

LA ECONOMÍA ARGENTINA:

SHOCK ORTODOXO Y DEPREFLACIÓN

*La previsible consecuencia
del nuevo programa
económico de Javier Milei*

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos

- Balance cambiario
- Sector externo
- Anexo estadístico





Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | NOVIEMBRE 2023

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 12
Precios e Ingresos - Pág. 16
Finanzas Públicas - Pág. 18
Finanzas y Bancos - Pág. 20
Balance Cambiario - Pág. 22
Sector Externo - Pág. 24
Anexo Estadístico - Pág. 25

CLAVES DEL INFORME

- El día después de la victoria, Javier Milei tuvo un giro discursivo en relación a sus propuestas más extremas.
- La dolarización, e incluso la eliminación del cepo cambiario, parecen haber quedado para más adelante.
- La ruptura de los acuerdos de precios más las expectativas de devaluación produjeron un recalentamiento de la inflación.
- El shock ortodoxo de ajuste fiscal y monetario, junto a la “corrección” de precios relativos hacen prever un escenario de *depreflación*: caída de la actividad económica con aceleración de las tasas de inflación.
- El plan “motosierra” también fue recortado. La baja original del gasto público de 15 p.p. del PBI ahora es del 5 p.p. Milei promete hacerlo a partir de un recorte en el gasto de “la política”, una reforma del Estado y la eliminación de la obra pública.
- La eliminación del gasto en capital podría generar una caída más que proporcional en la actividad económica, y por tanto, en la recaudación.
- Milei insiste en que uno de los principales y más urgentes problemas a resolver es la “bomba” de las Leliqs.
- El potencial riesgo de esta creciente masa de liquidez es que se vuelque masivamente a la demanda de dólares.
- Una solución posible es contraer deuda en dólares para cancelar estos pasivos. La otra un canje por bonos del Tesoro.
- Más que resolver la “bomba” de las Leliqs, el gobierno entrante deberá pensar en resolver el problema de la escasez de reservas para lanzar un plan de estabilización.

SHOCK ORTODOXO Y DEPREFLACIÓN

La previsible consecuencia del nuevo programa económico de Javier Milei

El día después del triunfo en el balotaje, Javier Milei comenzó a dar un giro discursivo en sus propuestas, confirmando la validez del teorema de Baglini: cuánto más lejos se está del poder, más extremas pueden ser las propuestas, y viceversa. La dolarización, enunciada hasta el hartazgo en cada una de las entrevistas del Milei candidato, ya fue descartada para implementar en el corto plazo. Incluso parece haber quedado totalmente sepultada luego del alejamiento de La Libertad Avanza (LLA) de figuras como Emilio Ocampo y Darío Epstein, y la confirmación como futuro ministro de economía de Luis Caputo. Lo cierto es que ni para el establishment ni para el mercado es una idea seductora, especialmente por no disponer la economía argentina de las reservas internacionales suficientes para implementarla sin generar una previa explosión cambiaria.

La eliminación del “cepo” cambiario el primer día de gobierno fue otra idea descartada por el nuevo presidente. La reducida cantidad de reservas en relación al stock de pesos del sistema financiero argentino se impone como una barrera a cualquier intento de desregular la compra de divisas. Al respecto, Milei repite una y otra vez que el primer paso será resolver la “bomba” de las Leliqs. Los títulos del banco central que hoy son la red que sostiene el sistema de depósitos bancarios, buscarán ser canjeados por bonos del tesoro. Una política que responde más a un berretín monetarista contable respecto a separar el financiamiento del Estado del Banco Central, sin aportar una solución real. La “bomba de las Leliqs” se transformaría en la “bomba de los bonos del tesoro”, en el sentido de que seguiría existiendo una gran masa de liquidez invertida en activos en pesos de corto plazo, siempre dispuesta a pegar el salto al dólar tensionando el mercado cambiario.

