

Ante una gran oportunidad

Se abre una oportunidad para promover reformas estructurales ambiciosas. Queda pendiente mejorar las reservas del BCRA, y hay espacio para que esta compra de divisas se realice sin esterilizar.

Por Daniel Artana*



El resultado de las elecciones del 26 de octubre ha sido muy positivo para el funcionamiento de la economía argentina. En la previa de las elecciones, había una gran tensión financiera que contaminaba a la economía real (aplacada, sólo en parte, por la ayuda del gobierno de Estados Unidos). Las exorbitantes tasas de interés en pesos no eran suficientes para evitar que el tipo de cambio alcanzara el techo de la banda de flotación y ello tenía consecuencias sobre el nivel de actividad y algunas decisiones de consumo.

“Esa menor probabilidad de retornar al populismo debería ayudar a motorizar inversiones.”

Se percibía un riesgo político creciente desde el resultado en las elecciones bonaerenses del 7 de septiembre y también las consecuencias de algunos errores en decisiones de política económica. El resultado de la elección del domingo 26 no sólo le dio al gobierno más musculatura de la esperada en el Congreso, lo cual debería ayudar a lograr reformas más potentes, sino que redujo significativamente la probabilidad de que a fines de 2027 regrese al poder una fuerza política que todavía pregona la necesidad de un nuevo default y no reniega de sus errores que resultaron en déficits fiscales financiados con emisión y, por lo tanto, en tasas de inflación astronómicas.

Esa menor probabilidad de retornar al populismo debería ayudar a motorizar inversiones. Nadie hunde mucho capital en una economía si espera que le cambien las reglas de

*Economista de FIEL

Cuadro 1
Tasa de inflación y agregados monetarios seleccionados (valores promedio de cada período)

| Período | Tasa de inflación | Base Monetaria / PIB | M1/PIB | M2/PIB |
|--|-------------------|----------------------|--------|--------|
| 138 meses Ene 2003-Oct 2025 con inflación menor a 2% | 1,2% | 8,6% | 10,7% | 15,4% |
| 2016-2017 | 2,3% | 7,8% | 9,5% | 15,6% |
| Ago-Sep 2025 | 2,0% | 4,9% | 5,5% | 12,8% |

juego en forma arbitraria al poco tiempo. Los congelamientos de tarifas, las modificaciones a la libre disponibilidad de divisas aprobada por ley y alteraciones a la estabilidad tributaria son algunos ejemplos del comportamiento oportunista del populismo vernáculo en el pasado no tan lejano.

El resultado electoral también debería favorecer la aprobación de reformas estructurales más ambiciosas. En el campo laboral, hay problemas con la rigidez contractual, los costos del cese laboral, la litigiosidad y los costos impositivos y no impositivos. Los problemas de rigidez no sólo incluyen a la negociación colectiva que impone las mismas condiciones para realidades muy diferentes entre provincias. La Argentina tiene poca flexibilidad a la hora de hacer contratos a tiempo parcial o temporarios. La indemnización por despido, calculada como un mes de sueldo por cada año de antigüedad, es alta en la comparación internacional, pero la litigiosidad la eleva aún más y lo mismo aplica para los riesgos del trabajo. Una posible solución es fusionar el fuero laboral con el comercial, pero se requiere también que las provincias resuelvan los problemas que se generan en su ámbito de competencia. Además, es necesario establecer criterios más acotados y precisos para reducir los márgenes de interpretación de la ley. Finalmente, la Argentina tiene la mayor brecha entre costo laboral y salario neto de la región, pero reducirla requiere recursos fiscales alternativos. Además, los sindicatos obtienen ingresos anormalmente elevados, sin que se perciba una contraprestación para el trabajador. Reducir este “impuesto con recaudación privatizada” debería ser una prioridad de la reforma.

En materia tributaria, los problemas que aquejan a la “competitividad” se originan en los impuestos a las transacciones financieras, las retenciones, el impuesto a los ingresos brutos, el impuesto de sellos y la tasa de seguridad e higiene. El problema es que éstos recaudan alrededor de 7% del PIB y que intervienen los tres niveles de gobierno. La reducción en el número de impuestos no es una reforma relevante; lo importante no es la cantidad de impuestos sino los problemas que cada uno de ellos generan. Simplemente pensemos que el sistema tributario argentino sería todavía peor que el actual si se reemplazaran todos los impuestos por un “gran impuesto a los ingresos brutos”. Y modifica-

ciones en el impuesto a las ganancias de las personas físicas que reduzcan el peso del impuesto no disminuyen costos de las empresas, reducen la recaudación y afectan la capacidad distributiva del gravamen.

Finalmente, el resultado electoral ha reducido significativamente el riesgo político. Pero la economía necesita volver a los niveles de tasas de interés que regían antes del 15 de julio. Es posible que ello no resulte en un tipo de cambio más depreciado que el actual si se consideran sólo los flujos de oferta y demanda de divisas privados. Pero queda pendiente mejorar las reservas del BCRA y ello va a requerir que, como estaba previsto en el acuerdo con el FMI, la autoridad monetaria compre divisas dentro de la banda de flotación. La ventaja es que hay suficiente espacio para remonetizar la economía partiendo de niveles muy bajos de la cantidad de dinero transaccional.

El cuadro adjunto compara distintos agregados monetarios medidos en porcentaje del PIB para los meses con inflación menor o igual al 2% desde 2003 a la fecha, lo ocurrido en un período sin cepo y la situación actual. Se puede ver que existe espacio para remonetizar, lo que permitiría comprar reservas sin esterilizar su efecto monetario.

"...los desafíos siguen siendo importantes, pero el gobierno parece haber aprendido de algunos de sus errores."

En cambio, las compras de divisas para atender pagos de deuda pueden reducirse o dejar de ser necesarias si se accede a los mercados de capitales, lo que ahora parece posible por la ayuda americana.

En ese contexto, las opciones pasarían por avanzar hacia una flotación sin bandas, sin reservas netas y con el swap negociado con el gobierno americano como un sustituto temporario de esa fragilidad en los activos del BCRA.

O, alternatively, modificar las bandas subiendo el techo y sobretudo el piso para tratar de evitar la tentación de fortalecer el peso antes de que lleven exportaciones e inversiones.

Como puede verse, los desafíos siguen siendo importantes, pero el gobierno parece haber aprendido de algunos de sus errores. Esperemos que el 26 de octubre se haya abierto la puerta para empezar a recuperar tanto terreno perdido.■