

La maratón del Plan Caputo y la “dolarización endógena”



Resumen

- Alcanzar la estabilidad económica tiene similitudes con correr una maratón de 42km. Es difícil, larga, si te apurás fallás y hay riesgo de que salga mal
- La **fatiga**, el **hastío** y el problema de la **perspectiva** son protagonistas de la coyuntura económica. La **fatiga** asociada a la imposibilidad de seguir acumulando reservas internacionales y el **hastío creciente vinculado a la ansiedad sobre la continuidad del ajuste**.
- Los elevados costos sociales y productivos que está imponiendo el programa potencian la ansiedad sobre los resultados. Los indicadores sociales muestran en apenas tres meses suba del desempleo (con impacto más agudo sobre trabajadores precarios) y que los esfuerzos por compensar la caída de ingresos demandan cada vez más horas de trabajo entre los informales.
- El aumento de la desigualdad, el rápido crecimiento de la pobreza y (particularmente) de la indigencia no llaman la atención: son resultado de la elección de una **política compensatoria minimizada** combinado con un **ancla salarial** y la centralidad del **sostenimiento de la recesión** como pilar de la desinflación.
- El **hastío** se vincula con la falta **perspectivas**. La recuperación económica es una piedra en el zapato para el sendero de desinflación. Lo peor es que, una devaluación en el futuro cercano, también. El programa está encerrado en su propio laberinto. **En este marco, al condenar a la economía a una recesión permanente, corre el riesgo de elevar el hastío a niveles que desafían la tolerancia social.**
- **La supervivencia del programa está marcada por la consecución de logros de corto plazo permanentemente.** Así, la reversión de la **brecha cambiaria**, de la acumulación de **reservas internacionales** y de la **desinflación** parecen estar poniendo en riesgo la continuidad del programa. La experiencia muestra que existen riesgos de una retroalimentación del ajuste y de reaparición de inflación alta. **Las dificultades para dar perspectiva erosionan la credibilidad. Bajo esta perspectiva entendemos la necesidad de sumar anuncios sobre las “nuevas etapas de la política monetaria”.**
- **La agenda de la reforma monetaria entra intermitentemente en la agenda de gobierno y toma más fuerza en la medida que se evidencia el fracaso de la estrategia actual.** Los anuncios pensados en términos de la “dolarización endógena” se topan con problemas: i) El camino a la dolarización se torna más asequible si el esquema económico logra juntar más dólares y licuar la cantidad de pesos; ii) **el esquema de apretón monetario continúa y con él, la recesión**; iii) parte de **las turbulencias se explican por los “agujeros negros” del esquema planteado**; iv) **el esquema soslaya las crecientes presiones de acreedores externos.**

La estabilización como una maratón

La estabilización de la economía tiene similitudes con correr una maratón de 42km. Es difícil, larga, si te apurás fallás y hay riesgo de que salga mal, especialmente la primera vez. Por sobre todas las cosas, si no tenés una buena estrategia para encarar la carrera, el fracaso está prácticamente asegurado. También tiene fases, que tenés que respetarlas. Si no las repetás o las subestimás, sumás puntos para asegurarte el fracaso.

Uno de los problemas más importantes en las maratones está relacionado con la **fatiga**. Comúnmente se cree que correr 42 kilómetros sin parar es en extremo difícil por una cuestión muscular. Terminar la carrera sin calambres ni contracturas asociados a semejante esfuerzo físico parece una odisea.

Pero también hay otro problema menos conocido: el **hastío**. Este problema suele aparecer a partir de los 28-30 kilómetros, cuando completaste una parte importante de la carrera pero aún te queda un tramo nada despreciable. “¿Para qué estoy haciendo esto?”, se pregunta el corredor cuando debe enfrentarse al conocido “muro”. Si tenés claros tus objetivos, fuiste prolijo, preparaste bien tu cuerpo para el esfuerzo y, por sobre todas las cosas acomodaste la cabeza (tenés claro qué haces y para qué), superar el hastío no es tan difícil.

