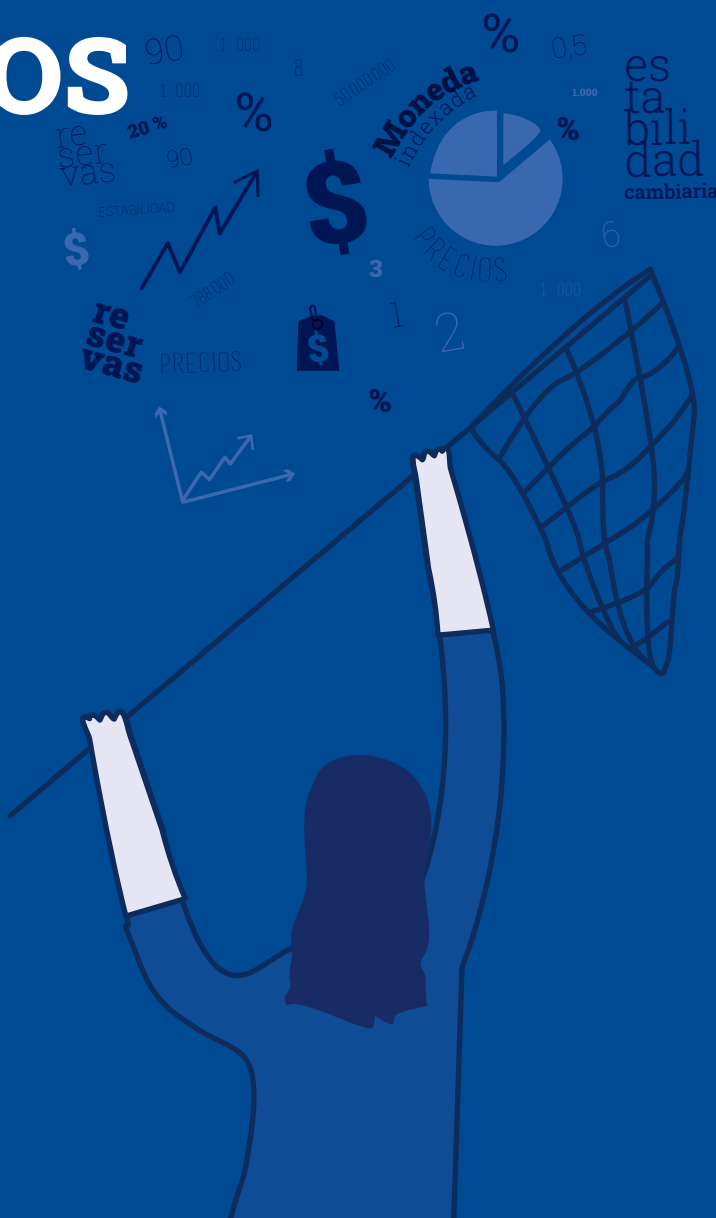


INFORME ECONÓMICO ESPECIAL - SEPTIEMBRE 2023

LA MONEDA INDEXADA COMO INSTRUMENTO PARA ESTABILIZAR LOS PRECIOS

SEPTIEMBRE 2023

La falta de una propuesta para estabilizar los precios por el oficialismo debilita sus chances electorales. El presente documento intenta comenzar a llenar dicho espacio, buscando abrir el debate tanto a nivel técnico, como a nivel dirigencial. Como propuesta planteamos un programa económico de estabilización para enfrentar inflaciones de tres dígitos basado en la introducción de una moneda indexada.





LA MONEDA INDEXADA COMO INSTRUMENTO PARA ESTABILIZAR LOS PRECIOS

Por **Andrés Asiain** (CESO)

RESÚMEN EJECUTIVO

La falta de una propuesta para estabilizar los precios por el oficialismo debilita sus chances electorales. El presente documento intenta comenzar a llenar dicho espacio, buscando abrir el debate tanto a nivel técnico, como a nivel dirigencial.

Un programa de estabilización para enfrentar inflaciones de tres dígitos tiene que resolver tres cuestiones centrales. La primera son **desequilibrios macroeconómicos estructurales** del sector externo y las cuentas públicas, de los que brotan shocks de precios que derrumbarían rápidamente cualquier estabilidad lograda. El segundo tema a resolver por un programa de estabilidad de precios es como lograr encauzar las pujas distributivas de manera tal que se logre una **estela de precios relativos estables**. El tercer punto a atender es la **indexación de los contratos y la ruptura de la inercia**.

En un contexto de bajas reservas y elevado endeudamiento externo, el **año 2024** donde se proyecta un **superávit comercial de USD20.000 M** y hay bajos vencimientos de deuda, se presenta como una **ventana de oportunidad** para el lanzamiento de un programa de estabilidad con condiciones mínimas de estabilidad cambiaria. Para ello se precisa una política cambiaria y financiera desdoblada con una devaluación en línea con la inflación en el dólar comercial, junto a una política de tasas que no estimule el stockeo de exportaciones. Un sobresalto cambiario inicial seguido por una fuerte intervención que oriente la evolución posterior del dólar financiero, de acuerdo a una franja de valores preanunciados que estimule la pesificación de los portafolios.

La política fiscal y monetaria sugerida se basa en una **mejora de las cuentas públicas sin contracción de los gastos**. Para ello, la clave es el fondeo de fideicomisos a partir de dos grandes fuentes de liquidez. Por un lado, los pasivos del central en manos de los bancos. Por el otro, los activos del FGS-ANSES. Con sólo



el 10% de ambas fuentes de financiamiento se podría reducir en 2 puntos del producto el déficit primario que, junto a una recuperación de los derechos de exportación tras la sequía, dejarían un déficit fiscal casi equilibrado (-0,6% del PBI aprox.), sin necesidad de ajustar aún más los gastos. Por otro lado, la estabilidad de los precios recompondría la demanda de liquidez en unos 3 puntos del producto, dando margen para absorber la inyección de liquidez generada por el déficit financiero¹.

Uno de los mayores desafíos de un **plan de estabilidad** de precios exitoso es lograr cierta estela de precios relativos estable que evite incentivos sectoriales a incrementar precios e ingresos, desatando pujas distributivas que terminen por romper la estabilidad lograda. La política sugerida utiliza una **moneda indexada** como una **referencia estable** para la fijación de **precios e ingresos**.

Tomando la experiencia del Plan Real de Brasil en los noventa y buscando evitar la aceleración inflacionaria durante la transición, sugerimos tomar un **dobles ancla inicial** durante el proceso de fijación de precios relativos en moneda indexada. Un **ancla salarial**, al igual que la experiencia de Brasil, tomando los salarios reales promedio de los meses que hayan transcurrido desde la última actualización paritaria firmada por cada sector como referencia inicial de salarios en moneda indexada. Pero, adicionalmente, se sugiere un **congelamiento inicial de precios** convirtiendo los mismos a valores indexados.

El congelamiento se extiende por tres meses (o seis, de ser necesario), período de renegociación de precios, salarios y otros contratos a valores indexados por los propios actores económicos acompañados por el Estado. En el momento del congelamiento, el Estado se encarga de fijar en moneda indexada sus precios claves, como las **tarifas de servicios públicos, el dólar, la tasa de interés, los impuestos y subsidios**. Al respecto, sugerimos congelar los valores corrientes al momento del lanzamiento del congelamiento o los promedio desde la última actualización para evitar que movimientos bruscos de ellos generen rupturas del congelamiento.

Por su parte, el gobierno sugiere una **tabla de desagio para salarios, alquileres, créditos** y otros contratos con cláusulas de actualización temporales, tomando

¹ Un programa de estabilidad de precios exitoso induciría una reducción en el costo del financiamiento del Estado, reduciendo por ende el déficit financiero.



como referencia el valor promedio de la moneda indexada desde la última actualización. Para los contratos temporales sin actualizaciones, se sugiere su conversión a los valores del peso fuerte en el inicio del congelamiento.

Una vez finalizadas las negociaciones, se levanta el congelamiento por un período de transición hasta la sustitución de monedas que puede durar entre tres y nueve meses. Cuanto más prolongado sea el período, mayor es la posibilidad de hacer reajustes que conduzcan a una estela de precios e ingresos relativos estables al momento de la sustitución de monedas. Sin embargo, dado que la indexación es ya total, cualquier shock puede generar una aceleración inflacionaria. En ese sentido, se sugiere establecer un plazo reducido inicial (3 meses) que, de ser necesario, pueda extenderse.

Una vez lograda una estela de precios relativos estable nominados en moneda indexada, se **sustituye la moneda corriente por la indexada** que pasa a ser la moneda única de circulación legal. Dado que la moneda estaba indexada a un índice de precios en una moneda que ya no existe, la sustitución de monedas **termina en los hechos con la indexación**. Es recomendable acompañar el proceso de sustitución de monedas por una prohibición legal explícita de indexación de contratos fijados en la nueva moneda.

Finalizado el programa se logra estabilizar los precios e ingresos tanto en forma relativa como absoluta, resolviendo el problema de la inflación por puja distributiva e inercial. Si además se logra resolver los desequilibrios estructurales, están dadas las condiciones para que la estabilidad sea duradera.

CRONOLOGÍA DEL PLAN

1. Lanzamiento del Peso Fuerte como unidad de cuenta.
2. Congelamiento general de precios e ingresos e inicio de su fijación en Pesos Fuertes como referencia (3 a 6 meses):
 - 2.1 Los precios se convertirán a pesos fuertes según sus valores corrientes (o a valores promedio de los últimos dos meses en caso de que hayan remarcado precios excesivamente para posicionarse ante el congelamiento).



2.2 El Estado fija el tipo de cambio oficial, las tarifas de los servicios públicos, impuestos, subsidios, jubilaciones y asignaciones en la nueva moneda. Puede hacerlo a los valores corrientes o al valor promedio desde la última actualización según tabla de desagio.

2.3 Tabla de desagio: se establece el valor de conversión a pesos fuertes según el valor promedio de la moneda indexada en el tiempo transcurrido desde la última actualización (puede contener un factor de corrección el último mes, si hubo remarcaciones excesivas de precios por parte de empresarios para posicionarse ante el congelamiento y la conversión de precios se realizó a valores corrientes).

2.4 Conversión de salarios a pesos fuertes de cada sector según el tiempo transcurrido desde la última actualización utilizando la tabla de desagio.

2.5 Se utiliza la tabla de desagio para renegociar contratos de alquiler, créditos y cualquier otro que contenga cláusulas de actualización temporales, de forma similar a la utilizada para reconvertir los salarios.

2.6 Los contratos sin cláusulas de actualización se convierten a pesos fuertes a valores corrientes.

2.7 Se lanzan instrumentos financieros públicos nominados en pesos fuertes y se abre proceso de conversión voluntaria de instrumentos nominados en pesos corrientes.

2.8 La tasa de interés de referencia comienza a establecerse en pesos fuertes.

3. Se levanta el congelamiento y se abre un período de corrección de precios e ingresos en moneda indexada (3 a 9 meses).

