

21 de noviembre de 2023

Una nueva etapa. Nuestras primeras impresiones.

Antes de dar nuestras primeras impresiones sobre las perspectivas del futuro gobierno de Javier Milei, no hay que perder de vista una cuestión trascendental. Aunque parezca una obviedad, estas elecciones presidenciales no solamente conllevan el triunfo de Javier Milei, sino también la derrota del Kirchnerismo. El Kirchnerismo gobernó 16 de los últimos 20 años en la Argentina, tirando por la borda probablemente la mejor oportunidad histórica para las economías emergentes. Latinoamérica, con algunas excepciones, aprovechó el favorable contexto internacional para crecer, reducir la pobreza, desendeudarse, incrementar las reservas y fortalecer la independencia de sus Bancos Centrales. La Argentina desaprovechó una oportunidad histórica. Massa candidato traía consigo dos escenarios como potencial presidente electo. Buscar una agenda macroeconómica más racional y más alineada con su propio discurso o continuar con la agenda actual. Mirando el desempeño de los precios luego del domingo, claramente el mercado todavía le asignaba una probabilidad cierta a la continuidad de la agenda actual, muy asociada a política económica del kirchnerismo. En sentido contrario, como discutiremos a continuación, el Milei electo dio algunos tintes de deseable pragmatismo con respecto al Milei candidato.

A continuación, unas breves líneas sobre los puntos más relevantes a tener en cuenta para los primeros meses del nuevo gobierno.

La necesidad de un plan de estabilización. La inercia inflacionaria se mueve estos meses al 8%-10% mensual. El descalabro macroeconómico que deja el Gobierno de Fernández y la gestión económica de Massa es brutal. El tipo de cambio oficial está absolutamente atrasado y los precios relativos completamente desalineados. En cualquier plan de estabilización y programa de corrección macroeconómica, la inflación subirá antes de bajar. Aún los planes de estabilización mejor diseñados tienen una alta probabilidad de fracasar, como se puede observar en la tabla a continuación, más de la mitad de los planes de estabilización fracasan en su primer intento. La hiperinflación en la Argentina hoy es una amenaza latente producto del agujero fiscal de 3.5 puntos del PBI financiados íntegramente con emisión monetaria. Una brusca devaluación del tipo de cambio oficial sin un plan consistente puede ser la chispa que prenda el incendio de la hiperinflación. El primer punto de un plan de estabilización debe ser el ajuste fiscal.

Tabla 7: Resultados de los intentos de estabilización por tipo de ancla en América Latina (1970-2020)

Resultado	Ancla		Total
	Cambiaría	Otra	
Éxito perdurable	8	4	12
Éxito transitorio	7	1	8
Fracasos	14	12	26
Total	29	17	46

Fuente: Planes de estabilización: Evidencia de América Latina. Equilibra - Documento de Trabajo N. 4

La magnitud del ajuste fiscal. Argentina no tiene mercados de capitales domésticos suficientemente profundos para financiar su déficit fiscal. La recurrente inflación y ruptura de contratos provocan que el país no pueda financiar su déficit fiscal primario localmente, a diferencia de otras economías emergentes. Con los mercados internacionales de deuda cerrados, la única fuente de financiamiento es el Banco Central vía el nocivo impuesto inflacionario. Por ello, la gran importancia de reducir el déficit fiscal para estabilizar la economía. El nuevo Gobierno asumirá con un déficit primario de entre 3% y 3.5% del PBI producto del

descalabro fiscal del gobierno saliente, exacerbado por Massa los últimos meses para ganar la elección. Para peor, algunas bajas de impuestos (ganancias) también comprometen el resultado fiscal de 2024. Milei y su equipo deberán enfocarse en bajar los gastos antes que bajar los impuestos. No servirá de nada bajar impuestos si antes no se reduce el bache fiscal. La experiencia con Macri del 2016 fue un buen ejemplo de ello. Las jubilaciones y pensiones vienen cayendo hace 4 años como porcentaje del producto, con lo cual, difícilmente puedan verse recortadas en magnitud. La creciente inflación ayudará a bajar el peso del gasto previsional luego de la inicial devaluación. Sin embargo, si la inflación se modera con el correr de los meses, el gasto previsional en términos del producto volverá a subir debido a la fórmula de movilidad opera con rezago. Los principales gastos donde se debería enfocar el nuevo Gobierno son los subsidios a los servicios públicos (cerca de 2.3% del PBI), las transferencias a las provincias (0.7% del PBI), la inversión pública (1.7% del PBI) y, sobre todo, en los nuevos gastos que llegaron en el COVID y nunca se fueron como los programas Alimentar, Potenciar Trabajo, IFE, ATP, etc. (2% del PBI). No será fácil el ajuste fiscal, el incremento de la inflación ayudará a licuar luego de la devaluación, pero no será suficiente. En términos sociales y políticos, ajustar la economía con la pobreza en el 43% no será sencillo. No todo son malas noticias, los planes de estabilización cuando son exitosos, reactivan rápidamente en nivel de actividad unos meses después del ajuste, básicamente porque dan certidumbre y bajan el impuesto inflacionario. Luego del plan real, el plan de convertibilidad y el plan austral (este último funcionó sólo unos meses), la economía reactivó rápidamente.

