

CLAVES DE LECTURA PARA LA TRANSICIÓN DE GOBIERNO

RESUMEN

- *La estrategia de estabilización de la próxima administración es aún difusa tanto en su enfoque general como en sus detalles. La propuesta de dolarización (y su variante la competencia de monedas) que dominó el discurso de LLA hasta las elecciones generales, compite hoy con una propuesta de raíz fiscalista (PRO), que permitió sosegar las dudas que generaba la propuesta anterior de Milei.*
- *Creemos que la dolarización y sus variantes se mantendrán presentes en la agenda de discusión económica e interferirán con el proceso de transición. Esta idea se sustenta tanto en la ineffectividad antiinflacionaria de un enfoque de ancla fiscal tradicional como en el atractivo político de un enfoque disruptivo para garantizar la viabilidad política del programa ortodoxo.*
- *Por fuera del enfoque general, los primeros meses del gobierno de Milei estarán signados por el desarme del esquema económico que deja el gobierno saliente. La búsqueda de una transición rápida hacia un régimen económico donde prime el liberalismo presenta en la actualidad significativos riesgos de inestabilidad e hiperinflación que difieren drásticamente de lo ocurrido en 2016.*
- *Dada la secuencialidad anunciada (“primero LELIQ, después cepo”) no puede descartarse que la economía deba procesar primero un shock monetario antes de iniciar el proceso de desregulación cambiaria. Ambos procesos auguran una aceleración inflacionaria de magnitud para los próximos meses que coincidirá con decisiones en el plano fiscal que contribuirán a dicha aceleración (tarifas, nafta y liberalización de precios regulados) y que pueden llevar a la inflación a niveles disruptivos.*
- *De cara a 2024, el rezago de indexación de las fórmulas que determinan el gasto social, en el marco de la mencionada aceleración de la inflación, incrementará significativamente los márgenes de discrecionalidad fiscal. La estrategia en términos de inflación y de resultado fiscal se encuentran fuertemente entrelazadas.*
- *El establecimiento de un objetivo fiscal agresivo deberá lidiar con los efectos inflacionarios y contractivos típicos de este enfoque, que suelen erosionar la base de recaudación y prolongar la duración de los ajustes recesivos. La tolerancia al ajuste y los niveles de pobreza y salario real de partida plantean serias dudas respecto de la viabilidad de esta estrategia. Asimismo, su baja efectividad como herramienta antiinflacionaria en un contexto de formación de precios inercial como el actual, suma elementos de duda sobre su viabilidad.*

ESTRATEGIAS DE ESTABILIZACIÓN EN PUGNA

El triunfo de Milei en las elecciones tiene diversas facetas que serán analizadas en sucesivos informes. Su elección puede entenderse como la irrupción de una agenda de cambio a nivel macroeconómico que se monta sobre los fracasos de la gestión que termina el 10 de diciembre. Desde hace tiempo sostenemos que **la agenda (y la demanda) de estabilización se impondría más temprano que tarde para la política y la economía argentina**. El resultado de las elecciones convalida ese diagnóstico e impone al nuevo gobierno el mandato de resolución del problema de la alta inflación.

Hasta el domingo 19 de noviembre, la combinación de un posible renovado gobierno peronista y un contexto de desequilibrios macroeconómicos menos extremos que los de las décadas del setenta y ochenta del siglo pasado, ofrecían condiciones de oportunidad para una **estabilización “a la heterodoxa”**. Es decir, una estabilización que minimizara y concentrara en pocos meses los costos sociales de la desinflación, dando luego centralidad a la política de ingresos y a un acuerdo social como pilares de una estrategia de desindexación. Dicha alternativa quedó anulada por el resultado electoral. **El gobierno entrante presenta a la vez aprensión e incapacidad para articular este tipo de enfoque.**

La estrategia macroeconómica (y de estabilización) de la próxima administración es aún opaca tanto en sus detalles como en su enfoque general. La propuesta de **dolarización y sus variantes (la competencia de monedas)** que dominó el discurso de LLA hasta las elecciones generales, comenzó a alejarse del horizonte de cara al balotaje al tiempo que se disipó la posibilidad de imponer al gobierno saliente los costos y la inestabilidad que requiere el proceso. Desde entonces, la alianza electoral con el PRO construyó una propuesta de raíz **fiscalista**, que permitió sosegar las dudas que generaba la propuesta de Milei.

