

Centro de
Investigación de
Economía
Nacional



Seis meses de Milei

El plan económico en perspectiva

Introducción

El objetivo de este informe es repasar el estado de la economía a seis meses del gobierno de Javier Milei. En él presentamos de manera esquemática el plan económico puesto en marcha: su objetivo principal, sus pilares o “anclas”, los canales a través de los cuales opera, sus costos, y los riesgos de sostenibilidad que trae aparejados.

Al inicio del gobierno no estaban muy claros cuáles eran los objetivos principales de la política económica y, por lo tanto, tampoco lo estaba el plan ideado para conseguirlos. ¿Era dolarizar la economía? ¿Sacar el cepo? ¿Bajar la inflación? A seis meses, con cierta perspectiva de las medidas implementadas, el panorama parece estar un poco más claro.

Entendemos que el principal objetivo del gobierno es bajar la inflación. La propuesta de dolarizar parece haber quedado relegada. Asimismo, creemos que la propuesta de ordenar los desequilibrios macroeconómicos (déficit, pasivos remunerados BCRA, reservas netas negativas) es un medio, más que un fin en sí mismo. El paso de los meses muestra que levantar el cepo no resulta ser la prioridad, ni apura al equipo económico.

Asumiendo que la baja de la inflación es el objetivo, las medidas implementadas y los resultados obtenidos se pueden pensar como parte de un esquema que presenta bastante lógica interna. Es decir, las medidas implementadas se pueden

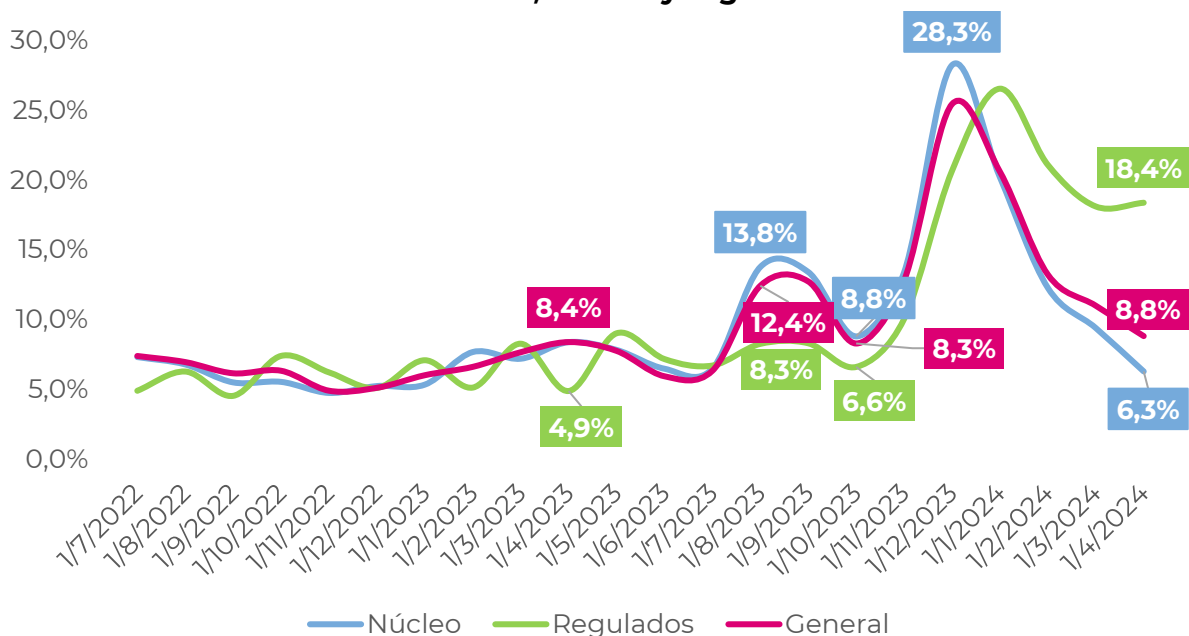
interpretar y ordenar a la luz de ese objetivo. El programa tiene tres anclas y, en materia desinflacionaria, el gobierno tiene algunos resultados para mostrar. Sin embargo, los costos para el conjunto de la sociedad son muy altos. Incluso asumiendo dichos costos, el éxito está lejos de estar garantizado: como veremos, surgen serias dudas sobre la sostenibilidad del proceso desinflacionario.

El objetivo del plan económico: bajar la inflación de manera sostenida ¿y sostenible?

Cuando Javier Milei comenzó su mandato, a dos días de asumir, una de las primeras decisiones fue la de devaluar el tipo de cambio oficial en un 118%, pasando de cotizar \$366 a \$800. Esta medida implicó un marcado aumento de la inflación mensual de diciembre y enero —25,5% y 20,6% respectivamente— contra los meses anteriores —octubre y noviembre 8,3% y 12,8% respectivamente—.

En ese sentido, dada la elevada inercia inflacionaria que es producto de la creciente indexación de contratos en regímenes de alta inflación, parecía lógica la lectura de que, producto de esta política, se consolidaría de forma permanente un nuevo piso de inflación mensual, superior al vigente antes del cambio de gobierno. Dicho de otra manera, era lógico suponer una espiralización de la inflación. Sin embargo, esto no fue lo que sucedió.

Gráfico 1: tasa de inflación mensual, núcleo y regulados.



Fuente: INDEC.

El gráfico 1 muestra la evolución de la tasa de inflación mensual considerando distintos universos de bienes: regulados, núcleo y general. Los regulados hacen referencia a aquellos precios sobre los que el gobierno incide directamente como las tarifas, mientras que la núcleo se corresponde con aquel universo de bienes que excluye tanto los regulados por el gobierno, así como aquellos bienes que sufren aumentos y caídas “estacionales” (es decir, que tienen alguna característica por la

que suben en momentos puntuales del año, más allá de la evolución general de la economía).

El escenario en las elecciones del año pasado estaba caracterizado por una núcleo más alta que el nivel general, porque los precios regulados estaban siendo incrementados por debajo de la inflación. Además, tras el salto cambiario del 22% el 14 de agosto de 2023 que llevó el dólar oficial de \$287 a \$349, la inflación núcleo nunca volvió a los niveles anteriores de las PASO (en julio de 2023 fue del 6,5%, mientras que, en octubre, del 8,8%).

El salto cambiario aceleró la inflación núcleo hasta el 28,3% en diciembre, pero desde entonces se ha reducido mes a mes. En paralelo, los regulados aumentaron por encima de la inflación, llevando al alza el nivel general. No obstante, si miramos exclusivamente la inflación núcleo, la variación mensual de abril fue del 6,3%, la menor desde enero de 2023.

Es decir, la devaluación no sólo no consolidó un nuevo piso de inflación más alto que el existente antes de la asunción de Milei, sino que los precios ya están aumentando a menor velocidad que antes de las PASO. A lo largo de este informe vamos a ilustrar las razones que explican esta desaceleración, sus costos, riesgos y sostenibilidad.

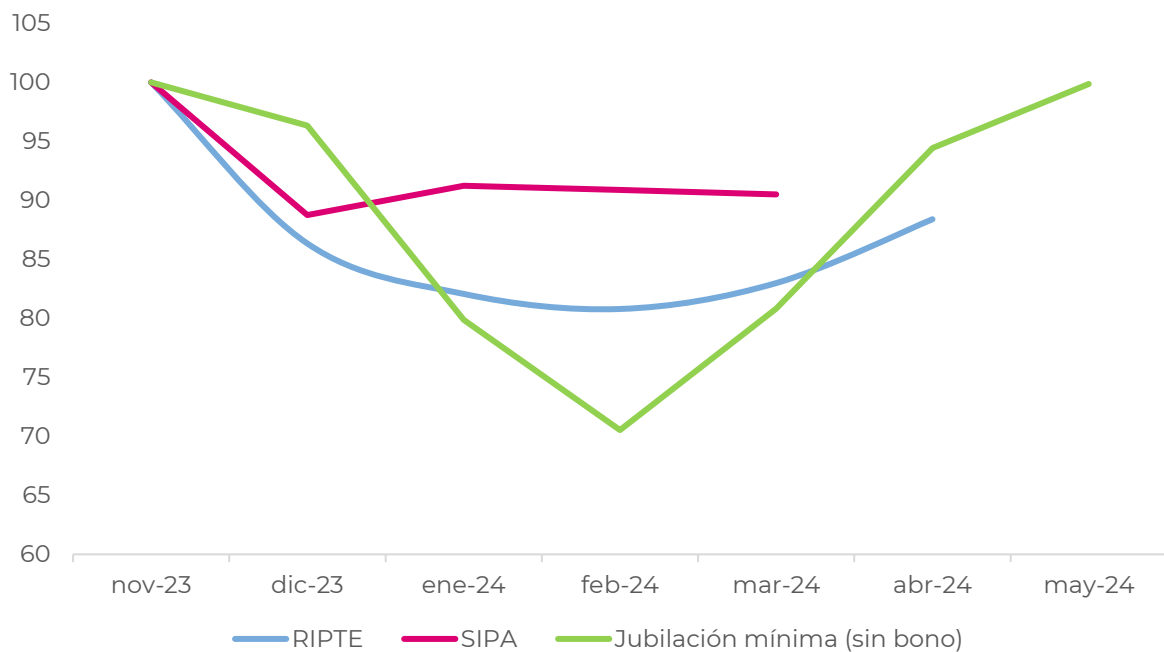
Los pilares de la desinflación

Consideramos que la desinflación tiene tres pilares o “anclas”. Estos son factores que tiran los precios hacia abajo, operando de manera directa y efectiva sobre la dinámica inflacionaria. Estos son: 1) la recesión, 2) la apreciación cambiaria, y 3) la reducción de la cantidad de dinero de la economía.

