

## ¿QUÉ ESPERAR DE LAS PRIMERAS MEDIDAS?

- En su primera semana, el gobierno de Javier Milei puso en marcha distintas medidas de shock buscando dar una fuerte señal fiscal. Sus efectos sobre la caja en dólares son dobles: por un lado, la recesión proyectada por las medidas retraerá la demanda; por el otro, la eliminación del déficit mejorará los indicadores de sostenibilidad de la deuda, lo que puede permitir en el mediano plazo conseguir financiamiento en moneda extranjera.
- Con el ajuste de los precios relativos y una nominalidad en alza, la apuesta del nuevo gobierno es que las anclas de la inflación sean tres:
  1. **La eliminación del déficit financiero.** La dominancia fiscal de la política monetaria se cristaliza a través de las transferencias del BCRA al Tesoro para cerrar el programa financiero. Al proyectarse una consolidación fiscal a nivel de resultado financiero y no primario, se envía una fuerte señal que apunta a sostener la curva de pesos sin intervención del BCRA, eliminando en forma completa las transferencias (utilidades, adelantos transitorios y compra de títulos para sostener paridades).
  2. **La nueva curva de Ledes/Leceres** anunciada a los bancos con tasas de, al menos, el 15% mensual que permiten sostener los canales de transmisión de la política monetaria (la relación entre la tasa pasiva y la de política monetaria).
  3. **La recesión inducida** vía caída del poder adquisitivo de las familias, tanto por la contracción de los salarios reales como por la reducción del gasto público, con sus efectos directos e indirectos.
- Para facilitar la interpretación del escenario que se viene, dividimos las medidas según su impacto fiscal, cambiario y financiero.

- **FISCAL**

- La magnitud del ajuste del gasto va en línea con lo declarado durante la campaña presidencial. A fines de noviembre logramos anticipar en nuestro [Mirada #102](#) cómo se haría el reparto de la reducción real del gasto primario. Decíamos entonces que con “la casta” no sería suficiente.

*Comparativo de proyecciones de recortes del Ministerio de Economía y de Analytica (Mirada 102)*

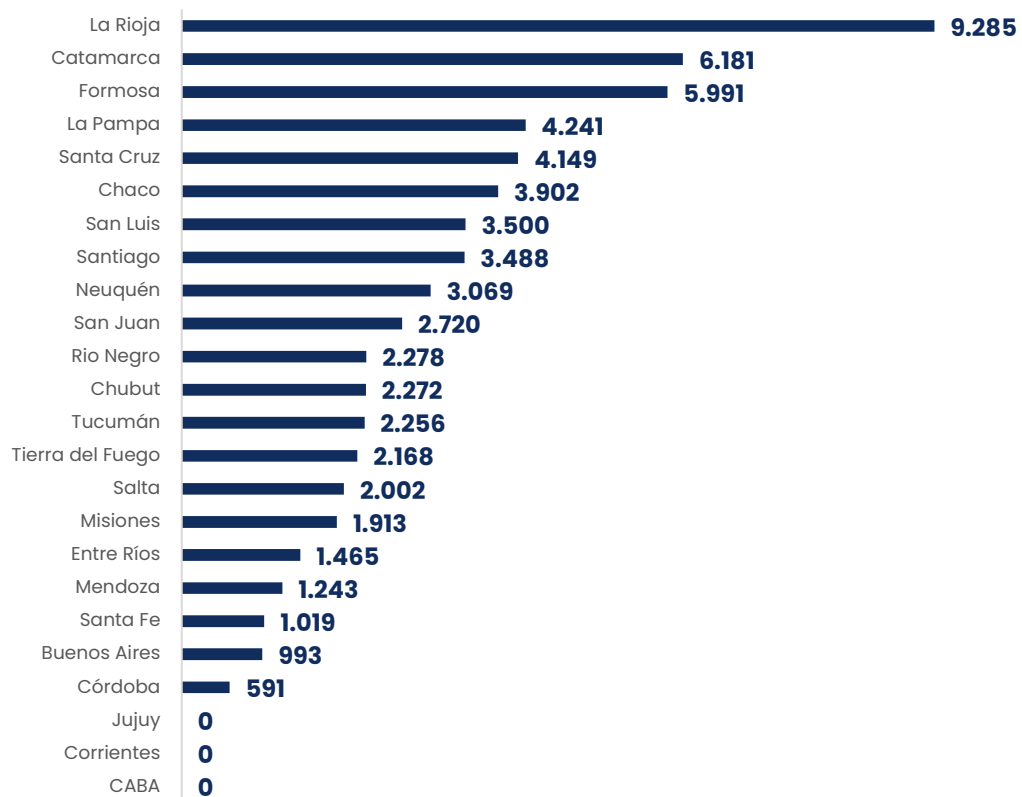
| Partida   | % PIB - 2023 | Economía     |              | Analytica 30/11 |              |
|---|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|
|   |              | % PIB - 2024 | Var p.p.     | % PIB - 2024    | Var p.p.     |
| <b>Ingresos</b>                                     | <b>16,7%</b> | <b>18,9%</b> | <b>2,2%</b>  | <b>-</b>        | <b>-</b>     |
| Adicional impuesto PAIS                             | 0,6%         | 1,4%         | 0,8%         | -               | -            |
| Adicional DEX                                       | 0,9%         | 1,4%         | 0,5%         | 1,5%            | 0,6%         |
| Reversión ganancias                                 | 1,7%         | 2,1%         | 0,4%         | -               | -            |
| BBPP+Moratoria+Blanqueo                             | 0,2%         | 0,7%         | 0,5%         | -               | -            |
| <b>Gastos (primario)</b>                            | <b>19,7%</b> | <b>16,8%</b> | <b>-2,9%</b> | <b>16,1%</b>    | <b>-3,6%</b> |
| Jubilaciones y pensiones                            | 6,3%         | 5,9%         | -0,4%        | 5,8%            | -0,5%        |
| Jubilaciones y pensiones (incluye no contributivas) | 6,9%         | 6,5%         | -0,4%        | 6,4%            | -0,5%        |
| Transferencias a provincias                         | 0,7%         | 0,2%         | -0,5%        | 0,3%            | -0,4%        |
| Subsidios económicos                                | 2%           | 1,3%         | -0,7%        | 1,5%            | -0,5%        |
| Gasto de capital                                    | 1,9%         | 1,2%         | -0,7%        | 0,8%            | -1,1%        |
| Resto de prestaciones sociales                      | 3,1%         | 2,7%         | -0,4%        | 2,8%            | -0,3%        |
| Resto de gasto corriente                            | 1,0%         | -            | -            | 0,8%            | -0,2%        |
| Gastos de funcionamiento y otros                    | 2,9%         | 2,4%         | -0,5%        | 2,3%            | -0,6%        |

