



**ABECEB**

# Informe Quincenal de Coyuntura

## EL LIBRA-GATE, los efectos cascada y las fortalezas de la estabilización

19/02/2025

### Cisne negro y efecto cascada

Hasta el viernes pasado, cuando se desató lo que el periodismo no tardó en bautizar como el “LIBRA-Gate”, la discusión sobre la posible evolución de la economía en lo que resta del año venía transitando por carriles habituales, aunque no exentos de emocionalidad, debido al contrapunto entre Milei y Cavallo acerca del tipo de cambio real. Específicamente, la atención se concentraba en tres temas; dos de carácter bastante técnico –la dinámica de la estabilización bajo la nueva regla del crawling al 1% y las consecuencias de la apreciación del peso para la competitividad externa– y un tercero de naturaleza política, asociado con el tratamiento de Ficha Limpia, las PASO y la composición de la Corte Suprema en la Cámara Alta. El interés de hombres de negocios y economistas por las vicisitudes en el Senado es fácil de comprender: lo que de allí resulte va a incidir en el grado de fortaleza que tendrá el Ejecutivo para seguir empujando el programa de estabilización y reformas.

El LIBRA-Gate cambio en pocas horas los ejes de discusión en la agenda pública, un hecho que constituyó, de por sí, un shock político. Hasta ahora, una de las habilidades más notables que había mostrado el oficialismo era la de definir el contenido de las agendas política y de políticas. Por lo inesperado, no sorprende que muchos analistas compararan el evento con la aparición de un cisne negro, con fuerte impacto en la confianza en el gobierno y, probablemente, también, en la credibilidad de sus políticas públicas, incluyendo las económicas.

Para analizar cuáles podrían ser las consecuencias para la economía, no obstante, es aconsejable complementar la metáfora del cisne negro con ciertas nociones que se utilizan en modelos de redes y fallas en cascada para comprender fenómenos como los efectos “contagio” y sistémicos en situaciones de stress financiero. Cuando se adopta esta perspectiva para formar expectativas sobre la economía post LIBRA-Gate hay tres preguntas obligadas: **¿qué falló en la estrategia y generó el shock?; ¿cómo desactivar los efectos de propagación en cascada del shock? y, ¿cómo reforzar simultáneamente la resiliencia del sistema económico y del programa de reformas?**

### Fortalezas y debilidades frente al LIBRA-GATE

Obviamente, la respuesta que se dé a las preguntas anteriores va a estar muy relacionada con las debilidades y fortalezas que mostraba la economía al producirse el shock del LIBRA-GATE. Vale la pena, entonces, tomar como punto de partida los dos temas técnicos que venían dominando la discusión de coyuntura:

#### Dinámica de la estabilización y desaceleración del crawling peg

En febrero, se redujo el ritmo de devaluación al 1%. El gobierno tomó la iniciativa apoyado en tres fortalezas.

La primera es que la desinflación sigue firme. La inflación minorista de enero (2,2% mensual), resultó la más baja en cuatro años y medio.

La segunda es que la Tesorería volvió a mostrar un fuerte superávit primario en enero de 0.4% del PBI, lo que se tradujo en un superávit financiero de 0.1%.

La tercera fortaleza es que la popularidad del gobierno empezó el año electoral de buena forma, ayudada por las mejoras de bienestar de la población. Gracias a la desinflación y a que el valor de la canasta básica viene subiendo menos que la inflación –la canasta aumentó 0.9% en enero– se espera que la pobreza caiga más de diez puntos porcentuales. Asimismo, los salarios tanto formales como informales, acumulan varios meses de recuperación real. Los privados registrados de diciembre superan en 1.2% a los heredados del gobierno anterior.

#### Competitividad externa y apreciación del peso

Los interrogantes que plantea la nueva regla cambiaría, sin embargo, subsisten a pesar de la desinflación y la firmeza del ancla fiscal. El indicador más problemático, sin dudas, es la dificultad del BCRA para acumular reservas, a pesar de las ingentes compras que ha venido realizando, lo que limita el espacio de maniobra para levantar el cepo. Pero las dudas se refuerzan, adicionalmente, por la evolución de otros indicadores.

El primero es que la cuenta corriente cambiaría viene arrojando saldos negativos mensuales promedio de casi US\$1100 millones desde junio, mientras que la balanza comercial arrojó en enero un saldo comercial muy disminuido (US\$145 millones). El fuerte saldo comercial de US\$ 19.000 millones de 2024 fue clave para reforzar los fundamentos y el superávit de enero es el menor de la era Milei.

El segundo es que la acumulación de reservas se favoreció con el aumento de depósitos del blanqueo, pero hoy existe un goteo que ya redujo el stock de depósitos en dólares en 4.2% en treinta días.