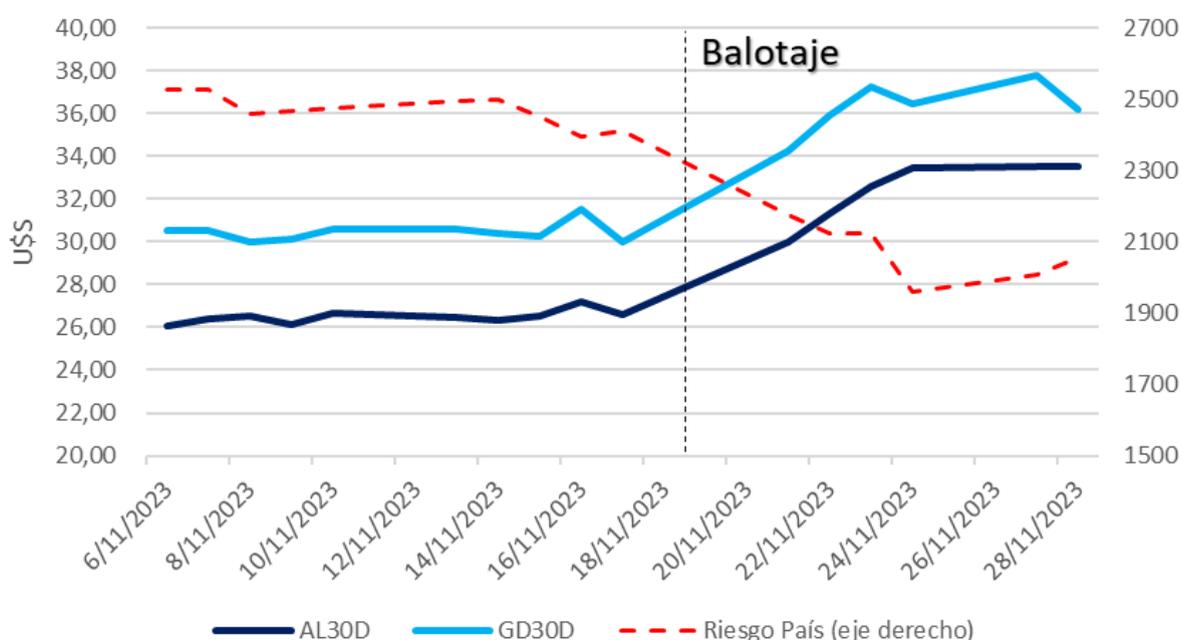
Si bien se barajan distintas alternativas que serán analizadas en las siguientes secciones de este informe, está claro que para eliminar las restricciones cambiarias se necesitan dólares, y para ello la

deuda puede ser una alternativa. Quizá aquí radica el por qué de la designación de Caputo, uno de los gestores de la crisis de sobre-endeudamiento de la gestión Macri, como ministro de economía de Milei. Queda por verse cuánto están dispuestos a invertir los fondos internacionales en el nuevo experimento liberal criollo, dado el elevado nivel de endeudamiento externo heredado del fracasado experimento anterior.

El plan “motosierra” también fue recortado. La baja original del gasto público de 15 p.p. del PBI enunciado en la plataforma electoral de LLA, ahora es del 5 p.p. y también incluye el déficit cuasifiscal. Además, se menciona que en el corto plazo tampoco se ajustará el gasto en asistencia social, por lo que el recorte comenzará por la obra pública, sueldos de estatales y transferencias a empresas del Estado.

