

Actividad, inflación y cepo

Para el año en curso se prevé fuerte caída en la actividad, del orden del 5%, y de la tasa de inflación, que se ubicaría en torno al 160% anual. La acumulación de reservas del BCRA ha motivado algunas propuestas de acelerar el levantamiento del cepo cambiario. Sin embargo, es prudente demorar esta decisión hasta tanto se resuelvan los problemas de stocks acumulados de demanda de divisas.

Por Daniel Artana*



*Economista de FIEL

Actividad e inflación en caída y un Banco Central que continúa comprando reservas han despertado algunos debates interesantes.

Los indicadores anticipados de actividad son malos. La confianza del consumidor sigue por el piso y los datos disponibles de ventas de bienes durables muestran caídas importantes. Dada la fuerte merma en los ingresos de las familias y el agotamiento de algunos ahorros, la contracción seguramente continuará durante el segundo trimestre del año.

En ese contexto, se visualizan algunos factores contrapuestos. Ayudarían a una recuperación de la economía, la normalización de la cosecha, la fuerte reducción del riesgo país y alguna recuperación de ingresos que fueron sobreajustados al acelerarse tan rápido la inflación en los momentos finales de 2023 y los primeros de 2024. El cambio en la fórmula previsional evitaría una gran recuperación en el poder adquisitivo de las jubilaciones, pero, de todas maneras, alguna mejora se observaría en el segundo trimestre al reducirse la inflación respecto del primero. En el mismo sentido, a la larga o a la corta, las paritarias permitirán alguna recuperación de los salarios formales.

En sentido contrario, operan el fuerte ajuste fiscal y monetario (aunque este último se de en cantidades y no en el precio del dinero que sigue siendo negativo ajustado por inflación). Pero el fisco, en el margen, debería ser menos contraractivo. La caída en la recaudación actúa como un estabilizador automático y la contracción del gasto del primer trimestre del año debería ceder un poco hacia adelante en la medida en que se normalicen algunos pagos y se acuerde con las provincias restituir algunas de las transferencias cortadas.

En resumen, esperamos una caída del PIB de casi 5% en 2024, pero con la economía tocando fondo entre el segundo y tercer trimestre del año.

Proyectamos para el año una inflación algo por encima del 160%, que es más baja que el consenso de proyecciones. El apretón fiscal y monetario y una economía en receso no darían lugar para que la inflación sea más alta. Ayudarían también la corrección de algunos desajustes de precios que, ante la incertidumbre, se fijaron en valores superiores a los de equilibrio. En sentido contrario, operan los ajustes de tarifas, pero su efecto quedará concentrado en el segundo trimestre que, de todas maneras, terminaría con tasas mensuales inferiores a las del primero.

La acumulación de reservas del BCRA ha motivado algunas propuestas de acelerar el levantamiento del cepo cambiario. El “overhang monetario” se ha reducido y



eso facilita la apertura del cepo, pero todavía quedan stocks acumulados de demanda de divisas y nuevos flujos trabados que, si el cepo se levantara de golpe, podrían presionar a la demanda de cambios en una forma inusual. En este sentido, la postergación de pagos de nuevas importaciones desde mediados de diciembre ha reprimido el flujo de compras y, a la vez, generado un stock pendiente de pago exigible si se levanta el cepo que, en mayo, sería superior a los US\$ 10.000 millones. Con el BOPREAL el gobierno resolvió buena parte del stock indeseado de importaciones de bienes y servicios previo al

10 de diciembre, pero no hizo lo propio con los pagos de dividendos acumulados que, a su vez, han seguido aumentando desde entonces. Previo a cualquier decisión de levantamiento del cepo se requiere resolver estos problemas de stocks acumulados.

Esa represión en la demanda de divisas despierta algunas dudas respecto a si los niveles observados del tipo de cambio son de equilibrio o no. Todavía resta un largo camino que recorrer en la acumulación de reservas y las importaciones deberían volver a cierta normalidad cuando se recupere la economía y se hayan “digerido” los adelantos motivados por la brecha cambiaria y la inconsistencia macroeconómica de la política adoptada entre finales de 2019 y finales de 2023.

La prudencia del gobierno en algunos de estos temas es una respuesta lógica a una herencia muy pesada. ■

La represión en la demanda de divisas despierta dudas respecto a si los niveles observados del tipo de cambio son o no de equilibrio.