



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 45 - Edición N° 1091 - 27 de Noviembre de 2023

### Descartando opciones, para llegar a la hoja de ruta

Jorge Vasconcelos

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

Los más de diez años de estanflación constituyen una prueba irrefutable del agotamiento del "modelo" organizado en torno a la expansión del gasto público como vector de "crecimiento" que, enfrentado a la imposibilidad de financiamiento ha derivado en múltiples y nocivos "efectos colaterales", desde los cepos al cambio y al comercio exterior, hasta la emisión de pesos cada vez más descontrolada. El balotaje del 19 de noviembre certificó que este modelo no sólo se había agotado en términos económicos, sino también en la dimensión política.

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Descartando opciones, para llegar a la hoja de ruta<sup>1</sup>

Los más de diez años de estanflación constituyen una prueba irrefutable del agotamiento del “modelo” organizado en torno a la expansión del gasto público como vector de “crecimiento” que, enfrentado a la imposibilidad de financiamiento ha derivado en múltiples y nocivos “efectos colaterales”, desde los cepos al cambio y al comercio exterior, hasta la emisión de pesos cada vez más descontrolada. El balotaje del 19 de noviembre certificó que este modelo no sólo se había agotado en términos económicos, sino también en la dimensión política.

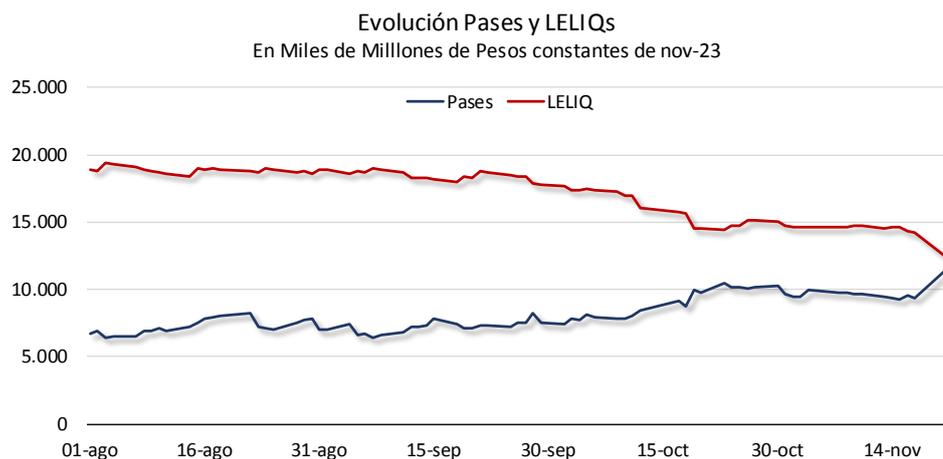
Javier Milei, que necesita asumir el 10 de diciembre con un plan consistente para evitar ser arrastrado por el comportamiento errático de las variables financieras, empezó a tomar decisiones que lo diferencian de su rol de candidato. No sólo por el perfil que adquieren los miembros del gabinete, también por el discurso. Todavía no hay hoja de ruta para mostrar, pero se van descartando opciones. Al mismo tiempo, se reconoce la necesidad de tejer alianzas por fuera del núcleo duro de LLA y del PRO, clave para conseguir la aprobación legislativa de los proyectos por venir. Lejos de una “escribanía”, ahora el Congreso será un archipiélago de bancadas. La dinámica de los primeros días muestra que la búsqueda de gobernabilidad está reseteando algunas de las ideas fuerza con las que el presidente electo llegó hasta aquí. Esta mutación obliga al gobierno entrante a conseguir resultados en los primeros meses, para consolidarse en el poder.

Si bien todavía no hay suficientes señales “por la positiva”, el bosquejo de la hoja de ruta comenzó por el descarte de caminos que figuraban en el plano original. La desactivación del proyecto de dolarización, aunque no sea del todo explícito, permite focalizar las conjeturas en opciones más convencionales, desde avanzar hacia una unificación cambiaria, tal como se planteó en el arranque de la gestión del ex presidente Macri, hasta un régimen inicialmente desdoblado del mercado cambiario, con un tipo de cambio oficial y otro libre. Se descuenta que, en esta segunda opción, las empresas y los particulares podrían comprar y vender sin la maraña de regulaciones actuales, que muchas veces impiden acceder al mercado oficial si se ha operado en el CCL, y viceversa.

