

## **Escenario Macro 2016: ¿Gradualismo o Shock?**

*Gustavo Reyes*

- *Por las condiciones iniciales que enfrentará el próximo gobierno, se considera muy poco probable una política económica basada en la continuidad de las tendencias actuales, debido al estancamiento del nivel de actividad desde 2012 y a la inflación elevada que sólo ha sido frenada mediante el atraso cambiario, que a su vez ha deteriorado las cuentas externas y la producción de bienes exportables. Por detrás de estos fenómenos se encuentra el creciente desequilibrio fiscal, la distorsión en las tarifas de los servicios públicos y el financiamiento monetario del déficit que, a su vez, provocan severos perjuicios a las cuentas patrimoniales del Banco Central*
- *En caso que la nueva administración se incline por un programa de shock, procurando resolver el atraso cambiario, eliminar el cepo y reducir el déficit fiscal, puede esperarse, luego del impacto inicial, una posterior recuperación del nivel de actividad, al dinamizarse exportaciones e ingreso de capitales. Para avanzar en esta dirección se requiere alta credibilidad y un firme apoyo de las fuerzas políticas y sindicales, junto con el acceso a importantes cuotas de financiamiento externo. Son raros los casos en los que un nuevo gobierno comienza implementando este tipo de políticas*
- *La ventaja de un escenario gradualista sería la de evitar un ajuste inicial en el frente fiscal y en el externo, permitiendo mejorías de corto plazo en algunas variables económicas. Sin embargo, se estará sacrificando credibilidad y debería convivirse con alta inflación, por lo que el gobierno podría tener que tomar medidas más drásticas en medio del proceso electoral de medio término (2017). Tampoco podría lograrse una reactivación firme, porque las tasas de interés deberían mantenerse elevadas y las exportaciones demorarían en recuperarse, al igual que las inversiones. Además, estaría latente el riesgo de una disparada de la brecha cambiaria*

La actual situación de la economía de nuestro país, el nuevo escenario internacional (fortaleza del dólar, desaceleración en China, crisis en Brasil y debilidad de precios de commodities) y las próximas elecciones presidenciales hacen dable pensar que el nuevo gobierno debería implementar un plan económico para encarar con éxito su mandato.

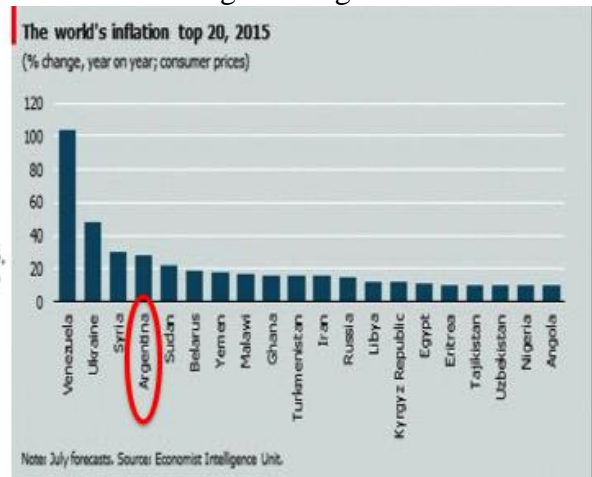
Dada la incertidumbre actual en torno al resultado de las próximas elecciones presidenciales y el rumbo económico que tomará el ganador de las mismas, en la presente nota se describen los diferentes escenarios que podrían devenir de los diferentes planes económicos alternativos teniendo en cuenta las condiciones macroeconómicas actuales de Argentina.