La fatiga y el hastío son protagonistas de la coyuntura económica. Como mencionábamos en el último informe, el Plan Caputo está mostrando crecientes síntomas de **fatiga**, especialmente por su imposibilidad de seguir acumulando reservas internacionales, lo que explica centralmente las convulsiones que desde hace semanas experimenta el mercado cambiario.

A eso sumamos el **hastío, es decir, la ansiedad sobre los resultados del ajuste**. Los elevados costos sociales y productivos que está imponiendo el programa de estabilización elegido potencian la ansiedad sobre los resultados. La elección de una devaluación inicial “muy alta” no parecen ser compensados con beneficios posteriores. Con el pasar del tiempo y la postergación de una recuperación de la producción y los ingresos, luego de 7 meses, los interrogantes sobre si el esfuerzo valió la pena tienden a crecer, lo cual acrecienta la tensión sobre el plan y contribuye a acelerar los tiempos. Esto potencia la pregunta de si la estrategia estuvo bien diseñada y era la adecuada para un país como la Argentina en 2024.

La impotencia del ajuste fiscal y monetario. Anclas múltiples

El nudo inflacionario de la Argentina no se desata con una recesión. El régimen de alta inflación de la actualidad constituye un problema más grave y complejo que demanda un conjunto de políticas coordinadas para poder combatirlo y derrotarlo de manera eficaz. La fatiga actual de los distintos pilares del programa antiinflacionario del Plan Caputo se puede explicar a partir de los límites de las políticas monetarias y fiscales para bajar una inflación como la argentina y la erosión de la estrategia cambiaria. Bajo un diagnóstico

errado y un diseño de políticas ineficaces y dolorosas, no pareciera extraño que la credibilidad en el programa se vaya erosionando con el paso del tiempo.

Bajo la hipótesis de la existencia de inflación crónica, con un componente inercial importante e indexación contractual, los programas que utilizan centralmente la recesión para desinflacionar **suelen soslayar dos problemas**: los **elevados costos en términos sociales** que tienen implícitos y su **baja eficacia**, es decir, tardan mucho en desinflacionar y suelen ser abandonados antes de llegar al estadio de baja inflación. Como planteamos en informes anteriores, este tipo de planes fracasan antes de mostrar las bondades de la desinflación.

Actualmente, los debates de la coyuntura pueden ser leídos bajo la perspectiva de un programa antiinflacionario con grandes inconsistencias, que llega al mes 7 con grandes dificultades. Éstas se pueden estructurar en tres aspectos.

En primer lugar, como explicamos en el Informe de Junio, la estrategia cambiaria muestra claros síntomas de **fatiga**, en tanto el BCRA dejó de acumular reservas internacionales desde hace más de un mes y la brecha ya comenzó a reaccionar. Esto implica que, si bien la inflación disminuyó a lo largo de los meses, presiona permanentemente sobre el crawling-peg del 2% mensual, tensionando la sostenibilidad cambiaria. Esto lleva a replantear la inconveniencia de una devaluación tan elevada a comienzos del programa (118%), con la aceleración inflacionaria y costos sociales excesivamente elevados que implicó. **Más devaluación nominal, bajo un contexto de inflación crónica, no implica ganancias reales si no se ataca la inercia.** Las presiones actuales para una nueva devaluación pueden ser leídas bajo esta perspectiva.

En segundo lugar, los **elevados costos del ajuste** y la falta de contundencia de resultados acrecientan el **hastío** sobre el programa económico. Al mes 7, no solo no hubo recuperación económica sino que los indicadores sociales empeoraron fuertemente sin un sendero de recuperación en los meses próximos.

En tercer lugar, la falta de perspectiva del programa incrementa el **hastío**. No solo que la ausencia de recuperación económica sino no que el sendero desinflacionario propuesto necesita la prolongación de la recesión. Este puede ser el Plan A del gobierno para lo que queda del 2024. La recuperación de la economía, si bien resulta deseable en términos políticos, podría ser una piedra en el zapato en el sendero de desinflación. Lo peor es que, una devaluación en el futuro cercano, también. El programa está encerrado en su propio laberinto.

