

Informe Quincenal de Coyuntura

9 DE NOVIEMBRE 2023

Los primeros pasos del futuro presidente



El grado de incertidumbre que hoy existe con respecto al curso que podría tomar la economía luego del balotaje sería difícil de exagerar. Mientras los interrogantes se multiplican al ritmo de la ampliación de los desequilibrios, las líneas de acción que los dos candidatos han adelantado para la macroeconomía son ambiguas y contradictorias.

El 20 de noviembre comenzará para el ganador y para la economía una nueva etapa: la de las precisiones.

Junto a los múltiples interrogantes es posible, no obstante, identificar dos certezas:

1. Sin estabilizar no se puede.

Implementar un programa de estabilización es una condición necesaria –aunque no suficiente– para contar con condiciones mínimas de gobernabilidad.

2. La tarea de estabilizar no admite dilaciones.

- ✓ **La inflación se aceleró hasta índices mensuales de dos dígitos con consecuencias muy negativas.** Por un lado, los precios relativos se distorsionan más rápido en los rubros controlados –tarifas, tipo de cambio, precios “justos”–; por otro, se refuerza la inercia inflacionaria. La última devaluación demostró lo elevado y rápido que es el passthrough. Retrasar el ajuste sería tentar a la crisis.
- ✓ **Se incumplieron las metas con el FMI.** No se puede estabilizar sin acordar con el FMI. Hay obligaciones por US\$ 12.000 millones previas a que empiecen a llegar los dólares de la cosecha gruesa. Y esto sin contar los crecientes atrasos en deuda comercial por importaciones y fletes.
- ✓ **Un déficit fiscal imposible de financiar.** El déficit exigido por el FMI era 1.9% del PBI, pero hoy con el plan platita es del 3%. No se puede financiar sin arriesgarse a un estallido inflacionario.
- ✓ **Fuerte caída de la demanda de dinero.** La emisión para financiar el déficit y los intereses de las Leliqs e intervenir en los mercados de bonos alimenta la oferta de dinero. Pero la demanda de dinero cae por la incertidumbre cambiaria y la mayor inflación. En un mes, la caída de los depósitos privados en términos nominales superó el 3%, con los plazos fijos cayendo casi un 7%. Es insostenible.

Los dos candidatos tienen fuertes diferencias de enfoque

Es posible conjeturar que el programa que Massa implementaría para estabilizar sería muy distinto al de Milei, tanto en su contenido como en lo que hace a la elección de gradualismo vs. shock. La consistencia técnica va a ser determinante, pero también será crucial la habilidad política para manejar conflictos, negociar con el FMI y construir gobernabilidad.

Los primeros pasos del nuevo presidente

Hay tres preguntas claves que se escuchan con insistencia en el mundo de los negocios sobre el rumbo que podría seguir la economía en las manos de Massa o Milei a partir del 10 de diciembre.

01

¿Por dónde van a empezar?

02

¿Se puede seguir posponiendo una reforma profunda del cepo?

03

¿Cuán sostenible sería un programa de ajuste?

01

02

03

¿Por dónde va a empezar?

Van a tener que empezar por recomponer la liquidez externa.

Es el problema más urgente debido al abultado monto de reservas netas negativas y los vencimientos. Los dólares escasean incluso para gestionar el día a día de la economía, como lo evidenció el racionamiento de combustibles. No hay mucho para inventar. La solución será una mezcla de:

- Corrección del tipo de cambio para incentivar liquidación de exportaciones y desincentivar importaciones y gasto en turismo.
- Eventual financiamiento puente del FMI en el marco de un nuevo programa, pero con *prior actions* estrictas porque van a buscar evitar que el nuevo presidente –particularmente si es Massa– actúe con el libreto que usó el ministro Massa en campaña.
- Recurrir a fuentes heterodoxas de financiamiento, empezando por presiones a las firmas para estirar los vencimientos de la deuda comercial y siguiendo por fuentes alternativas, de China a Qatar. Se podría intentar un nuevo blanqueo, pero eso no es inmediato.

01



Massa perdió mucha credibilidad al incumplir las metas fiscales, de reservas y monetarias y eso lo va a condicionar a futuro. Es de esperar que tanto el Staff del Fondo, como el Board y el gobierno de Estados Unidos, exijan *prior actions* enfocadas particularmente en el déficit fiscal y la corrección del tipo de cambio. Massa podría, quizás, tener más cintura para negociar la deuda comercial y acceder a fuentes no habituales de financiamiento.

02



Milei podría gozar del beneficio de la duda, sobre todo por la promesa de ser “más duro” que el Fondo. Pero eso implica más cambios de normas que van a necesitar la anuencia del Congreso, así como más ajuste, más recesión y más conflictos. Milei no ha tenido aún oportunidad de mostrar sus virtudes para manejar la calle, el Congreso y los reclamos sectoriales. Podría recibir como insumo positivo la experiencia y el apoyo de legisladores pertenecientes a los sectores de JxC.

03

01

02

03

¿Se puede seguir posponiendo una reforma profunda del cepo?

La respuesta es clara: no se puede.

