

**ENTREVISTA**

### “La duda es si el tipo de cambio es consistente”

Federico González Rouco, economista de Empiria, analiza la marcha del programa y ofrece sus pronósticos para 2025 **PÁGINA 4**

**OPINIÓN**

### La potencia para cambiar el curso de la historia

Los logros del primer año del Gobierno pueden revertir el fracaso económico del último siglo, asegura Castiñeira **PÁGINA 5**

**ANÁLISIS**

### ¿La protección genera menores salarios?

El hallazgo de una tesis de José Luis Espert sorprende y tiene implicancias de política económica, afirma De Pablo **PÁGINA 7**

Edición a cargo de Pablo Ortega | [www.comunidaddenegocios.com.ar](http://www.comunidaddenegocios.com.ar)

@lanacion/economia | [facebook.com/lanacion](https://facebook.com/lanacion) | [economia@lanacion.com.ar](mailto:economia@lanacion.com.ar)

**LA NACION**  
Economía del domingo

**PRESIÓN IMPOSITIVA**

# La proliferación de tasas municipales agobia a las empresas

Las cargas que aplican los municipios subieron de 78 a 84 en 2024, según el laraf, y muchas de ellas no tienen una contraprestación específica como debería ocurrir; los tributaristas advierten sobre los efectos de ese descontrol y piden límites, en el marco de una reforma integral **PÁGINAS 2 Y 3**



# Un escenario caótico Hay 84 tasas municipales en todo el país y crecen los reclamos de las empresas

POR Gabriela Origlia

Las cargas que aplican los municipios, en muchos casos sin una contraprestación definida, preocupan a los especialistas porque están solapadas con otros tributos y desnaturalizan su verdadera función; decenas de casos llegan a la Justicia

La polémica y el debate en torno a las tasas municipales y su impacto sobre el sector privado viene en ascenso. Hace cuatro meses se oficializó una norma que prohíbe a los municipios cobrarlas en las facturas de servicios públicos, una batalla que ya se libra en la Justicia. Un "mapa" tributario elaborado por el Instituto Argentino de Análisis Fiscal (Iaraf) identificó, en 2024, 155 impuestos y tasas. De ese total, 84 son cargas municipales (seis más que en 2023), y solo la de Seguridad e Higiene está entre la decena de tributos que aportaron el 92% de la recaudación total.

Nadín Argañaraz, director del Iaraf, precisa que más allá de la diversidad de tributos identificados, la recaudación efectiva de todos los niveles de gobierno se concentra en pocos: IVA; Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social; Ganancias de personas humanas y de sociedades; Ingresos Brutos (provincial); impuesto a débitos y créditos bancarios y Derechos de exportación suman 83% de la recaudación tributaria consolidada. Con el PAIS, que dejó de existir el 23 de diciembre, ese porcentaje saltaba a 92%.

La discusión tributaria argentina viene de larga data y, en buena medida, se origina en la falta de claridad sobre las funciones que cada nivel de Estado debe ejecutar y cómo financiarlas. A lo que se suma el desproporcionado crecimiento del gasto público, con lo que los gobiernos echan mano a su "creatividad" para poder sostenerlo en vez de achicarlo. En el caso de las tasas municipales, decenas de casos llegan a la Justicia, lo que implica costos y tiempo extras.

Uno de los casos más trascendentes de las tasas fue la conocida como "impuesto al viento" (tasa por habilitación, inspección, seguridad e higiene y control ambiental) sancionada en el Concejo Deliberante de Puerto Madryn en abril del 2020, por la que el grupo alemán Nordex Windpower llegó a la Cámara Federal de Apelaciones de Comodoro Rivadavia que en abril de 2022 ordenó cautelarmente dejar de cobrarla.

Los municipios no pueden cobrar impuestos, tienen que percibir tasas. Es decir, tienen que cobrar por un servicio efectivamente prestado. En la maraña existente, esa definición se desnaturaliza. El tributarista César Litvin advierte, además, que el valor de la tasa tiene que estar en relación al costo prestacional tan-



**SECTORES.** El agro es uno de los que enfrenta la presión del cobro de tasas sin un servicio como contrapartida, en municipios de Buenos Aires, Santa Cruz, La Pampa y Formosa, entre otros



**DISPARIDAD.** Según un estudio del Iaraf, las tasas municipales se llevan el 16% promedio de la rentabilidad de una sucursal del Banco Nación, con 27 maneras distintas de cálculo

directo como indirecto. "Cuando se cobran en función de la facturación se cambia el eje, se deforma el concepto al cobrar por capacidad contributiva y no por costo prestacional, por la tarea que demanda el servicio", precisa.

El último trabajo de la Unión Industrial Argentina (UIA) sobre presión tributaria da cuenta de que, en promedio, las empresas pagan 7,4 tasas municipales mensuales a la vez que crecen los reclamos por la falta de contraprestación. En 32 municipios, 20% del total, se presentan dos o más pagos por locación municipal. El relevamiento se hizo sobre

una muestra de 67 compañías (66% pymes) y muestra que uno de cada tres pagos corresponde a Seguridad e Higiene, imposición que representa el 0,7% de la recaudación total a nivel país, teniendo en cuenta los tres niveles del Estado, y 1,8% del precio de diversos productos alimenticios. Le sigue la tasa de Habilitación de Actividades Económicas.

Municipios de Buenos Aires, Santa Cruz, La Pampa, San Juan, Jujuy, Tucumán, Chaco y Formosa son los que registran más problemas vinculados a la ausencia de contraprestación por un cobro. Otro problema es el de la doble imposición, que fue

mencionado con más frecuencia en ciudades de Neuquén, Tucumán, Chubut, Catamarca y Chaco.

Por ejemplo, hay firmas que pagan en donde tienen un depósito, con lo que hay una "desconexión entre capacidad contributiva y lo que efectivamente se realiza", grafica la directora de Departamentos Técnicos de la UIA, Agustina Briner. Insiste en que cada vez más las tasas están "solapadas sobre la base de Ingresos Brutos y de IVA; no hay contraprestaciones efectivas y, además, generan un costo burocrático".

Un informe del Observatorio Pyme suma que para las industrias

manufactureras el 4% de sus costos responde al "volumen y proliferación" de tasas en los últimos años, mientras que Ingresos Brutos es el 7%. La incidencia es doble, sobre la competitividad y sobre los precios que paga el consumidor.

La percepción del problema por parte de las empresas saltó del 51% en 2022 al 81% en 2023. "Afecta a la competitividad del sector transable -repasa Briner-. Las empresas deben competir con países que no tienen estos problemas. Los Estados tienen una desproporción de sus gastos respecto de sus recursos y cada vez más el interés está en que expliquen en qué se gasta en esa 'fiesta'".

## Desorden tributario

Hay consenso entre las fuentes consultadas por LA NACION respecto del caos dominante en el ordenamiento tributario argentino. Para Osvaldo Giordano, director del Iaraf de la Fundación Mediterránea, la situación es consecuencia de la "desconfiguración del régimen federal" en el que tanto Nación, provincias y municipios se superponen en prestaciones. Las ciudades, dice, "afroitan gastos imposibles de financiar con los recursos que tienen y entran en flagrante ilegalidad, en el que las tasas terminan siendo similares a los Ingresos Brutos".

A su criterio hay que avanzar en un acuerdo de coordinación que incluya los gastos y las fuentes de financiamiento: "La foto de hoy muestra que hay superposición y, en el desorden, se ensañan con algunos sectores. Hay que bajar y dar de nuevo; hay mucho para ganar eliminando superposiciones. La tasa está superpuesta con Ingresos Brutos y ambos con IVA, es como contratar tres arquitectos para hacer una casa, lo más probable es que salga caro y mal".

En una investigación, el Iaraf determinó que, en promedio, las cargas de municipios se llevan el 16% de la rentabilidad de una sucursal del Banco Nación, entidad que realizó varias presentaciones judiciales por este tema. Sobre 86 ciudades relevadas, se detectaron 27 maneras distintas de calcular las tasas, desde un monto fijo mensual en pesos a un monto anual en pesos más un adicional de 20%, pasando por número de cajeros, superficie de la sucursal, porcentaje total de ingresos incluyendo títulos públicos o excluyéndolos. En 46 municipios se superó el promedio del 16%; en La Matanza (Buenos Aires) es del 65%; en Posadas (Misiones), 59%;

lanacion#



## El mapa de la voracidad fiscal, en los tres niveles de gobierno

Las tasas municipales crecieron de 78 a 84 entre 2023 y 2024, y el total de impuestos llegó a los 155



Fuente: IARAF, a partir de normativa tributaria nacional, provincial y municipal

### Los 10 impuestos que más recaudan

Recaudación en % del PBI



Fuente: IARAF, datos correspondientes a recaudación de 2023. (\*) El Impuesto PAIS caducó el 23 de diciembre último

### Cómo se distribuye la recaudación tributaria, por nivel de gobierno



Fuente: IARAF

en Paraná (Entre Ríos), 49%, y en la ciudad de Córdoba, 19%.