1) Derrumbe de la actividad económica

La devaluación y la consecuente aceleración inflacionaria produjo una caída generalizada de los ingresos de la población. Tanto las jubilaciones como los salarios cayeron de manera pronunciada en términos reales, especialmente en diciembre y enero, los meses de mayor inflación, que demoró en ser internalizada por los contratos (ya sea paritarias o fórmula de movilidad jubilatoria).

Gráfico 2: Evolución de los ingresos. Noviembre 2023 = 100.



Fuente: Ministerio de Capital Humano y Ministerio de Economía.

Las jubilaciones, excluyendo los bonos, en mayo prácticamente volvieron al nivel de noviembre de 2023, luego del piso que habían tocado en febrero. Esto fue posible por el aumento del mes de marzo (correspondiente a la vieja fórmula de movilidad) y luego, por el cambio de fórmula: desde abril, las jubilaciones se ajustan de manera mensual utilizando el IPC de dos meses atrás. Esto tiende a congelar las jubilaciones en términos reales, pero, en un contexto de desaceleración inflacionaria, permite una recuperación en el margen. Además, en abril, se dio un 12,5% extra de aumento para recuperar parte de lo perdido en los meses previos.

Sin embargo, a pesar de esta recuperación, las jubilaciones permanecen un 17,2% por debajo del promedio de 2023 y, por el propio cambio de fórmula, permanecerán congeladas en ese nivel.

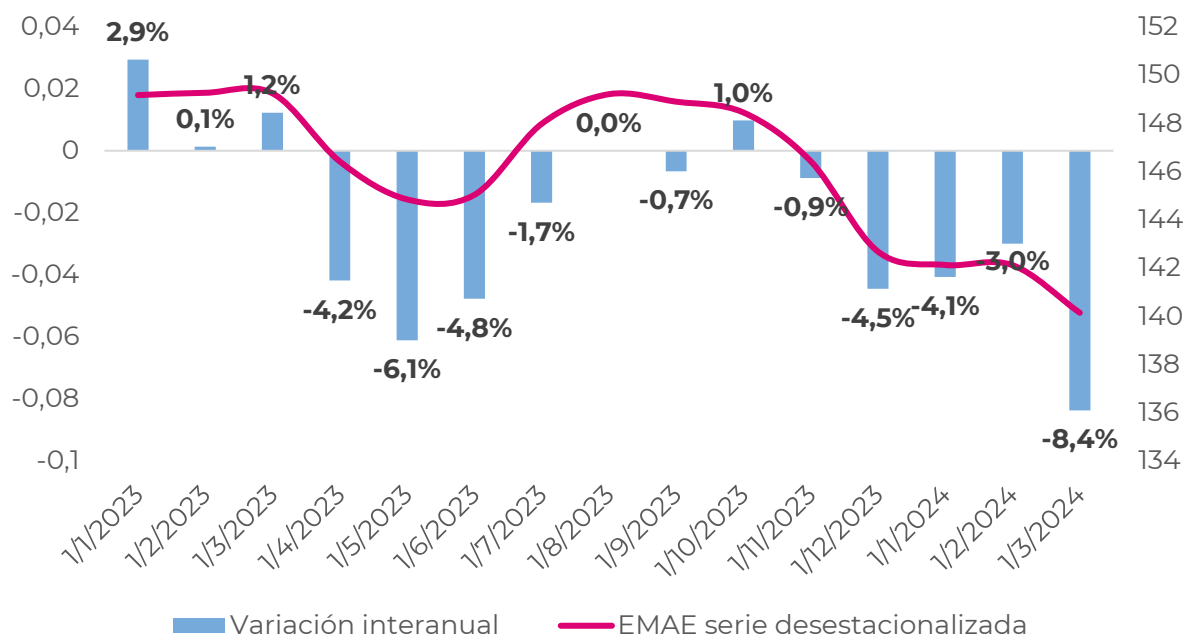
Los salarios, por su parte, permanecen por debajo del nivel de noviembre, de acuerdo a los últimos datos publicados. Según el RIPTE (Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables), el salario registrado promedio fue en abril un 11,6% menor en términos reales que en noviembre. Según los datos del SIPA (Sistema Integrado Previsional Argentino), que tiene datos hasta marzo y solo considera a los salarios del sector privado, la caída es más acotada, pero no deja de ser significativa: -9,5% respecto a noviembre.

Puesto en relación a los costos básicos de vida, en noviembre el RIPTE representaba el 115% de la canasta básica total de un hogar tipo de 4 integrantes. En febrero esa relación cayó al 90% y, para abril, si bien mejoró, se mantenía en 99%, muy por debajo de los niveles de noviembre. Todo lo descripto refiere al sector asalariado registrado. Para los sectores informal y cuentapropista no tenemos

datos, pero es esperable que las caídas hayan sido aún más pronunciadas, porque tienen menos mecanismos para defender sus ingresos.

La caída de los ingresos conduce al derrumbe del nivel de actividad económica, dado que el principal componente de la economía es el consumo privado. Esta caída se ve reforzada, además, por la caída del gasto público, otro componente importante del Producto Bruto Interno. Es necesario volver a los registros de tiempos tan convulsos como la pandemia o las crisis de 2009 y 2001 para encontrar caídas más pronunciadas. En particular, en marzo, el estimador mensual de actividad económica cayó un 8,4% con respecto al mismo mes de 2023.

Gráfico 3: Variación interanual del estimador mensual de actividad económica y serie desestacionalizada (ene-23 a mar-24).



Fuente: INDEC.

Al abrir la caída por rama de actividad salta a la vista su heterogeneidad. Por ejemplo, la rama de agricultura, ganadería, caza y silvicultura había experimentado una caída muy pronunciada durante 2023 por el efecto de la sequía. En ese sentido, su recuperación contribuye a aminorar la caída actual de la economía. No obstante, las ramas con más incidencia en el empleo, tales como la construcción, la industria manufacturera o el comercio, están cayendo más marcadamente que el promedio.

De hecho, el Indicador Sintético de la actividad de la construcción (ISAC) y el Índice de producción industrial manufacturero (IPI) arrojaron respectivamente caídas interanuales del 42,2% y el 21,2% en marzo. En abril esas caídas se redujeron levemente, pero siguen siendo muy significativas: -37,2% i.a. la construcción y -16,6% i.a. la industria.

Tabla 1: Caída de la actividad económica del primer trimestre de 2024 con respecto al mismo trimestre de 2023 abierta por rama.

Rama	Primer trimestre de 2023	Primer trimestre de 2024	Variación real
Construcción	154,9	118,9	-23,3%
Industria manufacturera	121,5	105,2	-13,4%
Intermediación financiera	167,5	146,6	-12,5%
Comercio mayorista, minorista y	152,9	136,4	-10,8%
Impuestos netos de subsidios	165,5	153,8	-7,0%
General	144,7	137,0	-5,3%
Electricidad, gas y agua	158,4	155,0	-2,2%
Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales	142,0	139,3	-1,9%
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	150,1	147,8	-1,6%
Hoteles y restaurantes	148,4	147,3	-0,7%
Transporte y comunicaciones	176,5	175,6	-0,5%
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	164,6	166,0	0,8%
Servicios sociales y de salud	183,5	186,0	1,4%
Enseñanza	166,2	168,8	1,6%
Pesca	138,7	145,2	4,7%
Explotación de minas y canteras	103,4	111,8	8,1%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	92,4	102,8	11,2%

Fuente: INDEC.

El empleo asalariado registrado acumula una caída de 126.000 puestos de trabajo entre noviembre y marzo, una magnitud comparable con los meses de pandemia. La caída se da en todos los sectores: privado (-95.000), público (-22.000) y casas particulares (-9.000). En el sector privado, las caídas se concentran principalmente en construcción e industria, como cabía esperar.

Vista la magnitud de la caída de la actividad económica, cabe preguntarse por qué decimos que es un ancla o pilar de la desinflación.

En un régimen de alta inflación, la inercia inflacionaria pasa a jugar un rol fundamental. Más allá de cuáles sean las causas originarias de la suba de precios, la inercia explica y propaga la inflación hacia adelante. Los precios suben hoy porque subieron ayer. Cualquier persona que maneje o negocie un precio

(inclusive el salario) busca, como mínimo, que aumente tanto como la inflación del mes anterior. Lo más difícil de bajar la inflación es cortar con esta inercia.

El programa de Milei no incluye mecanismos para abordar la inercia, por ejemplo, no hay coordinación de precios y salarios con empresarios y trabajadores. Entonces, se busca romper la inercia con la recesión. Los precios dejan de subir (o suben menos que antes) cuando los aumentos no pueden ser convalidados producto de que los ingresos son muy bajos.

La contracara de creer que la inflación es consecuencia única y directa de la emisión es pensar que la restricción monetaria sea efectiva para frenarla. Pero el mecanismo de transmisión entre la reducción del déficit (razón última de la emisión) y la inflación es la caída de la actividad, los empleos y los ingresos. Lo que esto implica es que, la recesión no es un efecto colateral o no deseado del plan económico, sino una parte fundamental, un resultado buscado activamente por el gobierno.