### **Las condiciones actuales de la economía**

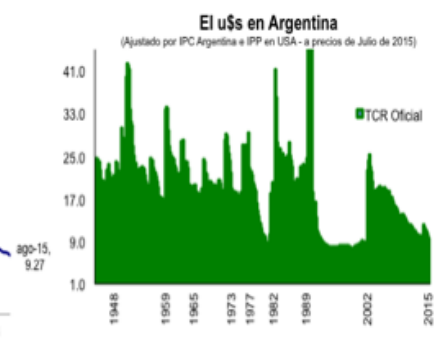
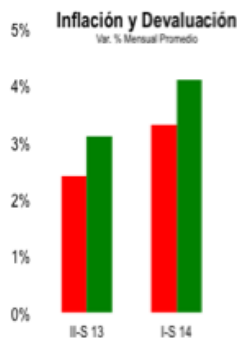
- Si bien la economía de Argentina en los últimos tiempos pasó de una recesión en el nivel de actividad a una suave recuperación de la misma (primer semestre del 2015), la economía está prácticamente estancada desde principios de 2012 como puede observarse en el siguiente gráfico:



- En materia de inflación, la misma ha estado cayendo desde fines del 2014. No obstante, los niveles actuales se encuentran entre los más elevados del mundo (4to. lugar) como puede observarse en los siguientes gráficos:

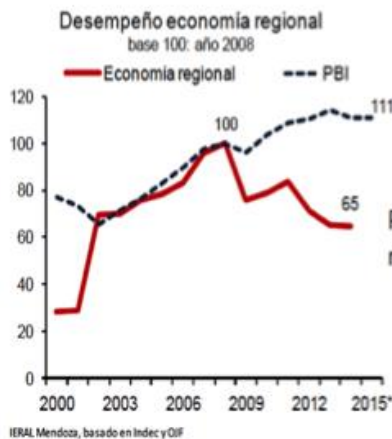


- Una parte importante de la desaceleración de la inflación se produjo como consecuencia de un fuerte descenso en la tasa de devaluación en los últimos tiempos (a la mitad del ritmo de la inflación). La contrapartida de esta evolución del tipo de cambio nominal con respecto a la inflación, fue la importante caída en el poder adquisitivo del dólar oficial (tipo de cambio real) que actualmente se encuentra en uno de los mínimos históricos.

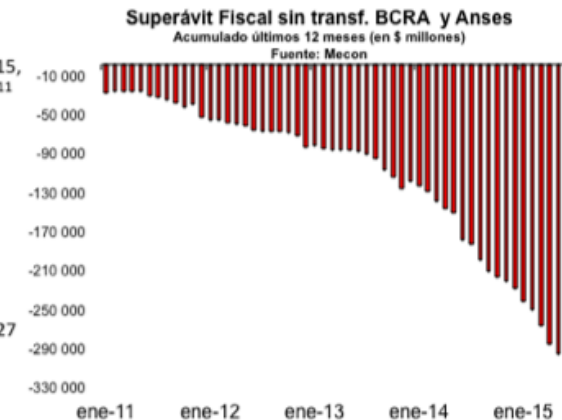
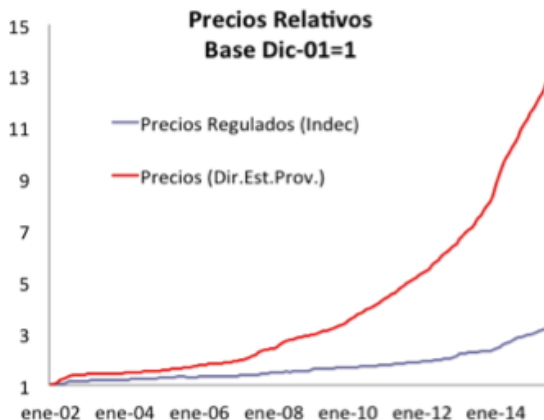




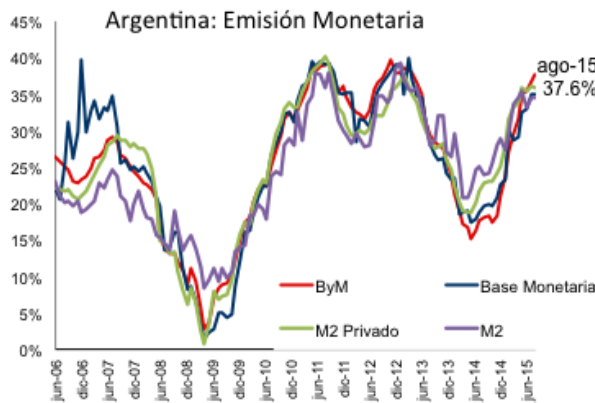
- La caída del tipo de cambio real ha debilitado muy fuertemente la balanza comercial de nuestro país y la dinámica de las economías regionales altamente dependientes de los bienes transables internacionalmente.



