de cambio real alto al inicio, en criollo, buscó un colchón cambiario. Creemos que esta medida fue acertada dado que luego de una devaluación para desinflar la tasa de devaluación mensual (crawling) debe ser menor a la tasa de inflación. Al mismo tiempo, la tasa de crawling debe ser menor a la tasa de interés para que los exportadores liquiden divisas. Por último, el nuevo Gobierno debía buscar una tasa de interés negativa para licuar los pasivos monetarios producto del despilfarro fiscal de la gestión previa. ¿Cómo se logran estas tres cosas al mismo tiempo? Con un salto inicial alto del tipo de cambio. Nuestra humilde crítica no viene por la devaluación inicial, sino por la tasa de devaluación mensual del 2% a partir de entonces. Dada la inercia inflacionaria, el tipo de cambio real se aprecia muy rápido. El preciado y costoso colchón a nuestro juicio se está evaporando demasiado rápido.

Acá la inercia inflacionaria juega un papel clave. Los regímenes de alta inflación son complicados. Si el país hubiera experimentado una hiperinflación la opción de licuación y fijación del tipo de cambio quizás hubiera permitido una baja rápida de la inflación. Pero por suerte, y mérito del nuevo gobierno en implementar un gran ajuste fiscal, no llegamos a este escenario, que es el peor en términos sociales. Con lo cual, hoy el escenario actual implica salir de un régimen de alta inflación. Como bien demuestra la evidencia empírica, y en nuestra región hay bastante, hay que ser paciente. La indexación de gran parte de la economía provoca que la inflación pasada sea el principal componente de la inflación

futura, la famosa inercia. Claro que el ajuste fiscal ayuda mucho y el cambio de expectativas también aporta a la hora de bajar la inflación, pero la inercia no desaparece. Por ello, no se puede anclar el tipo de cambio, porque la inercia indefectiblemente lo atrasa. Hay que ser pacientes y en esa espera, no dejar atrasar tan rápido el tipo de cambio.

Un déficit de cuenta corriente implica que un país gasta más de lo que produce, por ende, debe recurrir al ahorro externo para financiar ese exceso de gasto doméstico. Al implementar un gran ajuste fiscal, el exceso de gasto del sector público desaparece y esto permitiría un menor tipo de cambio real en relación a un sector público deficitario, dado que déficit externo será menor. Pero también está el sector privado. Como sabemos, una rápida apreciación del tipo de cambio puede llevar a una crisis del balance de pagos, aun sin tener problemas fiscales. En estos escenarios, el tipo de cambio termina siendo la variable de ajuste. Un ejemplo de esto es la última etapa de la convertibilidad. Producto de una gran apreciación cambiaria, importada dada la fijación a un dólar cada vez más fuerte en el mundo, la Argentina entró en una gran crisis. Esta crisis no tuvo lugar por la indisciplina fiscal, de hecho, en la última etapa de la convertibilidad el sector público mostraba equilibrio fiscal primario, sino por un desequilibrio del sector externo.

Volvamos a la paciencia. El DNU y otras medidas impulsadas por el nuevo Gobierno desde la micro apuntan a un incremento de la productividad. Encontramos este camino más que bienvenido. Sin embargo, la productividad no cambia de un día para el otro. A modo de ejemplo, para cerrar el agujero fiscal el equipo económico incluso tuvo que subir impuestos, castigando la productividad del sector privado. Con lo cual, no se le puede exigir a las empresas salir a competir de un día para el otro con el resto del mundo si se aprecia el tipo de cambio. Si el camino elegido es la mayor apertura comercial, muy necesario desde el absurdo aislamiento comercial de la última década, no puede darse en un entorno de apreciación cambiaria.

Al final del día, la cuenta corriente marca el tipo de cambio real que una economía puede sostener. Los países pueden tener durante un largo tiempo déficit de cuenta corriente, mientras lo financien de forma sostenible, y esto es con inversión extranjera directa (IED). Estas inversiones requieren tiempo, son procesos de largo plazo. Un gran error del Gobierno de Macri fue pensar que la lluvia de inversiones vendría a cubrir el déficit externo. Durante la etapa 2015-2019 la inversión

extranjera se incrementó muy levemente y no llegó a financiar ni la mitad del déficit externo. Un año no llovió lo suficiente y el país terminó en una corrección brutal del tipo de cambio real y en una recesión que le hizo perder las elecciones de 2019 al oficialismo. En los últimos años la IED en la Argentina es muy baja, pero dado el cepo, el déficit externo a financiar también lo es. Pero si la intención es normalizar la economía, el déficit de cuenta corriente a financiar naturalmente será mayor, y la IED no responderá tan rápido. Por ello, no debe atrasarse el tipo de cambio real.