2) Apreciación cambiaria

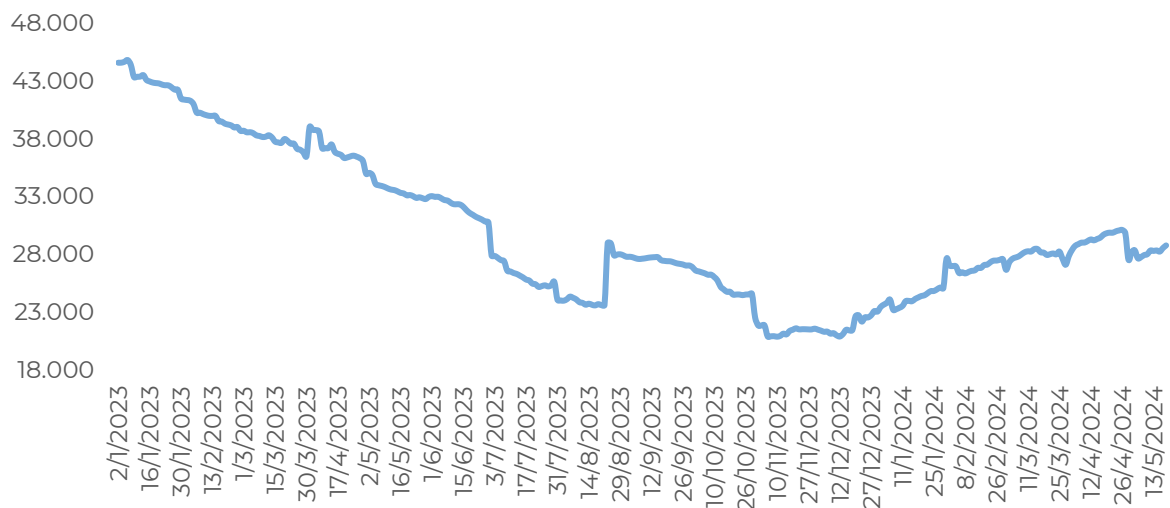
El segundo pilar o ancla de la desinflación es la fuerte apreciación cambiaria que, como veremos, a su vez se apoya en la vigencia y endurecimiento del cepo cambiario.

Después de la devaluación inicial, el tipo de cambio no se liberalizó, sino que el Banco Central empezó a ajustarlo a un ritmo del 2% mensual, muy por debajo de la tasa de inflación, determinando un abaratamiento relativo del dólar oficial. La apreciación del tipo de cambio es fundamental para garantizar que los precios de los bienes transables, es decir, aquellos que se comercian internacionalmente y cuyo precio interno se determina por el precio en dólares y el tipo de cambio nominal, sirvan de ancla para contener el proceso inflacionario.

Sin embargo, para que la apreciación cambiaria sea sostenible en el tiempo, la política económica tiene que cumplir con un requisito fundamental: acumular reservas para defender ese nivel de tipo de cambio. Sin reservas, no hay resolución de las tensiones cambiarias ni, por ende, estabilización de la inflación.

En ese sentido, el BCRA consiguió comprar más de USD 17.000 millones de dólares desde la devaluación, lo que se tradujo parcialmente en acumulación de reservas. Entre el 12 de diciembre de 2023 y el 31 de mayo consiguió acumular casi 7.500 millones de reservas brutas, aunque más recientemente el ritmo de acumulación se ha visto ralentizado fundamentalmente por pagos al FMI.

Gráfico 4: Reservas brutas. En millones de dólares. Enero 2023 a mayo 2024.



Fuente: Banco Central.

Esta acumulación, a su vez, depende de la oferta y la demanda de dólares. La oferta de dólares es relativamente exógena: el gobierno puede incentivar o no la liquidación de exportaciones con distintos esquemas cambiarios, pero no puede determinar el nivel de producción de bienes y servicios exportables ni influir demasiado sobre ella en el corto plazo. Pero el gobierno sí puede operar sobre la demanda de dólares.

La demanda de dólares se vio reducida por la devaluación (en un primer momento, se encareció fuertemente el dólar), la recesión (una economía más chica evidentemente demanda menos importaciones) y por el endurecimiento del cepo cambiario (que restringe directamente el acceso a dólares oficiales). Además, una brecha baja también colabora a este objetivo.

El endurecimiento del cepo cambiario se refleja en dos medidas concretas: la suba del impuesto PAIS para todas las importaciones (lo que genera un dólar efectivo para importar más caro que el oficial) y el esquema de pago de importaciones, que se cuotificó. Esto es, para la mayor parte de las importaciones el gobierno dispuso en diciembre que se pagaran en cuatro pagos iguales a los 30, 60, 90 y 120 días de realizada la importación. Esto le generó espacio al BCRA: durante los primeros meses de la nueva gestión, solo pagaba una parte de las importaciones.

El balance cambiario desagrega las fuentes que explican la compra y venta de divisas del Banco Central en diferentes factores. En base a la información que exhibe, podemos obtener conclusiones que explican la diferencia con respecto al año pasado. Como mostramos en la tabla 2, durante el primer cuatrimestre de 2023 la autoridad monetaria vendió USD -10.022 millones, mientras que el primer trimestre de este año compró USD 4.342 millones. Un 75% de esta diferencia, USD 10.900 millones, se explica por reducción en casi un 56% de la compra de USD para pagos de importaciones de bienes. Paralelamente, los cobros de exportaciones solamente se incrementaron en un 0,3% con respecto al primer cuatrimestre de 2023, apenas explicando la acumulación de divisas.

Tabla 2: Balance cambiario. primer cuatrimestre de 2023 contra primer cuatrimestre de 2024. En millones de dólares.

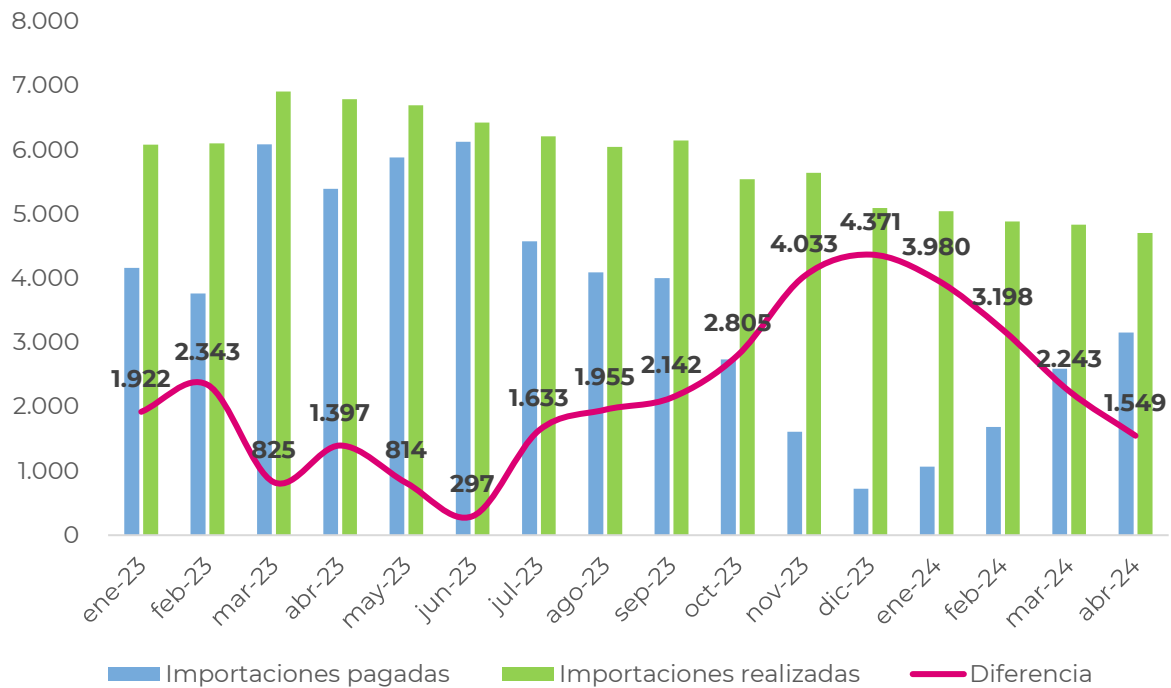
Cuenta		2023	2024	Diferencia
Cuenta corriente cambiaria	Total cuenta corriente	1.142	12.099	10.957
	Cobros de exportaciones	20.551	20.608	57
	Pagos de importaciones	-19.409	-8.509	10.900
	Servicios	-2.750	-489	2.261
	Ingreso primario	-3.235	-3.641	-406
	Ingreso secundario	7	31	25
Cuenta capital		4	36	32
Cuenta financiera		-5.190	-3.695	1.495
Variación total de reservas		-10.022	4.342	14.364

Fuente: INDEC Y BCRA.

El gráfico a continuación muestra la diferencia entre las importaciones realizadas (de acuerdo a INDEC) y las importaciones pagadas (de acuerdo al BCRA). Se observa que desde mediados del año pasado la diferencia todos los meses es muy significativa. Entre diciembre y abril, la diferencia acumulada fue de poco más de USD 15.000, explicando el 100% de la compra de reservas del BCRA.