Dada la controvertida experiencia de la unificación cambiaria entre los años 2016 y 2019, parece asignarse mayor probabilidad a un régimen transitorio de desdoblamiento cambiario. Esta percepción se refuerza cada vez que miembros relevantes del gobierno entrante alertan sobre el “riesgo de las Leliq”. Aunque se trate de un riesgo sobrevaluado por parte de la gestión entrante, hay que prestarle atención al diagnóstico, porque puede derivar en medidas con impactos relevantes para la macro. De hecho, los bancos están haciendo, a ritmo acelerado, un enroque desde las Leliq hacia los pases (instrumentos equivalentes, pero de menor plazo de renovación).

---

<sup>1</sup> Una versión reducida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 26 de Noviembre de 2023

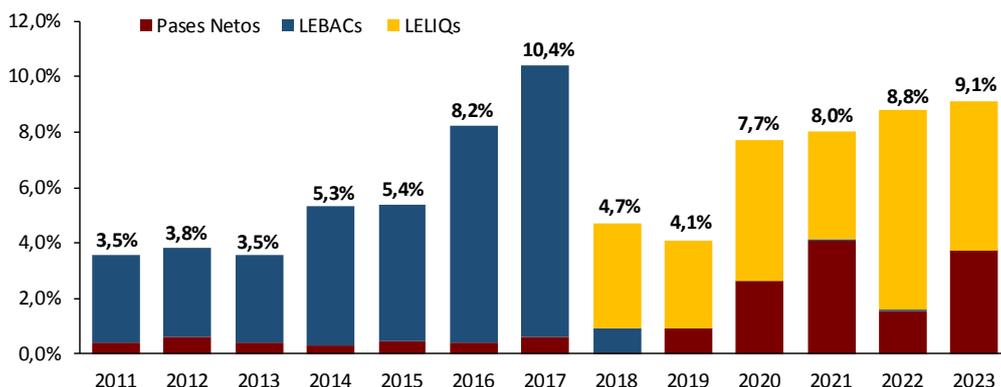


Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC

Todavía no hay definiciones, pero una forma de encarar el “problema de las Leliq” sería reducir fuertemente la tasa de interés que paga el Banco Central por este instrumento, actualmente del 133 % TNA, ofreciendo un “canje voluntario” por bonos de largo plazo. De este modo, de un modo u otro, la baja de tasas se trasladaría a la remuneración de los plazos fijos, justo en un contexto de aceleración adicional de la tasa de inflación. Ese tipo de abordaje derivaría en un incremento significativo de la demanda de activos alternativos al plazo fijo, incluyendo el dólar. De allí que no es improbable que el plan arranque con un mercado cambiario desdoblado, para que la demanda de dólares se canalice al CCL, sin afectar las reservas. El círculo cerraría si la administración entrante consiguiera fondos frescos en divisas para poder abastecer la punta vendedora del mercado libre, no tanto como instrumento de contención de la brecha sino para esterilizar pesos. De confirmarse estos lineamientos, será crucial que pueda mantenerse encapsulado el fogonazo inflacionario y que la brecha cambiaria termine aterrizando en un nivel razonable. Sólo en ese caso podrá ensayarse el paso siguiente, más cercano a la unificación cambiaria, instrumento consistente con un plan de estabilización.

Los intereses que el Banco Central paga por sus pasivos remunerados alcanzarán este año una cifra estimada de 15,7 billones de pesos, que impresiona a primera vista. Pero el stock de Leliqs y pases ha pasado de 7,7 % a 9,0 % del PIB entre 2020 y 2023. No hay una dinámica explosiva.