3.1 El Estado debe establecer un sistema de premios y castigos para promover comportamientos que no atenten contra el éxito del plan. Se pueden establecer márgenes de modificaciones de precios y salarios en pesos fuertes y sanciones para quienes se excedan (por ejemplo, los incrementos deben ser menores a la inflación del último mes de congelamiento). Los márgenes de modificación de precios y salarios pueden ser descendientes a lo largo del período de transición, en búsqueda de una convergencia estable de precios relativos en pesos fuertes.



3.2 Se recomienda evitar shocks que puedan espiralizar la inflación dada la plena indexación.

3.3 Ciertas intervenciones y acuerdos en sectores estacionales son recomendable.

4. Sustitución de monedas.

En esta etapa se pauta el cambio de todas las tenencias monetarias y financieras a pesos fuertes, extendiendo su uso de unidad de cuenta a moneda transaccional. La tasa de conversión se fija en el valor correspondiente al inicio de esta etapa. Dado que la inflación en moneda anterior continúa deteriorando su valor, mantener fijo el valor de comienzo de esta etapa estimula su conversión.

5. Prohibición legal de la indexación de contratos en pesos fuertes.

La prohibición a indexar en nueva moneda debe ser obligatoria para contratos de corto plazo (menores a un año), para evitar que movimientos de precios relativos que generen cierta presión inflacionaria en pesos fuertes se inercialicen. Dada la esperable desconfianza inicial en el éxito del programa, se pueden permitir inicialmente cláusulas de indexación para contratos de mediano y largo plazo (más de 1 año). Una vez consolidada la estabilidad, se puede extender la prohibición de indexación a todos los contratos.



LA MONEDA INDEXADA COMO INSTRUMENTO PARA ESTABILIZAR LOS PRECIOS

Por **Andrés Asiain** (CESO)²

1. INTRODUCCIÓN

La **inflación** es un fenómeno complejo cuyas causas, características y políticas para enfrentarla no son universales. Saltos del dólar o las tarifas, suba de precios internacionales, excesos temporales de demanda por expansiones bruscas de la cantidad de dinero, son algunos ejemplos de causas que pueden generar un salto de precios que se propague a través de remarcaciones sectoriales dando lugar a una dinámica inflacionaria.

Las **pujas distributivas**, que hacen perdurar un proceso inflacionario en el tiempo, pueden ser exacerbadas por cierta incompatibilidad de objetivos de precios relativos. Niveles de tipo de cambio competitivos pueden ser incompatibles con objetivos distributivos plasmados en la política salarial. También los objetivos fiscales y su consecuente política de tarifas pueden agravar dicha contradicción, lo mismo que el nivel de la tasa de interés o los precios internacionales que impactan en el costo de la energía y de los alimentos exportables. Esas incompatibilidades generan una economía donde las remarcaciones secuenciales de precios e ingresos sectoriales no tienden a aminorarse, derivando en largos períodos de inflación de dos dígitos³.

La convivencia con la inflación por largo tiempo genera una economía en permanente puja distributiva, donde los precios relativos de cada momento son de desequilibrio. Ello es así, porque en cada instante hay sectores que se sienten perdedores y están esperando la oportunidad de incrementar sus precios para recomponer ingresos. Surge así una dificultad para cualquier programa de estabilidad que debe lograr establecer una estela de **precios relativos** estable en el tiempo.

² Agradezco los comentarios de Nicolás Pertierra y del resto de los colegas que conformamos el CESO:

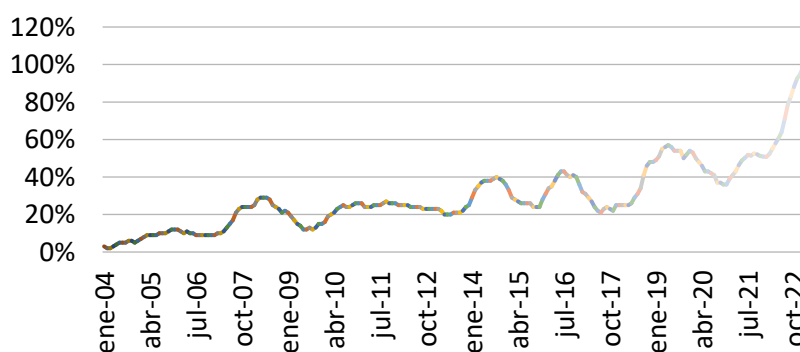
³ Una presentación formal genérica de incompatibilidades entre objetivos macroeconómicos y distributivos puede verse en Olivera, J. (1991) "Equilibrio social, equilibrio de mercado e inflación estructural", *Desarrollo Económico*, n° 30, vol. 120, p. 487-493. Un modelo teórico específico para el caso de Argentina más reciente se puede ver en Asiain, Andrés (2012) "Trayectoria del tipo de cambio y los salarios: Un análisis para la economía argentina (2001-2010)", *Desarrollo Económico*, n° 204, vol. 51, p. 419-443.



Si algún **shock**, como la inflación internacional desatada por la salida de la pandemia y la guerra de Ucrania en un contexto de fuerte restricción de divisas, hace escalar la inflación a los tres dígitos se desatan otro tipo de fenómenos que modifican la dinámica inflacionaria. La incertidumbre ligada a la alta inflación comienza a dificultar la realización de operaciones económicas que impliquen un plazo relativo de tiempo. Proliferan entonces cláusulas de **indexación** de contratos que suelen comenzar en las finanzas con la expansión de bonos CER, créditos y depósitos UVA, para luego extenderse a los alquileres, ingresos (actualización automática de jubilaciones y asignaciones, salarios con cláusulas gatillo o de reaperturas de paritarias), acuerdos de precios de empresas con proveedores, hasta la política de tarifas, tasas y tipo de cambio que pasa a tomar la inflación pasada como base de actualización.

Llegado ese punto la inflación comienza a adquirir una dinámica plenamente **inercial** que convierte a la inflación del pasado en el piso de la inflación futura. Un piso que sube al calor de cada shock, dando lugar a un proceso acumulativo que vuelve los niveles de inflación cada vez más elevado con el paso de los años.

Gráfico 1: Tasa de inflación anual (IPC-INDEC)



Fuente: CESO

Frente a una realidad inflacionaria tan compleja, las simplificaciones **ortodoxas** que consideran como causante del incremento de los precios siempre a la expansión monetaria, proponiendo ajustes fiscales y monetario como receta universal para combatirla, se vuelven peligrosas. El elevado costo social y económico de los sucesivos programas de ajuste no tiene efecto significativo sobre la dinámica inercial de los precios. Si los salarios, los alquileres, los costos financieros, las



tarifas, el dólar y gran parte de los precios acordados entre empresas se actualizan por la inflación del pasado, ¿por qué debería descender la inflación ante una reducción del gasto público o una suba de las tasas de interés?

Por el contrario, los incrementos de tarifas y de tasas de interés que suelen acompañar a los programas ortodoxos tienden a presionar sobre los costos de las empresas tendiendo a agravar la dinámica inflacionaria. El resultado puede ser mucho peor si el combo ortodoxo va acompañado de una devaluación brusca que intente recomponer competitividad.

Ante la falta de resultado de los programas monetaristas, los exponentes de la ortodoxia exigen ajustes cada vez más feroces, agravando el sufrimiento social y el resentimiento de los sectores productivos, sin lograr avances en el control de la inflación. Una agenda de **reformas estructurales** que atacan derechos de los trabajadores activos y pasivos, aperturas comerciales que ponen en riesgo la existencia de sectores productivos, son nuevos sacrificios que la ortodoxia exige celebrar para intentar calmar sin éxito al demonio inflacionario.

Tampoco la **heterodoxia** ha acertado en las políticas para hacer frente al problema inflacionario. Las primeras medidas tomadas cuando la inflación se mantenía en los dos dígitos, basadas en “**anclas cambiarias o tarifarias**”, si bien tuvieron algún impacto momentáneo de reducción de la tasa de inflación, generaron el costo de pérdidas de competitividad y elevados déficits fiscales. Las posteriores “correcciones” derivaron en aceleraciones de los aumentos de precios que borraron de un plumazo los logros anteriores, retornando la inflación a valores elevados. Los intentos de **moderar la puja distributiva** induciendo paritarias a la baja o acuerdos sectoriales de precios tampoco tuvieron éxitos duraderos. Pasados algunos meses, el retraso relativo de salarios o precios derivó en nuevas negociaciones que habilitaron incrementos mayores para recuperar las pérdidas de ingresos acumuladas.

Ya no es relevante la causa del fracaso de dichas políticas cuando la inflación se mantenía en los dos dígitos y estaba liderada por las pujas distributivas. Tal vez la falta de una visión holística que permitiera establecer mecanismos que encaucen la puja distributiva hacia un resultado compatible tanto con las aspiraciones sectoriales de ingresos como con equilibrios macroeconómicos básicos, haya sido una deficiencia en intervenciones que se centraban en sólo algunos precios cada vez, sin atender su relación con los demás.



Una vez alcanzados los tres dígitos y extendida la indexación de los precios e ingresos, las variaciones de precios relativos se tornan muy complejas. El retraso de un precio o ingreso por una intervención se torna rápidamente extremo, generando una duración menor de dichas políticas. La posterior “corrección” puede desencadenar una aceleración inflacionaria brutal, dada que ya no se trata de aumentar una vez un determinado precio, sino de sostener por un período una tasa de incremento del precio retrasado por encima del promedio de inflación inercial.

Alcanzado este punto, las reticencias que muchos sectores dirigenciales mostraban ante la idea de un **plan de estabilidad** va cediendo. Solucionar el problema de la inflación surge como una de las principales demandas de la sociedad. La idea de que ese objetivo puede lograrse en forma gradual va perdiendo adeptos ante los sucesivos fracasos de los programas moderados ortodoxos y heterodoxos. De esa manera, la política económica de las diversas fuerzas políticas pasa a concentrarse en el tipo de programa de estabilidad que debe implementarse, contemplando la compatibilidad entre dicho programa y los objetivos políticos y sociales de cada fuerza.

Desde los **partidos liberales**, las propuestas van de la “dolarización” a un programa ortodoxo extremo que combine graves ajustes fiscales y monetarios, con reformas estructurales en la regulación del trabajo, la seguridad social, junto a una mayor apertura comercial. Ya mencionamos porqué el programa ortodoxo extremo es ineficaz frente a una inflación inercial, así que vamos a concentrarnos en la propuesta dolarizadora.

La **dolarización** presenta una serie de dificultades, la primera de las cuáles es la necesidad de tener una base suficiente de dólares para implementarla. Descartando por ilusorias las apelaciones a “shocks de confianza” que traerán miles de millones de dólares que los argentinos mantienen fuera del sistema, algunos economistas que la promueven sugirieron devaluaciones extremas que lleven la economía al umbral de la hiperinflación como una forma de licuar las tenencias de pesos. El terrible costo social y económico de semejante escenario, torna in-



necesario cualquier comentario adicional. Un canje compulsivo de activos en pesos por bonos a plazo similar plan BONEX también fue sugerido. Nuevamente la propuesta tiene un costo social y económico que la torna poco recomendable⁴.