- Otra de las importantes distorsiones que presenta el panorama macro de Argentina es el atraso tarifario de los servicios públicos. Esta distorsión, además de perjudicar la calidad e inversión de estos servicios, ha deteriorado fuertemente las cuentas fiscales debido a los subsidios económicos que el estado ha tenido que otorgar para compensar dicho atraso tarifario.

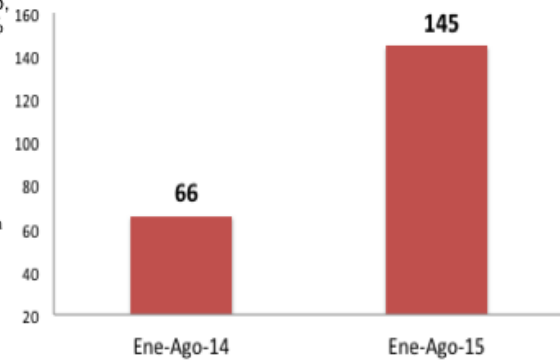


- El deterioro en las cuentas fiscales debido a la proximidad del año electoral y a la dinámica de los subsidios económicos explicada anteriormente ha disparado fuertemente el financiamiento monetario del Banco Central y las tasas de emisión monetaria de los distintos agregados.



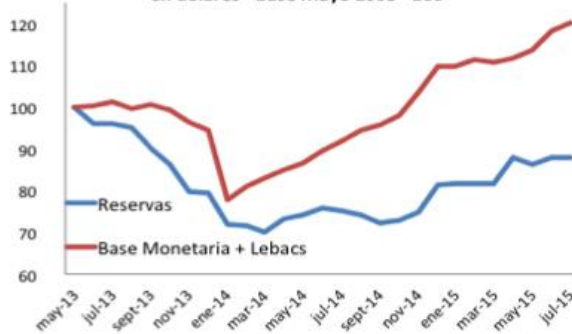
**Financiamiento Monetario al Gobierno**

Acumulado Ene-Ago - Miles de Millones de \$ - Fuente: BCRA



- Por último el permanente financiamiento de los desequilibrios fiscales mediante emisión monetaria (y/o endeudamiento de la autoridad monetaria) ha deteriorado la dinámica de los cuentas patrimoniales del Banco Central como puede observarse en el siguiente gráfico:

**Principales Activos y Pasivos del BCRA**  
en dólares - Base Mayo 2003 =100



### Los posibles escenarios del 2016

De la dinámica descrita en el punto anterior es posible extraer al menos 3 posibles escenarios para el próximo año. El primero de ellos es el denominado escenario **Pasivo** por el cual la economía en dicho año continuaría con la inercia presentada en 2015. El segundo escenario es un **Plan de Shock** por el cual el nuevo gobierno intenta cambiar rápido y radicalmente el rumbo de la economía. El tercer escenario es un **Plan Gradual** por el cual la nueva administración, reconociendo problemas con el actual funcionamiento de la economía, trata de afrontar los mismos pero de forma paulatina. Lo descrito en el punto anterior acerca del estado actual de las principales variables macroeconómicas vuelve **poco probable al escenario Pasivo**. La economía presenta un gran número de variables con una dinámica muy difícil de seguir manteniendo en el tiempo para una nueva administración con un horizonte de al menos 4 años (desequilibrio importante y creciente en las cuentas fiscales, en las tarifas de servicios públicos, en los subsidios económicos, en la balanza comercial, en el tipo de cambio y en las cuentas patrimoniales del Banco Central).

Descartado el escenario Pasivo, quedan dos escenarios alternativos: Plan Gradual y de Shock. En ambos casos se asume que el nuevo gobierno es capaz de generar buenas expectativas en el corto plazo.