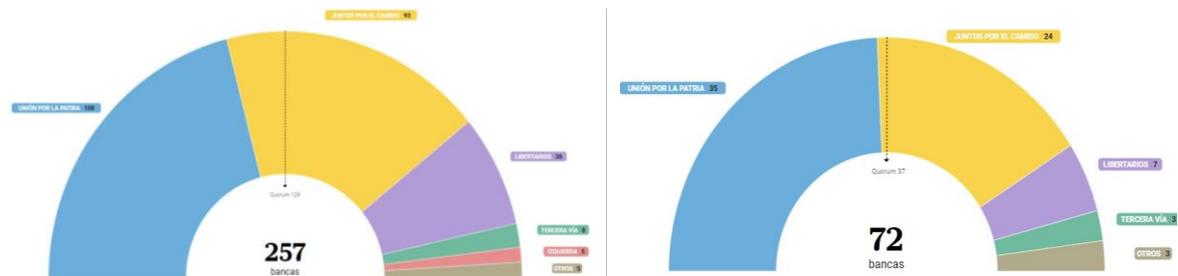
Datos en % del PBI		
	2019	Ultimos 12 meses (3T23)
Gastos primarios	18,7%	19,8%
Prestaciones sociales	11,3%	10,9%
Gasto social y previsional	10,7%	9,0%
Resto (nacidos en pandemia)	0,6%	2,0%
Subsidios	1,6%	2,3%
Transferencias a las provincias	0,6%	0,7%
Salarios	2,5%	2,4%
Gastos de capital y otros	2,7%	3,5%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon.

La dolarización es una mala y peligrosa idea. La dolarización no solamente es una muy mala idea, sino que también luce impracticable en esta coyuntura. Algunos nombres que suenan para el ministerio de economía, como Federico Sturzenegger u otros economistas del PRO, se han manifestado públicamente en contra de la dolarización y a favor de buscar esquemas exitosos similares a los de países vecinos como Perú, Chile, Uruguay, Colombia o Brasil. Nosotros pensamos que esta línea es la correcta, buscar un régimen de flotación cambiaria y, en segundo orden, definir el grado de administración o intervención en ese régimen de flotación. Milei durante las últimas semanas previas al balotaje continuó sosteniendo a la dolarización como un objetivo de corto plazo. Serán claves las declaraciones de estos días y el nombramiento de los equipos económicos. Luego del triunfo del domingo, no volvió a nombrar la dolarización. Más allá de la conveniencia o no de dolarizar, antes esta la factibilidad del aplicar dicho esquema. La dolarización requiere como mínimo USD 47.000 millones (base monetaria + pasivos remuneración + reservas negativas) al contado con liquidación actual. Incluso con una gran licuación y previa devaluación (a un tipo de cambio de 1.500) se necesitarían USD 32.000 millones. Con mercados de capitales cerrados y el FMI en contra de dolarizar hoy parece absolutamente improbable conseguir dichos fondos. El plan de Emilio Ocampo pensamos que tampoco tiene gran probabilidad de ser practicable. En conclusión, la gran devaluación como mecanismo de licuación para dolarizar quizás provoque el peor de los escenarios. La devaluación brusca puede ser insuficiente para dolarizar y además deje al país en una hiperinflación, de la cual se sabe cuándo se entra, pero no cuando se