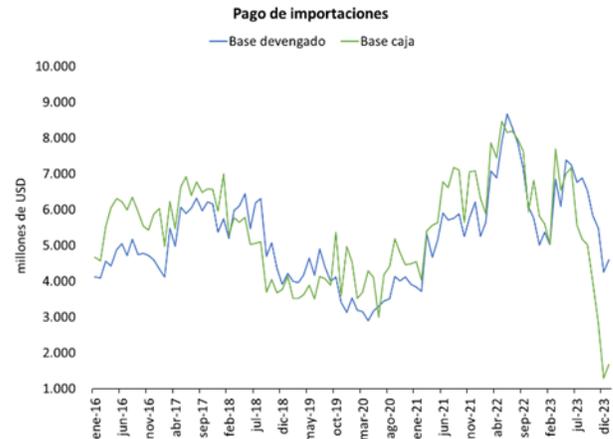
En otras palabras, desde la perspectiva del inversor extranjero, invertir a largo plazo en la economía real en la volátil argentina es una apuesta demasiado riesgosa. Si el proyecto actual fracasa, es probable que un gobierno populista vuelva al poder en 2027. Por ello, si bien algunos proyectos de inversión nuevos seguramente aparecerán con el cambio de gobierno, difícilmente Argentina pueda tener un gran déficit de cuenta corriente financiado con IED en el corto o mediano plazo.

Por todos estos motivos, consideramos un error no cuidar el colchón cambiario. Como mencionamos, el tipo de cambio real hoy no luce apreciado, pero la dinámica de un crawling al 2% mensual con una fuerte inercia inflacionaria es un punto que nos preocupa.

La buena acumulación de reservas desde diciembre de 2023 nada tiene que ver con el tipo de cambio real. Tiene que ver con la fuertísima recesión que estamos atravesando y con el esquema de pagos de importaciones establecido por el Gobierno al asumir. Para dimensionar esta dinámica, entre las tres series del BOPREAL se licitaron alrededor de USD 7.500 millones, lo cual le dio un aire al problema de la deuda importadora que venía de la gestión anterior. El padrón y la drástica reducción de deuda fantasma fue otro gran acierto del Gobierno. Sin embargo, la comunicación del BCRA de diciembre delineó un cronograma de pagos para las nuevas importaciones dependiendo del sector. La estructura para el pago de la mayoría de los bienes luego del ingreso aduanero se compuso en cuatro cuotas de 30, 60, 90 y 120 días. De tal forma, si se compara entre lo devengado y lo pagado la nueva deuda de importadores durante diciembre y febrero rondaría los 7.000 millones de dólares dejando un resultado ambiguo.

El pago en cuota de importaciones es una buena medida dado que el BCRA se encontraba absolutamente quebrado al asumir el nuevo Gobierno. Con el nuevo cronograma, se gana tiempo hasta la cosecha. Sin embargo, como mencionamos, esta

acumulación de reservas no dice absolutamente nada del nivel del tipo de cambio real.



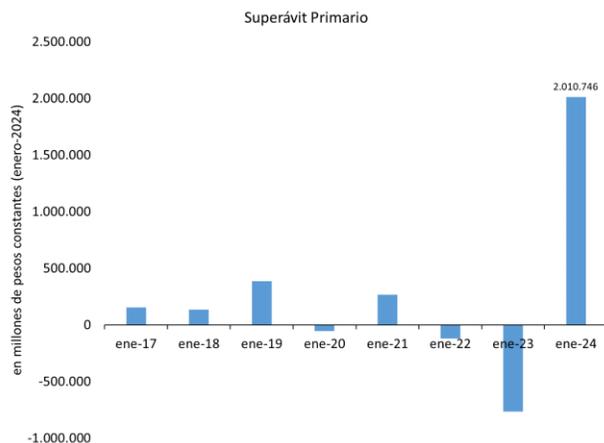
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y BCRA.