- El ajuste sobre las jubilaciones y pensiones se daría a través de la suspensión de la fórmula de movilidad, implicando que los aumentos sean otorgados de forma discrecional, tal como ocurrió en el primer período del gobierno de Alberto Fernández. La decisión tendrá impactos en otros gastos, como las asignaciones familiares, por embarazo y la AUH, que también siguen la fórmula. Por ello que el gobierno decidió la duplicación del monto de la AUH y el aumento del 50% de la Tarjeta Alimentar. En los últimos años estas partidas -tanto jubilaciones como asignaciones- vienen sufriendo un ajuste, que en parte había sido compensado con sumas fijas.

- A su vez, habrá una significativa reducción de subsidios, en particular en la energía y el transporte. La merma del 0,7% en términos del PIB sería una continuidad de lo ocurrido en 2023, cuando las partidas se redujeron 0,6% del producto. De alcanzarse la meta, la relación subsidios/PIB quedaría por debajo de los niveles mínimos de 2019 (1,6%). Hay que tener en cuenta que los hogares de altos ingresos ya pagan tarifa plena, por lo que el sinceramiento de los precios impactaría principalmente en los ingresos medios (asumiendo que se mantiene la asistencia a las familias de ingresos bajos).
- Por otro lado, si bien la poda en las transferencias corrientes a las provincias (0,5% del PIB) a primera vista pareciera ser de índole política (una discusión entre gobiernos nacional y provinciales), también impactará en el frente social, ya que el **32% de esa partida se destina a gastos en educación y cultura, en su mayoría al FONID (Fondo Nacional de Incentivo Docente)**. Además, el 11% de las transferencias corrientes son para la salud, el 10% va a la seguridad social (asociado a las provincias que mantuvieron sus cajas previsionales), y un 7% tiene como finalidad la asistencia social.
- Dentro del gasto de índole político, las transferencias corrientes a provincias destinadas a 'Relaciones Interiores', que incluyen a los ATN (Aportes del Tesoro Nacional), representan el 36%. La provincia de Buenos Aires es la que mayores aportes recibe (26% del total). En ese marco se entienden las declaraciones de funcionarios de Kicillof respecto de emitir una cuasimoneda. **En términos per cápita las provincias más beneficiadas son La Rioja, Catamarca y Formosa.**