Hastío I. Los costos del ajuste

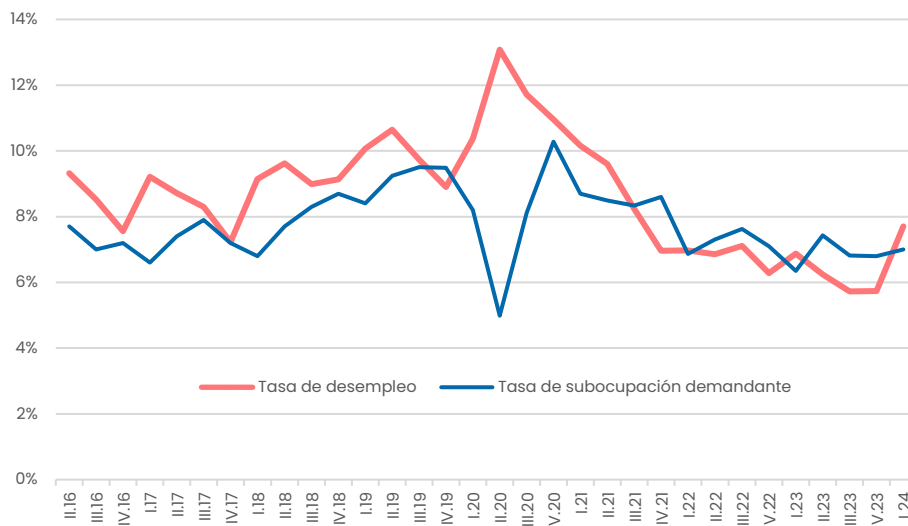
Los datos difundidos por el INDEC para el primer trimestre de 2024 muestran los primeros efectos del programa económico sobre la situación social: aumento de la desocupación al 7,7% y rápido incremento de la desigualdad. Las estimaciones realizadas a partir de estos datos (y de la evolución de las canastas) muestran también un aumento muy fuerte de la indigencia y la pobreza.

El incremento de la desocupación fue de 0,8 puntos en términos interanuales. Esto combinó una caída de la tasa de empleo (0,7 pts) y una contracción de la tasa de actividad (0,3 pts). Esto implica que, de haberse sostenido la cantidad de gente que estaba buscando trabajo un año atrás, la tasa de desempleo hubiese sido mayor.

Los datos muestran otras características de la situación sociolaboral y aportan a discusiones más estructurales de cómo funciona el mercado de trabajo argentino en la presente década. La información aportada debe ser tomada con prudencia puesto que refiere al primer trimestre de 2024 (elevada estacionalidad) y a un período de tiempo limitado.

En primer lugar, **el desempleo tiene efectos desigualadores** por distintas razones. Por un lado, los datos muestran que la caída en el empleo se dio de la mano de un incremento en la tasa de **subempleo demandante** (0,7 pts). Es decir, dentro de las personas que trabajan de forma parcial, una proporción mayor buscó trabajar más horas. Este efecto es típico de situaciones de baja de los salarios reales. Ante la caída del salario horario, para conseguir el mismo ingreso mensual, deben trabajar más horas. Esta es una explicación razonable de lo que está sucediendo. No solo aumenta el desempleo sino también la insatisfacción dentro de quienes trabajan. Por otro lado, la caída de empleo fue más fuerte en perfiles sociolaborales asociados a situaciones de mayor vulnerabilidad social y salarios más bajos. Los puestos de trabajo no calificados se contrajeron 0,9 puntos, mientras que el resto se mantuvo relativamente estable. Los trabajadores con nivel educativo hasta secundario incompleto vieron caer el empleo (1,2 pts) más que la tasa de empleo global (0,7 pts).