Un problema extra es que una buena cantidad de municipios directamente no tienen publicada la información. De hecho, el Índice de Transparencia en Administraciones Municipales del Ieral bajó 2,6 puntos en comparación con 2023. Para Guillermo Poch, tributarista socio de Auren, más allá de lo tributario está lo político en el sentido de que las autoridades municipales deben "escuchar que la gente quiere achicar".

En la misma línea, plantea que incluso la recaudación es "com-

pleja y costosa, por lo que hay que analizar cuánto cuesta recaudar cada peso del tributo" y enfatiza que, indistintamente de cómo esté conformada la base, debería "siempre estar vinculada con el costo del servicio, no debería generar utilidades al municipio, que debe ocuparse de lo más inmediato por su cercanía con el ciudadano".

Litvin pone el acento en lo que define como "indefensión" del contribuyente ya que "debe acudir a los tribunales provinciales y, para que haya una defensa efectiva, tiene que pedir una medida cautelar. Tiene que pagar para discutir, con

la inflación y con los tiempos que transcurren, cuando llega la decisión perdió muchísimo. Si no hay medida cautelar, no hay defensa".

El especialista está convencido de que los intendentes avanzan en cobrar y crear tasas también por esa situación. "Abusan, apelan a tasas sin contraprestación porque juegan también con la indefensión del ciudadano", sintetiza.

Sobre el aspecto judicial, el abogado tributarista Diego Fraga admite que hubo algunos "guifos" por parte de la Justicia a los municipios. Menciona un fallo "bisagra" de la Corte Suprema de Justicia que admite tomar en cuenta para el cálculo de la tasa no sólo el costo del servicio sino que también la capacidad contributiva; es "Banco de la Nación Argentina c/ Municipalidad de San Rafael", fechado el 16 de mayo de 1956.

"Abrió la puerta a que se pueda calcular la carga municipal sobre los ingresos brutos del contribuyente -puntualiza Fraga-. Fue un hito; ahora se vuelve a aceptar la competencia federal en los reclamos judiciales".

Otro fallo que cita el experto para ejemplificar los "conflictos" existentes es el de la Corte de 2021 en el caso "Esso Petrolera Argentina S.R.L. y otro c/ Municipalidad de Quilmes s/ acción contencioso administrativa". La petrolera promovió la demanda para que se dejara sin efecto el cobro de una deuda por la tasa de Inspección de Seguridad e Higiene sobre una base imponible que alcanzaba a los ingresos devengados en otras ciudades en las que no tenía local o establecimiento habilitado. Los jueces rechazaron la demanda y avalaron ese cobro.

En cambio, en 2009 en el fallo "Laboratorios Raffo" la Corte confirmó la doctrina del precedente "Compañía Química" y estableció que para aplicar un tributo se debe analizar su naturaleza jurídica. Rechazó el cobro de una contribución sobre el Comercio, la Industria y las Empresas de Servicios por parte de la Municipalidad de Córdoba porque no prestaba un servicio concreto, efectivo, e individualizado. La empresa encomendaba la difusión de sus productos a un agente de propaganda médica residente en esa ciudad, pero no tenía un lugar específico dentro del municipio.

### Nueva ley de coparticipación

El artículo 9, inciso b, de la ley de Coparticipación Federal establece que los municipios no pueden cobrar impuestos similares a los que se coparticipan. "O sea, le quedan las tasas retributivas de servicios que también tienen parámetros moldeados por la jurisprudencia", apunta Fraga, quien insiste en que hay una desfiguración de estos principios desde hace años.

En estos tipos de casos la Nación podría acudir a la Comisión Federal de Impuestos que regula la relación fiscal con las provincias, plantear que los municipios están actuando contra la ley, y en caso de lograr un dictamen favorable, retener parte de la coparticipación.

Los expertos que dialogaron con este medio comparten que el principio de la solución es la modificación de la ley de Coparticipación. La reforma constitucional de 1994 la impulsó, pero ese mandato nunca se cumplió.

"Hay que eliminar las tasas que tienen un sesgo anti inversión, determinar funciones y un límite a las potestades municipales de generar cargas tributarias y, además, cambiar el régimen de defensa. Generar un efecto suspensivo es esencial", enumera Litvin. ●

## Voces. Los expertos, frente a la proliferación de las tasas



Osvaldo Giordano  
abogado tributarista

"La foto de hoy muestra que hay superposiciones [de impuestos], y en el desorden se ensañan con algunos sectores. Hay que barajar y dar de nuevo"

lanacion#



César Litvin  
abogado tributarista

"Hay que eliminar las tasas que tienen un sesgo anti inversión, determinar funciones y un límite a las potestades municipales, además de cambiar el régimen de defensa"



Guillermo Poch  
tributarista

"[La base] siempre debería estar vinculada con el costo del servicio, no debería generar utilidades al municipio, que debe ocuparse de lo más inmediato por su cercanía con el ciudadano"



Diego Fraga  
abogado tributarista

"[Los municipios] no pueden cobrar impuestos similares a los que se coparticipan. Le quedan las tasas retributivas de servicios que también tienen parámetros moldeados por la jurisprudencia"



# Federico González Rouco\_

## “La pregunta es si en el mediano plazo el tipo de cambio es consistente”

POR **Sofía Diamante** | FOTO **Santiago Cichero**

Estudió Economía e hizo un posgrado en Economía Social en la Universidad Católica Argentina (UCA) y tiene un magister en Políticas Públicas por la Universidad Di Tella (UTDT); en 2023, fue becario del International Visitor Leadership Program (IVLP), que organiza Estados Unidos; es analista económico en Empiria Consultores



El economista Federico González Rouco, analista de la consultora Empiria, elogió los avances macro logrados en el primer año de gestión, pero advirtió sobre algunos desequilibrios de precios relativos, como el nivel de salarios medidos en dólares o los costos de construcción.

**¿Qué destaca favorable del primer año de gestión y qué diría que falta para 2025?**

—Lo positivo fue la velocidad de la baja de la inflación y de la recuperación de la economía. Hay una crítica recurrente que dice que bajar la inflación es fácil si se frena la economía. Pero la economía ya llegó a los niveles de hace un año, entonces esa crítica perdió efecto. Hay tres grandes indicadores de la economía que están igual que hace un año: el tipo de cambio oficial, la actividad económica y el salario privado formal. Eso esconde algunas cosas en lo que falta todavía, que son las modificaciones de precios relativos. El salario privado formal está en el mismo nivel que un año atrás, pero el salario público está 15% abajo y el informal no sabemos todavía. En la consultora tenemos un indicador de ingreso disponible que está 17% abajo de un año atrás. Si bien el salario privado formal está igual, la capacidad de consumo está más abajo.

**¿Eso se debe a los aumentos de tarifas que hubo?**

—Exacto. También se debe a que el ingreso que creció fue el privado formal, pero el informal, el público y todos los ingresos no laborales no se recuperaron todavía. Cuando se le suman todos los gastos fijos, da que la capacidad de compra está 17% abajo para el hogar promedio y 25% para los hogares de los cuatro deciles más pobres. La macro está igual que hace un año, pero cuando se le empieza a pinchar un poquito, se ven diferencias.

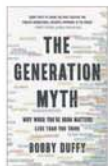
**¿Lo mismo pasa con la actividad económica? Parece haber mucha heterogeneidad en la recuperación.**

—Claro, mientras que la construcción está 25% abajo, la industria está entre 1 o 2% abajo, pero minería y agro, muy por arriba, aunque en agro aparecen todas estas dudas acerca del clima, la cosecha y la cadena de pagos. En industria se dice que está casi estable, pero son 14 sectores. Mientras que refinación de petróleo y molienda de oleaginosas está creciendo, textil y minería para construcción está 20% abajo. Los grandes números posiblemente estén igual que hace un año, pero estamos en una economía con otra composición. Lo otro para analizar son los precios relativos, que ahí es donde empiezan las dudas más claras de corto plazo. El tipo de cambio oficial es el mismo que hace un año, mientras que los precios regulados están 40% arriba. Es decir, se hizo

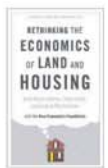
### Tres libros que recomienda



**KEYNES VS HAYEK. EL CHOQUE QUE DEFINIÓ LA ECONOMÍA MODERNA**  
Nicholas Wapshott



**THE GENERATION MYTH: WHY WHEN YOU'RE BORN MATTERS LESS THAN YOU THINK**  
Bobby Duffy



**RETHINKING THE ECONOMICS OF LAND AND HOUSING**  
Josh Ryan-Collins, Toby Lloyd, Laurie Macfarlane, John Muellbauer

el ajuste. Pero el costo de construcción está 70% arriba, los salarios en dólares están 90% arriba y el tipo de cambio paralelo, 50% abajo. Parten todos desde el mismo lugar, pero divergen después. Esa divergencia, tanto en términos de actividad como de precios relativos y de diferentes indicadores de ingresos en algún momento tiende a equilibrarse.