Una tercer sugerencia⁵ es la toma de un crédito externo colocando como garantía algunos activos estatales como las acciones de YPF y las tenencias del FGS-ANSES. Semejante medida podría lograr la obtención de un monto de divisas no demasiado considerable a costa de un incremento desmesurado de la deuda nominal, dado que los bonos argentinos cotizan a un valor de *default* en los mercados internacionales⁶. Como los recursos obtenidos no se invertirían para ampliar la capacidad de futura generación de divisas, el destino de dicho crédito sería la incapacidad de devolverlo, perdiendo de esa manera los activos estatales puestos en garantía.

A esas dificultades hay que sumar que la dolarización no es garantía de estabilidad de precios. Las pujas distributivas podrían continuar empujando al alza de los precios aun cuando estos sean nominados en dólares. Vale al respecto señalar que Ecuador, aun viniendo de una hiperinflación donde los precios generalmente se dolarizan, debió enfrentar una inflación cercana al 90% el primer año ya dolarizada su economía. La pérdida de competitividad consecuente agravaría la situación de nuestras cuentas externas.

Una dolarización en una economía que enfrenta una situación de sobreendeudamiento y con problemas de competitividad no parece ser un escenario muy halagador. Téngase en cuenta que cuando se dolariza, la expansión de la liquidez depende en gran medida del ingreso de divisas. Un déficit externo implica una reducción permanente de liquidez similar a la que vivió la Argentina en la agnía del programa de convertibilidad a finales del siglo pasado. La proliferación de cuasi monedas y créditos del trueque puede ser la consecuencia indeseada del experimento dolarizador.

⁴ Ambas políticas fueron sugeridas por Carlos Rodríguez, asesor de Milei, en redes sociales: <https://twitter.com/carod2015/status/1662455850189955078?t=Ox1UXVpatulY2UtfS9Rt6A&s=09>

⁵ <https://dolarizacionargentina.substack.com/p/que-pasaria-con-el-bcra-y-las-leliq#footnote-anchor-13-105033215>

⁶ En este paquete de activos en manos del sector público algunos llegan a incluir las Letras Intransferibles en manos del BCRA, lo que no tiene asidero dado que como su nombre lo indica son intransferibles.



Creemos que lo señalado hasta el momento nos evita sumergirnos en otros inconvenientes de la dolarización asociados a la pérdida del rol del banco central como prestamista de última instancia, la reducción de su capacidad de regular mercados financieros o de financiar el déficit público en situaciones extremas como las vividas durante la reciente pandemia.

Desde el **peronismo** y otros partidos asociados, no surge hasta el momento ninguna propuesta de plan de estabilidad de precios. Así, el programa frente a la inflación parece reducirse a continuar con intentos de contener el gasto público y la emisión monetaria de acuerdo a las metas pactadas con el FMI. Un programa que no aborda la cuestión de la inercia inflacionaria y que, por lo tanto, continúa destinado al fracaso.

La falta de una propuesta alternativa para estabilizar los precios debilita sus chances electorales y es por tanto una necesidad que debe ser suplida por los economistas que integramos dicho campo ideológico. El presente documento intenta comenzar a llenar dicho espacio, buscando abrir el debate tanto a nivel técnico, como a nivel dirigencial.

1.1 COMPONENTES DE UN PROGRAMA PARA ESTABILIZAR INFLACIONES DE TRES DÍGITOS

Un programa de estabilización para enfrentar inflaciones de tres dígitos tiene que resolver tres cuestiones centrales. La primera son **desequilibrios macroeconómicos estructurales** de los que brotan shocks de precios que derrumbarían rápidamente cualquier estabilidad lograda. Desde una perspectiva heterodoxa, el principal desequilibrio estructural está dado por la **restricción externa**. Ningún programa de estabilidad puede ser duradero si a poco de implementarse se produce una devaluación importante de la moneda.

Otro tipo de desequilibrio estructural que suele ser considerado es el de las **cuentas públicas**. La experiencia histórica de la mayor parte de los programas de estabilización parte de un reequilibrio previo de las cuentas del Estado. Sin embargo, ello parece ser una señal simbólica más que una necesidad real, dado que una vez lograda la estabilidad, la experiencia muestra que se puede convivir con



finanzas públicas deterioradas sin que ello implique un rebrote inflacionario⁷. De todos modos, analizaremos la situación de las cuentas públicas de cara a un programa de estabilidad.

El segundo tema a resolver por un programa de estabilidad de precios es como lograr encauzar las **pujas distributivas** de manera tal que se logre una estela de **precios relativos** estables. Las experiencias habituales al respecto son muy variadas. Los programas heterodoxos suelen contener un congelamiento general de precios e ingresos, previa corrección de algún precio relativo como ser el nivel de salario, tipo de cambio o tarifas. La principal dificultad de dicha política es que la estela de precios relativos que se congela no es estable ya sea porque hay sectores que se sienten “perdedores” y están dispuestos a romperla; o porque no hay mecanismos flexibles que permitan reacomodar los precios relativos ante cambios en las condiciones económicas.

Los programas ortodoxos suelen apelar a congelamientos salariales o un elevado desempleo que discipline las demandas sindicales. La apertura importadora y la apreciación cambiaria también fueron componentes tendientes a disciplinar a los empresarios en su capacidad de trasladar los aumentos de costos a precios. El inconveniente de dichas políticas es el costo social que implica el deterioro del poder adquisitivo de los salarios y el desempleo, junto a la pérdida de capacidades productiva que puede provocar el ingreso de productos importados a bajo precio.

En el presente documento presentaremos una alternativa que permite encauzar la puja distributiva abriendo un período de reajustes sectoriales de precios hasta alcanzar su estabilización aún en un contexto inflacionario. Esa estela de precios relativos obtenida durante la transición, se mantiene una vez concluido el programa.

El tercer punto a atender es la indexación de los contratos y la ruptura de la inercia. Muchos planes de estabilidad suelen presentar la prohibición legal de la indexación como parte de sus componentes. Vale aclarar que dicha medida sólo es acertada si se ha logrado previamente la reducción de la alta inflación, ya que la indexación es una herramienta que la sociedad genera para poder mantener las

⁷ La explicación ortodoxa de dicho fenómeno es que la estabilidad recompone la demanda de dinero permitiendo absorber la expansión monetaria que financia el déficit público sin un impacto significativo en los precios.



operaciones económicas en contextos de elevada inflación. Pretender terminar con la inercia mediante una visión meramente legalista sería un fracaso rotundo ya que la indexación continuaría en los hechos o, mucho peor, se eliminaría la posibilidad de sostener muchas operaciones generando elevados costos sociales y económicos.

La ruptura de la indexación requiere la modificación de múltiples contratos. Algunas experiencias históricas han acudido a tablas de desagio para guiar dicho proceso. Otras han apelado a leyes que impusieron cambios generalizados en la nominación de los contratos. En nuestro programa se estimula mayormente la renegociación de los contratos por las propias partes adecuándolos a una nueva nominación basada en la introducción de una moneda indexada⁸.

1.2 ANTECEDENTES Y DEBATES EN TORNO A LA MONEDA INDEXADA

La elaboración del programa que presentamos en este documento es el resultado del estudio de diversos programas de estabilización aplicados tanto en nuestro país como a nivel mundial, llevado adelante junto a una serie de colegas que integramos el Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz. De ese extenso análisis se destaca la experiencia del plan real de Brasil en la década del noventa del siglo pasado basado en las ideas de los economistas Persio Arida y André Lara-Resende⁹, donde la introducción de una moneda indexada fue un pilar de aquel programa.

El rol de una moneda indexada en un programa de estabilización también fue abordado respecto a la experiencia húngara durante la hiperinflación de 1946. Al respecto, el impacto inflacionario que tuvo su introducción desató un gran debate intelectual que llevó a Brasil a decidir su introducción sólo como unidad de cuenta en los inicios del plan Real. Sin embargo, el resultado de la experiencia húngara se debe a que la moneda indexada comenzó a imprimirse para financiar gastos, compitiendo con la moneda de curso legal en sus mismas funciones. La ley de Gresham indica que, si dos monedas compiten por las mismas funciones, la moneda fuerte desplaza a la débil. Ese fue el caso de aquella experiencia

⁸ Un programa de estabilidad sin cambios de moneda fue sugerido en CESO (2014) "[Propuesta de política heterodoxa para reducir la inflación](#)", informe especial, marzo.

⁹ Arida, P. & Laca Resende, A. (1985) "Inertial inflation and monetary reform in Brazil". In: Williamson, J. (ed.). *Inflation and indexation: Argentina, Brazil and Israel*. Washington, Institute for International Economics.



donde diversos sectores que recibían pagos del Estado empezaron a rechazar la aceptación de la moneda legal, requiriendo la indexada.

Al respecto, en muchas economías inflacionarias se generan instrumentos financieros indexados como en Argentina son los bonos CER o los plazos fijos UVA. El caso de Chile con la UF es un ejemplo de una economía donde la indexación se expandió en enorme cantidad de contratos, especialmente en el sector financiero. En el caso cubano del Peso Convertible, se introdujo una moneda indexada (a una canasta de monedas) con circulación física no en el marco de un programa de estabilidad, sino como una herramienta de competencia con el dólar en tanto reserva de valor.

En todos esos casos, y podrían nombrarse varios más, la clave para que los instrumentos financieros indexados no generen el rechazo de la moneda nacional, es que son generados contra demanda. Es decir, la moneda indexada no debe imprimirse para financiar déficits públicos ni líneas de redescuentos bancarias generando una competencia devastadora contra la aceptación de la moneda nacional que hasta ese momento cumplía dichas funciones. La emisión de la moneda indexada debe darse (durante la transición del programa) mediante licitaciones diarias donde se vende a cambio de pesos a quien la demande a una cotización que refleje el valor de acuerdo al índice de actualización¹⁰.

En ese sentido no hay mucha diferencia entre la introducción de una moneda indexada que se emite contra demanda, conviviendo con la moneda corriente, y el rol que cumple el dólar en nuestras economías bimonetarias. La menor demanda de nuestra moneda corriente como instrumento de ahorro ya es un hecho, y la introducción de la moneda indexada contra demanda, no compite en ese rol con la moneda corriente, sino con el dólar. Al respecto, si la moneda indexada logra desplazar al dólar en alguna de sus funciones, generará cierto alivio en las cuentas externas contribuyendo a la estabilidad¹¹.

¹⁰ La fórmula de actualización es $PF_t = PF_{t-1} \times f_t$ siendo PF_t el valor del peso fuerte del día t, PF_{t-1} el valor del PF del día anterior y f_t el factor de reajuste del índice C.E.R. que se desprende de la inflación mensual del mes anterior $vIPC_{-1}$ según la fórmula $f_t = (1 + \frac{vIPC_{-1}}{100})^{\frac{1}{d}}$ siendo d el número de días comprendidos en el período para el cual se calcula el valor diario de la PF.