A este objetivo colaboró otra política del gobierno: la emisión de BOPREAL, un bono en dólares que emitió el Banco Central, al cual pudieron suscribir los importadores con deuda comercial. Los importadores dan sus pesos al BCRA, obtienen un bono a cambio y, si necesitan acceder a los dólares para cancelar deuda comercial con un proveedor, venden el bono en el mercado secundario. De esta manera se hacen de dólares a un tipo de cambio mayor que el oficial. Si bien el objetivo de este bono es resolver la deuda comercial vieja (es decir, acumulada durante la gestión anterior), lo cierto es que se emitieron USD 10.000 millones, un monto inferior a la nueva deuda comercial generada durante este gobierno. Por eso se puede decir que el BOPREAL permitió pagar las importaciones durante este gobierno, sin afectar la acumulación de reservas del BCRA.

Gráfico 5: Pagos de importaciones (balance cambiario), importaciones realizadas (intercambio comercial) y diferencia. En millones de dólares.



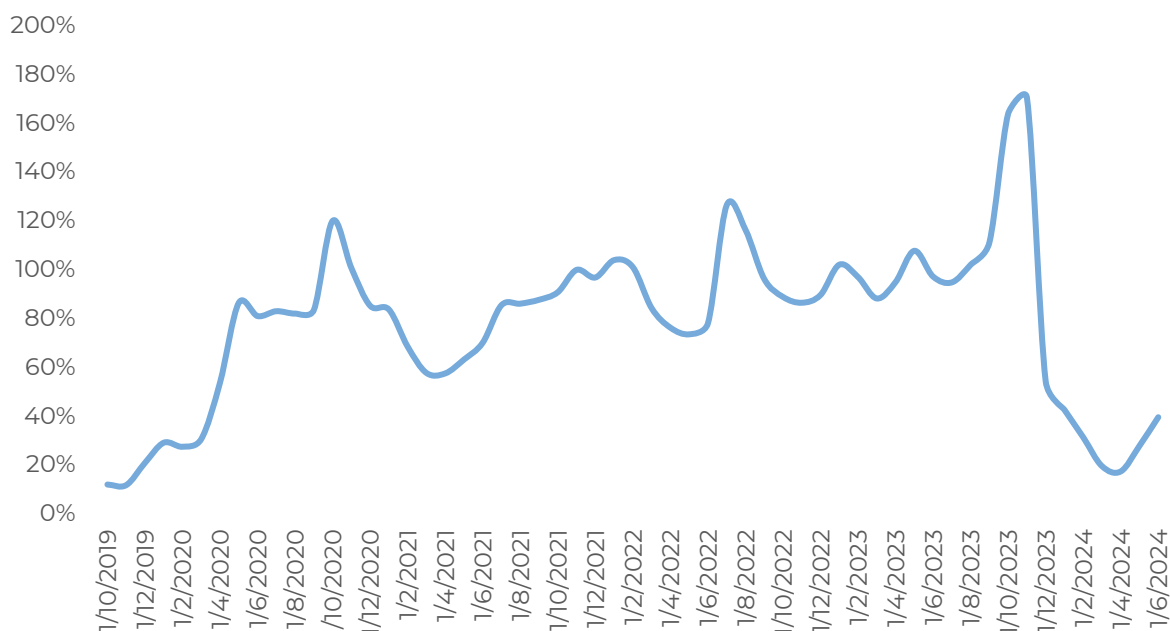
Fuente: Banco Central e INDEC.

Otro aspecto clave para la estabilidad cambiaria (que en el contexto inflacionario se convierte en apreciación) es sostener un nivel de brecha bajo, es decir, evitar los saltos cambiarios en las cotizaciones de los dólares paralelos como el blue, MEP o CCL. Este punto es fundamental porque de dispararse, la brecha comienza a generar expectativas de depreciación del tipo de cambio oficial, dificultando la liquidación de los dólares de los exportadores que esperan un tipo de cambio más alto y fomentando el adelantamiento o la sobrefacturación de importaciones e incluso favoreciendo el desendeudamiento de las empresas locales en moneda extranjera. En ese sentido, el estancamiento del dólar blue por debajo de la inflación permitió que la brecha cambiaria se redujera hasta el 17% en abril, lo cual implicó volver a niveles anteriores a la pandemia.

La estabilidad de los dólares financieros ha sido posibilitada por el esquema de liquidación de exportaciones, también conocido como dólar blend. Todos los exportadores tienen la obligación de liquidar el 20% de los dólares producidos por sus exportaciones en el CCL, lo cual contribuye a garantizar un flujo de dólares de oferta y mantener baja su cotización.

En las últimas semanas la estabilidad de los dólares paralelos pareciera haberse puesto en duda. Si bien todavía se mantienen, en términos reales, muy por debajo de los máximos del año pasado, esta es una cuestión a monitorear. En los últimos meses, el volumen operado en los dólares paralelos ha ido en aumento e, incluso, ha superado el volumen operado en el mercado de cambios oficial. Esto sugiere que cada vez más transacciones se hacen al tipo de cambio paralelo y, por lo tanto, los aumentos de la brecha pueden tener un mayor traslado a precios que antes.

Gráfico 6: Brecha cambiaria entre el dólar blue y el oficial. En porcentaje.



Fuente: Banco Central y Ámbito financiero.

3) Reducción de la cantidad de pesos de la economía

El tercer pilar del plan económico de Javier Milei es la austeridad fiscal y la restricción monetaria: reducir la cantidad de dinero. Desde su óptica, el crecimiento de la cantidad de dinero (emisión) es la principal causa que origina y propaga la inflación.

Si bien consideramos que los otros pilares (recesión y apreciación cambiaria) son los más importantes, creemos que este canal también opera. En primer lugar, por una cuestión de expectativas: si el gobierno no cumple con su principal promesa de campaña, todo el esquema económico se pone en jaque. El déficit fiscal no deja de ser una variable relevante para “los mercados”.

En segundo lugar, porque, al mantener la cantidad de dinero fija mientras la inflación avanza, se limita la cantidad de dinero para realizar las transacciones que la economía demanda. El gobierno asumió con una Base Monetaria de \$10 billones, mientras que al 21/5 ascendía a \$15 billones. Con una inflación acumulada del 100%, solo creció un 50%, lo que implica una caída del 25% en términos reales; y este dinero no es suficiente para mantener el nivel de actividad. Es decir, “no hay plata” por la reducción de la cantidad de dinero y la economía tiene menos presiones por el lado de la demanda, ya que no se pueden hacer las mismas transacciones que antes a un mayor precio. Esto influye directamente sobre la estabilidad cambiaria: hay menos pesos que potencialmente podrían dolarizarse, hay menos presión sobre el tipo de cambio.

En ese sentido, el objetivo fiscal inicial del gobierno consistía en una reducción del déficit de 5,1 puntos porcentuales con respecto al PBI, la cual iba a darse mediante un aumento de 2,2 p.p. de la recaudación con respecto del PBI y con una reducción

del gasto por 2,9 p.p. En algún punto, esto quería decir que se alejaban del plan motosierra inicial de campaña para transitar hacia un esquema híbrido, probablemente más pragmático, donde más de dos quintas partes del ajuste sería realizado a partir de incrementar la recaudación impositiva.

Tabla 3: Ajuste inicial anunciado por el gobierno.

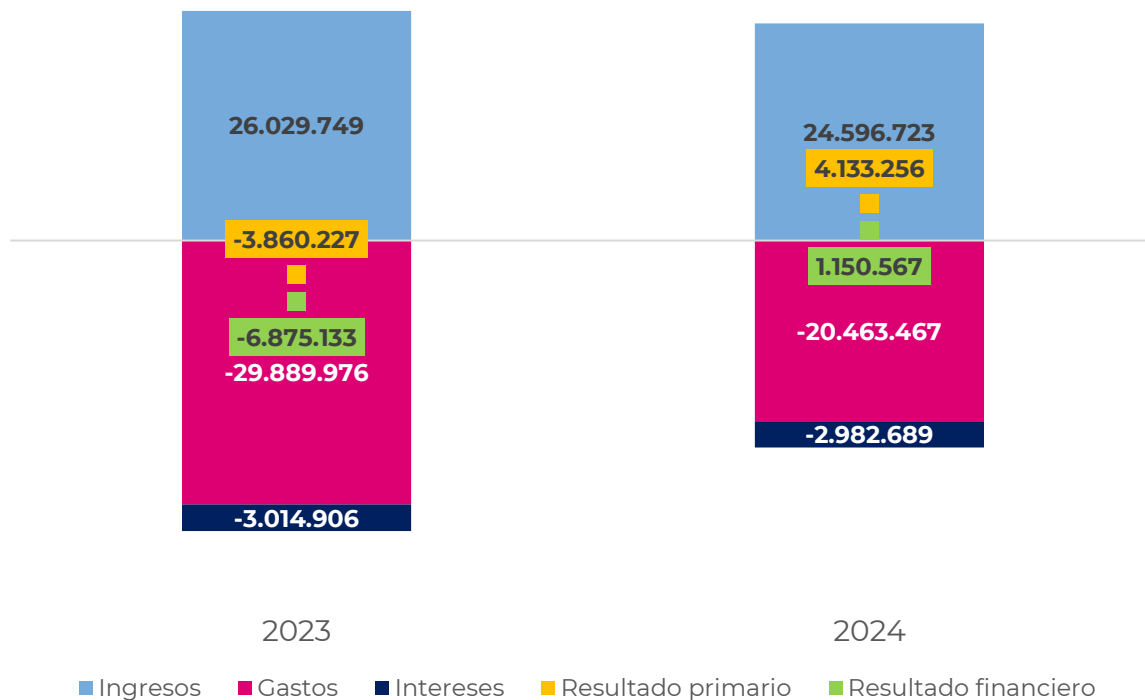
	2024 - en % del PIB
Resultado Primario 2023	-3,0%
Reforma Ganancias	-0,4%
Retenciones DGA	-0,3%
Normalización cosecha	0,7%
Inercia Resultado Primario 2024	-3,0%
Intereses	2,2%
Inercia Resultado Financiero 2024	5,2%
Ingresos	2,2%
Impuesto PAIS (17,5%, 12 meses)	0,8%
Retenciones adicional (15%)	0,5%
Reversión Reforma Ganancias	0,4%
BBPP+Moratoria+Blanqueo	0,5%
Gastos	2,9%
Jubilaciones y Pensiones	0,4%
Transferencias a provincias	0,5%
Subsidios económicos	0,7%
Gasto de Capital	0,7%
Programas Sociales	0,4%
Gastos de Funcionamiento	0,5%

Fuente: Ministerio de Economía.