En los próximos días **la definición del gabinete y el programa macroeconómico deberán saldar esta tensión (¿o interna?) entre una mirada predominantemente “fiscalista” (asociable al PRO) y una mirada “dolarizadora” (asociable a LLA) que dominará el enfoque de estabilización que asumirá la política pública.**

Las primeras intervenciones públicas de Milei, buscan tender un puente entre ambas miradas. El compromiso con el ajuste y el equilibrio fiscal (“no hay plata”) es acompañado por el énfasis en garantizar el repago de la deuda externa (“honrar compromisos”). Ambas señales hacen de **la reducción del riesgo país un objetivo de política, en vistas de obtener el financiamiento externo que permitiría avanzar con la estrategia de dolarización.** Bajo esta perspectiva, **la estrategia de ajuste fiscal sería el preludio para la implementación de alguna forma de dolarización.**

¿PUEDE FUNCIONAR? EL ROL DE LA INERCIA

El diagnóstico respecto del proceso inflacionario es crucial a la hora de evaluar la efectividad y consecuencias de los enfoques en pugna. La economía argentina está inmersa en un régimen de alta inflación que conduce a una progresiva aceleración en el ritmo de los precios. Como destacamos en nuestros informes anteriores, esta tendencia se verifica a través de una dinámica de suba de la tasa de inflación por escalones, que ante cada nuevo *shock* (o pico inflacionario) establece un piso más alto para la dinámica de precios.

Nuestra mirada plantea que el proceso inflacionario en curso es de raigambre esencialmente inercial, es decir la persistencia inflacionaria se explica por la conducta de adaptación y acostumbramiento de los actores a la propia inflación (*la inflación se explica por la propia inflación*).

Tras una prolongada exposición a la inflación, los agentes económicos fueron modificando su mecánica de formación de precios, dando lugar a un proceso de indexación formal e informal que explica la persistencia de la inflación y la rápida propagación de los shocks (Ver Anexo I: Mapa de la indexación). En este contexto, **la eficacia de las políticas de ajuste macroeconómico tradicionales para reducir la inflación es limitada, por lo que cualquier estrategia antinflacionaria que no considere la contención de los mecanismos de propagación de la inflación en su conjunto estará destinada al fracaso.**

Bajo esta mirada es evidente que **la reconstrucción del equilibrio fiscal por sí solo no quiebra ni la inercia inflacionaria ni los mecanismos de propagación de la dinámica de precios.** Así, un programa exclusivo de ancla fiscal estaría condenado a ser costoso en términos económicos y sociales, largo en términos de su duración y fallido en su objetivo de reducción de la inflación. El enfoque presenta los problemas típicos de los programas de ajuste recesivo en los que el aumento del desempleo, la caída de la actividad y la aceleración de la inflación se combinan, generando un entorno económico intolerable mucho antes de que el propio ajuste llegue a incidir sobre las bases contractuales de fijación de precios.

Por el contrario, **la dolarización (y sus variantes), a pesar de sus elevados costos de implementación inicial y la pérdida de soberanía económica que acarrea en el mediano plazo, plantea una ruptura y un quiebre drástico con el régimen económico y contractual vigente.** El cambio de moneda fuerza una rediscusión de contratos general que permite interrumpir el proceso indexatorio y ofrece una vía para frenar de cuajo una inflación de raíz inercialista.

¿PUEDE FUNCIONAR? LA TOLERANCIA AL AJUSTE

Las opciones en pugna deben ser entendidas no solo a la luz del diagnóstico de la inflación que se tenga, sino también en vistas de los desafíos políticos que plantea al nuevo gobierno el mandato de estabilización. Uno de los temas más complejos con los que deben lidiar los planes de estabilización es la capacidad política del gobierno para torcer el rumbo precedente en el cual dominan prácticas relacionadas con la alta inflación. Para ello **es fundamental**

considerar no sólo la magnitud de los costos que deberán asumirse, sino también la duración en el tiempo de los mismo y la capacidad política para sostenerlos.

Como muestra la historia argentina, las hiperinflaciones mostraron ser eventos disciplinadores a nivel social y político, que viabilizaron grandes reformas que fueron resistidas en el período previo. La resistencia social y la lectura política no son estáticas, sino que se transforman al ritmo de la realidad política y económica. El “ajuste” puede ser llevado adelante con mayor o menor represión social, dependiendo del nivel de tolerancia que se va construyendo a lo largo del tiempo.