GRÁFICO 1 – Tasas de desempleo y subocupación demandante desde 2016

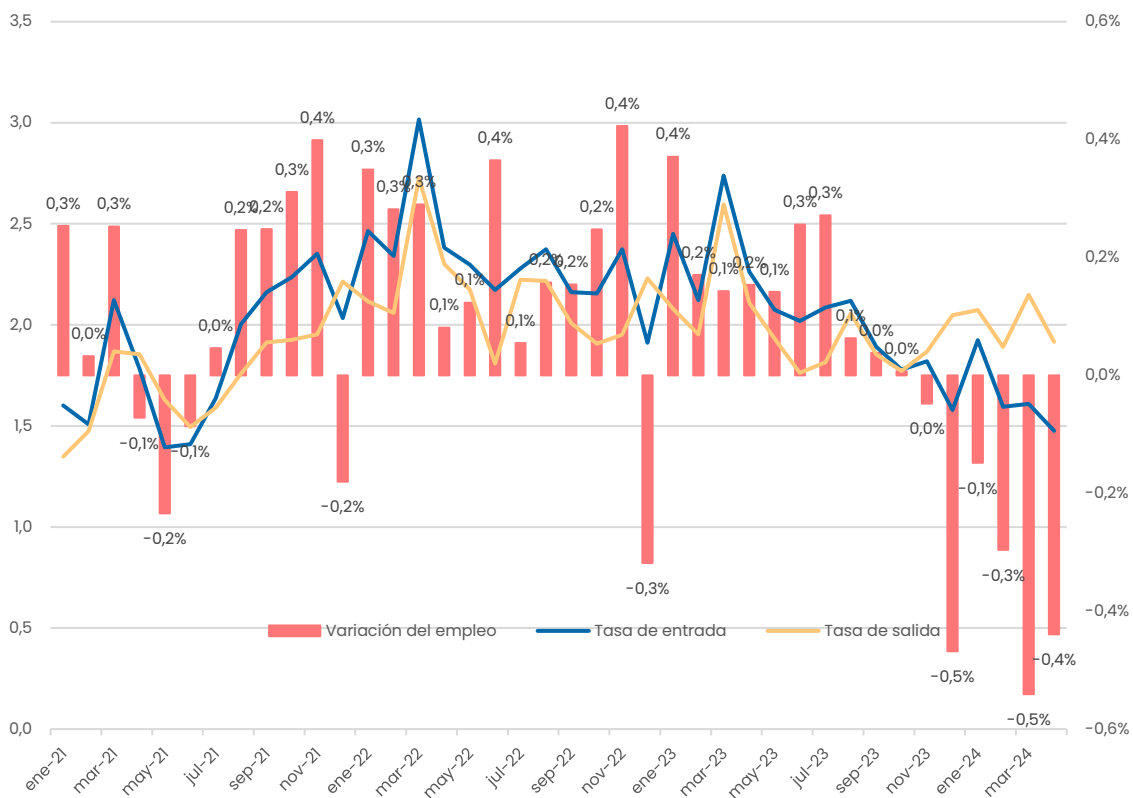


Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Trabajo e INDEC

En segundo lugar, como era esperable a partir de los datos de los asalariados registrados, la mayor parte de la contracción del empleo se encuentra en la industria y la construcción (que explican 0,8 puntos de la caída de la tasa de empleo en términos interanuales). Además, también esperable, aumentó la cantidad de “nuevos desempleados”, es decir, personas que no habían tenido una ocupación en los últimos años. La proporción de personas con ocupación en los últimos años aumentó de 74 a 79% en un año.