¹¹ La moneda indexada si compite contra las tenencias monetarias de corto plazo, pudiendo afectar el nivel de cajas de ahorro y cuentas corrientes y, por ende, implicando cierto incremento en el costo de fondeo del sistema bancario.



2. CONDICIONES EXTERNAS Y FISCALES DEL PROGRAMA

La incapacidad de resolver desequilibrios estructurales, especialmente en el sector externo, fue causa del fracaso de numerosos planes de estabilidad en nuestra historia económica y de varios países vecinos. La fragilidad de las cuentas externas fue, por ejemplo, el motivo central que empujó al fracaso el plan Austral y el plan Primavera en la década del ochenta del siglo pasado, empujando la economía hacia una hiperinflación¹². Su contemporáneo plan Cruzado tampoco pudo sostenerse en el tiempo por la fragilidad externa que azotaba a la economía brasileña¹³.

Respecto a las cuentas públicas, la mayor parte de los programas de estabilidad que estudiamos, tanto los exitosos como varios que fracasaron, fueron precedidos de importantes ajustes fiscales que reequilibraron el presupuesto público. Sin embargo, algunos programas exitosos como el Plan Real de Brasil tuvieron fuertes déficits públicos a poco de implementarse, sin que ello haya afectado la estabilidad de los precios¹⁴. En otros casos exitosos como la Convertibilidad de Argentina o las experiencias de Chile y Colombia de finales del siglo pasado, el deterioro de las cuentas públicas sucedió varios años después de lograda la estabilidad de los precios, sin que ello genere rebrotes inflacionarios¹⁵.

Una interpretación es que el equilibrio de las cuentas públicas sea una herramienta para ganar confianza sobre la veracidad del programa entre empresarios, especialmente del mundillo financiero muy permeado por las ideas monetaristas de la inflación. Una señal que facilita el éxito del mismo, si evita comportamientos disruptivos en el mercado cambiario por parte de dichos actores. Asociado a ello, los programas de reducción de la emisión para financiar déficits fiscales en la previa de los programas reduce una de las fuentes de liquidez que

¹² Un breve repaso de los planes de estabilidad aplicados en Argentina se encuentra en Asiain, A. (2021) *Inflación, una costumbre Argentina*, Peña Lillo, BsAs.

¹³ Tal como sostiene Monteiro Bastos, Carlos Pinkusfeld (2022) "Price stabilization in Brazil: a classical interpretation for an indexed nominal interest rate economy". Tesis Doctoral, New School for Social Research, marzo.

¹⁴ Ver los indicadores de la economía de Brasil tras implementarse el Plan Real en Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno (1999) "La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis". CEPAL, Santiago de Chile, julio.

¹⁵ Ver indicadores de ambos países en Morra, Fernando (2013) "Moderando Inflaciones Moderadas", Tesis, UNLP.



suele alimentar las presiones cambiarias, contribuyendo de esa manera a generar un contexto de estabilidad en la previa del plan¹⁶.

Desde la ortodoxia se sostiene que una vez lograda la estabilidad, se recompone la demanda de circulante permitiendo una expansión de la liquidez (que puede financiar un mayor déficit fiscal) sin presiones inflacionarias. Desde nuestra perspectiva, la posibilidad de relajar la restricción fiscal no depende sólo de haber logrado la estabilidad de los precios, sino de estar atravesando una situación holgada en el sector externo. De no ser ese el caso, y las condiciones del sector externo argentino así parecen indicarlo, mantener controlada dicha fuente de liquidez puede contribuir a evitar presiones cambiarias que pongan en riesgo la duración de la estabilidad.

2.1 CONDICIONES EXTERNAS Y POLÍTICA CAMBIARIA-FINANCIERA

La economía argentina atraviesa una situación de **fuerte restricción externa**, generada por cuestiones coyunturales como la sequía, que se suman a elementos más estructurales como el déficit de turismo, el peso de la deuda externa y la parcial dolarización del excedente característica del bimonetarismo. El nivel de reservas se encuentra en niveles bajos sometido a la presión de dolarización de portafolios típica de un año electoral¹⁷. A ello se suman las presiones del FMI de una suba discreta del dólar que, de concretarse, agravaría la situación inflacionaria.

En ese contexto de grave vulnerabilidad externa, el panorama no luce nada alentador para el próximo gobierno. A partir de 2025 comienzan a caer vencimientos de la deuda privada reestructurada, y desde 2026 se suman vencimientos del crédito del FMI tomado por la administración Alberto Fernández para pagar el stand-by de 2018 firmado por Macri (ver gráfico 2). Los montos a pagar lucen inviables para las cuentas externas argentinas, por lo que el escenario más probable es la renegociación de ambas deudas.

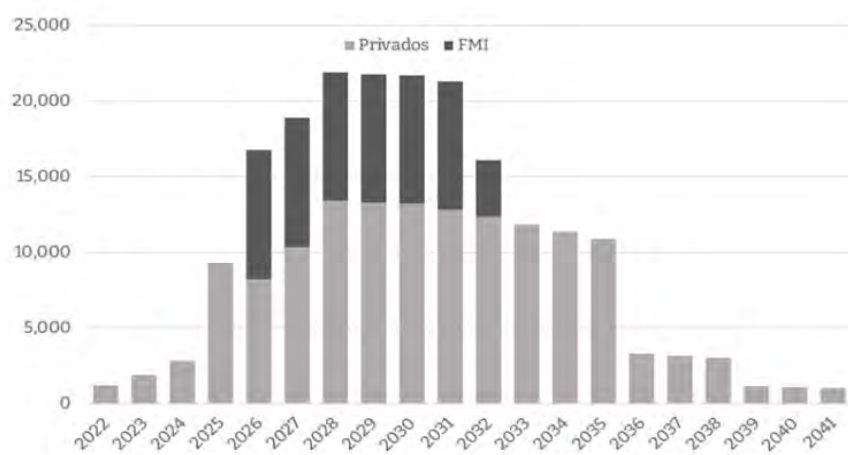
¹⁶ Los programas de ajuste previos a la implementación del plan de estabilidad pueden inducir también contracciones económicas que depriman las importaciones y mejoren el saldo comercial, siendo así una fuente adicional de estabilidad.

¹⁷ Al momento de escribir este trabajo, las reservas brutas rondaban los USD28.000M, unas USD17.000M descontando los encajes bancarios por cuentas en divisas. El margen de intervención rondaba los USD8.000M que podría ampliarse a USD13.000M utilizando DEGs y Oro.



La **ventana de oportunidad** para un próximo gobierno parece descansar sobre el saldo externo del **año 2024**. La recuperación de la producción agropecuaria dejando atrás la sequía, sumado al impacto del gasoducto Néstor Kirchner sobre la balanza energética, prometen dar cierto oxígeno de divisas en un año que no hay vencimientos significativos de deuda (ver cuadro 1).

Gráfico 2. Vencimientos de deuda en moneda extranjera (USD Millones)



Fuente: CESO (2022) “Análisis del Acuerdo con el FMI”, informe económico especial, marzo.

Cuadro 1. Proyecciones del balance de pagos

Saldo por Rubro	2022	2023*	2024*
Cuenta Corriente	4.780	-14.000	4.900
Bienes	21.818	2.500	20.000
Exportaciones	90.533	72.500	95.000
Importaciones	68.715	70.000	75.000
Servicios	-10.106	-8.000	-6.000
Rentas	-6.932	-8.500	-9.100
Cuenta Financiera	2.106	-2.294	-2.000
Variación de RR.II	6.918	-16.294	2.900

Fuente: CESO (2023) “¿Se puede evitar una brusca devaluación?”, informe de coyuntura, mayo.

La posibilidad de obtener algunas divisas frescas que den respiro a las reservas internacionales y generen condiciones mínimas para el lanzamiento de un plan de estabilidad, depende de que la política cambiaria financiera genere estímulos para la liquidación de las exportaciones y a la pesificación (o por lo menos, la no dolarización) de los portafolios. De lo contrario, puede suceder como en los primeros dos años de gestión de Alberto Fernández, donde el mal manejo de las variables cambiarias y financieras dilapido un importante saldo comercial.



La **política cambiaria financiera** para estimular la liquidación de exportaciones debe implicar una tasa de interés por encima de la devaluación esperada del oficial menos los costos de stockeo¹⁸. De esa manera, se torna más rentable liquidar exportaciones y mantener tenencias financieras en pesos que stockear granos. Un punto a tener en cuenta es evitar brindar líneas de crédito a baja tasa a sectores exportadores que no estén condicionadas a cierto régimen de liquidación, porque facilita el financiamiento de los costos de producción y stockeo sin necesidad de liquidar ventas.

La cuestión clave al respecto es la expectativa sobre la evolución del tipo de cambio comercial. Políticas graduales de movimiento del dólar en sintonía con las tasas de inflación pueden ayudar a dar una perspectiva creíble de la evolución del tipo de cambio. Sin embargo, presiones externas por ajustes discretos como las que realiza la burocracia del FMI, pueden tener el efecto de generar expectativas de bruscas devaluaciones que induzcan a stockear exportaciones. Téngase en cuenta que no existe valor de la tasa de interés viable que pueda competir a corto plazo con el rendimiento de posicionarse en dólares ante una devaluación discreta.

Pero los mayores inconvenientes de la administración cambiaria-financiera de los últimos, se encontró en la política de intervención en los dólares financieros (MEP y Contado con Liqui¹⁹). Por lo general, la política se redujo a dejarlo fluctuar, para luego intervenir cuando una corrida los impulsa al alza en forma abrupta. Ese tipo de política cambiaria mantiene la economía en una permanente incertidumbre, hecho que no estimula el mantenimiento de posiciones en pesos.

Un punto fundamental para replantear la política de intervención en el mercado de los dólares financieros, es la relación entre nivel y expectativa de evolución. Al tomar una decisión financiera de quedarse en activos en pesos o dolarizarse, lo fundamental es la expectativa sobre cómo va a evolucionar el tipo de cambio. Es decir, lo fundamental no es si el paralelo está alto o bajo, sino si se piensa que

¹⁸ La condición de indiferencia para el exportador es $i^{\$} = \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)^{\$} + (\mu^{\$}) - (c^{\$})$, siendo $i^{\$}$ la tasa de interés local, $\left(\frac{\dot{E}}{E}\right)^{\$}$ las expectativas de devaluación, $(\mu^{\$})$ la incertidumbre alrededor de la expectativa cambiaria y $(c^{\$})$ los costos proporcionales de stockeo.