Dado que la principal característica del Plan de Shock es su dureza en el corto plazo, el mismo requiere un fuerte apoyo de diferentes sectores como el político, el del sector financiero, el sector sindical y de los organismos internacionales. En contraposición a este escenario, el Plan Gradual intenta minimizar el costo político del ajuste en el corto

plazo. No obstante más allá de estas claras diferencias, como se analizará a lo largo del trabajo, ambos planes tienen sus importantes ventajas, desventajas y riesgos.

### **Dinámica macro y riesgos del escenario gradual y de shock**

Dada la conflictiva salida de la convertibilidad en el 2002, es dable suponer que ninguno de estos planes proponga un sistema cambiario con tipo de cambio fijo y por lo tanto la posibilidad de reducir rápidamente la inflación en el corto plazo resulta muy baja. Por otro lado, dada la necesidad de acelerar el acceso a los mercados de crédito internacionales, también se asume para ambos casos, un arreglo relativamente rápido con los denominados “holdouts”.

#### ✓ **Plan de Shock:**

En este escenario, se supone que el shock más impactante se produce en el mercado de cambio, donde se elimina rápidamente el cepo cambiario y los tipos de cambio múltiples. También se toman medidas para reducir una parte de los subsidios económicos sobre las empresas y la clase media y alta de las familias y se establece un estricto cronograma para su eliminación total a lo largo del tiempo.

El shock cambiario implica un importante salto abrupto en el tipo de cambio que elimine el atraso cambiario. Como demuestra la historia de nuestro país<sup>1</sup>, esta medida seguramente también generará un salto importante en el nivel de inflación y un tenso escenario para el nivel de actividad en el corto plazo.

En el mediano plazo (2017), la desaparición del atraso cambiario, el acceso al financiamiento externo y la fuerte caída en la inflación (fruto de la mejora en las cuentas fiscales y acceso a los mercados de crédito) permiten mejorar sustancialmente las expectativas para el nivel de actividad.

Los riesgos de este tipo de planes están claramente concentrados en los primeros meses y de allí el importante apoyo requerido de los diferentes sectores comentado anteriormente.

#### ✓ **Plan Gradual**

Bajo este escenario, las autoridades económicas asumen que el atraso cambiario debe ir solucionándose a lo largo del tiempo. Por lo tanto, el ritmo devaluatorio debe acelerarse (y superar a la inflación) pero sin un gran salto inicial en el tipo de cambio.

En este esquema, probablemente se mantiene buena parte del cepo cambiario y los tipos de cambio múltiples aunque alguno de ellos (dólar “blue”) puede legalizarse para determinados segmentos.

En el corto plazo, la mayor tasa de devaluación probablemente acelere la tasa de inflación actual mientras que el nivel de actividad es dable esperar que mejore fruto de las expectativas favorables del nuevo gobierno y de la inexistencia de factores de política económica muy contractivos (se asume un muy débil ajuste de tarifas en el corto plazo).

En el mediano plazo (2017), el atraso cambiario, si bien debería resultar menor que el actual, sigue siendo importante y la inflación continúa elevada fruto de bajo ajuste fiscal. Esta falta de resultados en el mediano plazo probablemente comiencen a deteriorar las expectativas favorables del comienzo (“luna de miel”) y afectar negativamente al nivel de actividad económica.

---

<sup>1</sup> Ver “Claves para abrir el CEPO Cambiario”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, Edición 907, 1 de abril de 2015, pg. 4-11,

[http://www.ieral.org/images\\_db/noticias\\_archivos/3093-Informe%20de%20Coyuntura.pdf](http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3093-Informe%20de%20Coyuntura.pdf)

Los riesgos de este tipo de planes están claramente concentrados en el mediano plazo que es donde debe comenzar a reducirse el desequilibrio fiscal pero resulta difícil hacerlo ya que coincide con cierto debilitamiento de los resultados iniciales y con el inicio de un año eleccionario (2017).