En tercer lugar, aparecen datos que permiten empezar a entender mejor cómo será el ajuste del empleo. La proliferación de empleos de baja calidad, en su mayoría por cuentapropia o no registrados, que pueden relacionarse con el empleo en plataformas o changas, podrían ser parte del empleo conocido como “refugio”. Este tipo de empleos podría contener, al menos en parte, la masa de trabajadores que dejan de tener un empleo registrado por la crisis. **Los primeros datos estarían desmintiendo esta hipótesis.** La contracción puestos de trabajo registrados se traduce en un incremento en la tasa desempleo. De hecho, la **cantidad de puestos no registrados cae** llevando, paradójicamente, a una mejora en la tasa de asalariados no registrados (“en negro”). Los datos de empleo para abril muestran que la contracción de puestos de trabajo continuó, por lo que en los próximos meses se podrá verificar si los trabajadores continuaron yendo al desempleo o los empleos refugio pudieron amortiguar algo la caída de ingresos. Las contrataciones, a partir de febrero, disminuyen abruptamente, llevando a consolidar la caída en el empleo registrado (que se verifica sin pausa desde noviembre de 2023).

GRÁFICO 2– Variación del empleo registrado privado (eje der) y tasas de entrada y salida (eje izq)

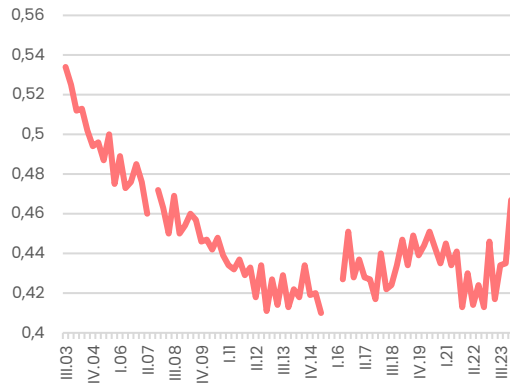


Fuente: Elaboración propia en base a EIL, Secretaría de Trabajo

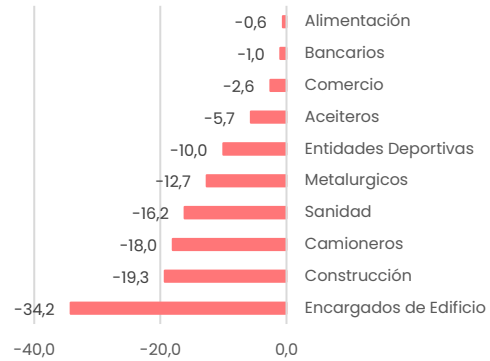
En cuarto lugar, en el primer trimestre de 2024 se evidenció un incremento muy importante de la **desigualdad**. Como analizamos en informes anteriores, desde el comienzo del nuevo gobierno esta característica se evidenciaba en las negociaciones salariales. En el gráfico 4 se puede ver cómo, si bien todos los sectores pierden en los primeros 6 meses de gobierno en términos interanuales, las diferencias entre las 10 principales negociaciones de la economía son muy grandes. Este comportamiento impactó sobre los hogares, en tanto los ingresos laborales son su principal fuente de ingresos. La desigualdad medida

por el Ingreso per cápita Familiar creció de manera intensa: está en niveles de 18 años atrás (fines de 2006).

GRAF. 3 – Desigualdad de los hogares. Índice de Gini del ingreso per cápita familiar.



GRAF. 4 – Desigualdad Salarial. Var. anual del salario real de convenio (entre promedio dic-may de 2024 y 2023)