Sin embargo, el informe mensual de ingresos y gastos publicado hasta abril muestra que el sendero efectivo dista de ser el anunciado en diciembre. En términos reales, en comparación con el primer cuatrimestre de 2023, el primer cuatrimestre de 2024 los ingresos del sector público nacional cayeron un 5,5%, el gasto primario un 31,5% y el pago de intereses se redujo en 1,1%.

El gráfico 7 muestra de forma clara que la obtención del superávit primario y financiero se debe fundamentalmente a la reducción real del gasto público, siendo que el pago de intereses juega un rol prácticamente neutral. Al mismo tiempo, a diferencia de la tabla y el plan expuesto en diciembre, los ingresos fiscales han caído, jugando en contra del incremento del resultado fiscal. Posteriormente vamos a mostrar cómo esta tendencia está asociada a la recesión económica y constituye uno de los riesgos principales del programa económico de Javier Milei.

Gráfico 7: Ingresos, gasto primario, pago de intereses, resultado primario y resultado financiero a precios del primer cuatrimestre de 2024. Primer cuatrimestre de 2023 contra primer cuatrimestre de 2024. En millones de pesos.



Fuente: IMIG.

Las partidas que explican en mayor medida el ajuste del gasto público son las jubilaciones, gastos de capital, subsidios económicos, salarios y transferencias corrientes a las provincias. Estos cinco conceptos explican un 77,1% de la caída del gasto público real. Parte de estas caídas se explican por la famosa motosierra (en particular, la caída del gasto en obra pública y transferencias a provincia), pero la aceleración inflacionaria jugó un rol fundamental en la licuación de todas las erogaciones del Estado y, en particular, del gasto principal, las jubilaciones y prestaciones sociales.

Tabla 4: Variación real e incidencia en la caída total del gasto público por apertura. Primer cuatrimestre de 2024 contra primer cuatrimestre de 2024).

Apertura	Variación real	Incidencia
Jubilaciones y pensiones contributivas	-33,0%	35,3%
Gastos de capital	-84,5%	23,0%
Subsidios económicos	-33,4%	10,9%
Salarios	-19,0%	8,0%
Transferencias corrientes a provincias	-75,6%	6,9%
Otras Programas Sociales	-11,9%	3,9%
Pensiones no contributivas	-31,1%	3,1%
Otros gastos de funcionamiento	-28,7%	2,9%
Transferencias a universidades	-25,7%	2,6%
Resto	-9,52%	3,5%
Variación total	-31,50%	

Fuente: IMIG.

A pesar de la caída general de los ingresos, cabe destacar el rol del Impuesto País. En abril la recaudación de este impuesto fue dos veces mayor al superávit primario. Con una recaudación de \$510.247 millones, el Impuesto País superó el resultado primario de 264.952 millones de pesos. Comparativamente, el superávit financiero para ese mes (último dato disponible) fue de apenas \$17.409 millones. Esto subraya la relevancia del Impuesto País en el equilibrio de las cuentas públicas.

El superávit fiscal permite retirar pesos de la economía, pero no es la única fuente: también son muy relevantes el ya mencionado BOPREAL (los importadores suscribieron con pesos, que salieron de circulación) y la reducción de los pasivos remunerados del BCRA.

Los pasivos remunerados del BCRA (antes leliqs, ahora solo pases) potencialmente también implican creación de dinero: los bancos colocan su dinero en el Banco Central y este, al devolverlo, paga una tasa de interés. Los intereses generados se pagan con emisión monetaria. Por eso, un stock alto de pasivos remunerados implica una fuente de emisión futura relevante.

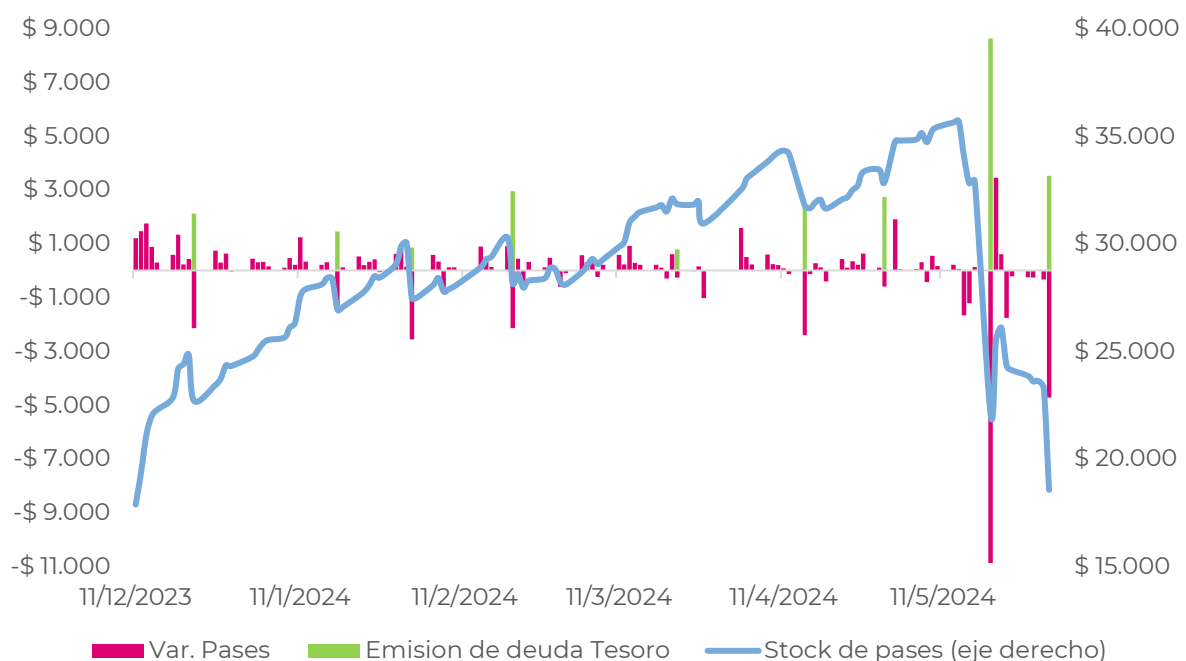
Para reducir la creación monetaria por esta vía, el gobierno implementó dos medidas de manera continua. Por un lado, la reducción de la tasa de interés. Esta gestión asumió con una tasa de política monetaria del 133% (11% mensual) y la fue bajando hasta el nivel actual de 40% (3,3% mensual). Por otro lado, busca que los bancos migren de los pasivos remunerados a títulos emitidos por el Tesoro Nacional a través de incentivos regulatorios, así como de rendimientos (el Tesoro ofrece 4,2% mensual para las letras a un mes, frente al 3,3% de los Pases). El mecanismo por el cual el Tesoro capta este dinero de los bancos son las licitaciones primarias de letras y bonos. El Tesoro Nacional, siguiendo su lógica, no podrá

recurrir al financiamiento del BCRA para pagar los intereses, por lo que necesariamente tiene que lograr el superávit fiscal.

De todas formas, cabe aclarar que parte de los títulos emitidos por el Tesoro y adquiridos por los bancos están cubiertos por un instrumento llamado “puts”. Se trata de un seguro: los bancos pueden exigirle al BCRA el cobro del título emitido por el Tesoro en cualquier momento, a la cotización del día anterior. El stock de puts se estima en \$18 billones y, ante un evento disruptivo, implicaría una gran emisión de pesos.

Hecha esa salvedad, con el traslado de deuda al Tesoro, parecen estar logrando parte de su objetivo: al 14/05 el stock de Pases en el Banco Central era de \$ 35,6 billones y para el 31/05 cayó a cerca de la mitad (\$ 18,6 billones). Si se lo compara contra diciembre, el aumento de los pasivos remunerados del Banco Central fue del 11%, lo que equivale a una caída real del 50%. El aumento estimado de la deuda del Tesoro en pesos desde el 31 de diciembre ronda el 40% en dólares (USD 69 mil millones).

Gráfico 8: Evolución de los pasivos remunerados. En miles de millones de pesos.



Fuente: BCRA.