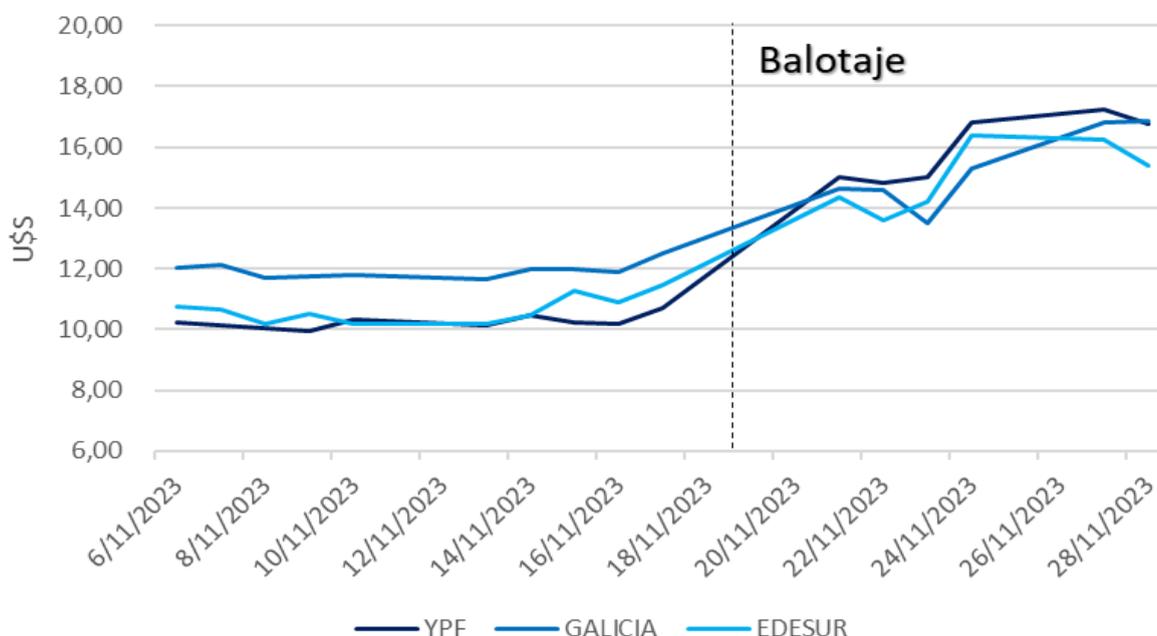
Este giro discursivo es el que ha servido para transitar el cambio de gobierno en una aparente calma cambiaria. También el que ha generado una reacción positiva del mercado –además de la característica euforia que suele tener ante derrotas de gobiernos nacionales y populares– y una caída en el riesgo país.

Gráfico 1: Evolución de los bonos soberanos y del riesgo país



Fuente: Elaboración propia en base a datos de mercado.

Gráfico 2: Evolución de acciones de empresas Argentinas en Wall Street.



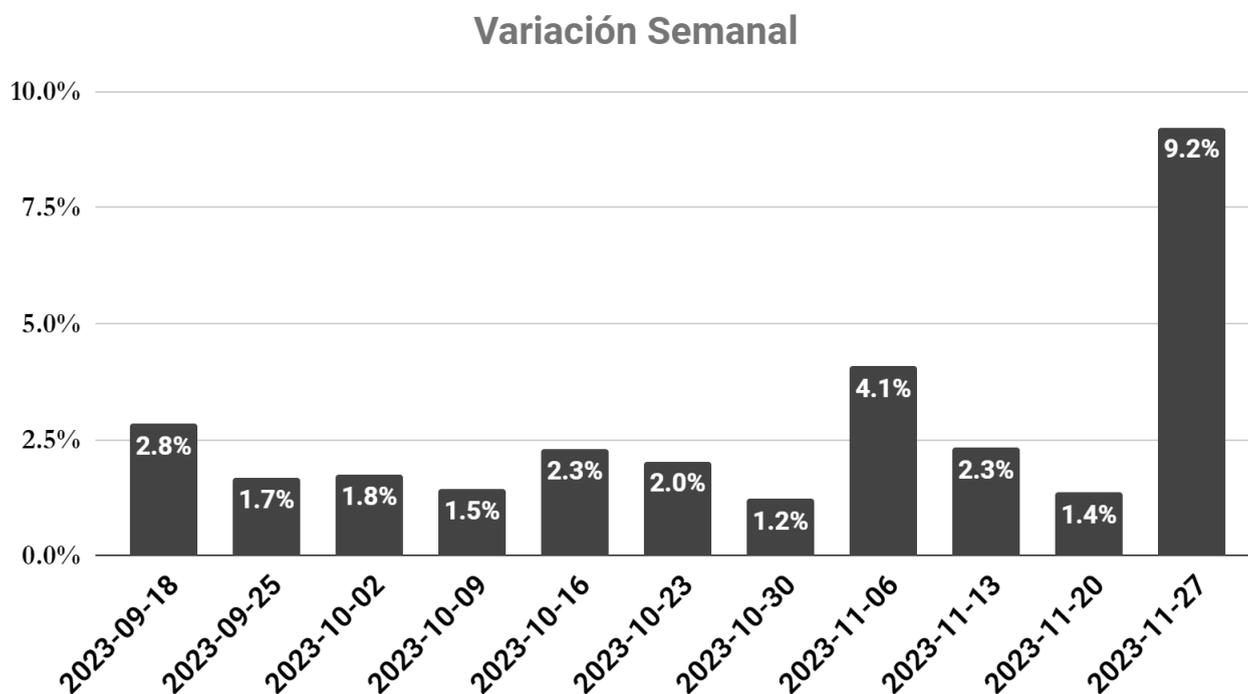
Fuente: Elaboración propia en base a datos de mercado.