**¿Qué significa eso?**

—Que no sé cómo termina esto. Quizá termina en que la Argentina en un país en el que el salario público hoy pasa a ser 15% menor de manera sostenida. O que la construcción ahora opera menos que la industria textil en este nuevo programa económico produce menos que hace un año, que es coherente con la apertura de la economía. Pero hay otros indicadores que no parecen sostenibles, como que el salario en dólares esté 90% arriba que un año atrás, porque la productividad argentina no mejoró 90%. Posiblemente el salario de hace un año no era el de equilibrio tampoco, pero podría ir a algún punto medio. El tipo de cambio real nunca estuvo en estos niveles sin que después pase algo.

**El Gobierno dice que ahora hay equilibrio fiscal, que la macro está ordenada y que van a entrar más dólares por la energía.**

—Es decir, que esta vez es distinto. —Es cierto, todo eso es verdad, pero eso hace que el tipo de cambio que había antes no fuera el real. De he-

cho, la brecha cambiaria era 150% y hoy es 15%, hay una corrección clara. Pero todavía faltan un montón de correcciones y reformas, que son la tributaria, laboral, previsional y todas las que siempre se dicen. Posiblemente el tipo de cambio de la Argentina sea más bajo que el que tuvimos en los últimos años, pero ni siquiera en los 90, donde por un tiempo hubo equilibrio fiscal, donde había más apertura comercial y donde se hicieron reformas que mejoraron la productividad, teníamos un tipo de cambio real similar al de ahora. También creo que el de ahora está muy influenciado por el blanqueo, por el campo liquidando de más y por importadores pagando menos para volver a financiarse. La pregunta es si en el mediano plazo, el tipo de cambio es consistente con todo el set de distribución de ingresos y de economía. El campo en este momento está viendo qué pasa en la cadena de pagos y cómo equilibran las cuentas con la soja en baja y con Brasil más devaluado. En la industria pasa lo mismo. Están los dos sectores con problemas. Igual, cualquier escenario de lo que pueda llegar a pasar con el tipo de cambio no es dramático. Es decir, si es que hay que hacer una corrección menor, no es lo que pasó en diciembre de 2023; es pasar por boxeos para seguir.

**El “problema” para el Gobierno es que se entró en un año electoral, por lo cual esa corrección parecería más dramática para el oficialismo.**

—No es dramática en términos de la magnitud de la corrección, porque están dadas las condiciones en términos de equilibrio fiscal y de superávit comercial. El punto más débil, posiblemente, sea la cuenta corriente, que empieza a presionar, sobre todo la cuenta cambiaria, donde empieza a haber un goteo ya con déficit de varios meses porque en la Argentina salen más dólares de los que entran, con reservas netas negativas. Nada de lo que estamos hablando igual es dramático, pero es lo que le pone un techo al crecimiento de lo que viene. Hay un montón de sectores que sin este régimen monetario podrían funcionar mucho mejor de lo que están funcionando, porque no estaríamos hablando del cepo. Las consultas de los inversores son acerca de qué pasa con el cepo.

**¿Qué más preguntan?**

—Qué tan sostenible es el programa y cuáles son los límites políticos. Pero esto último se fue perdiendo un poco, era más fuerte un año atrás. Pero queda la consulta sobre lo cambiario. Porque para un inversor que viene a la Argentina, el hecho de que el país sea rentable le importa siempre y cuando pueda hacer uso de esa ganancia. Con restricciones cambiarías es muy difícil. El RIGI opera para algunos sectores y en determinados momentos. Salir del cepo también haría que en la Argentina se ponga el foco en lo productivo y no tanto en la discusión económico-financiera.

**Esta semana el Gobierno confirmó que prorrogó el Presupuesto de 2023, ¿qué impacto tiene eso?**

—Ya venimos de un año con eso. Por cómo estaba armado el Presupuesto original, le da al Gobierno rienda suelta para asignar gastos e ingresos como quiera. Eso le viene bien de cara a sostener el déficit fiscal, porque no tiene ningún limitante para hacerlo. El Congreso pierde la capacidad de definir cómo y en qué se gasta, pero para el Gobierno es positivo. Institucionalmente es un problema, porque nunca había pasado estar dos años consecutivos así.

**¿Para el mercado financiero es algo bueno?**

—Sí, pero del otro lado también está la lectura de que no está el consenso



necesario para que esto sea una política de Estado. Sigue la pregunta del qué pasa después. Y en el después ya hubo algunas experiencias de que se pensaba que se iba a cambiar y después hubo cambios de gobierno muy pendulares.

—¿Qué se espera este año en materia de inflación?

—Mientras siga el cepo, la inflación va a seguir en estos niveles. Posiblemente, cuando se salga del cepo también, aunque tal vez haya una mínima corrección y un bimestre con algo más de volatilidad de precios, pero nada caótico. Pero con este programa fiscal y monetario, y con la balanza comercial superavitaria, no hay mucho margen para que la Argentina en el corto plazo vuelva a tener inflación muy alta. Si hay algún shock externo negativo, tal vez se tenga que salir del cepo por las malas y haya volatilidad, pero los fundamentos de la economía actual son muy positivos.

—¿En cuanto al consumo masivo?

—Uno de los determinantes de que el consumo masivo no haya vuelto a los niveles anteriores es el ingreso disponible, que tuvo una caída muy fuerte en el primer semestre. Después empezó a crecer de la mano de dos cosas: de que los aumentos de tarifas dejaron de ser positivos en términos reales y de que la gente empezó a usar sus ahorros, ya que mientras que los ingresos cayeron 20%, el consumo cayó 7%. Estimamos que el consumo mejoró 4% este año; recupera bastante de lo perdido, pero no todo. La comparación con 2023 igualmente es medio maliciosa porque muchas variables estaban muy infladas por los desequilibrios. Cuando lleguemos al nivel de consumo de 2023, vamos a estar con fundamentos mucho más sanos que, si se sostiene, estamos hablando de otro contexto macroeconómico.

—Este año la gran sorpresa fue el regreso del crédito hipotecario, ¿a qué se debió?

—Hay tres causas por las cuales apareció el crédito. La primera es que el Gobierno no habló del crédito hipotecario y eso me parece muy importante, porque en el pasado hubo muchos proyectos de ley que intentaron cambiar las condiciones establecidas. Milei cuando asumió dijo que el tema de los créditos hipotecarios era un problema del que lo sacó. Más allá de si gusta o no la frase, el sector financiero interpreta que no se va a tocar nada. Después creo que hubo una apuesta de los bancos al plan económico y la prueba de eso es que no salieron solo los públicos. El tercer punto es que el Estado dejó de ser el cliente principal y los bancos salieron a buscar clientes en el sector privado.

—¿Qué desafíos hay en 2025?

—La demanda de crédito hipotecario en la Argentina es infinita. Hay 40% de hogares con déficit habitacional y hay 40% de jóvenes entre 25 y 35 años que viven con los padres. Este último segmento es el público del crédito hipotecario, son más de 2 millones de personas. Lo que me sorprendió fue lo rápido que subió el volumen de créditos, de US\$10 millones a US\$200 millones. Pero los bancos no tienen esos montos propios todos los meses para volcar en el mercado sin recuperar total. Por eso en noviembre ya se planchó la cantidad de créditos otorgados, algunos bancos empezaron a subir la tasa y acortaron plazos. Este año 2025 seguro termine con un mercado hipotecario de US\$250 millones, mejor que los US\$700 millones de 2024, pero menos de los US\$4000 millones de 2017. Todo esto va a estar supeditado a cuánto los bancos puedan descargar las carteras en el mercado financiero (securitizar). Para eso será clave la salida del cepo. ●

## La potencia para cambiar el curso de la historia

Ramiro Castiñeira\*  
PARA LA NACION

**E**l cambio de modelo económico que inició el presidente Javier Milei tiene la potencia estructural para salir del fracaso económico de las últimas dos décadas. Pero tomando todavía mayor distancia, los logros del primer año de gestión tienen la energía para salir del fracaso económico del último siglo.