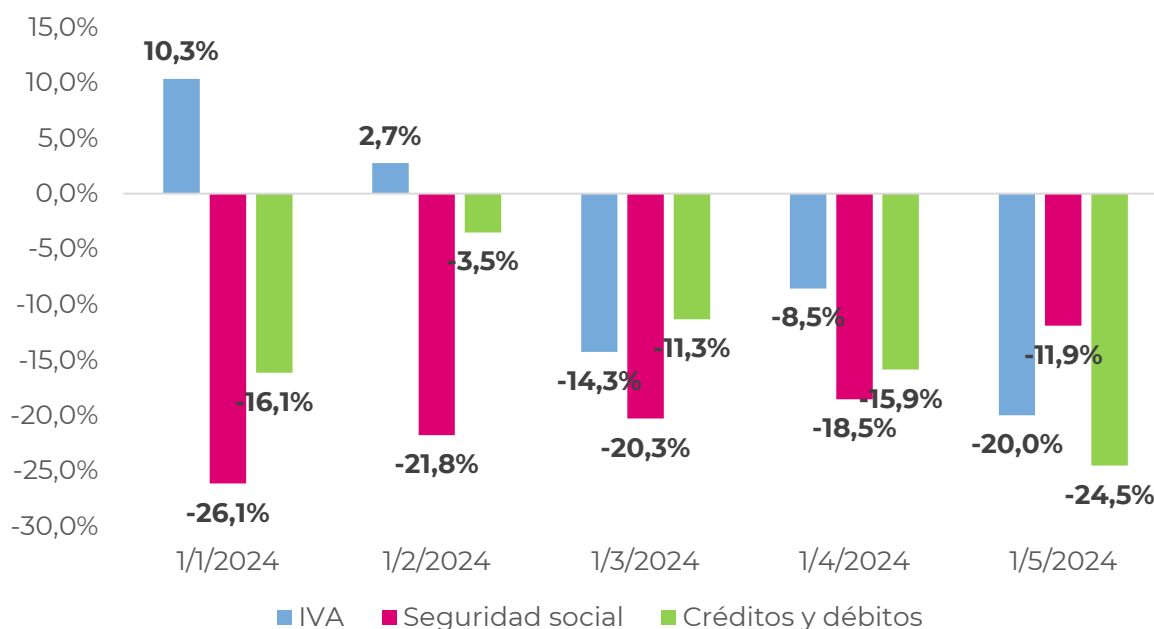
El objetivo de máxima del equipo económico es poder eliminar toda fuente de emisión monetaria -el déficit fiscal del Tesoro y el pago de intereses de deuda del Banco Central- para mantener una cantidad fija de dinero en la Base Monetaria y así, desde su perspectiva, eliminar la inflación de raíz.

Los riesgos del esquema macroeconómico de LLA

El esquema de política económica que presentamos tiene varios riesgos en términos de su sostenibilidad.

El primer riesgo surge de la misma recesión que el gobierno persigue activamente. Dado que el foco está puesto en la caída de ingresos, y por lo tanto del consumo, esto a su vez tiene un efecto sobre la recaudación de impuestos: el impuesto más importante de la estructura tributaria argentina es el IVA, cuya recaudación depende del consumo de bienes y servicios. Algo similar, aunque en una magnitud menor, pasa con el denominado impuesto a los créditos y débitos (sobre transacciones con tarjeta). Otro elemento clave de la estructura tributaria son los aportes y contribuciones a la seguridad social que también se ven afectados en un contexto de caída de los salarios y el empleo. Estos aspectos conspiran seriamente contra el objetivo del gobierno de mantener el superávit fiscal, y también explican la renuencia a eliminar el impuesto PAIS (que el gobierno subió de 7,5% a 17,5% y, según dijo Caputo, volverían a llevar a 7,5% si se aprueba la Ley Bases) y la voluntad de reinstaurar el Impuesto a las Ganancias para personas asalariadas.

Gráfico 9: Variación interanual de IVA, Seguridad Social y créditos y débitos en cuenta corriente.



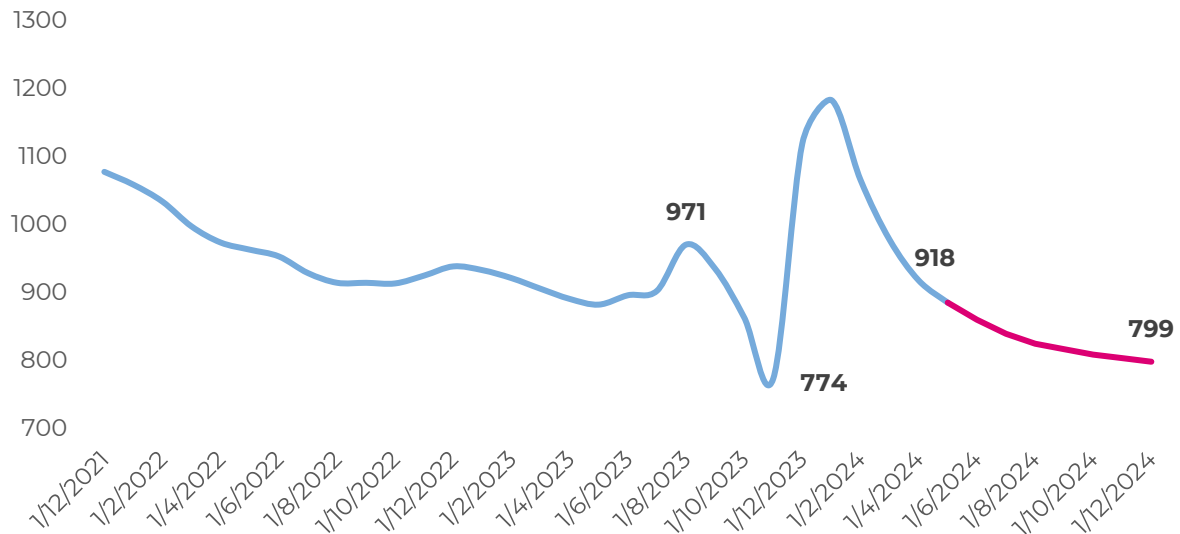
Fuente: MECON.

El segundo riesgo, también de raíz fiscal, viene dado por la -pospuesta- suba de tarifas de los servicios públicos. La reducción de los subsidios, especialmente de la energía, anunciada para los meses de junio a noviembre, implicará probablemente que se interrumpa la baja de la inflación, al menos durante esos meses.

El tercer riesgo se encuentra en la política de apreciación cambiaria. La fuerte devaluación de diciembre vino acompañada de meses de muy alta inflación. A pesar de que se redujo considerablemente en los últimos meses, una inflación

mensual del 5% sigue siendo bastante más alta que una devaluación del 2%. Si la inflación no cede más rápido, acercándose aún más a la pauta de devaluación mensual, el dólar seguirá apartándose a un ritmo acelerado.

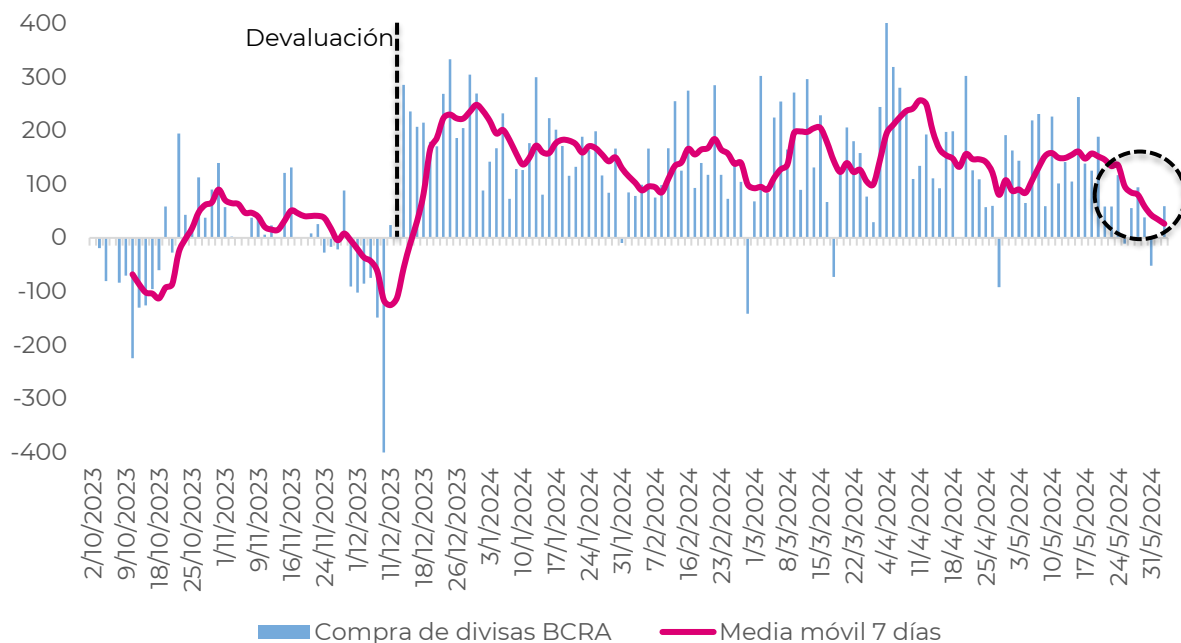
Gráfico 10: dólar oficial a precios de abril de 2024.