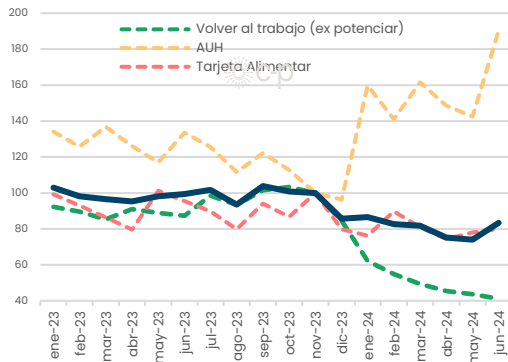


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC y CP Consultora

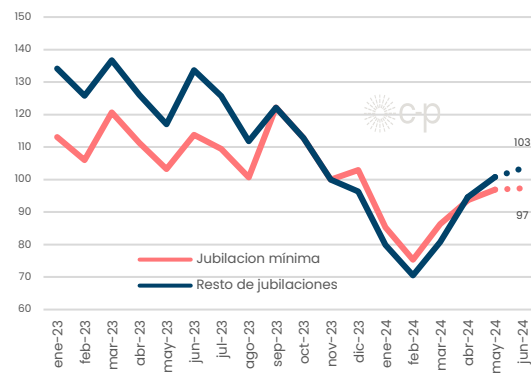
Por último, la heterogeneidad en los ingresos no solo se vio entre las paritarias del sector privado sino también con el **sector público**, uno de los principales castigados por el ajuste del gasto público. En promedio, la contracción de los ingresos reales fue un 50% más fuerte en el sector público que en el privado.

Asimismo, los **jubilados**, especialmente quienes cobran el haber mínimo, fueron muy castigados. Este comportamiento se dio especialmente en los primeros meses del nuevo gobierno, en los que confluyeron una elevada inflación con congelamiento del bono compensatorio (que representaba entonces un 35% del total del haber) y ajustes vinculados a la movilidad jubilatoria con rezago de 4,5 meses. Al mismo tiempo, la falta de actualización abarcó a gran parte de la **política social**. Si bien la Asignación Universal por Hijo se duplicó en términos nominales, el ex Plan Potenciar Trabajo (actual Volver al Trabajo), fue congelado, al igual que el bono para la jubilación mínima. Esto llevó a que más de un millón de personas sufriera un ajuste muy importante en sus ingresos. El **Índice de Ayuda Estatal evidencia una caída real de 18,7% interanual en los primeros 6 meses de gobierno**. En este marco, las estimaciones que hablan de una duplicación de la indigencia y un incremento de más del 50% de la tasa de pobreza no lucen disparatadas.

GRAF. 5 – Ingresos reales de sectores vulnerables (nov23=100)



GRAF. 6 – Jubilaciones en términos reales (nov23=100)



Fuente: Elaboración propia en base a ANSES, Secretaría de Trabajo e INDEC

En síntesis, los indicadores socioeconómicos del primer trimestre y la evolución de los ingresos en los primeros 6 meses de gobierno hablan de un ajuste importante y desigual. Los resultados se pueden asociar a los tradicionales efectos de la **devaluación** en donde actúa la recesión con caída de empleo y salarios. La inexistencia de una política compensatoria, clave en la elección de un plan de estabilización con un **ancla fiscal muy dura**, explica parte importante de los resultados. Si bien los asalariados privados fueron quienes menos sufrieron el ajuste, existieron diferencias relevantes en su interior. Asimismo, quienes tienen un vínculo con el sector público, sea porque cobran directamente un plan social o jubilación o salario público o indirectamente, porque trabajaban en la obra pública se vieron particularmente afectados. En este marco, el aumento de la desigualdad no llama la atención, así como tampoco el rápido crecimiento de la pobreza y (particularmente) de la indigencia. Entonces, la elección de una política compensatoria minimizada (ajuste previsional y social y recorte de empleo y salarios públicos) combinado con un **ancla salarial** (sostenimiento de caída del salario real) y la centralidad del **sostenimiento de la recesión** como pilar de la desinflación no resultaron neutrales. Los **costos sociales, asociados al plan de estabilización elegido, son muy elevados y tensionan la tolerancia social**.