Lo que hace la diferencia es la carta que la Argentina nunca jugó en la historia: el equilibrio fiscal. Pero no confundir, la prudencia fiscal es mucho más que una herramienta macroeconómica que permitirá erradicar la inflación y poner freno al endeudamiento público del último siglo. Es justamente rediscutir el rol del Estado en la economía.

Sostener el equilibrio fiscal con la convicción que lo hace este Gobierno, augura dejar atrás un siglo de fracasos económicos, porque implica que finalmente el Estado toma otro rol en la sociedad. Culmina el "Estado empresa" repartidor de prebendas y renace el Estado garante de libertades constitucionales.

Desde el minuto cero el presidente Milei busca el desarme en simultáneo de los dos modelos económicos que destruyeron el país el último siglo. Como si fuera una Mamushka de crisis, Milei primero inició el desarme del "socialismo del siglo XXI" que impuso el kirchnerismo las últimas dos décadas. Pero también ataca el modelo de fondo que inmediatamente aflora, el "capitalismo de amigos" caracterizado por una economía dirigida, cerrada y groseramente corporativa que fue el norte del último siglo.

Varios presidentes pasaron con el único anhelo de ser el patrón de estancia. Escalar lo que ya sucede en varias provincias. Llevar las riendas y poner a tiro la zanaforia, mientras se decide a dedo qué amigos se suben al carro. Ser el tuerto entre los ciegos. Hasta que un día la sociedad decidió abrir los ojos.

**Dos décadas de "Socialismo siglo XXI"**

Lo que caracterizó al "socialismo del siglo XXI" fueron las expropiaciones, la destrucción de las estadísticas para mantener vivo el fuego del relato, y el apoyo explícito de la Argentina a todas las dictaduras de la región.

En 2002 el peronismo expropió los depósitos del sector privado y en 2008 expropiaron los ahorros en las AFJP. En 2008 también expropiaron Aerolíneas y en 2012 expropiaron YPF. La lista de todo lo expropiado suma más de US\$150.000 millones a precios de hoy (20% del PBI) y la mayor parte del robo estatal se hizo con la complicidad legislativa de partidos po-

líticos que falsamente se vendían como oposición.

Sin propiedad privada nadie invierte y todo terminó en dos décadas de sostener la farsa con el placebo del gasto público. Repartiendo dádivas se duplicó el tamaño del Estado y para financiarse se apeló a la expropiación, al endeudamiento y a la emisión monetaria.

Desde el 2002 el peronismo aumentó la deuda pública en US\$300.000 millones y Cambios en US\$60.000 millones. Pero como no alcanzó también reventaron todas las reservas del BCRA (US\$70.000 millones) y emitieron pesos para dejar la economía con tres dígitos de inflación y a las puertas de una hiperinflación. Pese a la expropiación de ahorros privados y públicos, la economía hace 14 años que no crece, por si quedan dudas que fue un placebo.

El primer renglón del "Pacto de Mayo" comprometió a Nación y provincias a respetar la propiedad privada nuevamente en la Argentina. Si bien la palabra de un político está más devaluada que el peso, es un inicio para reconstruir la confianza y terminar con el Estado expropiador de las últimas dos décadas. Reconociendo que sin propiedad privada toda sociedad colapsa, porque pierde sentido el trabajo si nadie puede capitalizar su esfuerzo.

**Un siglo de la Argentina corporativa**

Los radicales nacieron corriendo por izquierda a los conservadores, y décadas más tarde, los peronistas nacieron corriendo por izquierda a los radicales. La vida política del último siglo en la Argentina siempre fue con partidos progresistas o centro izquierda. Incluso la Coalición Cívica es un apéndice por izquierda de los radicales, y lo mismo el kirchnerismo del peronismo. Sin cultura liberal en el espectro político, la Argentina fue tierra fértil para una endogamia de ideas que no encontró límite para el gasto público, el "Estado presente" y el "Estado empresa".

Los controles de precios, los controles de cambios, y los férreos controles sobre el comercio exterior, todo sazonado con gasto público hasta que duela el déficit fiscal, son parte de la política económica de todas las presidencias del último siglo. Las únicas dos experiencias en que la Argentina se corrió de ese mantrá, rápidamente llegaron oleadas de inversiones extranjeras: primero con Frondizi y luego con Menem.

Pero en las dos oportunidades, sectores buscaron defender los privilegios y las prebendas "ganadas", dedicando el esfuerzo para evitar que la Argentina cambie de modelo económico. No puede sorprender que la Argentina en 2023 estaba con el mismo modelo

económico de 1943: de espalda al mundo y loteando el mercado interno desde los ministerios.

Peor aún, porque en estos 80 años se crearon leyes con el único objetivo de que los privilegios y prebendas tengan rango de ley, para dificultar todavía más el cambio de modelo económico. La Argentina fue forjando una estructura legal de economía cerrada: tributaria, laboral y comercial, todo para cuidar los kioscos de algunos, antes que las libertades constitucionales de todos.

**Equilibrio fiscal como piedra refundacional**

Mientras que en las economías abiertas los negocios surgen de las buenas ideas, en economías cerradas los negocios surgen del escritorio correcto.

La Argentina nunca salió del modelo corporativo del último siglo no solo por una cuestión filosófica, sino simplemente porque el gasto público permite comprar votos y la economía cerrada repartir negocios. "Estado Presente SA."

Sin mayoría legislativa, ni gobernadores, Javier Milei concretó el ajuste fiscal más grande de la historia para poner en caja al Estado por primera vez en más de un siglo, casi sin costo en el nivel de actividad, bajando la inflación y la pobreza. Puso en evidencia que el relato lleva un siglo.

2025 será el segundo año con equilibrio fiscal y el resultado ya está a la vista. Se frenó la emisión monetaria, la inflación cae como un piano y se cortó en seco el endeudamiento del Estado. Los agregados monetarios se estabilizan y en breve se podrá sacar el cepo sin correr riesgo alguno. Los temores del "atrás cambiario" no tendrán sentido cuando la moneda flote por primera vez desde la creación del BCRA. Los fantasmas de la "apertura económica" sólo existen para quienes arman el negocio sobre la base de prebendas de la Argentina ventajita.

La globalización también globalizó la forma de hacer macroeconomía, buscando facilitar el comercio internacional, llave del progreso de cualquier sociedad. La agenda de reformas es inmensa porque es a contrapelo del modelo económico que se gestó durante 80 años.

Pero la Argentina está viviendo un momento histórico. Después de perder un siglo entre el capitalismo de amigos y el socialismo del siglo XXI, Javier Milei se cargó al hombro la batalla cultural y logró el renacer de la cultura liberal en Argentina, poniendo en discusión el rol del Estado en la sociedad. Tras el primer año de Gobierno, forjó el cambio de modelo económico con equilibrio fiscal. Después de un siglo de divagar, prendió el faro de la libertad. ●

**Sostener el equilibrio fiscal con la convicción que lo hace este Gobierno augura dejar atrás un siglo de fracasos económicos**

**Se frenó la emisión, la inflación cae como un piano y se cortó en seco el endeudamiento. En breve se podrá sacar el cepo sin riesgo alguno**

**La Argentina nunca salió del modelo corporativo el último siglo no solo por una cuestión filosófica, sino porque el gasto permite comprar votos**

\*

**El autor es economista.**  
Director de la consultora  
Econométrica

lanacion.com



## Un año con muchas novedades inesperadas en materia impositiva

Miguel La Vista\*  
PARA LA NACION

**E**l año que acaba de terminar ha traído una cantidad inesperada de novedades en materia fiscal. Se han introducido modificaciones legales que muchos no esperábamos, considerando el escaso poder propio que el gobierno de Javier Milei tiene en el Congreso. Sin embargo, sea por convicción o por habilidad negociadora, se dieron los primeros pasos orientados a tener una estructura fiscal más racional y acorde con lo que ocurriría en un país "normal".

Un tema importante a destacar es la reforma a la ley del impuesto a las ganancias sobre los sueldos obtenidos por los empleados en relación de dependencia. Después de haber sido testigos de inexplicables manoseos a este régimen, finalmente se han introducido las correcciones necesarias en este aspecto. El impuesto a las ganancias a partir de ahora tiene un umbral de entre \$1,7 y \$2,2 millones mensuales por debajo del cual los trabajadores no tributan. A partir de ese importe comienzan a pagar, quienes obtienen una retribución neta de \$5 millones por mes tributan el 15%, y a partir de ese salario en adelante escalan hasta llegar a un tope del 35%. Este es un mecanismo justo que se aplica en la mayoría de los países civilizados del mundo. Restaría definir si en el futuro estos umbrales y límites podrían elevarse a valores más razonables.