Este efecto juega en la brecha cambiaria. Parte de la caída en el dólar libre se debe a que el 20% de las exportaciones es una oferta consistente en el contado con liquidación, que arrastra el precio de todos los dólares libres hacia abajo. Por otro lado, la caída del dólar se podría entender como una especie de efecto ingreso, la caída en la actividad es tan grande que muchas empresas y familias muy dolarizadas estos meses tuvieron que salir a vender dólares para sobrellevar la caída en los ingresos y en el caso de las empresas por la dificultad en vender inventarios. Por último, la gran señal fiscal y el favorable cambio en las expectativas también juega en la caída del dólar libre, que venía de niveles muy altos en términos reales debido a la cobertura por miedo a la hiper (ver gráfico). Difícil ponderar en la baja a cada factor explicativo. Como a la mayoría, baja tan marcada nos toma por sorpresa.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Donde no vemos mucho espacio a la crítica es en la política fiscal. El gobierno tiene una clara dirección en este punto, poner en orden las cuentas públicas de la forma que pueda. El cambio en la dirección fiscal, como se observa en el siguiente gráfico histórico para los meses de enero ajustados por inflación, es rotundo. El impuesto país es un muy mal impuesto, acá no hay dudas. Pero es mejor a nuestro juicio un mal impuesto que seguir financiando al fisco con emisión monetaria en un régimen de alta inflación. El Gobierno ahora deberá trabajar para lograr acuerdos con los Gobernadores y el Congreso y restituir el capítulo fiscal, sobre todo los cambios en el impuesto a las ganancias. Recordemos que es el impuesto con mayor grado de coparticipación. En términos de los recursos fiscales, sin duda la pelota está del lado de la Nación. Las Provincias enfrentan un combo letal. La recesión castiga en mayor medida a los ingresos brutos y la inflación pega directo en el gasto salarial, recordar que muchas provincias incentivaron este gasto el año pasado por motivos electorales. Más que nadie las provincias necesitan reestablecer el impuesto a las ganancias. El anuncio del pacto de mayo en el discurso Presidencial fue una gran noticia para tender puentes con las Provincias.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon.

Vemos con buenos ojos muchas cosas de la nueva política económica. Desde la micro, reducir el exceso de regulaciones y burocracia absurda nos parece un gran paso. Quitar las trabas y aprobaciones discrecionales a las importaciones, fuente grosera de una cruel corrupción e ineficiencia económica. Priorizar la corrección fiscal como primer punto del programa económico nos parece un gran acierto, incluso si en el camino esto implica impuestos malos. Sólo bajo acuerdo político con los gobernadores iremos a un esquema impositivo más eficiente y progresivo, por ello la reanudación del diálogo

desde la semana pasada nos parece una gran noticia. Por supuesto que otras formas en el diálogo serían bienvenidas, pero creemos que hay que centrarse en la cuestión de fondo. Ahí consideramos que el papel de Francos en el Gobierno es fundamental para fortalecer la gobernabilidad e impulsar las reformas que requieren amplios acuerdos. Por último, una cuestión no menor que nos parece una excelente noticia es que se haya dejado de insistir con la dolarización. Como mostramos en la primera parte del Resumen, fijar el tipo de cambio es una mala idea para las economías de nuestra región.

Sin embargo, por los motivos ya descriptos, creemos que el tipo de cambio real es una variable clave en esta etapa de transición. Nos parece que sería un gran error continuar con la política del 2% mensual por parte del BCRA. La inflación será persistente, aun cumpliendo con el programa fiscal, con lo cual hay que tener paciencia. En ese camino, abusar del atraso cambiario sería un error. Veremos en las próximas semanas el camino elegido por el BCRA.

No mencionamos en este *Resumen* la brutal recesión que atraviesa la economía. Creemos que la recesión era inevitable en esta etapa, si no era por camino elegido de ajuste fiscal y devaluación, pensamos que la recesión hubiera venido por el descontrol nominal del escenario alternativo. Hasta que los salarios reales no recuperen (¿mediados de año?) veremos la actividad contraer. Por ello también consideramos que acelerar el crawling es necesario, porque baja la probabilidad de otro salto cambiario, que sería muy costoso en términos económicos, sociales y afectaría marcadamente la gobernabilidad.

Juan José Battaglia
juan@sekoia.com.uy

Ian Weber
ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino
tomasmingino@sekoia.com.uy