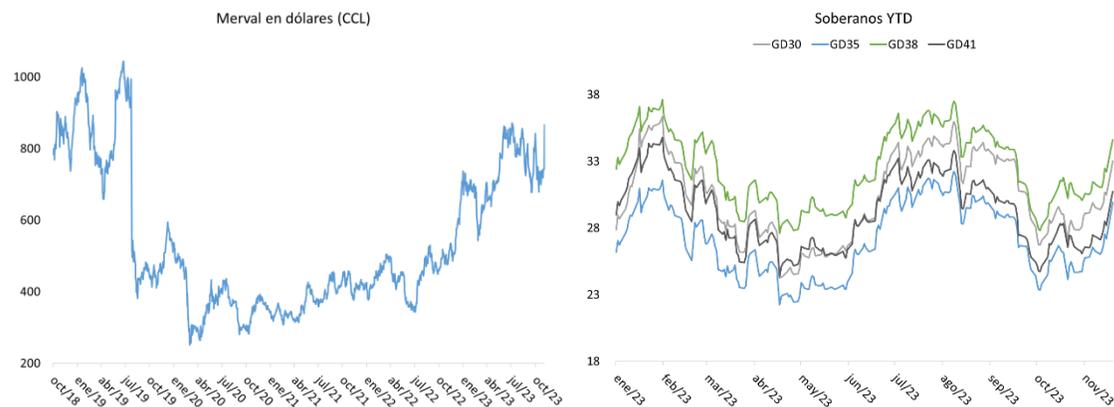
sale. Una potencial hiperinflación sería muy perjudicial para la gobernabilidad de Milei con minorías en ambas cámaras.

La gobernabilidad. La Argentina en las últimas décadas experimentó una gran inestabilidad económica, pero al mismo tiempo mantuvo la estabilidad política. Podemos ubicar a nuestro país en el cuadrante opuesto a lo sucedido en Perú. La estabilidad en el sistema político se explicó principalmente por el bipartidismo. El bipartidismo en América Latina tiene, a priori, dos cualidades. En primer lugar, ayuda a la gobernabilidad. Un oficialismo con minoría parlamentaria tiene mayores probabilidades de ser destituido por el Congreso, como vimos en los casos de Perú o Ecuador durante los últimos años. En segundo lugar, las mayorías o consensos parlamentarios son condición necesaria para las reformas. El triunfo de Milei a priori rompe con el bipartidismo y genera mayor incertidumbre en cuando a las garantías de gobernabilidad. Pero sólo a priori. El apoyo de Macri y los gobernadores será clave para la gobernabilidad. El triunfo por amplio margen sobre Massa también le da mayor gobernabilidad, por lo menos al inicio. Será trascendental que Milei mantenga un discurso y acciones dirigidas a armar un gobierno de coalición, en línea con lo que viene mostrando los últimos meses.



Fuente: Diario La Nación.

Los bonos y las acciones. El mercado está respondiendo favorablemente a los resultados. Creemos que, fundamentalmente, por 3 cuestiones. En primer lugar, la derrota del Kirchnerismo. En segundo lugar, la amplia ventaja, que le da mayor gobernabilidad. Y, por último, el discurso de Milei muy direccionado a extender puentes de gobernabilidad y sumar equipos del PRO a su Gobierno. Nos gustan los bonos soberanos ([ver acá un análisis completo](#)). Creemos que las claves para los próximos días será conocer los equipos económicos y ver si el Presidente electo mantiene la dolarización en la agenda de corto plazo, lo cual, según nuestra humilde opinión, no sería bienvenido ni para la economía ni para los bonos. Los esquemas de tipo de cambio fijo sin disciplina fiscal terminan en apreciación cambiaria insostenible y defaults de las deudas (Argentina 2001 o Ecuador actual).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Bloomberg.

En el mediano plazo las expectativas son alentadoras. El sector agroindustrial ya es el motor de generación de divisas. El año próximo debería generar un saldo exportable de USD 20.000 millones por encima del año corriente, fuertemente afectado por sequía. El sector de hidrocarburos es otro de los grandes participantes que moverá el sector externo. El gasoducto permitirá llevar esas importaciones a cero y, con paciencia más buenas políticas, las exportaciones le dejará al país un saldo creciente exportable de crudo no convencional gracias a Vaca Muerta. Con un horizonte más largo, el sector exportador tiene muchísimo potencial adicional con la minería. Por último, la coyuntura global creemos que jugará a favor, el ciclo de alzas de tasas de la FED llegó a su fin y eso traerá buenas noticias para los mercados emergentes.

A mediano plazo la Argentina tiene una buena historia por contar, pero esa historia todavía debe escribirse. El corto plazo será, como bien sabemos, muy complejo.

Gracias.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmingino@cucchiara.com.ar