



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 46 - Edición N° 1097 - 4 de Marzo de 2024

### El poder disciplinador de la caja; ¿y después?

**Jorge Vasconcelos**

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

El desafío que habría de enfrentar el gobierno que asumiera el 10 de diciembre era triple; revertir los déficits gemelos, fiscal y externo; generar "visión de futuro" para que la "ambulancia" del sector privado rescatara a los heridos por los ajustes que se imponían en el estado, y también dar soporte institucional a las reformas "urgentes e importantes", introduciendo "Responsabilidad Fiscal" a Nación y Provincias y modernizando el funcionamiento del mercado laboral al estilo de lo que hizo Brasil en 2017 bajo la presidencia de Temer, una de las razones por las que en el vecino país se crearon 3,7 millones de nuevos puestos de trabajo en el sector formal en los últimos seis años.

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

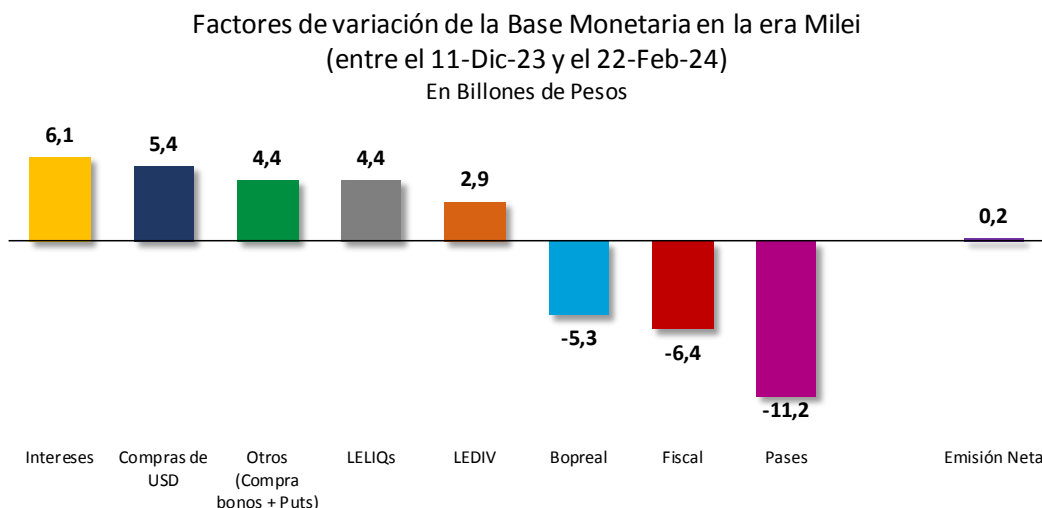
**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## El poder disciplinador de la caja; ¿y después? <sup>1</sup>

El desafío que habría de enfrentar el gobierno que asumiera el 10 de diciembre era triple; revertir los déficits gemelos, fiscal y externo; generar “visión de futuro” para que la “ambulancia” del sector privado rescatara a los heridos por los ajustes que se imponían en el estado, y también dar soporte institucional a las reformas “urgentes e importantes”, introduciendo “Responsabilidad Fiscal” a Nación y Provincias y modernizando el funcionamiento del mercado laboral al estilo de lo que hizo Brasil en 2017 bajo la presidencia de Temer, una de las razones por las que en el vecino país se crearon 3,7 millones de nuevos puestos de trabajo en el sector formal en los últimos seis años.

En lugar de ese trípode, sea por un mal diseño de la secuencia de reformas que impulsó el Ejecutivo, sea por la acción de defensores del “statu quo” que no están dispuestos a respetar el mandato de las urnas, la cuestión es que la gestión de gobierno ha quedado apoyada en poco más que un instrumento, el férreo control de la caja. En enero esta dinámica sirvió para lograr un superávit primario de casi 2,0 billones de pesos, con varios ítems de gasto en los que la suba nominal fue la mitad de la variación de los ingresos respecto de enero 2023.

