

# ECONOMÍA EN MODO ELECTORAL: ¿HERENCIAS PERMANENTES O TRANSITORIAS?

## RESUMEN

- *Tras la devaluación post PASO la gestión económica ingresó de pleno en modo electoral. La tensión entre la racionalidad económica y política de las medidas en un contexto frágil e inestable acentúa la percepción de transitoriedad que viene caracterizando al enfoque de políticas.*
- *El paquete implementado por el gobierno es audaz. No obstante, aún en su afán de compensar ingresos, asume un enfoque descompensado (regresivo). Visto en su conjunto, pareciera más orientado a atender demandas políticas sectoriales que a establecer una estrategia integral de compensación del salto de precios. Por ello, cabe esperar que las medidas consoliden un escalón más alto de nominalidad con efectos de muy corto plazo sobre los ingresos y la actividad.*
- *Tras la zozobra ocasionada por el resultado electoral y la devaluación del dólar oficial, el arribo de los desembolsos del FMI correspondientes a la quinta y sexta revisión del acuerdo, la suba de las tasas de interés y la estrategia de intervención sobre la brecha cambiaria permitieron al oficialismo construir una breve calma sobre la dinámica cambiaria que se ha visto amenazada en las últimas ruedas. Las dudas sobre las perspectivas de la deuda en pesos y la intensificación de la demanda de cobertura cambiaria explican este panorama.*
- *Por su parte, en el mercado oficial las compras del BCRA no lograron traducirse en acumulación de reservas netas debido a las intervenciones sobre los dólares financieros y los pagos netos a organismos internacionales.*
- *Más allá del proceso electoral las perspectivas son sumamente inciertas. Se espera un cambio de enfoque drástico en materia de política económica y no puede descartarse que tenga un impacto significativo sobre la evolución de las variables reales y nominales.*

## ECONOMÍA EN MODO ELECTORAL

Tras la devaluación post PASO y el desembolso del FMI, la gestión económica ingresó en modo electoral. Las iniciativas buscan compensar los efectos recesivos del salto cambiario y de precios y sostener la competitividad del oficialismo. Aunque el enfoque presenta similitudes con lo ocurrido en 2019, es importante destacar que se implementa en una coyuntura económica más frágil y ante una situación política diferente.

El hecho de que el punto de partida sea el de un proceso inflacionario con precios que ya marchaban inercialmente una velocidad en torno al 6-8% mensual, con un esquema de crawling-peg a un ritmo similar y un régimen cambiario que mostraba signos de agotamiento, imprimen al salto devaluatorio, la aceleración inflacionaria y la agresiva política compensatoria riesgos mayores. Así, cabe esperar que el paquete convalide un escalón más alto de nominalidad con efectos de muy corto plazo en materia de ingresos y actividad.

Entre las medidas destacan: (i) el otorgamiento de un bono extraordinario durante septiembre y octubre para trabajadores registrados públicos y privados; (ii) un bono para jubilados a pagarse con los haberes de septiembre, octubre y noviembre; (iii) un refuerzo de los programas sociales Potenciar Trabajo y Tarjeta Alimentar; (iv) el diferimiento en el pago del componente tributario para monotributistas y autónomos; (v) la suba del mínimo no imponible para trabajadores registrados; (vi) el relanzamiento de acuerdos de precios; (vii) créditos para asalariados formales de salarios bajos y monotributistas y (viii) un bono extraordinario para desempleados e informales.

Tres rasgos caracterizan a los anuncios: i) **la falta de una mirada integral**, con evidentes desequilibrios en términos de distribución del ingreso (muchos beneficios para sectores medios altos y limitados para los bajos); ii) **las diferencias de timing** entre las políticas (no se anuncia un paquete, sino políticas aisladas), y iii) se busca progresivamente **ir abarcando "a todos"**. Así, visto en su conjunto, el paquete de medidas pareciera más destinado

a atender demandas políticas sectoriales que a establecer una estrategia integral de compensación del salto de precios.