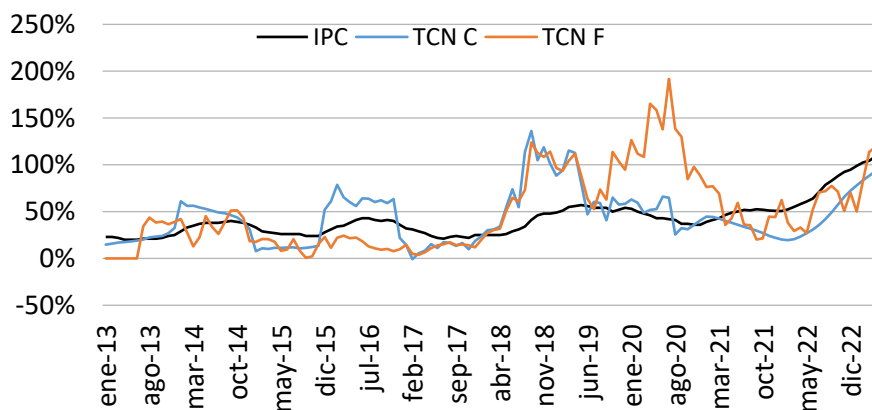
¹⁹ No hay una manera de intervenir claramente en el dólar blue, siendo habitual intervenir en los dólares financieros esperando que arbitren con aquel.



va a subir o bajar²⁰. En ese sentido, un dólar financiero elevado sin señales claras de que se lo puede estabilizar puede generar comportamientos manada induciendo una burbuja alcista. Mucho más, si se sabe que el gobierno se encuentra en una posición débil de reservas y es reticente a gastarlas en intervenciones en el paralelo.

En ese sentido, la política actual de dejar fluctuar el dólar financiero para luego gastar reservas interviniendo cuando alcanza valores críticos no es eficiente ya que genera frecuentes gastos de reservas sin dar una orientación clara de su evolución en el tiempo que pueda reducir la incertidumbre. Más acertado para una administración que tiene una billetera corta es guardar las municiones para dar una señal clara de intervención y orientación del dólar financiero, desde un valor nominal que luzca para el mercado muy elevado y sea, por lo tanto, fácilmente defendible.

Gráfico 3. Inflación (IPC), devaluación del dólar oficial (TCN C) y financiero (TCN F).



Nota técnica: variaciones interanuales.
Fuente: CESO.

²⁰ La condición de indiferencia del operador financiero viene dada por $i^{\$} = i^{usd} + \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)_f^{\$} + (\mu^{\$})$, siendo $i^{\$}$ el rendimiento de un activo en pesos, i^{usd} el rendimiento de un activo similar en el exterior, $\left(\frac{\dot{E}}{E}\right)_f^{\$}$ la evolución esperada del dólar financiero y $(\mu^{\$})$ la incertidumbre alrededor de la expectativa cambiaria. Una política de sobresalto cambiario inicial acompañada por una firme intervención que condicione su evolución posterior de acuerdo a una pauta preanunciada de valores, tiende a generar que $i^{\$} > i^{usd} + \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)_f^{\$}$, estimulando pasarse a posiciones en pesos.



Una **política de sobresalto cambiario inicial en el dólar financiero**, acompañada de una clara señal de intervención con munición gruesa desde esa elevada posición, puede ser la forma de dar credibilidad a una política de **devaluaciones preanunciadas** en el dólar financiero donde sea el gobierno el que marque la cancha de su evolución tendencial. Si se logra generar credibilidad sobre la evolución del dólar financiero, se puede estimular el mantenimiento de posiciones en pesos reduciendo la tendencia a la dolarización.

Dicha política es habitual en la administración del tipo de cambio en países donde el pase a precios de la devaluación es bajo, como el caso de Brasil. En Argentina, donde el impacto inflacionario de las devaluaciones es fuerte, se ha evitado debido a que el sobresalto cambiario inicial puede implicar una fuerte aceleración inflacionaria que, además de los costos sociales y económicos que por sí mismo implica, tienda a volver poco creíbles las expectativas de apreciación que se buscaba lograr. Sin embargo, al implementarse restricciones a la compra de divisas, el desdoblamiento cambiario consecuente permite aplicar dicho tipo de intervención en los dólares financieros. Ello es así dado que el impacto en precios de los dólares financieros es relativamente bajo (ver gráfico 3).

En resumidas cuentas, la política cambiaria y financiera que se recomienda tiene dos comportamientos diferentes. Una devaluación en línea con la inflación en el dólar comercial, con una política de tasas que no estimule el stockeo. Un sobresalto cambiario inicial seguido por una fuerte intervención que oriente la evolución posterior del dólar financiero, de acuerdo a una franja de valores preanunciados que estimule la pesificación de los portafolios.

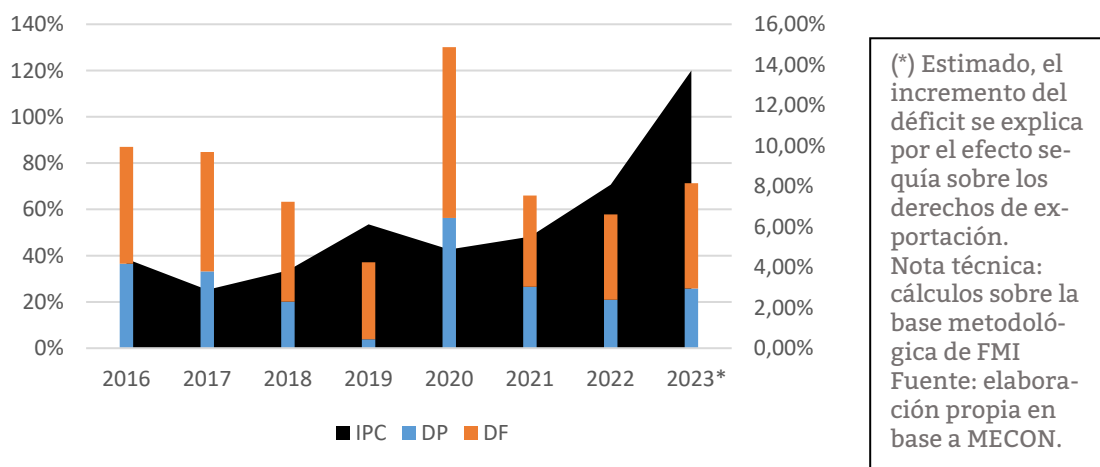
2.2 MEJORAR LAS CUENTAS PÚBLICAS SIN AJUSTE DEL GASTO

La teoría monetarista hace hincapié en que la inflación es resultado de la financiación del déficit fiscal con emisión monetaria. Sin embargo, la evidencia empírica no parece avalar una relación clara entre esas variables. Como se observa en el gráfico 4, años de importante reducción del déficit como 2017, 2019, 2021 y 2022 coinciden con incrementos en las tasas de inflación.

Por su parte, la relación entre incremento de la base monetaria (“emisión”) e inflación tampoco es clara. Momentos de aceleración de la inflación coinciden con reducción de la base monetaria y viceversa. Apelar a rezagos tampoco es una

respuesta convincente, ya que tampoco se visualiza una temporalidad estable entre evolución de la base monetaria e inflación (ver gráfico 5). La relación tendencial entre base monetaria y precios simplemente indica que en una economía inflacionaria, la cantidad de dinero debe aumentar con el paso del tiempo para que el sistema económico pueda continuar operando²¹.

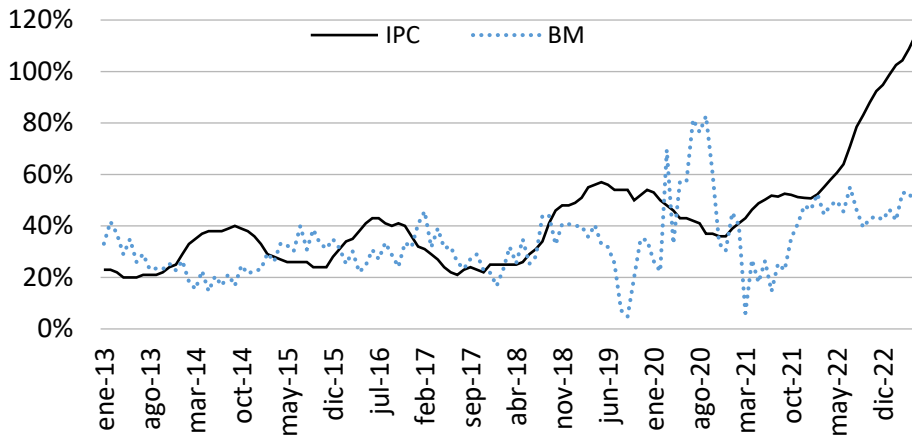
Gráfico 4: Déficit Primario (DP), Financiero (DF) en % PBI e inflación (IPC)



Al respecto, las aceleraciones de la inflación junto a una política de reducción de la emisión monetaria acordada con el FMI han generado una importante reducción de la cantidad de dinero transaccional de la economía en relación al producto desde la salida de la Pandemia (ver gráfico 6). Ello indica que, de estabilizarse los precios, existe una demanda latente de dinero transaccional que podría absorber una expansión del circulante. La clave para ello es que la estabilidad de los precios sea acompañada de una política cambiaria que desincentive la dolarización de portafolios.

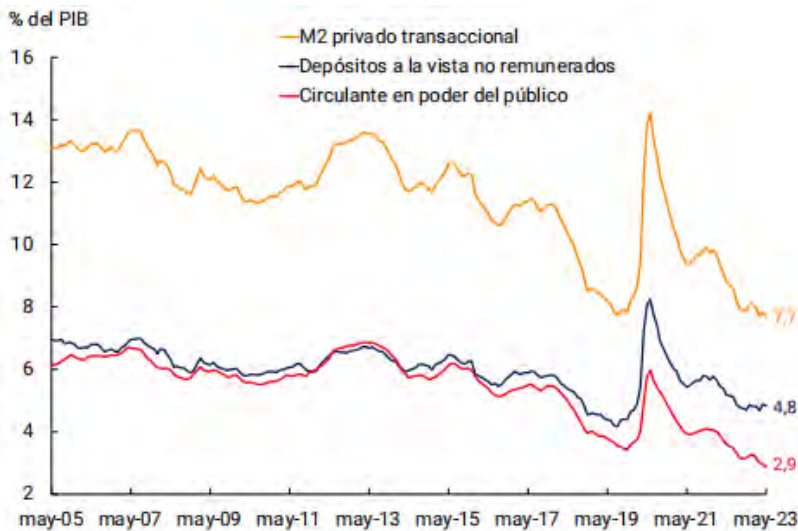
²¹ La relación positiva entre cantidad de dinero, transacciones y precios conocida como teoría cuantitativa del dinero, no implica un orden de causalidad. Los monetaristas sostienen que son las cantidades de dineros las que determinan los precios. Sin embargo, otras escuelas heterodoxas como el estructuralismo señalan que la inflación puede inducir a la emisión por cualquiera de los tres canales de creación monetaria. Así, si la emisión financia un determinado déficit fiscal, a medida que el valor nominal del déficit crece por efecto de la inflación, también se incrementará la cantidad de dinero que se precisa emitir para financiarlo. Si la fuente de emisión monetaria es la acumulación de reservas, a medida que sube el valor del tipo de cambio nominal acompañando la evolución de los precios para evitar retrasos cambiarios, se incrementará proporcionalmente la cantidad de dinero emitido para adquirir una misma cantidad de reservas. Por último, si la emisión acompaña la expansión del crédito bancario, los requerimientos de financiamiento del sector privado para una determinada cantidad de operaciones económicas crecen al ritmo de los precios induciendo una expansión proporcional de la creación de dinero por el canal financiero.