### Dinámica macroeconomía de los Planes de Shock y Gradual

	Shock		Gradual	
	Corto Plazo (1 Sem.2016)	M. Plazo (2017)	Corto Plazo (1 Sem.2016)	M. Plazo (2017)
S. Cambiario	En ningún caso se fija el Tipo de Cambio			
Mercado Cambiario	Desaparece brecha cambiaria Sin Cepo ni TC Múltiples	Atraso Cambiario: desaparece	Acelera ritmo devaluatorio pero sin salto fuerte del TC. Se mantienen TC Múltiples	Atraso Cambiario: menor al actual pero sigue alto
Inflación	Muy alta	Baja fuertemente	Alta	No baja fuertemente
Actividad Económica	Se complica	Mejora fuertemente	Mejora por luna de miel	Se complica
Riesgos	Altos	Bajos	Bajos	Altos

### ¿Cuándo es conveniente un plan gradual y uno de shock?

Las características ideales de la economía para el lanzamiento de cada uno de este tipo de planes son las siguientes:

#### ✓ Plan de Shock:

La economía en cuestión:

- Hereda una bomba a punto de explotar que debe ser desactivada lo antes posible.
- Vive momentos de gran incertidumbre.
- Experimenta una situación de estancamiento de larga data o recesión en materia de actividad económica.
- Presenta una gravedad tal que la población está dispuesta a realizar un ajuste para solucionar los problemas.

#### ✓ Plan Gradual

La economía en cuestión:

- No presenta grandes ni urgentes desequilibrios.
- La inflación es elevada pero con baja probabilidad de espiralizarse.
- La población no está convencida de realizar un ajuste para solucionar los problemas.

### Los pro y contra del escenario gradual y de shock

A continuación se describen las diferentes ventajas y desventajas de cada uno de estos planes.

#### ✓ Plan Gradual:

Como se mencionó anteriormente la mayor **ventaja** de este plan es el pequeño ajuste inicial que sufre la economía ya que no se afronta fuertemente desde el principio ni los desequilibrios fiscales ni el atraso del tipo de cambio. Dado el supuesto de expectativas favorables que se asumió inicialmente para los dos planes, esto permite disfrutar de lleno el período inicial de “luna de miel” del nuevo gobierno y por lo tanto, en el corto plazo el plan podría resultar expansivo en materia de actividad económica.

Entre las **desventajas** pueden señalarse las siguientes:



- **Baja credibilidad** de que se realicen los ajustes necesarios para solucionar los actuales desequilibrios. Dada la dificultad política de afrontar los mismos, si los mismos no se encararan cuando el poder político es alto (luego de ganar las elecciones), más tarde puede resultar bastante difícil de realizarlo (más aún teniendo en cuenta que 2017 vuelve a ser un año electoral).
- Como el déficit se mantiene alto, probablemente también continuará siendo elevada la dependencia del impuesto inflacionario y resultará **muy difícil de reducir la inflación**.
- **Baja reactivación de la economía:**
  - El gradual ajuste del atraso cambiario impone una regla que determina una baja reactivación de la economía: para reducir el atraso cambiario, el ritmo de devaluación debe superar a la inflación. Dado esto, para que los agentes económicos se mantengan en pesos (y no se vuelquen al dólar), es necesario que la tasa de interés en moneda nacional sea mayor que la tasa de devaluación. Dado que la inflación no baja rápidamente, por el proceso recién explicado, es dable esperar una tasa de interés alta en detrimento de la reactivación de la economía.
  - La evidencia empírica muestra que el pass-through de la devaluación a los precios es generalmente más alto en los procesos graduales que en los shocks, y por lo tanto, es bastante lenta la eliminación del atraso cambiario y la consecuente reacción de las exportaciones.
  - La existencia de tipos de cambios múltiples siempre genera expectativas de futuras unificaciones cambiarias y por lo tanto, de bajas liquidaciones de exportaciones y de entradas de capitales.
  - Sin señales contundentes para equilibrar los problemas fiscales, de atraso cambiario y del Cepo, puede resultar más difícil conseguir fondos externos a tasas bajas y es menos probable un boom de inversión (ya que no se soluciona el gran problema de las inversiones que es la rentabilidad y el cepo cambiario). Por otro lado, como la inflación no baja fuertemente, siempre está latente la posibilidad que se escape el dólar “blue” y la brecha cambiaria (y se deteriore la liquidación de exportaciones y la entrada de capitales).
- La historia en Argentina no juega a favor de los planes graduales ya que la gran mayoría de ellos no terminaron muy bien. Ejemplos históricos de intentos graduales de resolver los problemas hay varios casos: Cavallo en 2001, Machinea en 1999, Plan Primavera en 1988, Grinspun 1983, Tablita de Martínez de Hoz en 1978, etc.