La **suma fija** y la **elevación del piso de ganancias** muestran algunas características que resultan destacables en el marco del régimen de alta inflación y las posibilidades de establecer políticas para enfrentarla. Ambas herramientas, junto con la devaluación, pueden ser utilizadas con efectividad en el marco de una política antiinflacionaria. Pero llevadas delante de manera descoordinada, pueden complicar la administración macroeconómica. La situación actual es muestra de lo dicho.

Por un lado, la adopción de una **suma fija** era una política reclamada por una parte de la coalición de gobierno, que se contraponía a los aumentos proporcionales negociados en paritarias. La suma fija debería impulsar los salarios al alza. Sin embargo, la inercia inflacionaria licúa cualquier incremento fijo en términos nominales, por lo que la suma fija termina teniendo un muy corto aliento. Además, muchos acuerdos paritarios firmados tienen cláusulas que absorben cualquier bono dictado de forma administrativa por el gobierno. Esto lleva a que la alta inflación mensual, junto con la forma actual de los acuerdos paritarios, erosionen las ventajas de un esquema de suma fija.

Por otro lado, la discusión en torno al **impuesto a las ganancias** de los trabajadores implicó i) una transferencia de recursos muy importante a una porción de trabajadores registrados; ii) un agujero fiscal no menor; iii) la pérdida de importancia de uno de los impuestos progresivos más importantes de la estructura tributaria. Esta medida, a partir del proyecto de ley enviado al Congreso y su votación, desafía su transitoriedad y amenaza tornarse permanente. Las complicaciones que genera la ley recientemente sancionada no pasan solo por su virtual derogación sino por el mecanismo de actualización propuesto: su evolución está atada al Salario Mínimo Vital y Móvil. Es decir, la política impositiva sobre los asalariados de altos ingresos está relacionada a la evolución del piso legal de salarios. En los hechos, implica delegar en un Consejo tripartito una política de ingresos vía tributaria muy importante y, simultáneamente, desincentivar los incrementos de la base salarial (que ya venía desincentivada a partir de su relación con el Salario Social Complementario/Potenciar Trabajo). Los efectos hacia delante de ambas políticas muestran más sombras que luces.

La devaluación y política fiscal expansiva impulsan a la economía a una situación que llevará, más temprano que tarde, a un cambio de régimen económico, dado que tanto la inflación del 10-12% mensual, como el tipo de cambio nominal a \$350 por dólar no podrán sostenerse. En este sentido, si bien la crítica central por estos días está en el volumen (y la audacia) de la política fiscal, entendemos que la atención debe centrarse en la dinámica de mediano plazo que se lanzó a partir de la devaluación de agosto, en el que la política compensatoria es un componente más del mismo.

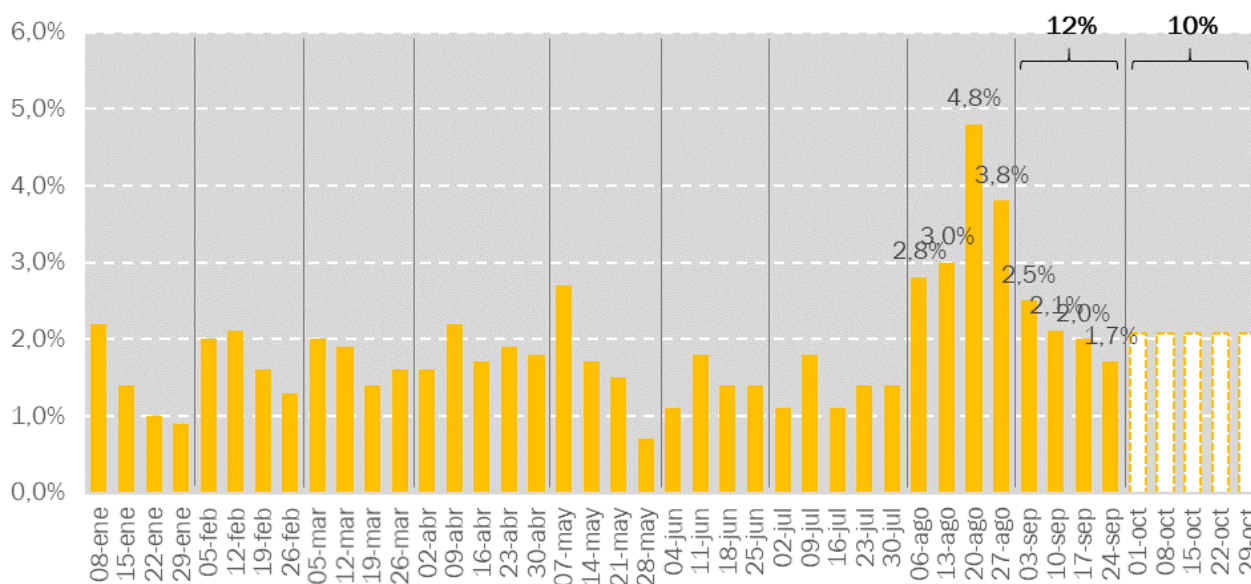
Finalmente, cabe destacar que el paquete de medidas resulta por un lado inconsistente con la estrategia acordada con el FMI [que propone un ajuste de la actividad para lidiar con la escasez de divisas], pero esperable dado el cronograma electoral. La tensión que emerge entre la racionalidad económica y política de las medidas refuerza la percepción de transitoriedad del enfoque de políticas y la inminencia de un cambio en el enfoque económico. Con la definición del proceso electoral se espera una reformulación del esquema económico.