Para empezar, es posible que las *prior actions* del FMI incluyan medidas relativas a simplificar y flexibilizar fuertemente el cepo. Pero una cosa es reformar profundamente el cepo y otra eliminarlo por completo. Para eliminar el cepo habría que definir un nuevo régimen cambiario sostenible y no están dadas las condiciones para hacerlo por lo siguiente:

- **Falta de reservas.** Es un impedimento clave. Un régimen de tipo de cambio fijo sin reservas es poco creíble. Asimismo, un régimen de plena flotación podría mostrar una excesiva volatilidad durante el período en que se estuviera produciendo la recomposición de reservas y el anclaje de las expectativas.
- Eliminar el cepo cuando se introducen fuertes cambios en otros precios relativos y no se resolvió la inercia inflacionaria atenta contra la credibilidad del nuevo régimen. La inercia inflacionaria está en las expectativas y también en los contratos indexados: salarios, jubilaciones y deuda pública. **Reducir esa inercia es una condición necesaria para definir un nuevo régimen que reemplace al cepo, pero ninguno de los dos candidatos ha explicitado una estrategia para lograrlo.**
- **La bomba de Leliqs.** Para anclar expectativas de inflación es fundamental retomar el control de la emisión monetaria. Para ello hay que reducir fuertemente el déficit fiscal primario hasta convertirlo en superávit. Si la reducción fuera estructural y el mercado la leyera como sostenible, tendría un efecto colateral positivo consistente en el incremento en la demanda de dinero. Esto permitiría refinanciar las Leliqs y la deuda más fácilmente, contribuyendo a estabilizar las expectativas.

01

02

03

¿Qué harían los candidatos con el cepo?



Massa probablemente intente un camino gradualista para eliminar el cepo, con un componente importante de intervención en los mercados. Pero no está claro a qué tipo de régimen apuntaría. Probablemente el Fondo trataría de influir para domar la inercia con metas monetarias estrictas, en un marco de recomposición de reservas que permitiera ir flexibilizando el cepo. Se apuntaría a un régimen que buscaría reducir la inflación fijando metas monetarias.



Milei tendría mayor ansiedad por terminar con el cepo y podría favorecer una estrategia de shock con recortes fuertes de gasto público. Pero para avanzar más rápido tendría que reconstituir reservas velozmente, lo que obligaría a una corrección mayor del tipo de cambio. Esto tendría dos efectos colaterales negativos: mayor presión inflacionaria vía *passthrough* y mayor caída del salario real a corto plazo, con un aumento de conflictos sociales.

01

02

03

¿Qué harían los candidatos con el cepo?



Massa tendría un sesgo mayor hacia el incremento de impuestos y eliminación de exenciones al realizar el ajuste fiscal. Podría enfrentar disensos dentro de su propio espacio político si acepta metas más estrictas del FMI y no es evidente cómo evitaría que ello erosione la credibilidad.



Milei podría tratar de apurar la dolarización. Si se consiguieran reservas suficientes para hacerlo recurriendo a un *overshooting* del tipo de cambio, los salarios reales caerían fuerte y entrarían deprimidos al nuevo régimen. Como los salarios tenderían luego a su nivel de equilibrio –que depende de la productividad y no de la moneda que se utiliza– la dolarización debería enfrentar un período de “inflación residual en dólares”, por el aumento de los salarios y de los bienes no transables. Esto sería una amenaza para la competitividad externa. Eso sucedió en los dos primeros años de la convertibilidad y minó la sostenibilidad del régimen.

01

02

03

¿Cuán sostenible sería un programa de ajuste?

Un programa de estabilización necesariamente genera efectos colaterales. Estos efectos pueden ser negativos y afectar el nivel de actividad o la distribución del ingreso. Pero también pueden ser muy positivos, como lo es la recuperación de la demanda de dinero.

La sostenibilidad de la estabilización va a depender de la habilidad del gobierno para manejar los conflictos sociales o de interés, pero también de la voluntad política para resistir la tentación de flexibilizar tempranamente el ajuste, si la estabilización se consolida o el precio de las commodities o las tasas de interés internacionales juegan muy a favor de la Argentina.

La estabilización de una economía con elevada inflación no es un evento. Es un proceso que se puede extender bastante en el tiempo y puede enfrentar dilemas complejos, aun si cosecha éxitos. Se puede ilustrar este punto con referencia a la cuestión de cómo mantener un tipo de cambio real competitivo, luego de haberlo corregido al comienzo del programa:

01

02

03

Los dilemas de la estabilización

- La Argentina empezará el 2024 muy complicada. Pero el fin de la sequía y el aporte de Vaca Muerta auguran un futuro con algo de desahogo. Según lo anticipa el FMI, en los próximos años el superávit de cuenta corriente podría superar el 1% del PBI.
- Si la restricción externa efectivamente se flexibiliza van a aumentar las presiones para atrasar el tipo de cambio y recomponer salarios más rápidamente. Hoy los salarios están entre un 20% y un 40% por debajo de hace cinco años.
- Una tentación adicional sería la de apoyarse en mayores reservas para instaurar un régimen cambiario –por ejemplo, con tipo de cambio fijo–, capaz de acelerar de manera poco natural la eliminación de la inercia inflacionaria. Es un hecho repetido en la historia argentina y ambos candidatos van a enfrentar fuertes presiones para mostrar resultados con relación a la inflación.




ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com

 [abeceb-com](https://www.linkedin.com/company/abeceb-com)