Pasivos Remunerados del BCRA  
Stock Prom Noviembre de c/año como % del PIB IV Trim



\* Datos al 22-nov-23

Fuente: IERAL en base a BCRA, INDEC y estimaciones propias

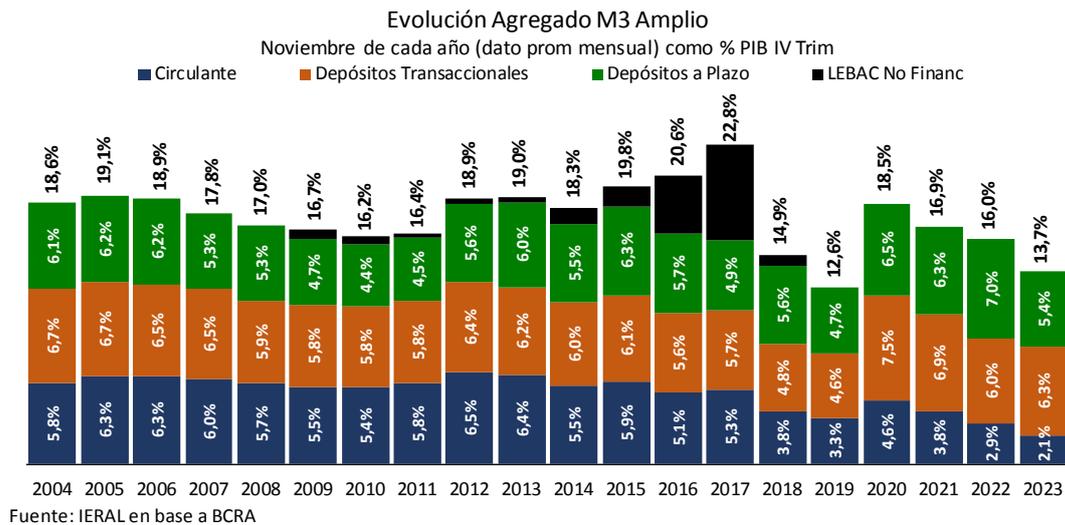
Corresponde subrayar que las Leliqs son un problema derivado del déficit fiscal financiado con emisión monetaria. De allí que un eventual alivio en la carga de intereses de las Leliq no debería verse como un sustituto del ajuste fiscal, que es la madre del problema.

En la medida en que la hoja de ruta incluya el detalle de los ítems del presupuesto sobre los que se habrá de concentrar la reducción del déficit, y esta agenda sea factible, entonces podrá recuperarse control sobre los dos vectores que en 2023 explican la aceleración inflacionaria: a) la falta de financiamiento genuino del déficit fiscal, cubierto por emisión directa e indirecta; b) la sostenida caída de la demanda de dinero, que achica la base imponible del "impuesto inflacionario".

Velocidad de Circulación del Agregado M2 Privado  
Base 100 = 2004, con ajuste estacional



Fuente: IERAL en base a INDEC y BCRA



La Argentina ha ingresado a un escenario “no lineal”, por el cual “un poco más” de déficit fiscal lleva a “mucho más” inflación. De allí que para quebrar esta dinámica se necesita un presupuesto equilibrado para 2024, no tan sencillo de ejecutar. El incentivo del lado de la política está en que sólo bajo ese escenario será posible esperar para la segunda parte de 2024 un descenso nítido de la tasa de inflación y un rebote del nivel de actividad.

En cualquier otro escenario, los desafíos abruman. En cabeza del Banco Central hay reservas negativas por 10 mil millones de dólares y “cuentas a pagar” por unos 35 mil millones, incluyendo los compromisos con importadores, las ventas de futuro en el Rofex y títulos dolarizados, caso de las “Levid”. Asimismo, en cabeza del Tesoro hay vencimientos de deuda interna por 20 % del PIB en 2024, de los cuales 7 puntos corresponden a tenedores privados, mientras que los compromisos externos suman 4,0 mil millones de dólares (excluyendo FMI y organismos).

Mientras tanto, el gobierno saliente tampoco ayuda. Cambió la “mezcla” entre oficial y libre a 50 y 50, por lo que el dólar para exportadores subió un 22 % en una semana, guarismo similar a la devaluación pos paso. De allí que noviembre habrá de incorporar parte de ese impacto, con una inflación que bien podría acercarse al 14%. Sin embargo, como el 50 % de las exportaciones se liquidan en el mercado libre, no ingresan dólares al Central, por lo que las importaciones siguen trabadas. El desabastecimiento es alarmante, con consecuencias que pueden ser irreversibles en el plano de la salud, y parálisis en cada vez más plantas industriales.

Así, tras más de una década de estanflación, el gobierno saliente se despide con dosis reforzadas de la misma receta, que empuja los precios para arriba y la actividad para abajo.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 45596210. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: [info@ieral.org](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)