A pesar de todo, lo que se viene para los próximos meses no es nada alentador. La ruptura de los acuerdos de precios bajo la idea de que el Estado no debe intervenir, junto a las expectativas de un salto cambiario en el tipo de cambio oficial, produjeron aumentos de precios que llegan hasta el 40% en algunos casos. Las proyecciones de inflación para los próximos meses vuelven a ubicar al IPC por arriba de los dos dígitos.

Tabla 1: Variación de precios en supermercados en la semana post balotaje

	Var. Semanal	Var. Mensual
Alimentos Frescos	8.8%	17.2%
Alimentos Secos	12.3%	19.3%
Bebidas	10.3%	16.4%
Electrodomésticos	4.6%	9.8%
Hogar	4.9%	14.0%
Limpieza	13.0%	20.7%
Juguetes y otros	3.5%	9.3%
Perfumería	11.5%	17.7%
Total	9.2%	16.3%

Fuente: IPS-CESO

Gráfico 3: Evolución semanal de precios en supermercados.

Fuente: IPS-CESO

La pérdida de poder adquisitivo de los ingresos y el shock ortodoxo de ajuste del gasto, junto a la “corrección” de precios relativos –aumento de tarifas, combustibles, alimentos, y tipo de cambio en detrimento de los salarios–, generarán un escenario de recesión en los próximos meses, pero no así una solución para la inflación.

La inflación actual se explica por elementos inerciales provocados por la extendida indexación de los contratos. Una serie de shocks ocurridos en los últimos años –salida de la Pandemia y suba de precios internacionales por la guerra de Ucrania–, han exacerbado las pujas distributivas elevando la inflación a los tres dígitos. Esos niveles de inflación ya fueron incorporados como un piso inercial en los contratos de alquiler, financieros, salariales, etc., piso que no va a ceder ante ajustes fiscales y monetarios (más de este análisis puede encontrarse en el informe especial de CESO de [septiembre 2023](#)). Por el contrario, la “corrección” de precios relativos que impulsará el gobierno de Milei, le dará más impulso a los aumentos de precios, haciendo predecir una aceleración de las ya muy elevadas tasas de inflación.

La combinación ortodoxa de ajuste fiscal y monetario, con subas del dólar oficial, los combustibles y las tarifas, en el marco de una desarticulación de los acuerdos de precios, hacen prever un escenario de *deprelación*: caída de la actividad económica con aceleración de las tasas de inflación.

Plan motosierra para lograr el equilibrio fiscal , ¿es factible?

Si bien el recorte del gasto será menor al prometido durante la campaña, ajustar el gasto público en 5 p.p. no luce fácil de concretar. Milei promete hacerlo a partir de un recorte en el gasto de “la política”, una reforma del Estado y la eliminación de la obra pública.

Para tener como referencia, el gasto en personal de toda la Administración Pública Nacional fue en el acumulado a octubre 2023 de 2,9 MM de pesos, el 1,8% del PBI. Si bien se espera un fuerte recorte en salarios y empleo público a partir de una reforma del Estado que todavía está en estudio, difícilmente este rubro pueda disminuir significativamente.

El gasto en capital, que puede ser entendido como una proxy de la obra pública, representó a octubre 1,2 % del PBI. No obstante, eliminarlo por completo podría tener efectos no deseados en la economía en general, y en el objetivo de alcanzar el equilibrio fiscal en particular. En primer lugar, el gasto en capital es uno de los gastos del Estado que generan un mayor efecto dinamizador en la actividad económica, algo que en la literatura económica se conoce como efecto multiplicador. Hay abundante evidencia empírica de que el gasto en capital posee un multiplicador mayor a la unidad, lo que significa que por cada punto que crece este gasto, la actividad crece en forma más que proporcional. Cabe aclarar, el efecto multiplicador también actúa en sentido inverso, es decir, una reducción de la obra pública induce una reducción más que proporcional de la actividad económica.