La decisión de avanzar en reformas rápidas y radicales enunciada en el discurso del presidente electo la noche del balotaje (“estrategia de shock”) puede ser interpretada como un diagnóstico respecto de los márgenes de tolerancia sociales para con un enfoque de ajuste prolongado. La apuesta por realizar los cambios de forma rápida, en los primeros 6 meses de gobierno, parece expresar cierta preferencia por un enfoque disruptivo y breve más que por uno prolongado. En términos de nuestro propio diagnóstico, **mientras que la vía fiscalista implica un enfoque doloroso y duradero (además de poco efectivo), la dolarización y sus variantes ofrecen una vía aun más dolorosa y disruptiva (con mayor riesgo de pérdida del control), pero al mismo tiempo más breve (y efectiva en caso de ser exitosa).**

En la muñeca política de los próximos meses, relacionada con el desarme del modelo anterior y la capacidad de juntar apoyos (o silencios) de actores sociales, territoriales, parlamentarios y externos se definirá el grado de disrupción económica que se avecina.

Sea por la ineffectividad de un enfoque ortodoxo tradicional en bajar la inflación o por la necesidad de asumir los costos de un enfoque disruptivo para garantizar la viabilidad política del programa, auguramos que la agenda de la dolarización y sus variantes (la competencia de monedas) se mantendrán presentes en la discusión económica e interferirá con el proceso de transición.

LOS RIESGOS DE LA TRANSICIÓN: LA PRIORIDAD ES MONETARIA

Por fuera del enfoque general, los primeros meses del gobierno de Milei estarán signados por la posibilidad de desarmar el esquema económico que deja el gobierno saliente. **La búsqueda de una transición rápida hacia un régimen económico donde prime el liberalismo presenta en la actualidad significativos riesgos de inestabilidad e hiperinflación que fueron reconocidos por el presidente electo y difieren drásticamente de lo ocurrido en 2016.**

Entre las pocas certezas anunciadas sabemos que la estrategia económica **priorizará la agenda monetaria, para luego avanzar en reformas cambiarias.** El desarme de pasivos remunerados del BCRA (LELIQ+Pases) es indicado como el objetivo inicial, en tanto es identificado como un limitante para la liberalización cambiaria. En este marco, el presidente electo anunció una “solución de mercado” de la cual se desconocen detalles.

Los pasivos remunerados del BCRA (“las LELIQ”) son el correlato de las tenencias monetarias de los agentes económicos (personas, empresas y estados) en el sistema financiero (“los depósitos”). **La razón de ser de las LELIQ se vincula a la necesidad de garantizar un rendimiento (tasa de interés) a los depósitos en el marco de una economía en la que la intermediación financiera,** es decir la canalización del ahorro hacia el crédito, es prácticamente nula. De esta forma, reducir o eliminar los pasivos remunerados implica reducir o eliminar la remuneración a las tenencias monetarias de los agentes económicos en el sistema financiero, un aspecto que tendrá impacto sobre la cadena de pagos y el funcionamiento económicos.

La decisión de avanzar sobre estos pasivos del BCRA de manera abrupta requiere o bien alguna forma de inmovilización de los depósitos (¿canje por instrumentos del tesoro de mayor duración?), o bien un esquema de licuación de las tenencias monetarias (que podría instrumentarse de distintas formas ¿canje por dólares a un tipo de cambio más elevado? ¿baja abrupta de la tasa de interés?).

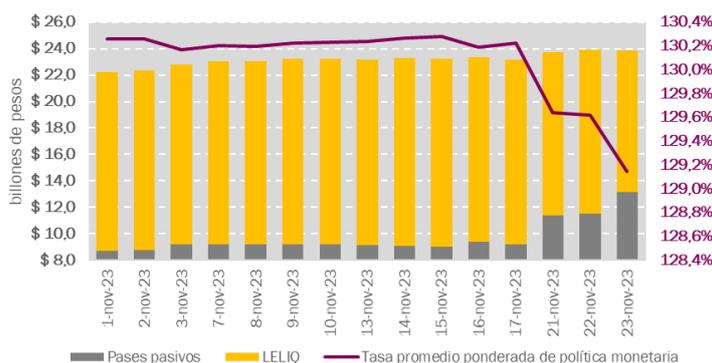
Sea como sea, **es importante destacar que las condiciones de “la solución de mercado” al problema de las LELIQ serán inmediatamente trasladadas por las entidades financieras a los ahorristas, que son quienes deberán definir si aceptan o no las opciones que se le propongan.**