Fuente: Banco Central y REM.

Esto supone dos desafíos. Por un lado, pueden aparecer expectativas de una devaluación futura, agregando tensiones sobre el mercado cambiario y dificultando el proceso de acumulación de reservas. En particular, si el sector exportador demora la liquidación de divisas, mientras presiona por obtener un tipo de cambio más elevado. Lo cierto es que, a pesar de la fuerte acumulación de reservas que sobrevino a la devaluación, en el último mes las compras del BCRA en el mercado de cambios se redujeron considerablemente, a pesar de que está transcurriendo la cosecha gruesa (el momento del año en el que se exporta la mayor parte de la soja).

Gráfico 11: Evolución de las compras del BCRA en el MULC. En millones de dólares.



Fuente: BCRA.

Por otro lado, la acelerada apreciación del tipo de cambio puede permitir cierta recuperación de la actividad económica que, aunque le de aire al gobierno en términos políticos, ponga en jaque la baja de la inflación conseguida hasta el momento. Los indicadores adelantados de actividad muestran que la misma habría alcanzado un piso en marzo o abril. A partir de allí, se habría producido una tenue recuperación. De continuar ese proceso, una mayor demanda de dólares por importaciones (y también por el rápido crecimiento de los salarios medidos en dólares al tipo de cambio paralelo) puede revertir el proceso de acumulación de reservas y presionar hacia una devaluación.

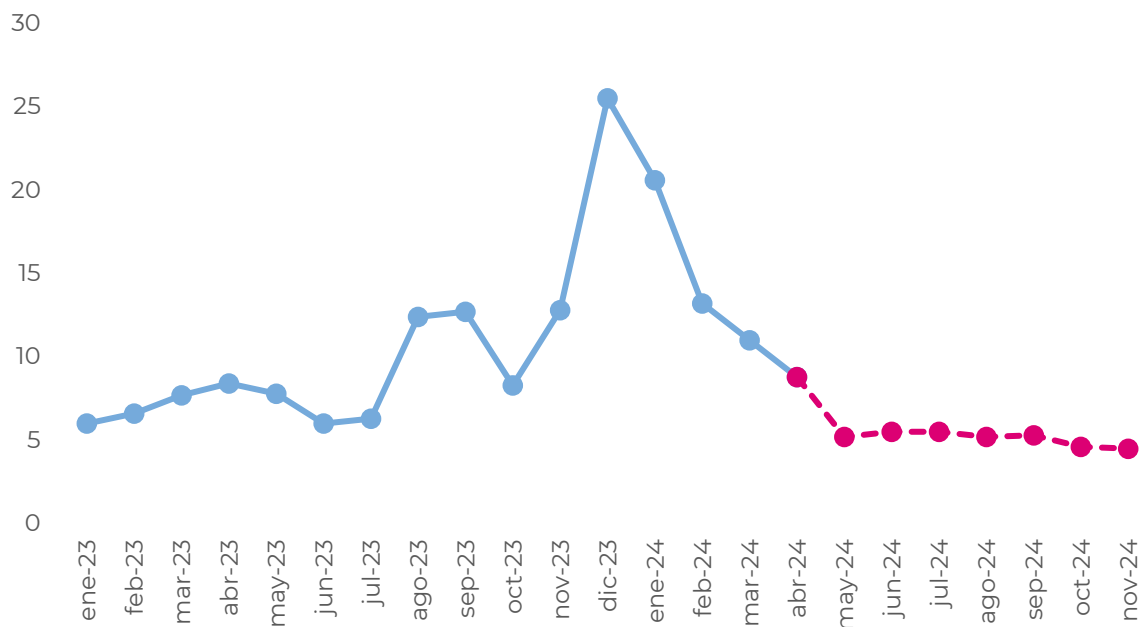
En cualquier caso, una devaluación del tipo de cambio -ya sea generada por la falta de liquidación de divisas del agro o por una mayor demanda de dólares por parte de la industria o por el crecimiento de los salarios en dólares o por una combinación de todo eso- interrumpiría el proceso de desinflación, provocando nuevas subas en los bienes transables.

El cuarto riesgo viene dado por la inercia inflacionaria. En estos seis meses pareciera haberse demostrado que la economía argentina no tiene internalizada una inflación del 20% ni del 10% por mes. Sin embargo, es difícil afirmar lo mismo si la inflación se ubica en torno a un 5%, que seguiría implicando que la economía funcione bajo un régimen de alta inflación. Hay una trama de contratos con actualizaciones periódicas que persiste, lo que atenta fuertemente contra una baja sostenida y pronunciada de la inflación. No por nada se ha remarcado desde distintos lados del arco político y económico que el esquema de política del gobierno actual no constituye un plan de estabilización. Sin una discusión

coordinada entre amplios sectores sobre la determinación de los precios claves y los salarios, es difícil pensar en una estabilización duradera de la inflación.

El último Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) publicado por el BCRA muestra que, para las principales consultoras, la inflación se estabilizará en torno al 5% hasta fin de año. Si bien 5% es mucho menos que el 25% de diciembre e incluso que el 12% de los meses de agosto, septiembre y noviembre, sigue implicando una inflación del 80% en términos anualizados. Es decir, una inflación todavía muy alta. Difícilmente con recesión alcance para que el proceso desinflacionario avance mucho más allá.

Gráfico 12: Evolución de la inflación observada y proyectada. En porcentaje.



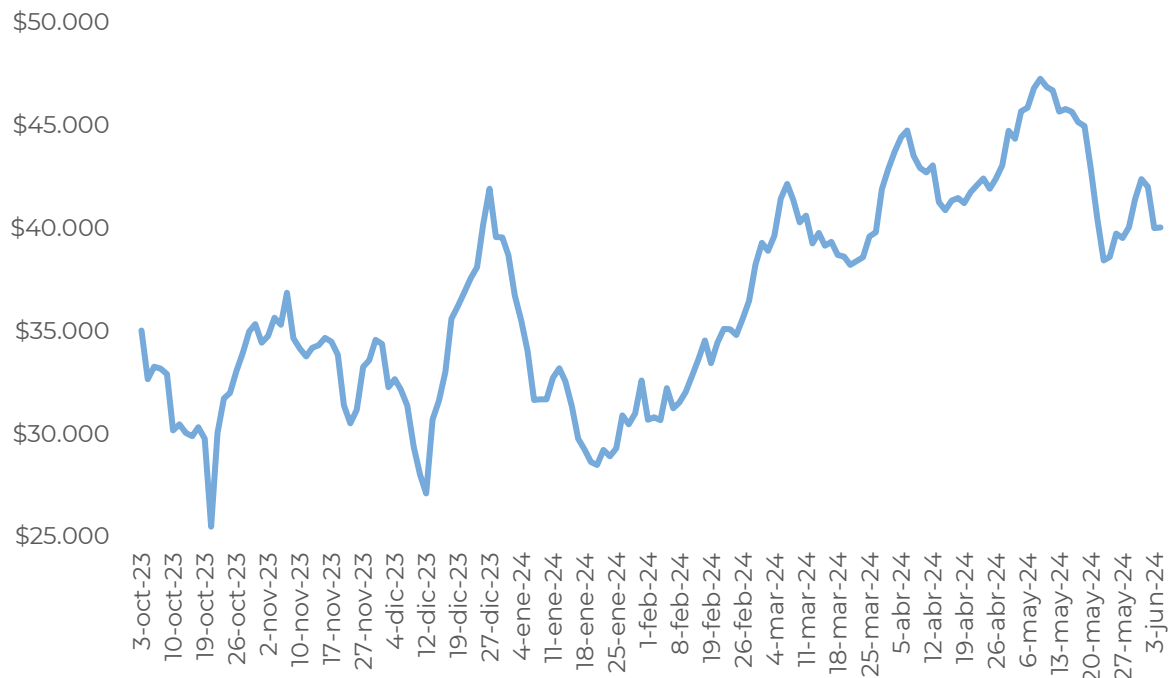
Fuente: INDEC y REM.

Hasta acá, estamos suponiendo que el esquema de política económica se mantiene como el actual. Un escenario distinto, con otra serie de dificultades, se abre en el hipotético caso de que el gobierno quiera salir del cepo. Esas dificultades serían diversas. En primer lugar, salir del cepo probablemente implicaría dejar de cobrar el impuesto PAIS, por lo cual sería necesario un mayor ajuste del gasto para mantener el superávit fiscal. En segundo lugar, el BCRA se vería obligado a subir la tasa de interés para que sea positiva en términos reales, porque sería la única manera de evitar una corrida cambiaria (los rendimientos del plazo fijo en pesos deben ser más atractivo para desincentivar la compra de dólares). Por lo tanto, se frenaría el proceso de licuación de los stocks de pesos.

En tercer lugar, implicaría un fuerte riesgo para el sistema bancario. Si bien la reducción de la tasa de interés y la migración de los pasivos del BCRA hacia el Tesoro hicieron posible una reducción en términos reales de los stocks de pasivos remunerados, lo cierto es que los pasivos de los bancos (constituidos por los depósitos de las personas y las empresas) medidos en dólares siguen tan altos como antes. Si, ante la liberación de la compra de dólares, se produce un desarme

masivo de dichos depósitos para irse a dólar, los Bancos tendrían dificultades para responder. Ya sin el recurso de los pases a 1 día, tendrían que vender las letras del tesoro (LECAPS) con las que están respaldados los depósitos. Una venta masiva de letras en el mercado secundario, si el BCRA no interviene, implicará una caída estrepitosa de los precios de estos activos y afectará fuertemente a todo el sistema bancario. De manera similar, si los bancos deciden ejercer los puts para hacer frente al retiro de depósitos, implicaría una gran emisión de dinero.