La licuación del gasto del sector público nacional apunta a seguir mejorando estos guarismos a lo largo de este primer trimestre, pero la tarea de consolidación fiscal deberá recurrir a instrumentos más genuinos. De acuerdo a cálculos de Marcelo Capello y Nicolás Cámpoli de IERAL, para pagar intereses de la deuda con superávit, en 2024 la Nación debería ajustar sus gastos por el equivalente a 3,43 % del PIB y las provincias por 1,66 puntos. La pulseada recién comienza.



Fuente: IERAL en base a BCRA

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el Diario La Voz del Interior el 3 de Marzo de 2024 antes del discurso presidencial del 1 de Marzo

Aferrarse a la caja no sustituye, de todos modos, la necesidad de generar “visión de futuro”, tampoco a las reformas que sólo serán duraderas si pasan por el filtro de Congreso.

En la medida en que los otros dos pilares del trípode demoren en construirse, el gobierno quedará muy dependiente de las buenas noticias que pueda comunicar. Tanto aquellas que tiendan a confirmar que no hay peor cosa que la “casta”, como las relacionadas con una desaceleración sustentable de la tasa de inflación.

Obviamente, la dependencia del gobierno de las “buenas noticias” induce un sesgo más cortoplacista a la gestión. Así, se mantiene la posibilidad de liquidar el 20 % de las exportaciones por el CCL para achicar la brecha cambiaria (al costo de demorar la normalización del pago de importaciones); se fuerza la pauta del 2 % mensual para la variación del dólar en el mercado oficial en aras de llegar lo antes posible al dígito de inflación; se pueden posponer actualizaciones de tarifas, complicando la reducción de subsidios y las metas fiscales, y así sucesivamente.

Argentina, cambios esperados en la Balanza Comercial 2023/24  
En Miles de Millones de Dólares

	2023	2024	Diferencia	
<b>Saldo Comercial</b>	<b>-6,9</b>	<b>23,0</b>	<b>29,9</b>	
Exportaciones (Bienes)	66,8	80,0	13,2	+ 8,0 Agro + 1,5 Energía + 3,7 Ind y Resto
Importaciones (Bienes)	73,7	57,0	-16,7	- 3,0 Soja - 3,5 Energía - 10,2 Ind y Resto

Fuente: IERAL en base a fuentes varias y estimaciones propias

En principio, las perspectivas para la balanza comercial y la posibilidad de seguir recuperando reservas son auspiciosas para 2024, pero **condicionadas a un segundo semestre en el que no haya atrasos en el tipo de cambio real de exportación ni ampliación significativa de la brecha cambiaria.**

Ya en noviembre de 2023 las proyecciones de IERAL apuntaban a un superávit comercial de 25,0 mil millones de dólares para 2024, una mejora de 32,0 mil millones frente al déficit de 7,0 mil millones de 2023. Desde entonces, hubo ajustes a la baja en los guarismos de las exportaciones agrícolas, pero éstos fueron en parte compensados por una ampliación del superávit esperado en el sector energético, y también por el hecho que la recesión estará provocando una caída más acentuada en las importaciones.

Se espera ahora un superávit comercial de 23,0 mil millones de dólares para 2024, producto de un incremento de 13,2 mil millones de las exportaciones en relación a 2023 y de una merma de las importaciones del orden de los 16,7 mil millones.

Interesa subrayar que la expansión de las ventas al exterior tendría un aporte incremental de 8,0 mil millones de dólares de la agroindustria, de 1,5 mil millones por energía y de 3,7 mil millones por el resto, incluyendo industria y economías regionales. Del lado de las compras al exterior, no toda la merma se explicaría por la recesión, ya que habría "sustitución de importaciones" del orden de los 3,5 mil millones de dólares en el sector energético y cercana a los 3,0 mil millones por la menor utilización de granos de Paraguay y Brasil en la molienda de la presente campaña (admisión temporaria).