Las primeras consecuencias de estos rumores comenzaron a evidenciarse en las últimas subastas de LELIQ realizadas por el BCRA. La decisión de los bancos de reducir su exposición a estos instrumentos y bajar la duración

de sus pasivos remunerados migrando sus posiciones de LELIQ (28 días de duración) a Pases pasivos (1 día de duración) expresa esta tensión. La decisión de portafolio de los bancos manifiesta el riesgo de que las entidades decidan “achicar balances” ante una esperable baja de la tasa de interés. Es decir, rechazar depósitos para no exponerse a posibles descalces entre sus pasivos (depósitos) y sus activos (LELIQ) frente a posibles cambios de política.

Aunque los efectos sobre la tasa promedio ponderada de política monetaria han sido aún moderados (-1,1 p.p.), estos resultados amenazan con pronunciarse y forzar un exceso de pesos que alimente una corrida contra el peso. Estos riesgo pueden verse acrecentados, si se eliminan o reducen los pisos de tasa de interés vigentes y las segmentaciones de mercado establecidas por la CNV y el BCRA respecto de la operatorio en MEP y CCL.

GRÁFICO 1. PASIVOS REMUNERADOS Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA PROMEDIO



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

A menor escala, una situación similar se registró durante la pandemia. El tope a las tenencias de LELIQ instrumentado en abril de 2020 por el BCRA, en vistas de forzar a los bancos a incrementar el crédito para solventar los costos de los depósitos, ofrece un antecedente válido para pensar como podría ser la respuesta de los agentes a una “solución de mercado” que implique una baja de la tasa de interés abrupta. **En aquel entonces, la liquidez excedente que no podía allocarse en LELIQ forzó una baja en las tasas de interés del mercado de dinero (por la vía del achique de balances de los bancos) que alimentó una corrida cambiaria, llevando la brecha a uno de sus picos del período.**

GRÁFICO 2. PASIVOS REMUNERADOS Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA PROMEDIO

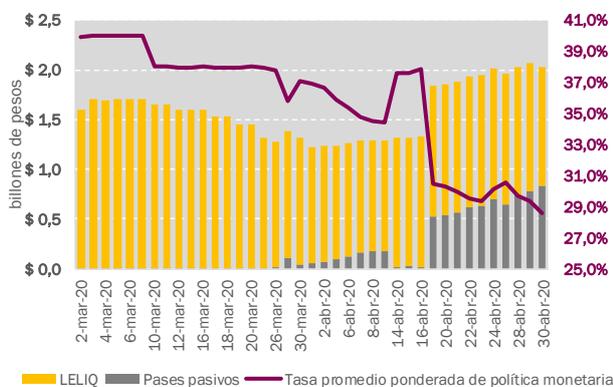
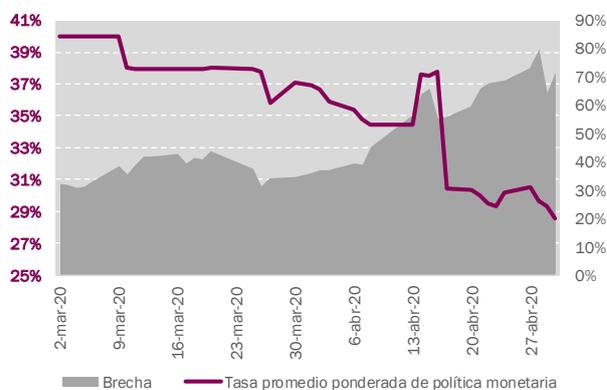


GRÁFICO 3. BRECHA Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA PROMEDIO



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

Dada la secuencialidad anunciada (“primero LELIQ, después cepo”) **no puede descartarse que la economía deba procesar primero un shock monetario antes de iniciar el proceso de desregulación cambiaria**. Ambos procesos auguran una aceleración inflacionaria de magnitud para los próximos meses que coincidirá con las decisiones que en el plano fiscal puedan acelerar los precios (tarifas, nafta y liberalización de precios regulados) y no permiten descartar que la inflación alcance niveles disruptivos.

LA AGENDA FISCAL: ¿CUÁN LEJOS ESTAMOS DEL EQUILIBRIO?

Tal como señalamos anteriormente los desequilibrios macroeconómicos en Argentina, aunque no despreciables, están lejos de las magnitudes de otros episodios comparables de alta inflación. En la actualidad los problemas centrales de la estabilización radican en: (i) la dificultad para mantener bajo control la dinámica nominal dadas las necesarias correcciones de precios relativos; y (ii) los bajos ingresos reales de grandes porciones de la población.