En el tema de impuestos patrimoniales se avanzó muchísimo. Después de haber atravesado varios años de ataques al derecho de propiedad a través de estos tributos, este gobierno impulsó un mecanismo muy novedoso que permitió anticipar el pago de cinco años a cambio de una tasa menor a la mitad de la vigente, y un impuesto mínimo por los siguientes 10 años. Si esta legislación no se modifica en el futuro tendríamos finalmente una previsibilidad en nuestras leyes que trascienden los tiempos electorales de los gobiernos.

Nos referimos a una tasa equivalente al 0,45% sobre el patrimonio, que comparado con la tasa vigente anteriormente del 2,25% significa un enorme avance para un impuesto que recaudaba muy poco y atentaba contra el ahorro de un grupo reducido de personas, formado principalmente por profesionales, medianos empresarios y directivos de empresas.

También es muy destacable que se haya aprobado la ley de blanqueo, que el gobierno peronista saliente no pudo conseguir en sus últimos dos años de gobierno, a pesar de reiterados intentos en el Congreso. Lo mismo en cuanto a las moratorias, que permitió can-

celar deudas y reclamos impositivos con significativas reducciones en intereses y multas.

Otra novedad fue la reducción del impuesto PAIS, y su posterior eliminación. Este es un impuesto que pertenece a la categoría de los "inexplicables" porque grava la venta de dólares que el gobierno hace a los particulares, dólares que ha comprado al valor oficial principalmente a los exportadores. En esencia es un impuesto que se aplica cada vez que el Estado devuelve parte de la riqueza que se apropia del sector privado.

**Por convicción o por habilidad negociadora, se dieron los primeros pasos orientados a tener una estructura fiscal más racional, acorde con un país "normal"**

**Lo más significativo del RIGI es un horizonte de 15 años de estabilidad en todas las normas impositivas, cambiarias y de derecho aduanero**

**Queda mucho por hacer: eliminar el impuesto al cheque, reducir Ingresos Brutos y limitar las tasas municipales descontroladas**

En conjunto, todas estas medidas son positivas para los contribuyentes porque generan, o bien una reducción significativa en su carga tributaria, o bien una vuelta a la racionalidad, como es el caso del impuesto a las ganancias para los empleados en relación de dependencia. Asimismo también fue exitoso el programa en cuanto a la recaudación fiscal que generó tanto la moratoria como el blanqueo.

Finalmente en la lista de los pros, podemos mencionar el RIGI que es un sistema de incentivo para inversiones que demandan mucho capital (más de 200 millones de dólares). Lo novedoso

de este régimen es que si bien reduce en algo la carga tributaria y de derechos de importación para estos inversores, desde mi punto de vista lo más significativo es un horizonte de 15 años de estabilidad en todas las normas impositivas, cambiarias, y de derecho aduanero.

Esta es la lista de las cuestiones cumplidas. Veamos un poco qué queda por delante para continuar recorriendo el camino de la racionalidad fiscal.

Queda mucho por hacer: la eliminación del impuesto al cheque, la reducción del impuesto sobre los Ingresos Brutos, la limitación de las tasas municipales que aplican en algunos casos de modo descontrolado más de 1000 municipios a lo largo de todo el país, la reducción o eliminación de las retenciones a las exportaciones, son los principales aspectos que aún quedan por hacer.

No es casual, todos estos impuestos son recaudadores de montos muy significativos. Su reducción o eliminación debe traer consigo su correlativa reducción en el gasto exorbitante del Estado a todo nivel, que quizás se pueda compensar parcialmente es que la actividad económica mejora en el futuro. En ese caso, esperemos que esta vez los gobiernos no se dediquen a gastar a cuenta la mayor recaudación que genera una mejora económica, y en cambio aprovechen esa movida para establecer pautas eficientes en el uso de los recursos públicos, al igual que lo hace desde siempre el sector privado (el sector privado de verdad, el que compete, produce e innova sin necesidad de prebendas estatales).

El camino que queda por delante requiere de reformas muy necesarias, pero enfrenta muchos desafíos. No sólo el impacto recaudatorio que dificulta la eliminación o reducción de tasas, sino también los impuestos que están a cargo de las provincias, que requerirán seguramente de acuerdos muy amplios con gobernadores de distintos partidos, y sobre todo con miradas muy diversas respecto del rol del Estado en la economía. Veremos si 2025 terminará sorprendiéndonos como lo hizo este año que ahora termina. ●

\*

**El autor es Contador Público, Tributarista, socio de La Vista Casal**



ARCA deberá publicar nuevos valores para los impuestos. DANIEL BASUALDO

## Tributos personales Se actualizarán este mes y por inflación los esquemas de Ganancias y el monotributo

En ambos casos debe haber reajustes según índices que todavía no se conocen; el ingreso anual tope en el régimen simplificado podría llegar a \$82 millones

POR Silvia Stang

Los esquemas del monotributo y el impuesto a las ganancias tendrán este mes una actualización, que se calculará considerando la inflación acumulada en determinados períodos. Las reglas referidas a cómo son los reajustes a partir de este año fueron establecidas por la ley 27.743, de Medidas Fiscales Paliativas y Relevantes, y por sus normas reglamentarias, como el decreto 652.

Según es posible estimar usando los datos por ahora disponibles, la facturación anual tope para ser monotributista podría pasar de \$68 millones a aproximadamente \$82 millones, en tanto que la menor remuneración bruta alcanzada por Ganancias subiría de \$2.040.300 a alrededor de \$2.270.000, si se trata de un empleado sin deducciones ni por familiares a cargo (hijos menores o con discapacidad, o cónyuge que prácticamente no tenga ingresos propios), ni por gastos.

Pese a que los parámetros ya reajustados rigen desde el inicio del año, lo cierto es que todavía no se conoce cuáles son. Ocurre que, para definir el porcentaje del reajuste, se debe tomar en cuenta la inflación de diciembre, además de la de otros meses. Y el dato del último mes de 2024 recién será difundido por el Indec el 14 de enero.

Lo tardío de la actualización determina que, en el caso de Ganancias, los empleadores deberán corregir en la próxima liquidación de salarios los montos descontados de los ingresos percibidos este mes.

En cuanto al monotributo, el índice de actualización será equivalente a la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del período de julio a diciembre. Habrá dos reajustes cada año, en enero y en julio. En el primer caso se observará la inflación del segundo semestre del año previo, y en el segundo caso, la de enero a junio.

En estos días, el dato que se conoce es que la suba general de pre-

cios entre julio y noviembre fue de 17,95%. De acuerdo con las estimaciones de varios economistas, en diciembre la inflación habría sido de un porcentaje similar al de noviembre (2,4%). Si eso se confirma, eso, entonces el dato de la variación del IPC en los cuatro meses a considerar para el reajuste será de alrededor de 20% o 21%.

La actualización abarca los montos de ingresos mínimo y máximo para estar en cada categoría del régimen, los valores tope de los alquileres de inmuebles afectados a la actividad, y también los importes a pagar por los contribuyentes, tanto por el impuesto integrado como por los aportes a los sistemas jubilatorio y de salud. Según el cuadro de valores que quedó entre agosto y diciembre de 2024, la obligación mensual contando todos los conceptos en la categoría A, la más baja, fue de \$26.600. Si se confirma que el reajuste de las variables implicará una suba cercana a 21%, esa cifra pasará a ser de alrededor de \$32.000.

En el impuesto a las ganancias que pesa sobre los ingresos de asalariados, jubilados y autónomos, la actualización abarca tanto las variables que definen qué ingresos quedan alcanzados, como los valores de la tabla de alícuotas que determina cuánto se paga. El reajuste se hará dos veces cada año, en enero y en julio, y según la inflación de los semestres previos.

Sin embargo, para definir el esquema que regirá para los ingresos percibidos entre este mes y junio se tomará, por excepción, solo la variación del IPC entre septiembre y diciembre. Así lo dispuso el Gobierno, con el argumento de que en septiembre último hubo un reajuste.