La otra cuestión relevante, vinculada a esto último, es que la recaudación suele ser pro-cíclica. Esto obedece a nuestra estructura tributaria, en donde una parte relevante de los impuestos dependen del consumo y los ingresos –IVA, Imp. a las ganancias, Ingresos Brutos, etc.– y no tanto de la riqueza o patrimonio. En suma, si decimos que la eliminación del gasto en capital podría generar una caída más que proporcional en la actividad económica, y que por tanto, también caerá la recaudación, podría darse la paradoja de que el ajuste en el gasto como herramienta para lograr el tan ansiado equilibrio fiscal no sea tan eficaz porque los ingresos tributarios también caen. De ahí que el ajuste del gasto deba ser mayor que el previsible inicialmente, para compensar la baja en la recaudación que provoca su efecto contractivo sobre la actividad económica.

Tabla 2: Gasto Público acumulado a oct-2023

Acumulado a oct-2023	Millones de \$	% del PBI
Ingresos corrientes	\$ 21.615.513	13,6%
Gastos corrientes	\$ 25.590.240	15,4%
Prestaciones sociales	\$ 14.088.256	8,5%
Jubilaciones y pensiones	\$ 9.383.529	5,6%
Bonos Jubilados de la mínima	\$ 1.113.150	0,7%
Asignaciones familiares	\$ 1.214.109	0,7%
AUH	\$ 548.721	0,3%
Pensiones no contributivas	\$ 1.020.963	0,6%
PAMI	\$ 281.241	0,2%
Otros programas sociales	\$ 2.188.414	1,3%
Potenciar Trabajo	\$ 768.808	0,5%
Políticas Alimentarias	\$ 559.112	0,3%
Becas Progresar	\$ 225.224	0,1%
Resto	\$ 635.270	0,4%
Subsidios económicos	\$ 3.139.477	1,9%
Energía	\$ 2.155.196	1,3%
Transporte	\$ 718.229	0,4%
Otros subsidios	\$ 266.051	0,2%
Gastos en personal	\$ 2.940.920	1,8%
Transferencias a provincias	\$ 1.048.510	0,6%
Transferencias a universidades	\$ 983.460	0,6%
Otros gastos corrientes	\$ 213.508	0,1%
Gastos de capital	\$ 2.004.850	1,2%
Resultado Primario	-\$ 3.328.069	-2,0%
Resultado Financiero	-\$ 5.839.166	-3,5%

Fuente: Elaboración propia en base a OPC

Finalmente, otros gastos en la mira parecen ser los referidos a las prestaciones sociales, y a los subsidios económicos. Por el lado de las jubilaciones y pensiones, el nuevo presidente ha dicho que no serán alcanzados en esta primera instancia. Lo cierto es que para ello necesitaría una reforma previsional que sea aprobada en el congreso, algo que no parece plausible en lo inmediato. No obstante, si bien la movilidad jubilatoria está protegida por Ley, hay una parte sustancial que podría cancelarse en lo inmediato: el Refuerzo de Ingresos o “bonos” destinados a los jubilados y pensionados que cobran la jubilación mínima. A octubre de 2023, esta prestación representa el 0,7% del PBI. Misma suerte corren otros programas sociales como el Potenciar Trabajo (0,5% del PBI), gasto destinado a políticas alimentarias entre las que se encuentra la Tarjeta Alimentar (0,3%) o las

Becas Progresar (0,1%). Al no estar protegidas por una ley, fácilmente pueden dejar de actualizarse, o incluso eliminarse, aunque generando una previsible confrontación con los movimientos sociales.

Los subsidios a la energía (1,3% del PBI) y el transporte (0,4%) es otro tópico en donde se ha producido un giro discursivo. Si bien en campaña se prometía eliminarlos por completo desde el día 1, hoy parece que se optará por una disminución gradual. En cualquier caso, eliminarlos tendrá un impacto en el nivel de precios, en la caída del poder adquisitivo y, por tanto, contribuirá a la recesión que se viene.

La bomba de las Leliqs, ¿el verdadero problema?