*Aportes del Tesoro nacional, en pesos per cápita.*

Acumulado enero-noviembre

*Fuente: Analytica en base a Ministerio de Economía***• DÓLAR E INFLACIÓN**

- La corrección cambiaria fue del 118,3% en el tipo de cambio oficial mayorista. La devaluación fue acompañada de medidas que impactan sobre el precio que pagan los importadores y perciben los exportadores. Para los primeros, el impuesto PAIS aumentó a 17,5%, desde el 7,5%, consolidando una devaluación efectiva de 138,6%. Para los segundos, se incrementaron los derechos de exportación al 15% para los productos no agropecuarios, llevando el tipo de cambio efectivo a \$760. De esta manera, el dólar para las compras externas es muy superior al que regía hasta la semana pasada, de referencia para insumos difundidos, alimentos y medicamentos. La consecuencia inmediata es el fuerte

traslado a los precios de los bienes con paridad de importación y de todos aquellos con gran incidencia de insumos importados en sus costos. Esto reducirá la demanda de esos bienes. En consecuencia, es claro que el objetivo principal es reducir las importaciones, antes que incrementar las exportaciones.

- La inflación de noviembre fue de 12,8% a pesar de que el tipo de cambio apenas subió 3%. De este modo, la interanual llegó al 160,9%. En diciembre habrá una importante aceleración en el nivel de precios por la fuerte devaluación y el aumento en el impuesto PAIS. Estimamos un importante traslado a precios de la cotización del dólar oficial, **llevando la inflación en torno al 28,6%**.
- El precio de los combustibles se incrementó 78% en el mes, lo que implica un impacto directo en el IPC del 4%. Los efectos de segunda vuelta son también significativos.
- En nuestro relevamiento diario observamos que, hasta el 13 de diciembre, precios claves como la harina aumentaron 10%; enlatados y tetrabriks, 50%; yerba, 12%; y carne de cerdo, 27%.
- El índice de tipo de cambio real que calcula el BCRA registró un fuerte incremento que será, en parte, absorbido por la elevada inflación proyectada para diciembre, enero y febrero. Esperamos que **en febrero el tipo de cambio real se ubique en niveles similares a los previos a la devaluación**, considerando el ajuste mensual de 2% anunciado por el BCRA.

#### • EL FRENTE FINANCIERO

- *Nuevo bono para importadores.* El BCRA aprobó la emisión de los Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL) para cancelar deuda comercial con importadores, que de acuerdo a las estimaciones del Gobierno supera los US\$60.000 millones entre bienes y servicios. Habíamos adelantado una medida de esta índole en nuestro [En Foco del 7 de diciembre último](#). Allí mencionamos que en realidad la discusión es sobre unos US\$25.000 millones.

Ante la imposibilidad de emitir deuda dollar-hard con legislación extranjera, el gobierno decidió colocar instrumentos en moneda extranjera en cabeza

del BCRA, algo que no ocurría desde finales de la década de 1980. Los BOPREAL abren así un nuevo capítulo en la administración de reservas, ya que **el BCRA no contaba con deuda larga en cartera desde el año 1991**. No está claro que sea posible acumular divisas netas hasta mayo, cuando arranque la cosecha gruesa. Por otra parte, si se le da oferta pública, el instrumento puede inducir una volatilidad en la hoja de balance del BCRA.

- *La curva de pesos.* El objetivo del gobierno es que los migren desde el “riesgo BCRA” al “riesgo Tesoro”. Esto requiere ajustar la normativa para el cómputo del capital de las entidades financieras y brindar una ventana de liquidez y asistencia (un “market maker”), ya que el plazo de los pasivos de las entidades será inferior al plazo de las nuevas Ledes. El mercado migra de la industria de fondos T0 a T1. Sin embargo, no queda claro cómo será posible sostener un pase a 100% con una Lede a 200% TNA, dado que el primero opera como piso del giro en descubierto.
- *¿Qué pasó en el mercado tras los anuncios del nuevo Gobierno y del BCRA?* La brecha cambiaría entre el dólar mayorista y los financieros comprimió fuertemente, pasando de 175% a cerca del 24%. Al mismo tiempo, se evidenciaron fuertes incrementos en la curva CER ante la búsqueda de cobertura y por la suba de la inflación esperada y la falta de alternativas viables. Por su parte, el viernes la curva dollar-linked finalizó con alzas promedio del 1% y los duales mostraron buena demanda en el tramo medio de la curva, con mejoras del 4% promedio. El Índice S&P Merval, en tanto, cerró con una merma del 2,3% (comparando con el cierre del 12/12).