Gráfico 13: Evolución de los depósitos en pesos del Sector Privado. en millones de USD al tipo de cambio CCL.



Fuente: BCRA.

Además, salir del cepo implicaría una devaluación del tipo de cambio oficial por lo menos hasta alcanzar el actual nivel de tipo de cambio paralelo. Por lo tanto, se vería interrumpida la baja de la inflación.

No está de más aclarar que los riesgos planteados lo son en tanto significan problemas para que el gobierno mantenga el esquema de política económica actual en sus propios términos. Por otro carril corren las consecuencias que sufre la población argentina.

El gobierno, entonces, administra un escenario altamente volátil. Necesita de la recesión y, al mismo tiempo, la recesión impacta sobre una de las insignias de la política económica, que es el superávit fiscal. Fracasarse en un objetivo sobre el que se deposita tanta importancia y expectativas puede ser un fuerte golpe de credibilidad. La apreciación del dólar incentiva a su vez la reactivación de la economía al abaratar importaciones. Un incremento del nivel de actividad no solo va en la dirección contraria que pretende el gobierno, si no que añade aún más presión sobre el frente cambiario.

Si el gobierno necesita volver a incentivar las exportaciones y desincentivar las importaciones y el repunte de la actividad podría efectivamente convalidar una nueva devaluación.

¿De qué magnitud debería ser esa devaluación? ¿Qué impacto tendría sobre una economía ya fuertemente contraída? ¿Cuáles serían las consecuencias en el frente fiscal de una recesión que se profundice? ¿Qué sucedería con la dinámica inflacionaria? ¿Y con los ingresos? Una coyuntura tan frágil con tantas volatilidades despierta estas dudas frente a un gobierno y una gestión económica que no ofrece mayores certidumbres.

Saldo y conclusiones

En síntesis, el escenario actual presenta una baja de la inflación que está explicada por la recesión, el dólar planchado y la reducción de la cantidad de dinero de la economía. El costo para el conjunto de la sociedad es altísimo: se deterioran el salario real, los indicadores sociales y los servicios públicos.

La sostenibilidad de la desinflación se encuentra lejos de estar garantizada, dado que hay distintos componentes del esquema económico que se vuelven contradictorios entre sí. La recesión puede provocar una caída de la recaudación tal que ponga en jaque la obtención del equilibrio fiscal, a la vez que la apreciación cambiaria puede fomentar una recuperación de la economía que ponga en jaque al sector externo y al propio proceso de desinflación. En la medida en que la inflación no converja rápidamente al 2% mensual, algo difícil de imaginar dada la ausencia de mecanismos para abordar la inercia inflacionaria, el dólar se seguirá abaratando a pasos agigantados y las expectativas de devaluación se agudizarán.

En este contexto, una incógnita fundamental es si el gobierno conseguirá o no una fuente de ingreso de dólares adicional a las exportaciones. Esto le permitiría sostener la apreciación y alejar los fantasmas de la devaluación, y a la vez financiar un proceso de reactivación de la economía (cualquier crecimiento requiere dólares para importaciones).

A pesar de contar con el “Messi de las finanzas” como ministro de Economía, el financiamiento externo brilla por su ausencia. De ninguno de sus viajes al exterior las autoridades volvieron con promesas de créditos o inversiones, ni tampoco la renegociación con el Fondo Monetario Internacional trajo asociado hasta ahora ningún desembolso adicional. El hecho de que el riesgo país permanezca en torno a los 1500 puntos básicos aleja la posibilidad de obtener financiamiento a tasas razonables en el mercado internacional de crédito. Además, el año que viene comienzan los vencimientos importantes de la deuda privada (reestructurada por Guzmán) con lo cual, como mucho, se podrá aspirar a refinanciar parte de esos vencimientos, pero difícilmente se den las condiciones para un nuevo proceso de endeudamiento neto como tuvo el macrismo.

En este punto entraría a jugar el RIGI, el Régimen de Incentivo a las Grandes Inversiones, que busca aprobarse en el marco de la Ley Bases. El RIGI consiste en

una serie de beneficios fiscales, cambiarios y aduaneros para los proyectos de inversión de más de USD 200 millones que se radiquen en el país en los próximos dos años. Se trata de una entrega completa de soberanía a los capitales extranjeros y que, de aprobarse, tendrá consecuencias muy duraderas: los beneficios no podrán ser modificados durante 30 años y cualquier controversia debe resolverse en tribunales internacionales.

El RIGI difícilmente contribuya a resolver el problema estructural de escasez de dólares de nuestro país, pero puede aliviar la restricción externa en el corto plazo. Decimos que no va a resolver ningún problema de fondo porque, desde el tercer año, los inversores tendrán libre disponibilidad de las divisas que generen las exportaciones asociadas a estos proyectos de inversión. No tendrán obligación de liquidarlas en el mercado de cambios oficial ni dejar nada en el país. Lejos de aportar al desarrollo, las inversiones podrían convertir determinadas explotaciones o actividades en enclaves particulares separados del resto de la estructura productiva y social argentina.

Sin embargo, al poner un plazo de dos años para adherir, es factible que en el momento inicial genere un rápido y significativo ingreso de dólares. Las inversiones que vengan a radicarse al país ingresarán dólares, que deberán convertir a pesos para el pago de insumos y mano de obra (aunque el régimen no impone ningún requisito de contenido nacional). Entonces, la aspiración del gobierno puede ser que este ingreso de dólares compense la falta de acceso al mercado de crédito y permita aliviar las tensiones externas por un tiempo, cumpliendo los recursos naturales de nuestro suelo un rol similar al de las empresas públicas durante las privatizaciones de los noventa.

Esto le permitiría al gobierno mitigar parte de los riesgos planteados en el apartado anterior. Esto es, se volvería sostenible la apreciación cambiaria y hasta haría posible pensar en una apertura del cepo, evitando una nueva devaluación discreta que impulse los precios. A la vez, se podría financiar una reactivación económica que también contribuya a mejorar el resultado fiscal y a morigerar los costos del plan para la gente.

Sin embargo, incluso aunque así suceda, persistirá un punto flaco del plan: la ausencia de un abordaje de la inercia. Desde su credo liberal, el gobierno desdeña las herramientas de coordinación que son claves para salir de regímenes de alta inflación. Por ejemplo, la convertibilidad prohibió la indexación de contratos por inflación. Las correcciones macro por sí mismas probablemente no sean suficientes para bajar la inflación sin un abordaje del componente inercial de la inflación. Una cosa es bajar la inflación desde el 25% a niveles del 5% a fuerza de ajuste y recesión, otra es quebrar ese valor y poder pensar en inflación del 2% mensual. La economía argentina tiene tan internalizado el fenómeno de la inflación, que toda la red contractual se actualiza de manera casi mensual, mirando la inflación pasada.

En la teoría económica, se utiliza el término “política de ingresos” para referirse a los mecanismos de mediación entre trabajo y capital por su participación en el ingreso, que se implementan con el objetivo de reducir la inflación. Estos mecanismos incluyen una variada gama de instrumentos y arreglos institucionales. Desde la perspectiva del gobierno, en cambio, la política de ingresos no tiene mucho por hacer en materia antinflacionaria. Es más, algunos de sus mecanismos podrían ser un obstáculo para alcanzar el equilibrio, al consistir en regulaciones que impiden la plena flexibilidad de precios y salarios. El salario debe fluctuar libremente, para poder ubicarse en su lugar de equilibrio: igual a la productividad marginal del factor trabajo, lo que llevaría el desempleo a una tasa que no acelera la inflación. Quizás el gobierno apunte a resolver esta tensión a través del capítulo laboral de la Ley Bases.

La única excepción, no menor, a este desdén por la política de ingresos fue la decisión de no homologar paritarias que se ubicaran muy por encima de la inflación del mes inmediato anterior. Parece que, cuando es en contra de los trabajadores, puede ser válida la intromisión estatal.

La contrapartida de esta postura tan rígida es que la inercia solo puede quebrarse con un ajuste descomunal, con costos para la población en materia de actividad e ingresos mucho mayores que los que podría tener un plan antiinflacionario alternativo. Y, aun así, es probable que ni siquiera sea suficiente y que sostener la desinflación requiera una economía muy deprimida por demasiado tiempo.

Las políticas actuales comprenden un desguace del Estado, una fuerte concentración del ingreso y la destrucción del tejido industrial sin siquiera proponer un esquema que con seguridad conduzca a un objetivo que podríamos considerar de mínima como lo es la baja de la inflación.

En el fondo, es factible suponer que la apuesta del gobierno sea cambiar la matriz distributiva de nuestro país, donde los asalariados retrocedan de manera permanente en su participación en el ingreso total, y que la economía no crezca ya traccionada por el consumo, sino por la inversión y las exportaciones de recursos naturales. Un cambio profundo de la estructura productiva y social que, en el mejor de los casos, nos dejaría con una Argentina con enclaves de explotación de materias primas altamente productivos a costa de una población permanentemente empobrecida y una distribución del ingreso fuertemente inequitativa.