Gráfico 5: Inflación e incremento de la base monetaria (Var. anual)



Fuente: elaboración propia base a BCRA.

Gráfico 6: Dinero transaccional en manos del sector privado



Fuente: BCRA (2023) "Informe monetario mensual", mayo.

Una forma posible de mejorar las cuentas públicas sin ajustar los gastos es financiando algunas partidas como los gastos de capital, por fuera del presupuesto del Estado. El sobreendeudamiento externo, junto al *default* de las deudas internas generados por la administración Cambiemos, provocó el cierre de los mercados externos y un costoso acceso al financiamiento interno. Ello agrava el déficit financiero e impide financiar obras de mediano plazo como el Gasoducto Néstor Kirchner mediante el acceso al crédito, obligando a cubrir las con pagos cash.



Una alternativa, ya sugerida en el “[Plan Hornero, un programa económico de gobierno](#)” elaborado por el CESO en 2019 y en el “[Plan Ecosocial de Reactivación macroeconómica](#)” de septiembre de 2022, es el financiamiento de programas de obras a través de **fideicomisos específicos**. Para el fondeo de los mismos se utilizaría el **excedente de liquidez del sistema bancario** que hoy se encuentra en encajes no remunerados y en títulos del central. Para ello, se condicionaría el acceso a los títulos del Central a un fondeo proporcional de los fideicomisos.

Si se tiene en cuenta que el stock de Leliqs y pases del Central en manos de los bancos equivale a un 9,3% del producto, si se destinara el 10% de aquellos fondos a financiar los fideicomisos, se podría cubrir gastos de capital equivalentes a casi un punto del producto. Los gastos de capital promediaron los 2,6 p.p. del producto entre 2007 y 2015. Desde ahí comienzan a descender hasta tocar un piso de 1 p.p. del producto durante la Pandemia, para ubicarse en el rango de 1,6 p.p. los últimos dos años. En ese sentido, la política de fideicomisos fondeados con los excedentes de liquidez del sistema financiero podrían ser una herramienta para devolver los gastos de capital a sus valores históricos, sin generar presiones sobre las cuentas públicas.

Los Fideicomisos podrían utilizarse también para programas de urbanización y remediación ambiental. Como señalamos en el Plan Hornero y en el Plan Ecosocial, una economía restringida por falta de divisas debe apostar a reactivar la economía en sectores que resuelvan problemáticas urgentes, generen elevado empleo y bajos niveles de importación. Esas políticas pueden ser llevadas adelante por distintos órdenes estatales (nacional, provincial y municipal) en cooperación con sectores productivos (empresarios y cooperativos). Las obras se financiarían tomando fondos de los fideicomisos que se devolverían a plazos extensos y con tasas laxas. Una fuente adicional de recursos para el fondeo de los fideicomisos, puede ser las tenencias del FGS-ANSES que rondan aproximadamente un 10% del producto. Nuevamente, derivando sólo el 10% de esas tenencias a los fideicomisos, podría reducirse en 1p.p. el déficit primario, sin necesidad de ajustes fiscales.

En síntesis, la política fiscal y monetaria sugerida se basa en una **mejora de las cuentas públicas sin contracción de los gastos**. Para ello, la clave es el fondeo de fideicomisos a partir de dos grandes fuentes de liquidez. Por un lado, los pasivos del central en manos de los bancos. Por el otro, los activos del FGS-ANSES.



Con sólo el 10% de ambas fuentes de financiamiento se podría reducir en 2 puntos del producto el déficit primario que, junto a una recuperación de los derechos de exportación tras la sequía, dejarían un déficit fiscal casi equilibrado (-0,6% del PBI aprox.), sin necesidad de ajustar aún más los gastos.

Por otro lado, la estabilidad de los precios recompondría la demanda de liquidez en unos 3 puntos del producto, dando margen para absorber la inyección de liquidez generada por el déficit financiero²². Se sugiere que dicha política vaya acompañada de un re direccionamiento de los gastos hacia sectores que resuelvan problemáticas sociales urgentes, como la vivienda y la mejora medioambiental, con elevados multiplicadores del empleo y bajo derrame a importaciones. De esa manera, el sostenimiento de los gastos tendrá un impacto negativo menor en el delicado balance de nuestras cuentas externas.

3. ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS RELATIVOS

Una de las características de las economías inflacionarias es la **permanente variación de los precios relativos**. Lejos de las simplificaciones ortodoxas, donde los precios relativos se fijan por fundamentos de la economía real y permanecen relativamente estables mientras el nivel general de los precios aumenta impulsado por la expansión de la oferta de dinero, los procesos inflacionarios reales se caracterizan por el aumento secuencial de los diversos precios e ingresos.

De esa manera, en cada instante del tiempo la mayor parte de los precios relativos se encuentran en desequilibrio, entendido este como la existencia de incentivos de mercado a su modificación. Cuando uno saca una foto a los precios de una economía inflacionaria - como sucede cuando se implementa un sorpresivo congelamiento de precios e ingresos en el marco de un plan de estabilidad-, existen ramas de gremios cuya actualización salarial se encontraba relativamente demorada que tendrán incentivos a pedir incrementos. Lo mismo puede pasar con algunas de las tarifas de los servicios públicos, con el valor del tipo de cambio o de cualquier otro precio que se encuentre “retrasado”.

La duración del “desequilibrio” de los precios e ingresos se encuentra vinculada a la velocidad de los ajustes en relación a la magnitud del proceso inflacionario.

²² Un programa de estabilidad de precios exitoso induciría una reducción en el costo del financiamiento del Estado, reduciendo por ende el déficit financiero.



Así, un contrato de alquiler que se actualiza anualmente puede permanecer fuera de equilibrio ante una aceleración inflacionaria, por mucho más tiempo que el salario de un gremio que lo actualiza trimestralmente, o el precio de un producto que un empresario puede actualizar a diario. Pero ello no significa que el valor del precio o ingreso en el momento de la actualización sea de “equilibrio” ya que, en una economía inflacionaria, los aumentos nominales suelen exagerar la aspiración de ingresos inicial para cubrirse de la pérdida de ingresos que sucederá hasta la próxima actualización. Nuevamente, la magnitud del desfasaje inicial está positivamente vinculado con el tiempo que se demora la actualización.

Así, un sector que actualiza anualmente los precios va a exagerar el incremento inicial para cubrirse de la inflación esperada y de posibles escenarios de aceleración inesperada de los aumentos de los precios. Justamente, esa es la razón por lo que en una economía inflacionaria los contratos de largo plazo como los créditos se vuelven inviables ya que las cuotas iniciales toman valores exagerados para cubrirse de la posterior desvalorización y de eventos inesperados como una aceleración inflacionaria. Nace así la necesidad de introducir cláusulas de indexación que eliminan la desvalorización ya por la suba esperada de los precios como por una aceleración repentina de la inflación, eliminando la necesidad de incrementos desproporcionados de los precios e ingresos a la hora de su fijación inicial²³.

Las extensiones de las cláusulas de indexación reducen la volatilidad de los precios relativos ya que los distintos precios e ingresos al estar indexados, mantienen su valor real con la frecuencia que se actualice. La contra es que esa mayor rigidez de los precios relativos puede inducir fuertes aceleraciones de la tasa de inflación ante intentos de modificarlos. Así, el impacto inflacionario de un intento de mejorar la competitividad cambiaria es mucho mayor en una economía donde la indexación se encuentra ampliamente difundida y con una frecuencia

²³ Ese efecto fue el que permitió la expansión de los créditos hipotecarios uva en la gestión Cambiemos, ya que la indexación del capital redujo las cuotas iniciales a valores viables. Nótese que los problemas de repago de dichos créditos no se deben a su estructura en sí (siempre mejorable, por supuesto), sino al contexto en que se implementó donde los salarios perdieron respecto a los precios. Esa misma política aplicada en el contexto de los gobiernos kirchneristas, donde los salarios le ganaron la carrera a los precios y las propiedades aumentaron muy por encima de la inflación a la que se actualiza el u.v.a, hubiera permitido un acceso masivo a la vivienda.



corta (mensual, por ejemplo), que en otra donde hay pocas cláusulas de indexación y su frecuencia de actualización es larga (anual, por ejemplo).

Uno de los mayores desafíos de un **plan de estabilidad** de precios exitoso es lograr cierta estela de precios relativos estable. Si la estabilidad de los precios se logra con una estela de precios relativos en desequilibrio, habrá incentivos sectoriales a incrementar precios e ingresos, desatando pujas distributivas que terminen por romper la estabilidad lograda.

La estabilidad de los precios relativos depende de dos cuestiones diferentes. Por un lado, los estímulos que genera a los diversos sectores a romper la estabilidad por percibir que su ingreso se encuentra “retrasado”. Por el otro, la compatibilidad de la estela de precios relativos con ciertos equilibrios económicos deseados como ser la distribución del ingreso, la competitividad cambiaria o las cuentas públicas.

Ambos temas se encuentran relacionados ya que el intento de establecer una estela de precios relativos compatible con los objetivos distributivos, cambiarios o fiscales puede generar percepciones de retraso en los precios e ingresos de los actores económicos. De esa manera, un plan de estabilidad va a tener que trabajar considerando la tensión siempre existente entre los objetivos de política económica y las aspiraciones de ingresos sectoriales. Téngase en cuenta que un plan de estabilidad tiene como objetivo central bajar la inflación, por lo que se recomienda no sobrecargarlo de metas de política económica que terminen torpedeando el objetivo central.

Al respecto, la propuesta del presente documento tiende a evitar “correcciones” de precios relativos en base a objetivos de política económica, centrándose en generar incentivos entre los actores sociales para no modificarlos. Los cambios de precios relativos de acuerdo a objetivos de la política económica se dejan para una etapa posterior, es decir, para luego de haber lograda consolidar la estabilidad de los precios. Si, en cambio, se busca agregar al programa algún cambio inicial de un precio clave como ser una recomposición masiva de salarios, una devaluación discreta y/o una suba brusca de tarifas, debe tenerse en cuenta dos cuestiones.



Por un lado, el salto inicial del precio o ingreso elegido va a generar una aceleración de la inflación reduciendo el valor real del aumento del precio o ingreso objetivo. Por el otro, los objetivos de política económica no deben ser incompatibles entre sí. A modo de ejemplo, una suba del dólar o las tarifas tiende a disminuir el valor real de los salarios y viceversa, por lo que es difícil pensar en alcanzar a la vez una mejora distributiva, cambiaria y fiscal²⁴.