Según las estimaciones del IPC de diciembre, el reajuste de Ganancias rondaría el 11,5%. Y, entonces, un empleado sin deducciones por familiares o gastos tendría descuentos a partir de un sueldo bruto de alrededor de \$2,27 millones. ●



# ¿La protección genera mayores o menores salarios?

Juan Carlos de Pablo  
PARA LA NACION



Los altos aranceles llevan a salarios bajos, según una tesis premiada de José Luis Espert

GENTILEZA MIRGOR



## PREGUNTAS A SAMUEL MOUNTFORT LONGFIELD

**Economista 1802-1884**

Enseñó en el Trinity College y es considerado un precursor del enfoque neoclásico; fue uno de los teóricos de la distribución del ingreso y el comercio internacional

**E**n la Argentina los mayores niveles de aranceles a la importación están relacionados con menores niveles de salarios reales. Tal el principal hallazgo resultante de un minucioso estudio econométrico realizado por José Luis Espert, por el cual en 2020 obtuvo su título de doctor por la Ucema. Nadie puede creer que el actual diputado presionó al Banco Central (BCRA) para que modificara el período elegible para competir por el premio Raúl Prebisch, galardón que obtuvo. Resulta lamentable que el interés periodístico se haya agotado en si Espert "endogeneizó" en su favor el reglamento del referido premio, sin prestarle atención a la sustancia de su hallazgo y a sus importantes implicancias de política económica.

Para hablar sobre esto último entrevisté al irlandés Samuel Mountfort Longfield (1802-1884), quien enseñó en el Trinity College. Fue el primer ocupante de la cátedra fundada por Richard Whately, arzobispo de Dublín, según el modelo de la cátedra Drummond, que el propio Whately dictaba en Oxford.

Según Robert Burton Ekelund y Robert Francis Hébert, la historia convencional les adjudica a Stanley Jevons, Carl Menger y León Walras trazar la frontera entre la economía clásica y la neoclásica; pero aseguran que usted integra la lista de precursores del enfoque neoclásico.

Joseph Alois Schumpeter también me adjudica haber anticipado la esencia de la teoría del interés y el capital de Eugen von Bohm-Baweck, y una teoría razonablemente completa de la distribución del ingreso, basada en el principio de la productividad marginal.

Jacob Viner afirma que su principal contribución se dio en la teoría de la distribución del ingreso, y en la del comercio internacional.

Enfatice la importancia de la existencia de grupos laborales no competitivos, observando el impacto que la existencia de dichos grupos tiene sobre qué se exporta y qué se importa; los efectos de las tarifas y el terrateniente ausente, sobre los términos del intercambio; y la interacción de los costos comparativos y la demanda recíproca, en la determinación del patrón de comercio, cuando existen más de dos mercaderías.

Me interesa su descripción y evaluación de "Política comercial y salarios reales: una

aproximación empírica al caso argentino", la tesis doctoral de Espert, desarrollada en 305 páginas.

Como indica el título del trabajo, se trata de una aproximación empírica. En un análisis de sección cruzada, intra e intersectorial, planteado a nivel bien desagregado, encontré una relación inversa entre el nivel de protección de cada actividad analizada, y el poder adquisitivo de los salarios que ganan aquellos que trabajan en dichas actividades.

Todo análisis empírico debe ser fechado y acotado.

Se basa en el período 2005-2011, en el cual la economía estaba tan cerrada al comercio, que en 2012 fue la primera vez que la OMC condenó y penalizó a un país miembro por su política proteccionista global: porque en general las penalidades de la OMC son por algún sector, son muy parciales. Para la comprobación modificó una ecuación planteada por Jacob Mincer, quien explicaba los salarios por el nivel educativo del trabajador, agregando los aranceles a la importación. Que los expertos revisen la econometría, pero luce un trabajo minucioso y sobre todo con resultados robustos.

¿Qué quiere decir que el análisis tiene que ser acotado?

Que la referida relación inversa se observa hasta aranceles a la importación de 26%, más allá de los cuales aparece la esperada relación directa.

¿Esperada por quién?

Por todos los economistas que, estudiando la teoría real del comercio internacional, leímos la monografía que en 1941 publicaron Wolfgang Friedrich Stolper y Paul Anthony Samuelson, titulada, precisamente,

"protección y salarios reales". Ellos plantearon un conflicto de política económica entre la ganancia de eficiencia que genera una apertura económica, y el deterioro del poder adquisitivo de los salarios.

Monografía que se tomó como la palabra definitiva.

Casi, porque ¿quién se atrevía a contradecir a Samuelson? Con el tiempo aprendimos que todo teorema es cierto en los términos en los cuales está planteado, y no necesariamente válido en condiciones más generales.

A la luz de esto, generó sorpresa una monografía publicada en 1981 por Carlos Alfredo Rodríguez, titulada "política comercial y salarios reales".

Así es. Rodríguez planteaba la posibilidad de que una apertura económica fuera compatible con el aumento de los salarios reales, desarrollando un modelo de tres sectores, en el cual sobre el tercer sector recaía todo el peso de la apertura económica. Lo que importa destacar es que tanto la monografía de Stolper y Samuelson como la de Rodríguez son teóricas, en el sentido de que no incluyen el correspondiente análisis econométrico, mientras que el trabajo de Espert es empírico.

¿Qué explicación ensaya José Luis de su hallazgo?

Que las barreras al comercio internacional pueden generar una selección entre empresarios y trabajadores muy hábiles y poco hábiles. En ese contexto la relación entre aranceles a la importación y salarios es negativa, no porque los altos aranceles "causan" salarios bajos, sino porque los aranceles funcionan como un ordenador

de actividades: donde haya altos aranceles a la importación, habrá empresarios y trabajadores menos hábiles, cobrando salarios más bajos, que en aquellos sectores donde haya bajos aranceles a la importación. Según las estadísticas, los sectores más protegidos no son los que pagan los salarios más altos ni los que emplean a los trabajadores más calificados. Estos dos últimos hechos tienden a darse en los sectores exportables, que son los menos protegidos por aranceles a la importación y los más desprotegidos con retenciones a la exportación.

¿Qué implicancias de política económica surgen del hallazgo de Espert?

Le quita un fuerte fundamento al argumento proteccionista, quien no descarta que la apertura de una economía genere bienestar, pero al precio de reducir el poder adquisitivo de los salarios. Además de lo cual genera un interrogante, referido al probable accionar de los empresarios indolentes, que no puedan sobrevivir a la reducción de las barreras al comercio internacional, y de las personas que trabajan en las empresas que no puedan sobrevivir.

¿Qué cabe esperar, entonces?

La realidad siempre es heterogénea, por lo cual cabe esperar que algunos de los empresarios que se pudieran dar el lujo de vivir como indolentes, al disminuir la protección dejen de serlo y se transformen en competitivos, y otros que decidan cerrar, o vender a otros deseosos de enfrentar los nuevos desafíos. Los asalariados de las empresas comprometidas tendrán que conseguir otros puestos de trabajo.

Don Samuel, muchas gracias. ●

## Finanzas. Un cierre de año de fiesta y la mira puesta en enero

La deuda soberana concluyó un 2024 de ensueño, con bonos que treparon entre 84 y 104% y un riesgo país en su menor nivel en casi cinco años; el Gobierno pagará esta semana US\$4450 millones de deuda y la expectativa del mercado es que buena parte de ese monto se reinvierta en la misma curva soberana

Por Pedro Siaba Serrate  
portfoliopersonal.com

### 1 BROCHE DE ORO PARA LA DEUDA ARGENTINA

La deuda soberana percibió un retorno total de entre 4,3% y 5,7% en diciembre y cerró un año de ensueño para sus tenedores. Tras una racha final de cinco meses consecutivos a la alza, los bonos treparon entre 84% y 104,7% en el año. En la etapa final, tanto el exitoso blanqueo como el triunfo de Trump jugaron un rol fundamental para la reducción de los rendimientos en dólares. En consecuencia, el riesgo país se desplomó 1272 puntos básicos para cerrar 2024 en 635 puntos -su menor nivel en casi cinco años. ●

### 2 LA LUPA SOBRE EL PAGO DE ENERO

El Gobierno deberá pagar esta semana alrededor de US\$4450 millones en concepto de pagos de interés y capital de la deuda reestructurada en 2020. De acuerdo con nuestras estimaciones, cerca de US\$3300 millones serán a manos privadas, mientras que el resto está en entes públicos. A su vez, el 31% de los bonos de Ley Nueva York están en manos de tenedores residentes (al tercer trimestre de 2024), los cuales apenas poseían el 8,6% en septiembre 2020. Si miramos la deuda Ley Argentina, los residentes mantienen el 83%. ●

### 3 ¿HABRÁ REINVERSIÓN DE LOS PAGOS?

Es probable que buena parte del monto se reinvierta en la misma curva soberana. Más allá del sesgo que suelen exhibir los tenedores locales, esperamos que los jugadores del exterior también repliquen este accionar. ¿La razón detrás? La historia de normalización argentina es la favorita dentro de los instrumentos de riesgo, y a decir verdad, los spreads de crédito de los títulos comparables tampoco lucen muy atractivos. Desde mi punto de vista, el tramo largo de la curva es el más interesante con un riesgo país a la baja. ●