#### ✓ **Plan de Shock**

La gran **ventaja** de este plan es la rápida resolución del atraso cambiario y del cepo junto con las señales contundentes de ajuste del problema fiscal (subsídios económicos). Este combo probablemente **potencie la recuperación de la actividad económica en el mediano plazo** ya que **mejora las condiciones de financiamiento y restablece la rentabilidad de los sectores transables** incentivando la dinámica exportadora junto con la entrada de capitales.

Por otro lado, la mejora en las cuentas fiscales junto con el acceso al crédito eliminan la dominancia fiscal de la política monetaria y **reducen fuertemente la necesidad del impuesto inflacionario**. Todo esto genera excelentes condiciones para el 2017 (año electoral) y 2018.



La **desventaja** más importante de este tipo de plan es que requiere al menos dos requisitos sine qua non:

- **Alta credibilidad** del plan de forma tal que efectivamente la población “compre” los resultados positivos del plan en el futuro en términos de tasa de inflación y del nivel de actividad y que comience a reformular sus decisiones en base a este nuevo contexto (negociaciones salariales, inversiones, etc.). Ejemplos de este tipo de cambios abruptos de contextos luego de planes creíbles lo constituyen el Plan Austral (1985) y el Plan de Convertibilidad (1991). Ejemplos de planes de shocks en contextos de baja credibilidad fueron el plan económico de Celestino Rodrigo en 1975 y de López Murphy en 2001.



- La otra condición clave es el **importante apoyo** de distintos sectores políticos como sindicales, financieros y de organismos externos. Más allá de la importancia relativa de apoyo de cada sector, el rol de Organismos Internacionales de Crédito para fortalecer el nivel de reservas en el corto plazo será fundamental para evitar los peligrosos procesos de “overshooting” (desbordamientos) en el tipo de cambio luego del salto devaluatorio previsto en este escenario.

La historia de nuestro país no presenta casos de gobiernos “nuevos” que se hayan animado a empezar sus mandatos con planes de shocks. En todos los casos, previa a la implementación de este tipo de planes, fue necesaria la vivencia de fuertes turbulencias. Específicamente a Perón le llevó más de 5 años implementar el plan de shock con Gómez Morales, a Frondizi, 1 año y 3 meses para el plan de shock de Alsogaray, a Onganía casi 9 meses para el plan de Krieger Vasena, a Alfonsín, 1 año y medio para el plan de Austral de Sourrille y a Menem, 2 años para el plan de Convertibilidad de Cavallo.

### **Objetivos de política económica y secuencia de los instrumentos**

Dada la incertidumbre electoral y las difusas definiciones de los candidatos presidenciales en materia económica, resulta muy difícil especificar cuáles van a ser los verdaderos objetivos de política económica de la próxima administración.

No obstante, dados los problemas actuales de la economía de nuestro país, es difícil pensar que entre los principales objetivos económicos de cualquier futuro gobierno no esté presente la idea de que la economía crezca en forma sostenida, que se reduzcan los niveles de inflación y que se levante el tristemente famoso “Cepo” cambiario.

En esta sección vamos a delinear la secuencia con que deben ir tomándose las medidas para alcanzar estos objetivos económicos.