Hastío II. Perspectivas frente a la sobre un final que no llega. Erosión de la credibilidad

Como dijimos más arriba, los programas antiinflacionarios ortodoxos tienen implícitos elevados costos sociales. Esto lleva a que la **tolerancia social** tarde o temprano es un problema que deben atender. Su baja **eficacia** para anclar los precios en economías con años de exposición a la inflación, también. Estas dos razones llevaron a una discusión importante que implicó el rediseño de este tipo de programas. A partir de los años 70, la política antiinflacionaria tendió a repartir el peso de las políticas fiscales y monetarias y rediseñar programas con otras anclas. Dentro de estos está la elección de las **anclas cambiarias**. Los programas elegían esquemas cambiarios rígidos que aspiraban a durar años, en el marco de apertura de “cepos”. El ancla cambiaria aspiraba a alinear los precios

locales con los internacionales en el marco de apertura al comercio internacional y a la cuenta capital y financiera (para aprovechar las bondades de la afluencia de los capitales internacionales). Los resultados iniciales de estos programas fueron una expansión de la economía como consecuencia del rápido descenso en la inflación, la existencia de algo de inercia residual (que hacía subir los ingresos) y una veloz remonetización de la economía.

Los problemas y disyuntivas del Plan Caputo en el mes 7 pueden pensarse como la contracara de los programas mencionados. El diseño del actual programa y las elecciones que se fueron tomando a lo largo de los meses resultaron claves para explicar por qué se llegó a la situación actual. Para ello tenemos que referirnos a las medidas que se fueron tomando desde diciembre 2023.

Inicialmente, el plan fue planteado como una transición a un cambio de régimen, sea una dolarización, una competencia de monedas o una *simil*-Convertibilidad. Esta planteaba un período de inflación elevada para los primeros meses, especialmente dolorosos. La volatilidad en los precios estaba explicada por la elección de una sobrerreacción cambiaria y por el fuerte y necesario cambio de precios relativos. Se implementó un ajuste fiscal muy duro y una política monetaria que permitía licuar los activos en moneda local, para hacerlos coherentes con la reforma monetaria. La herencia recibida tenía una potencia importante como explicación del "sacrificio inevitable". La expectativa por el cambio de gobierno otorgaba un margen importante de tolerancia social y política.

La rápida desinflación desde el 25% de diciembre convenció al gobierno a estirar la transición. Ahí empezó la confusión. La baja de la inflación mostró (como lo hace tradicionalmente) grandes beneficios no solo macroeconómicos sino políticos y sociales. La tolerancia social al ajuste aumenta. El sacrificio se ve más justificado, si se va derrotando progresivamente la inflación. En este marco, el gobierno intentó reforzar la desinflación mediante la postergación de los aumentos de tarifas y el ancla salarial, en tanto las paritarias ya no podían superar la inflación. Por otro lado, la agenda de la dolarización y salida del cepo cambiario fueron perdiendo protagonismo de la mano de la agenda de la desinflación.

En la actualidad, los problemas de esta estrategia están a la vista. Al mes 7 del programa, la inflación se encuentra aún en un nivel elevado, muestra dificultades para seguir bajando y hay síntomas evidentes de tensiones en el mercado de cambios a partir del fin de la acumulación de reservas. El sostenimiento del programa no solo implica hacer frente a presiones devaluatorias crecientes (que implica una brecha inestable y, probablemente, en aumento) sino también la necesidad de seguir recesionando para bajar la inflación. En este marco, **al condenar a la economía a una recesión permanente, el programa eleva el hastío a niveles que desafían la tolerancia social.**

En paralelo, la elección de hacer un programa sin fechas ni etapas explícitas implica subestimar los problemas de estirar un esquema que no da perspectivas hacia adelante y no muestra resultados concretos en términos de mejora de las condiciones económicas (recuperación de la producción, de los ingresos reales, etc.). Dado que tiene problemas para armar un horizonte hacia adelante, **la supervivencia del programa está marcada por la consecución de logros de corto plazo permanentemente.** Así, la reversión de la brecha cambiaria, de la acumulación de **reservas internacionales** y de la **desinflación**

parecen estar poniendo en riesgo la continuidad del programa actual. La experiencia muestra que existen riesgos de una retroalimentación del ajuste y de reaparición de inflación alta, en el marco de no haber combatido acertadamente los mecanismos de propagación y los problemas del sector externo. **La fragilidad del programa es inmanente a su carácter “transicional”. Las dificultades para dar perspectiva erosionan la credibilidad. Bajo esta perspectiva entendemos la necesidad de sumar anuncios sobre las “nuevas etapas de la política monetaria”.**