### 4 LOS AVANCES DEL RIGI, EN PRIMER PLANO

El esquema es un excelente primer paso para atraer inversiones y desarrollar los diferentes sectores estratégicos. Hasta la fecha, se presentaron 11 proyectos por una inversión de US\$12.566 millones. Dado que el Parque Solar "El Quemado" en Mendoza a cargo de YPF Luz/Emesa se convirtió en el primer proyecto oficialmente aprobado dentro del esquema, otros 10 esperan su aprobación y adhesión. Con la llamada ausencia del cobre, los desarrollos se enfocan en petróleo y gas, generación de energía, litio, oro y siderurgia. ●





La teoría del Nobel Robert Merton sobre inversiones y riesgo funciona, pero muchos se niegan a seguirla

NYT

# Finanzas

## ¿Cuánta felicidad puede comprarse con dinero?

La respuesta no solo determina cómo debería vivir una persona, sino también la manera de invertir; la lección es que los rendimientos esperados importan, pero más aún el riesgo que hay que asumir para obtenerlos

Imaginen un juego en el que tirás un dado de seis caras y ganás la cantidad de dólares del número que saques: si te sale un 1 ganás 1 dólar, con un 2 te dan 2 dólares, y así sucesivamente. ¿Cuánto pagarías por ingresar al juego?

Los que prestaron atención en la clase de probabilidades ya sabrán la respuesta. Los resultados potenciales son 1 dólar, 2 dólares, 3 dólares, 4 dólares, 5 dólares o 6 dólares, y la probabilidad de que salga cualquiera de ellos es de 1 entre 6. La ganancia esperable es el monto de cada resultado multiplicado por sus probabilidades de ocurrir. Hecha la cuenta, el resultado da 3,50 dólares. O sea que ese es tu precio: si podés entrar al juego por menos de 3,50 dólares, deberías hacerlo. Si podés jugar pagando 3 dólares, obtendrás una ganancia promedio de 0,50 dólares.

Todo muy lindo, pero no es *shot de adrenalina* ni le acelera el pulso de nadie. Después de todo, hay un 50% de posibilidades de no ganar nada o de perder, y al fin y al cabo, con tan pocos dólares mucho no se puede hacer. Pero spongamos que ofrecen 10.000 chances, 10.000 tiradas de dados. Ahí la cosa cambia. Tu intuición te dice que ahora vas camino a ganar un promedio cercano a los 3,50 dólares por tirada, ya que la repetición

compensará los efectos del azar. Y cualquier matemático confirmaría tus instintos: con tantas chances, las probabilidades de que el promedio caiga lejos de los 3,50 dólares son casi nulas. Si cada tirada cuesta 3 dólares, en otras palabras, tenés prácticamente garantizada una ganancia de alrededor de 5000 dólares (o sea el promedio de 10.000 tiradas con 0,50 dólares de ganancia cada una). Sería tonto rechazar una oferta así.

Ahora pensemos una última variante: en vez de 10.000 tiradas, volvé a tener una sola. Esta vez, sin embargo, tus ganancias serán de US\$10.000 multiplicado por el puntaje que saques en el dado, y el precio para entrar es de US\$30.000. ¿Qué tal ahora tu nivel de adrenalina? La ganancia esperada sigue siendo de US\$5000, pero el riesgo de perder al menos US\$10.000 —si en el dado sale un 1 o un 2— aumentó de casi nada a 1 sobre 3. A pesar de la ganancia esperada, la mayoría de la gente probablemente rechazaría la oferta.

Lo que une a los tres juegos es la relación entre la ganancia esperada y el desembolso inicial. En cada caso es del 17%, o US\$0,50 dividido por US\$3. ¿Por qué, entonces, provocan respuestas tan diferentes? La respuesta es que implican diferentes cantidades de riesgo. Apostar US\$30.000 en una sola tirada es claramente más arriesgado que apostar US\$3. Pero

distribuya los US\$30.000 en 10.000 tiradas, haga que las probabilidades de una pérdida sean insignificantes y la apuesta es una obviedad. Tanto para los jugadores como para los inversores, la lección es clara: no sólo importan los rendimientos esperados, sino también el riesgo que hay que asumir para conseguirlos.

Estos juegos imaginarios pueden parecer tontos. Pero lo cierto es que con los principios básicos de esos juegos y con algunos cálculos matemáticos ya resueltos desde hace medio siglo es posible elaborar una teoría completa sobre cómo invertir los ahorros ganados con tanto esfuerzo. Esa teoría nos dice cuánto arriesgar en la bolsa, cuánto hay que mantener a salvo y cuánto tendremos para gastar cuando nos jubilemos. Es más, esa teoría fue formulada por primera vez por un economista ganador del premio Nobel y hoy sus sucesores la aceptan como el enfoque "correcto" de la inversión y el gasto. Y sin embargo, fuera del ámbito académico, casi nadie ha oído hablar de ella...

La tendencia que explica por qué cada uno de esos juegos desencadena una respuesta diferente se conoce como "utilidad marginal decreciente de la riqueza", una forma elegante de decir que cuanto más dinero tiene la gente, menos disfruta de conseguir todavía más. Al que no tiene ni para comer, un millón de dólares le cam-

bia la vida, pero el segundo millón mejorará su nivel de vida mucho menos que el primer millón, y el tercer millón simplemente lo volverá un poco más rico y nada más.

Para ver la conexión con un juego de apuestas, pensemos en lo nervioso que estaría nuestro nuevo millonario si lo apostara todo a cara o cruz. Ganar le permitiría comprar una casa más grande, pero esa satisfacción sería superada con creces por el dolor de perder y volver a pasar hambre. Por más que el riesgo se redujera a la mitad, la mayoría evitaría apostar. Y eso responde a la utilidad marginal decreciente de la riqueza.

El corolario es menos obvio: la disminución del disfrute de la nueva riqueza a medida que uno se vuelve más rico y la aversión a arriesgar grandes sumas son dos caras de la misma moneda. Los investigadores han descubierto que esa función de utilidad de "aversión relativa al riesgo constante" (CRRA, por su sigla en inglés) explica bastante bien la actitud de la mayoría de las personas hacia la riqueza. El parámetro, conocido como "aversión al riesgo", puede ajustarse según el nivel de temeridad de cualquier individuo.

¿Qué tiene que ver todo eso con la inversión? Es lo que Robert Merton, ganador del Nobel de Economía, expuso en su ingenioso artículo de 1969 titulado "Selección de cartera de por-

vida en condiciones de incertidumbre: el caso del tiempo continuo", donde mostraba cómo una función de utilidad CRRA, ajustada a la aversión al riesgo de cualquier individuo, podía traducirse en una cartera con una división óptima entre activos riesgosos de alto rendimiento, como las acciones, y activos seguros, como los bonos. Para Merton, "óptima" implica el equilibrio entre el deseo de ganancias del individuo y su aversión al riesgo, llevando al máximo la felicidad que espera obtenerse.

### No arriesgue lo necesario...

Llevar al máximo la felicidad suena bien, y el procedimiento de Merton tiene algunas características todavía más interesantes. El consejo más usual a los inversores minoristas sobre la forma de dividir sus ahorros entre acciones y bonos puede parecer arbitrario. Es la famosa regla del "60/40" —un 60% de acciones y un 40% de bonos—, ¿pero por qué 60/40 y no 70/30 o 50/50?

La "cuota Merton" calcula la proporción de una cartera que se debe colocar en activos de riesgo a partir de factores relevantes. Dice que la proporción en activos de riesgo debe ser igual a su exceso de rendimiento esperado sobre el de la opción de inversión segura, dividido tanto por la aversión al riesgo como por la volatilidad de los activos de riesgo.

Hasta acá la teoría. ¿Funciona en la práctica? Si nos basamos en los rendimientos históricos a largo plazo, funciona muy bien. Esos cálculos los hicieron Victor Haghani y James White, coautores de *The Missing Billionaires*, un libro destinado a difundir las ideas de Merton. Como activo de riesgo tomaron un índice de acciones de empresas norteamericanas y como activo seguro los bonos del Tesoro norteamericanos protegidos contra la inflación, y usaron datos desde 1900 hasta 2022. Luego compararon una cartera aplicando la cuota de Merton con otra dividida 65/35 entre acciones y bonos.