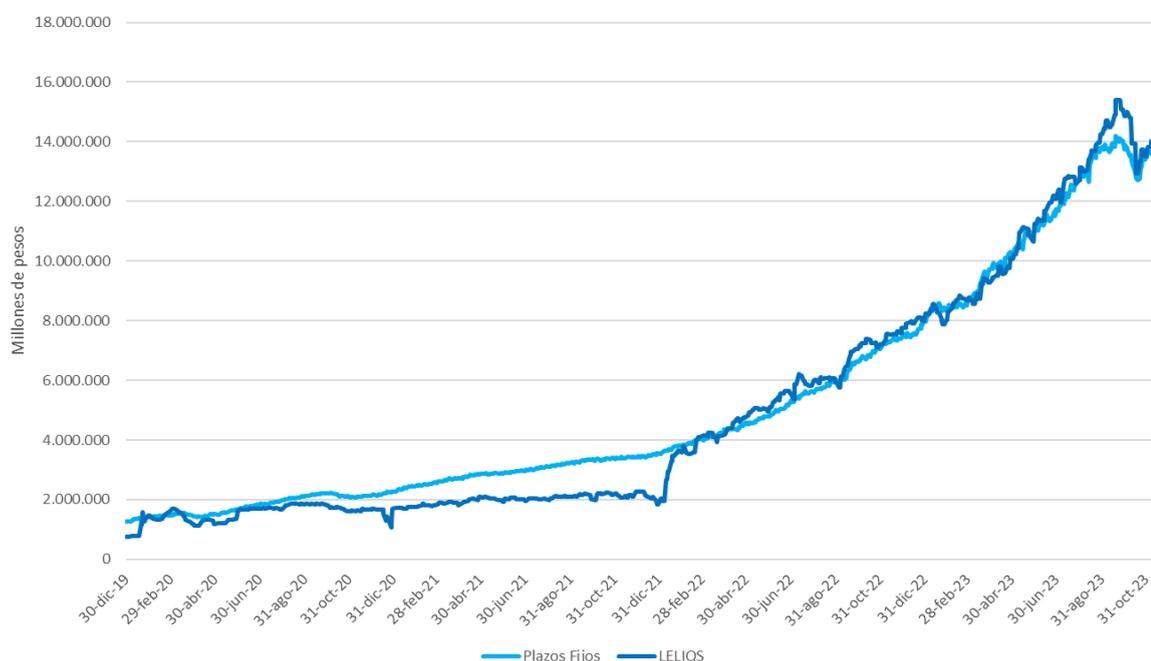
Milei insiste en que uno de los principales y más urgentes problemas a resolver es la “bomba” de las Leliqs. ¿Esto es así? Para empezar a responder esto, hay que entender de qué se trata este instrumento financiero.

Las Leliqs –o letras de liquidez– son pasivos remunerados que el Banco Central posee con los bancos privados y que, a su vez, sirven como respaldo de los depósitos –a plazo fijo– que éstos reciben del sector privado.

Cuando los bancos privados reciben colocaciones a plazo fijo y contraen la obligación de pagar una tasa de interés por ello, deben decidir qué hacer con esa liquidez para obtener un rédito mayor –o al menos igual– que les permita pagar esa tasa de interés en el futuro. Una opción es otorgar créditos cobrando una tasa mayor a la de los plazos fijos. No obstante, en las economías modernas la demanda de crédito no depende del ahorro previo, sino de la demanda esperada: si el sector privado espera mayor crecimiento, demandará más crédito para nuevas inversiones.

Dado que éste no fue el caso en los últimos años, la alternativa de los bancos privados fue colocar esa liquidez en estas letras emitidas por el BCRA que pagan una tasa de interés similar a la de los plazos fijos pero tienen una duración algo menor –28 días–, con lo que se aseguran poder afrontar los intereses de los plazos fijos sin ningún tipo riesgo.

En resumen, las Leliqs son la contracara de los depósitos del sector privado, no su causa. Ahora bien, ¿cuál es el riesgo de esta masa de liquidez? ¿Cómo se vincula con la eliminación de las restricciones cambiarias?

Gráfico 4: Evolución de los Plazos Fijos del sector privado y las Leliqs.