## SALTO EN LA NOMINALIDAD Y FRAGILIDAD

---

El paquete expansivo opera sobre una economía frágil e inestable que padece la escasez de divisas y la aceleración de la inflación. De hecho, en agosto, como resultado de las modificaciones al esquema cambiario en la primera parte del mes (extensión del impuesto PAIS / devaluación fiscal) y el salto discreto en el dólar oficial en la segunda quincena, se registró un nuevo pico en la dinámica de precios, alcanzando el registro de 12,4% mensual.

En el marco de buscar una referencia que calme las expectativas en el corto plazo (bajo el riesgo de acelerarlas en el largo), la publicación de los datos de inflación semanal que dio a conocer la Secretaría de Política Económica, tiende a ratificar que, de sostenerse el ritmo de inflación semanal posterior al pico de precios, la inflación de septiembre y octubre se ubicaría en el entorno de 12-10%. Se consolida así un nuevo escalón en la dinámica de precios tras el shock que significó la devaluación de agosto. Como viene sucediendo en el actual régimen macroeconómico, la política fiscal y salarial terminan convalidando el nuevo piso, en el marco de evitar una tasa de sacrificio elevada.

**GRÁFICO 1. TASA DE INFLACIÓN SEMANAL EN 2023**


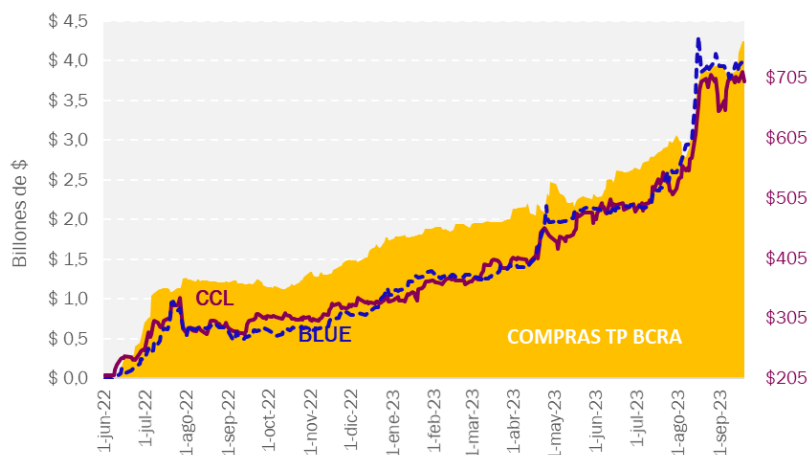
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Secretaría de Política Económica

El paquete fiscal plantea interrogantes respecto de su financiamiento. El gobierno se recuesta fundamentalmente sobre dos fuentes de financiamiento: (i) el crecimiento de la recaudación generado por la extensión del impuesto PAIS a la importación de servicios y bienes; (ii) las intervenciones del BCRA en el mercado secundario de títulos públicos que explican el financiamiento neto de la deuda pública en moneda local.