En el plano fiscal, nuestras estimaciones de déficit primario para 2023 proyectan un rojo de alrededor de 2,5% del PBI sobre el cual pesan factores coyunturales (efectos de la sequía + paquete post-PASO) y una deuda flotante que hasta el mes de septiembre se mantenía en los umbrales acordados con el FMI.

De cara a 2024, la aceleración de la inflación que se espera para los próximos meses (en el contexto de un probable shock monetario inicial y cambiario posterior), incrementarán significativamente el margen de discrecionalidad fiscal asociado al rezago de indexación de las fórmulas que determinan el gasto social y previsional.

El pago de jubilaciones y programas sociales se ajusta mayoritariamente por el índice de movilidad que se actualiza cada tres meses. El rezago de indexación del gasto social en el contexto de aceleración de la inflación aportaría aproximadamente 1 p.p. del PBI (neto de bonos y compensaciones) en 2023 y podría generar un ahorro de 2 p.p. en 2024 dependiendo de la estrategia sobre bonos y compensaciones elegida. **En la agenda de mediano plazo, la rediscusión de la fórmula de actualización de jubilaciones jugará un papel fundamental para consolidar este patrón de ajuste fiscal una vez superado el período de aceleración inflacionaria (compatible con requerimientos del FMI).**

Adicionalmente, en 2023 los efectos de la sequía restaron aproximadamente 1 p.p. del PBI en materia de recaudación de derechos de exportación. **La normalización de la cosecha en 2024 plantea un escenario en donde la reversión de dicho resultado podría garantizar 0,8 p.p. del PBI de ahorro fiscal.**

Por su parte, la **política de subsidios** ofrece también otro espacio para la generación de ahorro. En este caso no solo el ajuste de tarifas, sino también la internalización de los menores costos de generación que deja 2023 podrían realizar un aporte de alrededor de 1 p.p. del PBI. En un sentido similar opera una posible actualización del **impuesto sobre los combustibles** (0,4 p.p. del PBI).

Se suman, además, los márgenes de discrecionalidad que ofrecen los gastos por transferencias a las provincias, el gasto de capital del sector público nacional y la política salarial de la administración pública nacional. Los mencionados espacios para la generación de ahorro fiscal deberán ser sopesados respecto de la decisión de continuidad o no de las iniciativas post-PASO, donde deben incorporarse no solo la reforma de ganancia y el IVA, sino también la extensión y suba de la cobertura del impuesto PAIS.

En términos estructurales, el establecimiento de un objetivo fiscal agresivo deberá lidiar con los efectos inflacionarios y contractivos típicos de este enfoque que suele erosionar la base de recaudación y prolongar la duración de los ajustes recesivos. La tolerancia al ajuste plantea serias dudas respecto de la viabilidad de esta estrategia que no cuenta por sí sola con mecanismos de ruptura sobre la dinámica de formación de precios, más allá de los que pueda generar una muy severa recesión.

ANEXO: UN MAPA DE LOS MECANISMOS DE INDEXACIÓN

El proceso de indexación de precios en la década de los ochenta era una característica común a las economías latinoamericanas. Éste dio lugar al establecimiento de planes de estabilización que incluyeran políticas desindexatorias explícitas, como el Plan Austral o la Convertibilidad. Desde los años 90 del siglo XX, la mayoría de las economías de la región lograron quebrar estas tendencias e iniciar una fase de recuperación de sus monedas.

En el caso de la Argentina, la vuelta a la indexación es un proceso de larga data que acompañó la sostenida exposición de la economía nacional a variaciones de precios muy por encima de la media internacional y regional. En el camino a la reconstrucción de la indexación pueden identificarse diferentes hitos que conviven hasta el día de hoy con el sostenimiento de la prohibición formal de indexar establecida en la Ley de Convertibilidad.

Durante el año 2008 se sancionó la ley de movilidad jubilatoria, que preveía una actualización vía salarios y recaudación de la ANSES, un ajuste automático de los haberes de forma semestral. En el marco de una mayor inflación, el ajuste pasó a ser trimestral. Asimismo, el índice de movilidad, originalmente pensado para las jubilaciones y pensiones, comenzó a abarcar otras prestaciones sociales como la Asignación Universal por Hijo.