Claramente para alcanzar tasas de crecimiento económico sostenidas en el tiempo se debe expandir fuertemente el proceso de inversión. Para levantar el cepo cambiario,



debe eliminarse el atraso cambiario<sup>2</sup>. El problema es que una simple devaluación aislada de otras medidas es muy difícil que genere buenos resultados y el mejor ejemplo de esto, fue la devaluación de enero del 2014 que se licuó rápidamente por importantes subas de la inflación. De esta forma, una medida previa (o en forma conjunta) a la devaluación debe ser generar fuertes señales de ajuste del desequilibrio fiscal para lo cual las señales deben estar dirigidas a la recomposición del atraso tarifario y a la reducción de los subsidios económicos.

Más allá del ajuste inicial en las tarifas y subsidios económicos, es impensable que el mismo pueda completarse totalmente a lo largo del primer año por el costo social que ello implicaría. Por lo tanto, para que el ajuste sea creíble debe establecerse un claro cronograma de reducción de subsidios y suba de tarifas en el tiempo donde la señal de credibilidad va a estar dada por el grado de ajuste inicial del mismo.

Dada la imposibilidad de eliminar totalmente los subsidios económicos en el corto plazo, será necesario acudir a los mercados internacionales de crédito para poder cerrar el déficit remanente de las cuentas fiscales sin acudir al impuesto inflacionario y así llevar a la economía a alcanzar el objetivo de reducir los niveles inflacionarios.

Para el retorno a los mercados de créditos internacionales, una condición previa es que la deuda de nuestro gobierno salga de la situación de “default” y se alcance un acuerdo con los denominados “holdouts”.

El acceso a los fondos de los mercados de crédito internacionales además de ser necesario para cerrar el financiamiento de las cuentas fiscales y bajar la inflación, es también muy importante para conseguir los fondos necesarios para recomponer las reservas del Banco Central antes de la devaluación (prevenir “overshooting” del tipo de cambio) y para impulsar las inversiones necesarias que potencien el crecimiento económico.

Si bien estos fondos son claramente muy importantes para impulsar la inversión, uno de los grandes problemas del estancamiento o caída en esta variable es la baja rentabilidad de la misma fruto del atraso cambiario, la caída de precios internacionales, etc. De esta forma, sin una mejora en la rentabilidad es muy difícil que la inversión aumente (aún cuando se tenga acceso a los mercados internacionales de crédito). De esta forma, la eliminación del atraso cambiario a través de una devaluación es nuevamente un pre-requisito para restablecer los niveles de rentabilidad y de atracción de inversiones.

---

<sup>2</sup> El cepo y los controles cambiarios nacen justamente ante la negativa del gobierno de devaluar el tipo de cambio oficial.



## Objetivos 2016 y secuencia en Instrumentos Económicos



### Los problemas del plan gradual

Si bien anteriormente se analizaron las principales desventajas de los planes graduales, en este punto se hará referencia a los problemas para alcanzar los objetivos de política económica anteriormente planteados.

La base del plan gradual es evitar la rápida eliminación del atraso cambiario y de dar fuertes señales de ajuste en materia fiscal. Por un lado, estas dos condiciones deterioran el acceso de fondos a tasas bajas en los mercados internacionales y por lo tanto, perjudican el financiamiento para la inversión y la recomposición de reservas al tiempo que mantienen la alta dependencia del impuesto inflacionario para cerrar la brecha fiscal.

Por otro lado, al mantener el atraso cambiario, el cepo no puede ser levantado y tampoco permite restablecer la rentabilidad de las inversiones. Todo esto juega claramente en contra de una posible mejora en las inversiones y del proceso de crecimiento de la economía.

### Conclusiones

Si bien a primera vista los planes graduales aparecen como menos riesgosos que los de shocks, esto es verdad solamente en el corto plazo, ya que, como se ha analizado a lo largo de este trabajo, los riesgos y problemas de los planes graduales son también muy importantes en el mediano plazo.

Claramente, el diagnóstico inicial de la situación económica del próximo gobierno como así también el grado de apoyo que tenga y la audacia del mismo determinarán finalmente el programa a implementar y los riesgos que pueda asumir.