Durante el mes de agosto el crecimiento real de la recaudación del impuesto PAIS explicó las tres cuartas partes del aumento de los ingresos tributarios del mes y permitió compensar la caída en los derechos de exportación (-43%), la recaudación del Impuesto a las ganancias (-6%) y de Bienes personales (-4%). Hacia el mes de septiembre la continuidad del efecto del impuesto PAIS, sumado a los aportes del nuevo dólar soja y el hecho de que el grueso del paquete fiscal tendrá impacto sobre octubre, podrían permitir no alejarse en demasía de la meta pactada con el FMI. La relevancia que asume el impuesto PAIS en la estructura de ingresos fiscales amenaza con transformarlo en una pieza permanente de la estructura fiscal y cambiaría [o imponer la necesidad de cambios drásticos en las mismas].

En el caso de las intervenciones del BCRA sobre el mercado secundario de títulos públicos en moneda local, se estima una emisión de pesos de alrededor de \$2,5 billones en lo que va de 2023, coincidiendo sus picos de crecimiento con saltos en la cotización de los dólares financieros. En este sentido, una mayor dependencia respecto de este canal de financiamiento implicará naturalmente una mayor tensión sobre la brecha cambiaria. Según informó el FMI en su último informe de revisión del acuerdo de Facilidades Extendidas la compra de títulos públicos por parte del BCRA en el mercado secundario provee la liquidez que abastece las licitaciones primarias de deuda.

En las últimas ruedas la baja en las cotizaciones de la deuda pública en pesos, junto al alza de los tipos de cambio financieros en el contexto de la reactivación de temores respecto de posibles incumplimientos como consecuencia de las propuestas económicas del candidato ganador de las primarias, ubican nuevamente a la autoridad monetaria frente a la disyuntiva de administrar una corrida contra la deuda local [que requeriría más emisión y compras en el mercado secundario] y contener los tipos de cambio alternativos [para lo cual no cuenta suficiente reservas].

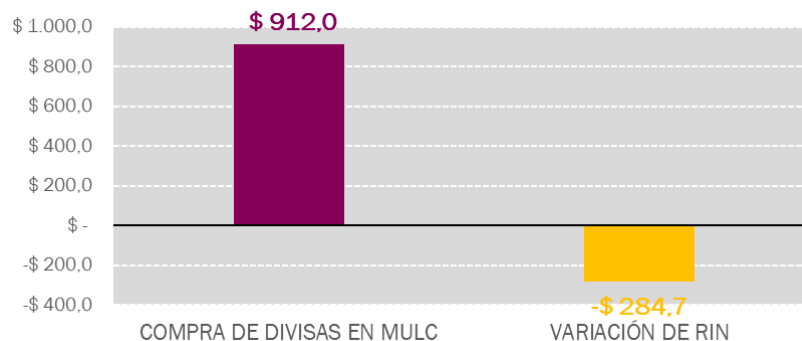
**GRÁFICO 2. COMPRAS DE TP DEL BCRA Y DÓLARES PARALELOS**


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA, BYMA y Ambitoweb

**¿SE TERMINÓ LA CALMA CAMBIARIA?**

Tras la zozobra ocasionada por el resultado electoral, la devaluación del dólar oficial y el salto en los dólares paralelos, el arribo de los desembolsos del FMI correspondientes a la quinta y sexta revisión del acuerdo, la suba de las tasas de interés y la estrategia de intervención sobre la brecha cambiaria permitieron al oficialismo construir una breve calma sobre la dinámica cambiaria.

En el mercado oficial, a pesar del salto devaluatorio se sostuvieron los límites a la compra de divisas para pago de importaciones, que junto a la implementación de una nueva versión del dólar soja (PIE V) permitieron al BCRA acumular una racha compradora en el mercado de cambios. Así, el Banco Central sumó desde la llegada del último desembolso del FMI compras por U\$S912 millones. No obstante, la variación de las reservas netas en el mismo período arroja una caída de U\$S285 millones, como resultado de las intervenciones en los dólares financieros, las transferencias de billetes físicos a las entidades para afrontar el goteo de depósitos y los pagos netos a organismos internacionales. En relación a este punto, cabe destacar que en la medida que las autoridades del Fondo asuman que el paquete expansivo implica una ruptura del acuerdo [tal como lo ratifica la última comunicación oficial], cabe esperar la interrupción de los desembolsos del conjunto de organismos internacionales, tornando al país en un pagador neto no solo con el FMI, sino también con los restantes organismos en lo que resta del año.