En el plano contractual el período 2016-19 significó un cambio cualitativo. En el período se concretó un proceso gradual pero persistente de convalidación de la indexación contractual, asentada sobre un diagnóstico simplista respecto del proceso inflacionario en curso y su resolución. En tanto se asumía que el proceso inflacionario era de sencilla resolución, las autoridades avalaron la formalización de mecanismos de cobertura y actualización contractual contra la inflación en los procesos de negociación con los distintos sectores y actores. En el enfoque de políticas la expectativa de rápidos resultados del régimen de metas de inflación hacía de la indexación de contratos una concesión sin riesgos. Sobre esta base, la crisis de deuda y balance de pagos establecerían un cambio en la dinámica cuantitativa de los precios.

La difusión de las denominadas “cláusulas gatillo” en las negociaciones paritarias es quizás el ejemplo más destacado de la mencionada estrategia, al que se suman también los créditos y plazos fijos UVA, la nueva fórmula de movilidad jubilatoria, la emisión de instrumentos de deuda con cobertura contra la inflación y la ley de alquileres, entre otros. Lejos de lo esperado, la política pública avaló el avance en la indexación de contratos, incubando problemas que se materializarían con los records de inflación que trajo consigo la crisis de deuda primera y la salida de la pandemia y el shock de precios internacionales después.

Las actualizaciones automáticas, con el tiempo, fueron generalizándose, impactando no solo en contratos entre privados y el gasto público, sino en la recaudación. El mínimo no imponible de ganancias para la cuarta categoría, que hasta ese momento dependía de un decreto del Poder Ejecutivo, comenzó a actualizarse anualmente respecto a la inflación del Índice de Precios al Consumidor. La reciente modificación del impuesto, que lleva a que menos del 10% de los asalariados estén alcanzados por el impuesto, implica que la sola modificación del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM) haga subir el mínimo no imponible. Esto significa no solo congelar el impacto del impuesto en la distribución de los salarios, sino también evitar cualquier tipo de rezago, en tanto el SMVM sea actualizado.

Respecto al impuesto a las ganancias de las empresas, el rezago en la actualización es importante. Para el complejo cálculo de las ganancias empresariales sujetas al impuesto se toma como referencia el balance del año anterior. Luego, con la presentación del nuevo balance, se hace un ajuste y se paga el resto. La aceleración inflacionaria llevó a que este método bajara la presión real del impuesto, dado que las ganancias nominales entre un año y otro tuvieron modificaciones importantes, al ritmo de la inflación. Así, la recaudación por el impuesto a las ganancias de sociedades mostró una disminución importante a lo largo de los últimos años. Este proceso llevó a que el gobierno instrumentara una herramienta inequitativa (en particular para las PyMEs, por la volatilidad de sus resultados) pero eficaz en términos de recaudatorios: el anticipo en el pago del impuesto.

En síntesis, la exposición a la inflación llevó a la indexación de una importante cantidad de contratos entre privados y con el Estado, que se encuentran superpuestos y con diferentes rezagos de actualización. Quienes pueden actualizar más rápido sufren menos intensamente las consecuencias de la inflación respecto a quienes demoran más. De esta manera, la aceleración inflacionaria por sí sola afecta el poder de compra de los distintos contratos. El rezago de la fórmula de movilidad jubilatoria quizás es el más importante, que llevó al establecimiento de bonos cada vez más importantes (y, por lo tanto, a un incremento de la discrecionalidad en el gasto previsional). Asimismo, los elevados niveles mensuales y su elevada volatilidad explican parte importante de los conflictos torno a las fórmulas y los (invisibles) efectos ingresos que los contienen.

Tabla 1. Frecuencia, rezago indexatorio e índice de actualización¹

	Contratos financieros	Salarios	Jubilaciones	Alquileres	Ganancias personas (MNI)	Ganancias Sociedades
Frecuencia	mensual	trimestral	trimestral	semestral	mensual	anual
Rezago promedio (en meses)	1,5	3	4,5	6	1	9
Índice	IPC	IPC	RIPTE/Recaudación ANSES	IPC/0,9xCVS	SMVM	IPC

Fuente: Elaboración propia

¹ Pueden sumarse a la anterior tabla el conjunto de contratos privados que se actualizan por: (i) el índice de precios al consumidor (IPC); (ii) el índice de costos de la construcción de CAMARCO (CAC); (iii) el tipo de cambio oficial (TC Com. A 3500), o bien (iv) alguno de los tipos de cambio paralelos, entre otros.