Considerando el conjunto de movimientos dentro del balance de pagos, lo que permitiría terminar el 2024 con reservas netas cercanas a cero (meta modesta, de por sí) es un recorte importante en el déficit de los servicios reales, del orden de los 3,0 mil millones de dólares (traccionado por turismo) y pasar a saldo neutro en los flujos con el FMI, luego de un negativo cercano a los 8,0 mil millones en 2023.

#### Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral

Base 100 = jul-19

Mes	TCRM
jul-19	100,0
nov-23	75,8
dic-23	113,8
ene-24	121,0
feb-24	105,0
mar-24 *	96,5

\* Se considera un ajuste mensual del tipo de cambio oficial de 2 % y una inflación del 11 %

Fuente: IERAL en base a BCRA, BLS, IMF y estimaciones propias

De todos modos, siempre hay que tener en cuenta la sensibilidad de las cuentas externas a la evolución del tipo de cambio real, es decir, al sesgo de los incentivos para las exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Y, en este plano, los guarismos son muy ajustados, dada la decisión del gobierno de usar al dólar como "ancla" para la inflación.

Para marzo, el tipo de cambio multilateral apunta a ubicarse en un índice 96,5 con base 100 en julio de 2019. Es decir, ya estaríamos 3,5 puntos menos competitivos vs una referencia válida, ya que en aquel año la cuenta corriente del balance de pagos se acercó al equilibrio. El deterioro de la competitividad cambiaría es acelerado, y esto es más nítido cuando se utiliza la canasta de monedas contra el peso, en lugar del indicador bilateral contra el dólar.

Con la actual tablita del 2 % mensual a la que se desliza el tipo de cambio y aun aceptando la ambiciosa proyección de una inflación anual de 149,4 % (la que figura en el Staff Report del FMI), a diciembre de este año se habrían perdido casi todas las ganancias de competitividad originadas en la devaluación de diciembre, quedando el índice de tipo de cambio real demasiado cerca del guarismo de noviembre de 2023, antes de la devaluación.

Y, respecto de la inflación, contrariamente a lo que se presume, si se dispusiera una “competencia de monedas” de modo apresurado, el impacto inicial sería el de un rebote en los índices de precios, ya que la demanda de dinero podría caer todavía más, lo que implica mayor velocidad de circulación de los pesos.

Intereses de los Pasivos Remunerados \*  
Var % mensual equivalente

	Fernández		Milei	
	Var % Nom	Var % Real	Var % Nom	Var % Real
Como % de la Base Monetaria	28,7%	14,8%	20,6%	0,3%
Como % de la Base Monetaria Amplia	7,7%	-4,0%	7,3%	-10,8%

\* La inflación mensual equivalente durante la etapa de Fernández (con Massa como Ministro-Candidato) fue de 12,1%, mientras que en la actual gestión de Milei es de 20,3% mensual (considerando 16% como inflación de feb-24)

Fuente: IERAL en base a BCRA

Más lógico es que, como parte de la imprescindible “visión de futuro”, se busque comenzar a crear condiciones para una eventual “competencia”, al estilo de Perú. Sabiendo que hay mucho terreno por recorrer. Si bien la brecha cambiaria se ha recortado en forma significativa en las últimas semanas, no debe ignorarse que el “apretón monetario y fiscal” involucra factores que no dejan de ser transitorios. Entre ellos, la liquidación del 20 % de las exportaciones por el CCL; el hecho que se está pagando sólo el 20 % de las importaciones devengadas; una esterilización de 11,7 billones de pesos por el BOPREAL y el rescate de deuda del Tesoro en los últimos dos meses que no es extrapolable.

Del otro lado, se tiene que la licuación de Pasivos Remunerados del Central no ha sido todo lo profunda que, seguramente, el gobierno esperaba. Así, en el arranque de marzo, la emisión endógena generada por el pago de los intereses de Leliq y Pases significan para el Banco Central 2,3 billones de pesos por mes, equivalentes al 7,3 % de la Base Monetaria Amplia. Es un piso demasiado elevado para la emisión monetaria y debilita los cimientos para poner al peso a competir contra las divisas.