

Ajuste fiscal y devaluación: Primeras medidas y desafíos

El plan para ordenar la macroeconomía aún no se conoce. Hasta ahora son medidas que buscan mejorar el stock de reservas y comenzar un fuerte ajuste fiscal que funcione como ancla.

Puede funcionar, sí. Pero es un camino que deberá convivir con riesgos de un mayor desorden macroeconómico lo que podría decantar en crisis.

Es la consecuencia de una economía que lleva varios años de deterioro el cual se ha profundizado de manera extravagante durante la gestión económica de Massa que entregó como herencia una economía frágil y agonizante.

Nos preocupa en este marco el grado de paciencia social al ajuste que inevitablemente deberá soportar. Recordemos que un ajuste de mucha menor magnitud en 2019 (la mitad de la propuesta actual) derivó en una derrota catastrófica para JxC en las PASO de agosto de ese año. Y eso ocurrió a pesar de que la inflación estaba cayendo.

El ajuste fiscal anunciado requerirá conformidad previa de las Cámaras en materia tributaria y de ajuste de gastos por unos 2 pp del PIB (incluye suba de impuestos, eliminación de fórmula jubilatoria y moratoria/blanqueo). El resto tiene mucho componente discrecional que lo hará ejecutable más fácilmente, pero con un costo político significativo dado que el efecto del impuesto PAIS va a impactar en precios, y la baja de subsidios (económicos y sociales), obra pública y ajustes de gastos operativos impactará fuertemente en la clase media.

El programa podría no ser fuertemente recesivo si, consolidado el ajuste, la recuperación de la confianza produzca ingreso de capitales y

si la inflación comienza a descender (caída de impuesto inflacionario que en parte compensaría el efecto del ajuste fiscal).

Sin embargo, el riesgo es que todo eso se prolongue más tiempo de lo necesario y la recesión comience a afectar gravemente los ingresos fiscales y obligue a mayor ajuste del gasto para cumplir los objetivos.

Por el lado cambiario, el salto discreto a \$800 con crawling anunciado de 2% mensual parece extremadamente voluntarista, excepto que se trate de una medida muy temporaria.

Ya a fines de diciembre, considerando la inflación esperada, el valor equivalente de los \$800 de ayer será cercano a \$700. Y a fin de enero \$600 con el crawling del 2%. En este sentido esperaríamos que en enero se busque acelerar el ritmo de devaluación.

Esto supondrá un desafío adicional a la política monetaria dado que la aceleración del crawling peg deberá ser lo suficientemente elevado para que sea creíble de modo de no exacerbar las expectativas de un nuevo salto cambiario más adelante. Y ese ritmo deberá estar acompañado de una tasa de interés mayor a la tasa de devaluación para evitar que se retrase la liquidación de exportaciones.

Por ejemplo, si la inflación de enero apuntase a ser del 20% (algo optimista visto desde hoy), la tasa de crawling peg necesaria para no atrasar de manera significativa el tipo de cambio (y no alentar expectativas de devaluación discreta adicional en, por ejemplo, marzo) debería ser del 12% mensual.

En ese caso el tipo de cambio real a fin de enero se ubicará cerca de los \$650 (tipo de cambio nominal en torno a \$915) que se mencionó en principio como el tipo de cambio al que arrancarían el nuevo gobierno.

jueves, 14 de diciembre de 2023



Y para que ese 12% de tasa de devaluación mensual no provoque retraso en la liquidación de exportaciones se requeriría una tasa de interés superior a ese porcentaje. Por ejemplo, una tasa del 14% mensual equivalente a una TNA del 168%; lo que implicaría la necesidad de subir las tasas actuales.

Todo un desafío en un contexto en el que los efectos inflacionarios derivados de parte del ajuste de precios relativos y parte del passthrough van a tener impacto en el ánimo social.

En este contexto entendemos que el mercado está operando muy optimista. De todas maneras, con una mirada más amplia, y más allá de que podemos tener una mirada *cautelosamente* optimista, hacemos hincapié en la necesidad de monitorear permanentemente y muy de cerca el posicionamiento en los activos argentinos.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60