En el presente documento propondremos el lanzamiento de una moneda indexada como herramienta para la estabilización de los precios relativos. La propuesta de introducir una moneda indexada como herramienta para la estabilización de precios relativos fue aplicada en Brasil previo al lanzamiento del plan real y desarrollada teóricamente por Persio Arida y André Lara-Resende. Basándose en dicha experiencia, se sugieren algunas modificaciones para la aplicación a la economía argentina.

3.1 MONEDA INDEXADA, PRECIOS RELATIVOS E INERCIA

A grandes rasgos, la política sugerida utiliza una **moneda indexada** como una **referencia estable** para la fijación de **precios e ingresos**.

Una vez lograda una estela de precios relativos estable nominados en moneda indexada, se **sustituye la moneda corriente por la indexada** que pasa a ser la moneda única de circulación legal. Dado que la moneda estaba indexada a un índice de precios en una moneda que ya no existe, la sustitución de monedas **termina en los hechos con la indexación**. Así, finalizado el programa se logra estabilizar los precios e ingresos tanto en forma relativa como absoluta, resolviendo el problema de la inflación por puja distributiva e inercial. Si además se logra resolver los desequilibrios estructurales, están dadas las condiciones para que la estabilidad sea duradera.

La idea surge de la propia práctica en economías como la de Brasil o Chile en los ochenta, donde valores financieros indexados comenzaron a ser referencia para

²⁴ Algunos programas de estabilidad basados en la experiencia de Israel de los años ochenta promueven subas incompatibles del tipo de cambio y los salarios antes de ingresar a un congelamiento masivo de precios e ingresos. Sin embargo, en Israel el aumento de salario inicial fue negociado con los sindicatos a cambio de aceptar un congelamiento posterior que implicó una pérdida de poder adquisitivo del 17% en los seis meses que siguieron a la implementación del plan en julio de 1985. Al año de implementado el programa los salarios reales se había casi recuperado, pero, en contrapartida, el tipo de cambio real se apreció hasta los niveles previos al plan.



establecer algunos precios e ingresos en forma estable en un contexto de alta volatilidad de precios relativos y de las tasas de inflación. Algo similar a la experiencia argentina donde, a falta de difusión de esos instrumentos financieros indexados, es el dólar la referencia estable de muchos precios e ingresos. De hecho, podría utilizarse una moneda indexada al tipo de cambio (símil Peso Cubano Convertible) con la misma finalidad de la moneda indexada. Sin embargo, la existencia de múltiples tipos de cambio y su excesiva volatilidad inclina la balanza a favor de usar un instrumento indexado a los precios en el presente documento. Adicionalmente, la indexación a precios en lugar de a una divisa, permite mantener un régimen de tipo de cambio más flexible tanto en la transición como una vez finalizado el programa.

La principal dificultad a la hora de lograr una estela de precios relativos estables en moneda indexada, es evitar pujas distributivas que deriven en una inflación en moneda indexada. Ello es así porque la existencia de una referencia estable no implica resolver por sí misma las incompatibilidades de aspiración de ingresos sectoriales ni de objetivos de política económica.

En el caso de la experiencia brasileña del plan Real, se construyó un ancla salarial para la determinación de los precios relativos. Para ello, se fijaron los salarios en moneda indexada tomando como valor el salario real promedio de los últimos cuatro meses. La idea detrás de dicha política es que los salarios de “equilibrio de mercado” en una economía inflacionaria con actualización salarial cuatrimestral, no es ni el salario real del momento de la actualización ni el previo a ella, sino el promedio de todo el período. Esa referencia salarial en moneda indexada, que fue la base para construir sobre ella el resto de los precios relativos.

La fijación de los mismos fue hecha por el Estado en lo que refiere a impuestos, tasa de interés, tarifas y tipo de cambio. La política cambiaria fue fijada con cierto incremento inicial del valor de la divisa, sin embargo, la evolución posterior fue una importante apreciación que facilitó la estabilización de la puja. El resto de los precios, contratos de alquiler y de crédito fueron renegociados por el propio sector privado a lo largo de un año que duró la transición hacia la sustitución de monedas. Una importante apertura importadora fue utilizada como herramienta para disciplinar a los formadores de precios internos junto a una legislación antimonopolio. Aun así, durante el año de transición entre las dos monedas la inflación se aceleró pasando de una tasa mensual de 30% en junio de



1993 a 50% en junio de 1994, hecho que se correspondió con una inflación en moneda indexada del 7% aproximadamente durante ese período²⁵.

Tomando aquella experiencia y buscando evitar la aceleración inflacionaria durante la transición, en este documento sugerimos tomar un **doblo ancla inicial** durante el proceso de fijación de precios relativos en moneda indexada. Un **ancla salarial**, al igual que la experiencia de Brasil, tomando los salarios reales promedio de los meses que hayan transcurrido desde la última actualización paritaria firmada por cada sector como referencia inicial de salarios en moneda indexada. Pero, adicionalmente, se sugiere un **congelamiento inicial de precios** convirtiendo los mismos a valores indexados.

Nótese que, a diferencia de los salarios que tienen un rezago de algunos meses, los precios son actualizados por los empresarios en forma casi diaria por lo que su congelamiento es una referencia relativamente cercana a sus valores de “equilibrio”. En el caso de que los empresarios remarquen precios excesivamente a último momento para posicionarse ante el congelamiento caben dos alternativas. Una es que la fijación de los precios en pesos fuertes se haga a valores promedio de los últimos dos meses. La otra es introducir un factor de corrección en la tabla de desagio utilizada para actualizar salarios y demás contratos.

El congelamiento se extiende por tres meses (o seis, de ser necesario), período de renegociación de precios, salarios y otros contratos a valores indexados por los propios actores económicos acompañados por el Estado. En el momento del congelamiento, el Estado se encarga de fijar en moneda indexada sus precios claves, como las **tarifas de servicios públicos, el dólar, la tasa de interés, los impuestos y subsidios**. Al respecto, sugerimos congelar los valores corrientes al momento del lanzamiento del congelamiento o los promedio desde la última actualización para evitar que movimientos bruscos de ellos generen rupturas del congelamiento.

Por su parte, el gobierno sugiere una **tabla de desagio para salarios, alquileres, créditos** y otros contratos con cláusulas de actualización temporales, tomando como referencia el valor promedio de la moneda indexada desde la última actualización. Es decir, para un contrato que hace un año no se actualizaba se toma

²⁵ Un interesante análisis del Plan Real puede encontrarse en Falcão Silva y Pinto de Andrade (1996), “Brazil's new currency: origin, development and perspectives of the Real”, RBE RIO DE JANEIRO SO (4):427-67 OUT./DEZ.



el valor promedio de la moneda indexada de los últimos 12 meses. Dado que en Argentina se publica el índice C.E.R. desde 2002, sólo hace falta establecer un valor arbitrario inicial del peso fuerte, para luego utilizar dicho índice para obtener su valor en el pasado. Para los contratos temporales sin actualizaciones, se sugiere su conversión a los valores del peso fuerte en el inicio del congelamiento.

Una vez finalizadas las negociaciones, se levanta el congelamiento por un período de transición hasta la sustitución de monedas que puede durar entre tres y nueve meses. Cuanto más prolongado sea el período, mayor es la posibilidad de hacer reajustes que conduzcan a una estela de precios e ingresos relativos estables al momento de la sustitución de monedas. Sin embargo, dado que la indexación es ya total, cualquier shock puede generar una aceleración inflacionaria. En ese sentido, se sugiere establecer un plazo reducido inicial (3 meses) que, de ser necesario, pueda extenderse.

Una vez comprobada la estabilidad de los precios e ingresos relativos en la moneda indexada, se pasa a la sustitución forzosa de las monedas y se pone fin a la indexación. Es recomendable acompañar el proceso de sustitución de monedas por una prohibición legal explícita de indexación de contratos fijados en la nueva moneda²⁶.

3.2 CRONOLOGÍA DEL PLAN

A continuación, presentamos un esquema que organiza temporalmente las distintas etapas del programa de estabilidad:

6. Lanzamiento del Peso Fuerte como unidad de cuenta.

7. Congelamiento general de precios e ingresos e inicio de su fijación en Pesos Fuertes como referencia (3 a 6 meses):

7.1 Los precios se convertirán a pesos fuertes según sus valores corrientes (o a valores promedio de los últimos dos meses en caso de que hayan remarcado precios excesivamente para posicionarse ante el congelamiento).

²⁶ Por lo menos de los contratos de plazo menor a un año, como fue en la experiencia del plan Real.



7.2 El Estado fija el tipo de cambio oficial, las tarifas de los servicios públicos, impuestos, subsidios, jubilaciones y asignaciones en la nueva moneda. Puede hacerlo a los valores corrientes o al valor promedio desde la última actualización según tabla de desagio.

7.3 Tabla de desagio: se establece el valor de conversión a pesos fuertes según el valor promedio de la moneda indexada en el tiempo transcurrido desde la última actualización (puede contener un factor de corrección el último mes, si hubo remarcaciones excesivas de precios por parte de empresarios para posicionarse ante el congelamiento y la conversión de precios se realizó a valores corrientes).

7.4 Conversión de salarios a pesos fuertes de cada sector según el tiempo transcurrido desde la última actualización utilizando la tabla de desagio.

7.5 Se utiliza la tabla de desagio para renegociar contratos de alquiler, créditos y cualquier otro que contenga cláusulas de actualización temporales, de forma similar a la utilizada para reconvertir los salarios.

7.6 Los contratos sin cláusulas de actualización se convierten a pesos fuertes a valores corrientes.

7.7 Se lanzan instrumentos financieros públicos nominados en pesos fuertes y se abre proceso de conversión voluntaria de instrumentos nominados en pesos corrientes.

7.8 La tasa de interés de referencia comienza a establecerse en pesos fuertes.

8. Se levanta el congelamiento y se abre un período de corrección de precios e ingresos en moneda indexada (3 a 9 meses).

8.1 El Estado debe establecer un sistema de premios y castigos para promover comportamientos que no atenten contra el éxito del plan. Se pueden establecer márgenes de modificaciones de precios y salarios en pesos fuertes y sanciones para quienes se excedan (por ejemplo, los incrementos deben ser menores a la inflación del último mes de congelamiento). Los márgenes de modificación de precios y salarios pueden ser descendientes a lo largo del período de transición, en búsqueda de una convergencia estable de precios relativos en pesos fuertes.



8.2 Se recomienda evitar shocks que puedan espiralizar la inflación dada la plena indexación.

8.3 Ciertas intervenciones y acuerdos en sectores estacionales son recomendable.

9. Sustitución de monedas.

En esta etapa se pauta el cambio de todas las tenencias monetarias y financieras a pesos fuertes, extendiendo su uso de unidad de cuenta a moneda transaccional. La tasa de conversión se fija en el valor correspondiente al inicio de esta etapa. Dado que la inflación en moneda anterior continúa deteriorando su valor, mantener fijo el valor de comienzo de esta etapa estimula su conversión.