Fuente: BCRA

El potencial riesgo de esta creciente masa de liquidez es que se vuelque masivamente a la demanda de dólares. El fantasma de una dolarización sin dólares exacerbó ese temor induciendo la reciente caída de los depósitos y generando rumores de un nuevo “plan Bonex” (un canje compulsivo de depósitos por bonos). El cambio discursivo de un Milei ya ganador posponiendo en forma indefinida su promesa de dolarizar, redujo esos temores.

Aún así, si el nuevo gobierno decide eliminar por completo las restricciones cambiarias es probable que una parte de los depósitos a plazo fijo se desarmen y presionen sobre el tipo de cambio. Dado que el BCRA prácticamente no cuenta con reservas para afrontar esta demanda, el resultado sería una fuerte devaluación y un verdadero riesgo de escalar a una hiperinflación. Pero vale aclarar, el problema no radica en la masa de liquidez que representan las Leliqs, sino en el stock de pesos que representan los plazos fijos en relación a las pocas reservas que tiene en su haber el BCRA.

A partir de lo anterior se entiende una de las “soluciones” posibles que se discuten por estas horas: contraer deuda en dólares para cancelar estos pasivos. A nuestro entender, una mala idea. En primer lugar, porque siempre es más problemático cancelar o rollear deuda en moneda extranjera que en moneda propia. Además, estaríamos cambiando deuda en pesos a una tasa de interés real negativa -133% vs. una inflación proyectada a noviembre de 150% – que el gobierno saliente nunca tuvo problemas en renovar, por deuda en dólares a una tasa relativamente alta, dado el elevado nivel de

endeudamiento externo. Si se tratara de un canje directo de Leliqs por bonos nominados en dólares a los bancos, la medida no aportaría tampoco divisas, ya que sólo cambiaría la nominación de una deuda en pesos de corto plazo por otra en dólares a un previsible mayor plazo. Tampoco queda claro cómo afectaría la fragilidad del sistema financiero que los bancos tengan calzados pasivos en pesos de corto plazo (los depósitos) con activos en dólares a mediano plazo (bonos en dólares que se entregarían por Leliqs).

Otra posibilidad es la contratación de nuevos créditos externos para incrementar las reservas internacionales y tener un colchón para sostener la desregulación del mercado de cambios en un contexto de no renovación de Leliqs. No obstante, a la fecha es una incógnita si el nuevo gobierno logrará colocar deuda suficiente como para poder llevar a cabo el objetivo de eliminar el “cepo” cambiario. En el mejor de los casos, creemos conseguirán unos pocos dólares como para llegar a la liquidación de la cosecha gruesa para marzo/abril de 2024. Quizá por eso, por estas horas toma más fuerza otra alternativa posible para resolver la “bomba” de las Leliqs: un canje por bonos del Tesoro.

Como se dijo al comienzo de este informe, ésta alternativa responde más a un ideario monetarista en el que el BCRA y el Tesoro son entes separados y no parte de un mismo Estado, que a una solución real al problema financiero-cambiario. La “bomba de las Leliqs” se transformaría en la “bomba de los bonos del Tesoro”, en el sentido de que seguiría existiendo una gran masa de liquidez invertida en activos en pesos de corto plazo, siempre dispuesta a pegar el salto al dólar tensionando el mercado cambiario. Además, el mercado podría percibirlo como más riesgoso, dado que los bonos en pesos no tienen asegurado un comprador de última instancia como los títulos del banco central y su cotización puede ser mucho más volátil, por lo que se deberían aumentar las tasas de interés para que sean aceptados.

El nuevo gobierno sabe que eliminar las restricciones cambiarias hoy luce imposible si no está dispuesto a aceptar una mega devaluación. La alternativa de más endeudamiento en moneda extranjera es una incógnita y se achica el margen para eliminar el cepo. Más que resolver la “bomba” de las Leliqs, el gobierno entrante debería pensar en robustecer las reservas internacionales para lanzar un programa de estabilización. Una política exitosa contra la inflación permitiría estabilizar el sistema financiero sin temores a una dolarización de los depósitos bancarios. De esa manera, no sería necesario desarmar Leliqs, ni ninguna otra supuesta bomba.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NOVIEMBRE 2023

ceso 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA
Lorena Putero

DIRECTOR
Andrés Asiain

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME
Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Federico Zirulnik, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.