El tercer indicador es la continua apreciación del peso. El tipo de cambio real multilateral perdió un 40% de su valor entre enero de 2024 y enero de 2025. Un último factor que podría generar presión externa es la apreciación del dólar y las escaramuzas arancelarias en la economía global. En este contexto, el riesgo país interrumpió su caída para acercarse nuevamente a los 700 puntos básicos al tiempo que la brecha cambiaría se amplió.

### La batalla por la resiliencia

Un cambio adicional en la agenda política, que seguramente vendrá de la mano del LIBRA-GATE, es que la batalla cultural va a tener que ceder espacio en favor de la batalla por la resiliencia. Esto es, buena parte de la energía del gobierno va a tener que invertirse en reforzar la capacidad de la estrategia de reformas para resistir, absorber y adaptarse a las consecuencias del primer gran shock sufrido por esta administración. Las preguntas que sugiere el enfoque de redes son útiles para clarificar los desafíos.

#### ¿Qué falló en la estrategia y generó el shock?

Hemos visto que la coyuntura presentaba, al momento del shock, tanto debilidades como fortalezas. Pero, hasta ahora, el manejo de la política económica por parte del gobierno había mostrado un consistente alineamiento de toda la administración detrás del objetivo de estabilizar, particularmente con respecto a la tarea más compleja: mantener firme el ancla fiscal preservando al mismo tiempo niveles razonables de popularidad. Esto indica que el shock se debió enteramente a un error no forzado en la implementación de estrategias, por lo que es de esperar que el mayor pacto del LIBRA-Gate se haga sentir en el plano político antes que en el económico. Obviamente, si la confianza en el gobierno se debilita, la credibilidad de la política económica lo va a registrar. Pero es la política y no la economía la que está hoy en la trinchera más expuesta.

El análisis político no es el objetivo de estas notas, pero el sentido común sugiere que, para prevenir eventos de este tipo se requieren mejoras en los mecanismos de decisión, incluyendo, quizás, una diversificación de las fuentes de asesoramiento técnico, en línea con lo que se aconseja en finanzas para gerenciar los riesgos.

#### ¿Cómo desactivar los efectos de propagación en cascada del shock?

El flanco más débil que hoy muestra el programa es la escasez de reservas internacionales. Por lo tanto, si el shock agrava el problema de reservas, los factores que hoy actúan en favor de la propagación por el shock político que erosionó la credibilidad se van a potenciar. La vía más expeditiva para abortar el proceso es firmar rápidamente el acuerdo con el FMI, que vendría con el bonus de mejorar el riesgo país. Recrear la expectativa que existía hasta no hace mucho de que el riesgo país se deprimiría hasta permitir el acceso a los mercados en un tiempo prudencial, es también clave para proteger los logros del programa de las consecuencias del LIBRA-Gate. Un factor adicional importante es que se detenga el goteo de los depósitos en dólares, que vienen alimentando tanto la acumulación de reservas como el crédito al sector privado en un contexto algo desbalanceado en que los depósitos se reducen 4.2% mientras el crédito crece un 14.2% mensual.

#### ¿Cómo reforzar la resiliencia del programa de reformas?

Resiliencia implica resistencia, pero también capacidad para adaptarse. Antes del “viernes negro”, el ejecutivo contaba con una ventaja de peso para implementar las reformas y, simultáneamente, ganar espacio para manejar los riesgos de la estabilización: la confianza del público. Luego del shock, seguramente, el espacio de maniobras se va a achicar, por lo que probablemente las autoridades se van a ver en la necesidad de adaptar sus estrategias para reducir los factores de riesgo para la estabilización e incrementar la resiliencia.

Hay tres condiciones que parecen ineludibles en este sentido. La primera, que el gobierno ya cumple, es eliminar el déficit fiscal. La segunda es levantar el cepo –al que el presidente le puso ya fecha de vencimiento– pero sin definir qué características específicas tendría el nuevo régimen cambiario, de forma de cumplir con dos requisitos clave: no desincentivar la competitividad externa y ser amigable con la inversión extranjera. La tercera es preservar el consenso sobre las reformas, para lo que se necesita que las mejoras de bienestar que se vienen observando se consoliden sobre la base de una economía que expande el empleo de la mano del crecimiento.

Uno de los riesgos más importantes para el periodo post LIBRA-Gate es, justamente, que el proceso de retomar el camino del crecimiento sostenido se demore, los consensos políticos se deterioren y las *animal spirits* empresarios se debiliten. Es difícil saber si los eventos actuales serán sólo una anécdota en pocos días o no. Pero seguramente van a quedar lecciones.