10. Prohibición legal de la indexación de contratos en pesos fuertes.

La prohibición a indexar en nueva moneda debe ser obligatoria para contratos de corto plazo (menores a un año), para evitar que movimientos de precios relativos que generen cierta presión inflacionaria en pesos fuertes se inercialicen. Dada la esperable desconfianza inicial en el éxito del programa, se pueden permitir inicialmente cláusulas de indexación para contratos de mediano y largo plazo (más de 1 año). Una vez consolidada la estabilidad, se puede extender la prohibición de indexación a todos los contratos.

4. ASPECTOS COMPLEMENTARIOS

En esta sección desarrollaremos algunas cuestiones complementarias al plan de estabilidad vinculadas a arreglos institucionales que den credibilidad al índice de precios durante la implementación del programa, el momento en que se lanza el peso fuerte como moneda de circulación y ciertos aspectos teóricos sobre los precios de equilibrio implícitos en el diseño del programa.

4.1 CREDIBILIDAD DEL ÍNDICE DE ACTUALIZACIÓN DEL PESO FUERTE

El programa de estabilidad que desarrollamos descansa en gran parte en la credibilidad del índice C.E.R. en que se fijan los diversos precios e ingresos de la economía. A modo de ejemplo, ningún sindicato aceptará convertir su salario a pesos fuertes si piensa que el índice de actualización puede ser manipulado a la



baja. Lo mismo corre para un propietario que tiene que establecer en pesos fuertes su contrato de locación o un empresario que convierte a dicha unidad sus precios de venta.

Dado los antecedentes de manipulación del índice ligado a contratos financieros vinculados al mismo, se recomienda establecer algún arreglo institucional que refuerce su credibilidad. Una independencia institucional transitoria (hasta que se concluya el cambio de monedas) del área de precios del INDEC respecto al ministerio de Economía, reforzada con la participación de observadores provenientes del mundo sindical, empresarial, universitario y/o de la oposición, podría ser una opción.

4.2 MOMENTO DEL LANZAMIENTO DE LA MONEDA INDEXADA

El plan de estabilidad sugerido estimula un lanzamiento gradual de la moneda indexada, primero como unidad de cuenta de precios e ingresos y finalmente como moneda transaccional que reemplace a la anterior. Ya previamente, los valores indexados funcionan como reserva de valor en el mundo financiero, a través de la existencia de depósitos y créditos bancarios u.v.a. y bonos públicos C.E.R.

Surge entonces la cuestión de si su lanzamiento como moneda física podría anticiparse al momento que sustituye el peso corriente como moneda transaccional. Ya señalamos que la experiencia del plan Real se alejó de esa recomendación teórica de los economistas Arida Laca Resende, por temor a que su circulación generara el rechazo de la moneda anterior y, de esa manera, acelere la inflación. La experiencia de la hiperinflación húngara tras el final de la segunda guerra mundial fue la causa de que se haya demorado su impresión física hasta el momento de la sustitución de monedas.

Ya señalamos que el caso húngaro se explica no por la convivencia de las dos monedas en sí, sino porque ambas eran emitidas para financiar el déficit público. En ese sentido, los proveedores del Estado, lógicamente, preferían recibir sus pagos en la moneda indexada y se negaban a aceptar como la moneda corriente. Ello aceleró su desvalorización tendiendo a acelerar la inflación medida en la moneda corriente.



En ese sentido, la impresión de pesos fuertes antes de la sustitución de monedas no debería tener un impacto inflacionario siempre y cuando sea impresa contra demanda en pesos, y no para financiar déficits públicos o líneas de redescuento al sector financiero. De esa manera, su impacto no debería ser diferente al de la existencia de depósitos bancarios u.v.a. o bonos C.E.R. Simplemente, extenderían la existencia de instrumentos de ahorro indexados a la economía informal que, por obvias razones, no puede acceder a esos instrumentos²⁷.

Una estimación a grandes rasgos de las tenencias monetarias que requiere anualmente la economía informal que, a falta de alternativas en una economía inflacionaria, hoy se encuentran dolarizadas, ronda los USD3.000 M anuales²⁸. De esa manera, el lanzamiento de un instrumento de conservación de valor para el sector puede favorecer el ahorro de divisas que facilite la consolidación del plan.

Ejemplos de coexistencia de dos monedas, una transaccional y otra de ahorro ya existen en nuestro propio país, siendo el dólar quien ocupa la función de conservación de valor. A nivel internacional, la emisión física de una moneda indexada (atada a divisas) que convive con la moneda corriente existió en Cuba desde la década del noventa del siglo pasado hasta su reciente eliminación, política que fue implementada explícitamente para evitar la demanda de dólares como instrumento de ahorro.

Si se decidiera el lanzamiento físico del peso fuerte antes de implementarse la sustitución de monedas, el mismo se puede instrumentar bajo 2 metodologías:

I. Letras transferibles del BCRA: Se realiza con una emisión física (papel y/o electrónica) que permita una circulación fuera del sistema bancario con tramos minoristas desde los \$1.000. El BCRA realizaría licitaciones diarias para satisfacer la oferta y demanda convalidando el precio de referencia (acorde a la actualización del índice C.E.R.). Al existir licitaciones diarias, a cambio de pesos, al precio de referencia no se generan incentivos para la generación de mercados paralelos. Las letras, serían sin vencimiento o con un vencimiento mayor o igual a 30 años.

²⁷ El BCRA está trabajando en la implementación de certificados de depósitos/plazos fijo UVA. Este puede ser el instrumento a utilizar, permitiendo circular esos certificados de depósito como medio de pago.

²⁸ La misma surge de extrapolar los indicadores de flujo de caja del sector privado al porcentaje de empleo informal sobre el total.



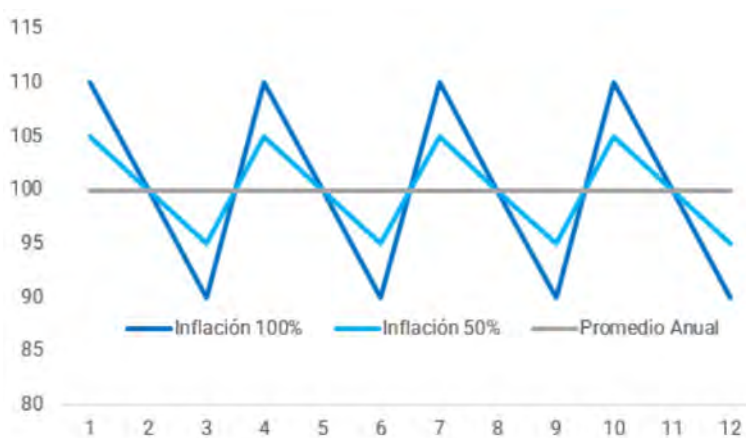
II Letras transferibles del Tesoro Nacional: El mecanismo sería el mismo que en la opción anterior, pero con la complejidad de asegurar una caja diaria que permita a la tesorería disponer de los fondos líquidos con que garantizar su cotización.

4.3 TEORÍA DE LOS PRECIOS DETRÁS DEL PLAN

El plan de estabilidad presentado en el presente documento se basa en una teoría de precios en economías con inercia inflacionaria desarrollada inicialmente por el economista brasileño Simonsen²⁹, y que fuera tomada como base para la conversión de los salarios por Arida y Laca Resende al sentar las bases teóricas del plan Real.

La idea es que los precios relativos que más se acercan a valores de “equilibrio” en una economía con inercia inflacionaria son los valores reales que promedian entre actualización y actualización. Así, los salarios de equilibrio no son los pactados por cada sindicato en el momento de la actualización, ni el mínimo previo a ella, sino el valor real promedio entre actualización (ver gráfica 7). La misma regla se cumple para otros precios e ingresos cuya actualización lleva un plazo y, por ende, su valor es carcomido por la inflación durante el mismo.

Gráfico 7. Salario real anual con aumentos trimestrales para diversos niveles de inflación



Fuente: CESO (2023) “Paritarias en contextos de alta inflación”, informe mensual, febrero.

²⁹ Simonsen, M.H. (1984) “Desindexação e reforma monetária. Conjuntura Econômica”. Rio de Janeiro, FGVIBRE, 38(11):101-5. Simonsen, M.H. (1988) “Inércia inflacionária e inflação inercial”. In: Barbosa, Fernando H. & Simonsen, M. H. (eds.). Plano Cruzado: inércia x inépcia, Rio de Janeiro, Globo, 1989.



Considerar de “equilibrio” al valor real promedio de un precio o ingreso entre actualización y actualización, se fundamenta en que es el valor promedio que el propio sistema en los hechos le asigna. Un valor que se impone por sobre las pretensiones de cada actor al momento de negociar un valor nominal determinado. Si en cambio, se impusieran como nivel de salario los máximos logrados al momento de la actualización, surgirían presiones de precios para carcomer su valor que, además de un deterioro del salario real, provocarían rupturas de la estabilidad de precios. En ese sentido, el programa no se propone un cambio en los precios relativos de la economía. Sino que acepta los precios relativos que, en los hechos, vienen estableciéndose como atractores promedios en la dinámica de funcionamiento del propio sistema económico.

Como señalamos anteriormente, si quienes dirigen la política económica quieren forzar el programa de estabilidad para convertirlo también en un programa de modificación de precios relativos, deberán considerar que este segundo objetivo atenta contra la efectividad del primero. Así, si se deseara “corregir” el valor del dólar, de las tarifas o de los salarios en base a objetivos de competitividad, fiscales o distributivos, claramente ello generará una serie de remarcaciones posteriores que tenderán a romper la estabilidad de los precios, mucho más si los objetivos buscados son contradictorios.



INFORME ECONÓMICO ESPECIAL - SEPTIEMBRE 2023

La moneda indexada como instrumento para estabilizar los precios

Andrés Asiain

SUSCRIBITE A NUESTROS INFORMES MENSUALES / BIMESTRALES

- * Economía Política
- * Precios en la Economía Social, Solidaria y Popular
- * Precios de Alquileres en CABA, Rosario y la Comarca Viedma - Carmen de Patagones
- * Inflación en supermercados de Santa Fé, CABA y la Comarca Viedma - Carmen de Patagones
- * Economía ambiental

[Suscribirse ahora](#) ▶

CONOCÉ NUESTROS MONITORES:

Seguimiento y actualización 

- * Precios
- * Alquileres
- * Ejecución presupuestaria

[Ir a Monitores](#) ▶

ceso.

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

Director: **Andrés Asiain**

Colaboran en el CESO: Agustín Crivelli, Agustín Romero, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, Maximiliano Uller, Miriam Juaiak, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Castagnino, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Miguel Cichowolski, Yamila Steg, Lucía Diforte, Laura Iribas, Margarita Cababié, Alejandra Caffaratti y Martin Carnuccio.