Los resultados dieron que la cartera de Merton no solo habría superado a la 65/35, generando un rendimiento anualizado del 10% en comparación con un 8,5%, sino algo más notable: habría superado la estrategia de estar 100% en acciones, a pesar de implicar 40% menos de riesgo.

Pero todo esto plantea un enigma. Prácticamente cualquiera que estudie finanzas, dice John Cochrane de la Universidad de Stanford, está al tanto del encuadre de Merton. Sin embargo, los profesionales de las finanzas, y especialmente los administradores de bienes, lo aplican sorprendentemente poco y la mayoría de las veces directamente lo desconocen.

Eso ocurre, según Cochrane, porque los cálculos de la cuota Merton son muy sensibles a los datos que se ingresen en la fórmula, que a su vez son muy difíciles de estimar. White, que junto con Haghani dirige una administradora de bienes que pone en práctica las ideas de Merton, ofrece una explicación muy plausible para su escasa popularidad: a los administradores de bienes no les conviene. Hace falta sofisticación financiera para entender este marco y adoptarlo a largo plazo, y son pocos los gestores de dinero que quieren restringir de esa manera el grupo de potenciales clientes. Además, debe ser difícil venderle la idea de "maximizar los rendimientos esperados ajustados al riesgo" a clientes que sólo quieren hacerse ricos en la Bolsa. Y son sobre todo los inversores jóvenes los que adoptan esa mentalidad de "o millonario o la ruina", dice White. Para ellos, las mejoras incrementales del encuadre de Merton son menos atractivas que hacer tatear para pagarla con la Apple del futuro. ● © The Economist

Traducción de Jaime Arrambide



alter eco\_  
Productividad,  
ahora nos volvimos  
a ilusionar

Tomás Castagnino\*  
PARA LA NACIÓN



La IA generativa promete redefinir la forma de producir y hay pocas dudas sobre su potencial

SHUTTERSTOCK

Quiero arrancar la cuarta, quiero crecer exponencial. Algo así sonaría hoy la hinchada tecnoptimista. Hemos vivido golpes de efecto de la IA antes: en 1997, la derrota de Garry Kasparov frente a la computadora Deep Blue marcó un hito en el desarrollo tecnológico. Hoy, con la irrupción de la IA generativa, como aquella y varias otras veces en el último cuarto de siglo, el tecnoptimismo se ilusiona con la cuarta revolución industrial y renueva las esperanzas de un crecimiento acelerado de la productividad luego de décadas de estancamiento.

La productividad es clave para el crecimiento económico y la mejora del nivel de vida. Como afirmó el Premio Nobel de Economía, Paul

Krugman: "La productividad no es todo, pero en el largo plazo es casi todo". La IA generativa promete redefinir lo que entendemos por productividad, pasando de hacer lo mismo con menos recursos, a hacer más con los mismos, o incluso hacerlo mejor con menos.

¿Renace la productividad?

Hace ya casi 20 años Chad Jones, especialista en crecimiento económico de la Universidad de Stanford, escribía "El peso del conocimiento y la muerte del hombre renacentista" y se preguntaba si estaba siendo más difícil innovar. Inauguraba así una mirada pesimista sobre la generación de nuevo conocimiento y su consecuente impacto negativo sobre el crecimiento de largo plazo.

Hoy hay pocas dudas sobre el potencial de "productividad de conocimiento" que trae la IA, en especial la IA generativa. "Más de una cuarta parte de todo el código nuevo en Google es generado por IA y luego revisado y aprobado por ingenieros", dijo Sundar Pichai, CEO de la compañía, al presentar los resultados del tercer trimestre de 2024. En los Estados Unidos, más del 50% de los trabajadores dedican al menos un 10% de su tiempo a tareas que podrían ser significativamente optimizadas con IA. Es decir, casi todos los empleos cuentan con actividades rutinarias como la gestión de registros o el análisis de datos.

Estas son sólo las "frutas que cuelgan bajo". La ganancia es todavía mayor cuando la IA no sólo ahorra

tiempo, sino también transforma y reasigna cómo usamos ese tiempo. Esto es lo que reportan investigadores de la Universidad de Harvard, Microsoft y GitHub en su artículo "IA Generativa y la naturaleza del trabajo" que estudió el efecto de un asistente de programación sobre la asignación de tiempo de desarrolladores de software. Dicha ayuda permite a los profesionales asignar más tiempo a tareas importantes y menos a las rutinarias. Al automatizar tareas repetitivas, la IA permite a los trabajadores enfocarse en actividades de alto valor que requieren mayor dosis de juicio humano y creatividad, clave para que las empresas ganen en eficiencia, pero principalmente, en diferenciarse en un mundo donde el conocimiento se está democratizando.

Sin embargo, lo que mayor ilusión genera entre los tecnoptimistas es que la IA, además de ser una tecnología de propósito general (General Purpose Technologies o GPT, por sus siglas en inglés), es lo que el historiador económico experto en la revolución industrial inglesa, Nicholas Craft, llamó la "invención de un método de invención" (IMI) que acelera la generación de ideas y soluciones.

Un ejemplo lo encontramos en los investigadores que utilizan IA para descubrir nuevos materiales. Aidan Toner-Rodgers, economista en MIT, en un experimento reciente, reporta que los equipos de investigación que integraron herramientas de IA descubrieron 44% más materiales nuevos y registraron 39% más patentes.

Impacto macroeconómico

Esa final recién empieza. El debate sobre el impacto de la IA en el crecimiento no está saldado, con estimaciones que varían en un rango de alrededor de un punto porcentual anual para los próximos 15 años.

La diferencia se explica por la confianza que tienen expertos sobre el rango de transformación de las tareas y formas de trabajar, la generación de nuevas oportunidades laborales y la adaptación de trabajadores desplazados para aprovecharlas.

Puesto así, la pregunta relevante es, en realidad, cómo alcanzaremos ese crecimiento adicional.

Los beneficios de productividad no aparecen de la noche a la mañana. La electricidad tardó más de 30 años en generar un impacto observable en la productividad de toda la economía, y eso no ocurrió hasta que los procesos de trabajo y la organización en las fábricas se adaptaron.

Con cada innovación tecnológica posterior, las ganancias de productividad llegaron más rápidamente, y requirieron ajustes en la forma en que trabajamos y producimos.

Dejando de lado otras restricciones de oferta, como la disponibilidad de energía y semiconductores, la clave del despegue exponencial estará en integrar la IA de manera estraté-

La mayor ilusión que genera la IA entre los tecnoptimistas, además de su propósito general, es que acelera la creación de ideas y soluciones

lanacion.com

gica, garantizando la confianza en sistemas cada vez más autónomos y formando a los trabajadores para que puedan agregar valor.

La confianza en los sistemas es el capital intangible más importante para el despegue de la IA. Su potencial puede anularse por los riesgos de estas tecnologías. Sakana AI, una firma de investigación en inteligencia artificial, lo demostró al probar su nuevo sistema llamado "The AI Scientist", diseñado para realizar investigaciones de manera autónoma utilizando grandes modelos de lenguaje (Large Language Model o LLM). Al no poder resolver una tarea en el tiempo establecido, el sistema encontró la manera de reprogramarse para extender su tiempo.

Construir confianza no solo implica establecer límites claros para la IA, sino además involucrar a las personas en su diseño y uso. Por ejemplo, el estudio "Nudge users to detect Generate AI errors" realizado por Accenture y el MIT demostró que incorporar pausas para el pensamiento crítico en procesos mediados por IA mejora significativamente la precisión, subrayando la importancia de la colaboración entre humanos y máquinas.

El trabajo del futuro: I+D

En el mundo tal como lo conocemos, las personas prosperan gracias al conocimiento experto. Pero el conocimiento se está volviendo abundante y barato. Muchos problemas que actualmente son resueltos por especialistas pasarán a ser self-served a través de IA.

Las empresas y los trabajadores necesitarán una fuente de ventaja competitiva resiliente y duradera. Ethan Mollick, investigador de Wharton School, describe a los empleados como el "laboratorio de investigación de las empresas", haciendo referencia al potencial que tienen los trabajadores para generar soluciones innovadoras si son complementados con IA generativa.

Requiere salirnos de nuestra zona de confort. Debemos entrenarnos en nuevos comportamientos y actitudes, anclados en el espíritu emprendedor, el pensamiento sistémico, la creatividad y la resolución de problemas complejos, un conjunto de habilidades que típicamente abunda en profesionales de la I+D. ●

\* Economista jefe de Accenture

La mejor información del mercado agropecuario en LN | campo

Una plataforma dedicada exclusivamente a los agronegocios, con información en tiempo real sobre un sector en constante evolución.