La economía frente al muro. El optimismo monetario y la agenda de la dolarización endógena

En las maratones, cerca del kilómetro 30 aparece algo llamado “muro”. Las sensaciones de hastío y fatiga se combinan poniendo a prueba la capacidad de seguir adelante y terminar la carrera. La situación actual puede asimilarse a esa situación. Comienzan a aparecer problemas que, si no se resuelven, terminaran quebrando el programa económico.

Como deja entender el gobierno, los anuncios pueden ser interpretados bajo un camino más largo: una reforma monetaria gradual en la que la cantidad de pesos se achica y la competencia de dinero brota de manera “**endógena**”, frente a menor disponibilidad de moneda local y una dolarización de carteras ya importante.

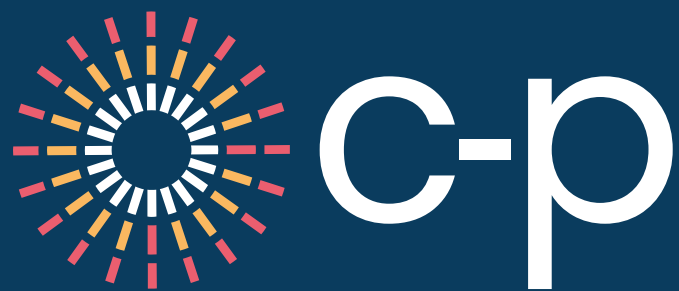
Como venimos sosteniendo, **la agenda de la reforma monetaria entra intermitentemente en la agenda de gobierno y toma más fuerza en la medida que se evidencia el fracaso de la estrategia actual.** Esta situación está explicada tanto por la potencia de una reforma monetaria (especialmente la dolarización) para combatir la inercia inflacionaria así como de plantear una perspectiva más larga que ayude a ganar tiempo.

Lo cierto es que los anuncios pensados en términos de la “dolarización endógena” se topan con grandes problemas. Por un lado, **la reforma monetaria es más viable en la medida que hay más reservas internacionales, no menos.** El camino a la dolarización se torna más asequible si el esquema económico logra juntar más dólares y licuar la cantidad de pesos (ver **Informe Marzo: “Aritmética Monetaria y Transición”**). Los últimos anuncios tienden a seguir achicando los pesos pero también los dólares disponibles. Esto implica un segundo punto: **el esquema de apretón monetario continúa y con él la recesión.**

Los esquemas de este tipo plantean una contracción de la economía que desafía los límites de la tolerancia social, con mecanismos de transmisión de la política monetaria poco claros, especialmente en una economía sujeta a fuertes shocks. En tercer lugar, parte de **las turbulencias se explican por los “agujeros negros” del esquema planteado.** La migración de los títulos del BCRA al Tesoro plantea grandes dudas, particularmente en términos de riesgo de liquidez para los bancos y, por lo tanto, sobre la sustentabilidad de los depósitos de empresas y personas en el sistema financiero. Si bien se hicieron aclaraciones, la falta de reglamentaciones explícitas por parte de las autoridades monetarias contribuye a la incertidumbre. Por último, **el esquema soslaya las crecientes presiones de acreedores,** especialmente del FMI, que cuestionan las intervenciones sobre

la brecha cambiaria con reservas, dadas las crecientes dudas que generan para el pago de la deuda externa.

Como conclusión, los anuncios planteados en las últimas semanas parecen enfocados más en solucionar los problemas de corto plazo, vinculados al rebrote de la brecha cambiaria y la aceleración del precio de los alimentos, que a los problemas crecientes del programa económico. En este sentido, si bien puede haber efectos financieros positivos en el corto plazo, creemos que las turbulencias continuarán.



c-pconsultora.com.ar