**GRÁFICO 3. COMPRAS DE DIVISAS DEL BCRA Y VARIACIÓN DE RIN (23-AGO AL 15-SEP)**


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

En el caso de los dólares financieros la estabilidad de las cotizaciones conjuga dos efectos. Por un lado, las ventas públicas de dólar MEP que realiza el BCRA y procuran mantener bajo control las cotizaciones. La intensidad de la intervención oficial se refleja no solo en las filtraciones de reservas, sino también en la brecha superior al 10% que asume el MEP [\$700] respecto del tipo de cambio informal [\$800] y los dólares financieros fuera de la regulación de BCRA y CNV. Por el otro, los aportes de las grandes cerealeras habilitadas a no liquidar el 25% de sus exportaciones en el marco del PIE V en el mercado oficial podrían estar aportando oferta de dólares en el CCL.

A partir de octubre cabe esperar que se deterioren las perspectivas tanto en el mercado de cambios oficial como en el financiero. Por un lado, la finalización del PIE V reducirá la oferta de divisas en ambos mercados y aunque el gobierno busca extenderlo [sumando un nuevo dólar Vaca Muerta] su efectividad podría verse reducida por la proximidad de la definición electoral y su impacto sobre las expectativas de devaluación. En simultáneo se intensificará la demanda de dolarización típicas de las semanas previas a los comicios [muy probablemente potenciadas por los efectos sobre los ingresos de las políticas de compensación de la devaluación]. En un mercado financiero y cambiario altamente reprimido, los precios de los activos financieros venían anticipando este proceso, en tanto desde finales de agosto tanto los bonos de deuda externa como el Merval acumularon bajas superiores al 15% en sus cotizaciones dólares.

## MÁS ALLÁ DE LOS COMICIOS

---

Más allá del proceso electoral las perspectivas económicas resultan sumamente inciertas y la economía argentina parece asomarse a una etapa de intensificación de la inestabilidad. Las plataformas de dos de los tres principales contendientes por la presidencia plantean una agenda de reformas y ruptura drástica, en tanto el oficialismo no cuenta con un programa explícito y avanza en iniciativas que comprometen la estabilidad futura [por ejemplo reforma de mínimo imponible IIGG].

En un contexto de un tipo de cambio fijo, con una inflación mensual inercial por encima del 10%, sumado al componente electoral y el carácter de las propuestas políticas mencionadas, lleva a esperar un cambio drástico sobre la agenda de políticas y su consecuente efecto sobre el comportamiento de los actores luego de las elecciones. En particular, la falta de claridad sobre cómo se llevarán adelante las reformas en agenda alerta sobre posibles episodios traumáticos que afecten la evolución de las variables nominales y reales.

Por su parte, la reciente devaluación del dólar oficial explicitó algunas de las dificultades que plantea el escenario macroeconómico. En primer lugar, se tornan evidentes las **dificultades para alterar precios relativos en contexto de un régimen de alta inflación**, que tiende a potenciar los efectos de un *pass-through* ya de por sí estructuralmente elevado. En segundo lugar, la rápida reacción de la brecha cambiaria, que en pocas horas recuperó los niveles previos al salto del tipo de cambio oficial, puede interpretarse como una muestra de que difícilmente se consiga descomprimir la situación macroeconómica sin un **enfoque integral**, que al día de hoy luce ausente de la agenda económica. Finalmente, ni la agenda de los candidatos ni las demandas electorales parecen **internalizar los costos** que plantea cualquier estrategia de estabilización sobre un tejido social ya duramente castigado.

Así, aunque el entorno de inestabilidad creciente impone una agenda de estabilización (que parece claro que es de shock y no gradual) por su propio peso, no pueden descartarse ni intentos fallidos ni enfoques abruptos que profundicen los rasgos más negativos del régimen en curso, más teniendo en cuenta la importancia que tiene la agenda de cambio de moneda para el candidato que sacó más votos en las PASO.