

INFORME ECONÓMICO MENSUAL - ABRIL 2024

LA ECONOMÍA ARGENTINA:

LAS CUATRO ANCLAS DEL PLAN MILEI-CAPUTO



CLAVES DEL INFORME

- El programa económico de Caputo-Milei se basa en **cuatro anclas nominales**. Ninguna parece ser sostenible en el mediano plazo.
- Los altos niveles de inflación de los primeros meses de gobierno socavaron rápidamente el “peso” de las anclas. Ninguna atiende los componentes inerciales de la inflación.
- La sostenibilidad del **ancla fiscal** a partir de la cesación en la cadena de pagos del Estado presenta un límite fáctico y otro en el deterioro de las condiciones sociales.
- También presenta un desafío relacionado a la recaudación tributaria, que en Argentina tiene un carácter pro cíclico.
- El objetivo del **ancla salarial** es lograr que los salarios no perpetúen la inflación y cristalizar niveles de salario real más bajos.
- Si bien se parece lograrse en el sector público, el intento de disciplinamiento a la clase trabajadora no termina de penetrar en el sector privado, con realidades muy heterogéneas.
- Mayo será un mes crucial para evaluar la sostenibilidad del **ancla cambiaria**, mes donde deberían comenzar a ingresar los dólares por la liquidación de la cosecha gruesa.
- Si el gobierno cede a las presiones devaluatorias, la inflación volverá a acelerarse y se pronunciará la caída de la actividad económica; situación que choca con las perspectivas de éxito del programa económico.
- Una tercera vía es la posibilidad de acceso a nuevo endeudamiento externo que garantice los dólares necesarios para sostener el tipo de cambio actual, perspectiva que aún parece lejana.
- Implícitamente relacionado, el **ancla monetaria-financiera** tiene por objetivo preparar las condiciones para atraer fondos de inversión de corto plazo, la especialidad del Ministro Caputo.

Las Cuatro Anclas del Plan Milei-Caputo

Hace algunos meses comentábamos desde este espacio que el programa económico de Javier Milei y Luis Caputo para combatir la inflación se basa en [cuatro anclas nominales](#). Un **ancla fiscal**, a partir de un brutal recorte del gasto público real; un **ancla salarial**, especialmente llevada a cabo en los salarios del sector público y que a su vez contribuye con el ancla fiscal; un **ancla cambiaria** sosteniendo una evolución del tipo de cambio muy por debajo de la inflación tras la devaluación inicial; y un **ancla monetaria-financiera**, a partir de la licuación del stock de pesos de la economía mediante la implementación de una tasa de interés que se encuentra sustancialmente por debajo de la inflación, pensando que esta reducción de la base monetaria contribuirá a disminuir la inflación presente y futura.

Entendiendo a la inflación como un fenómeno puramente monetario, sobrevuela la idea de que, sin emisión monetaria, ajustando el gasto –a.k.a. licuadora y motosierra– y enfriando la demanda la inflación comenzará a ceder. Sin embargo, mientras que cada día existe **mayor incertidumbre respecto de la sostenibilidad de las anclas**, al momento sólo se ha logrado que la inflación regrese a los niveles previos de la devaluación de diciembre 2023. Quizá por este motivo el gobierno tomó nota y puso un freno en su idea de desregulación plena de la economía, dilatando el impacto de los tarifazos en los servicios de gas y energía eléctrica, posponiendo la suba en la tarifa de transporte, exigiendo a las empresas de medicina prepaga que retrotraigan precios o poniéndole un techo a la recomposición salarial a partir de la no homologación de algunas paritarias.

Lo cierto es que los altos niveles de inflación de los primeros meses de gobierno rápidamente socavaron el “peso” de las anclas mencionadas; generando un círculo vicioso. Desde este espacio hemos discutido mucho acerca de los factores que explican la inflación y somos escépticos en pensar que el mencionado programa económico tenga éxito. En un escenario como el actual, el factor inercial resulta un componente clave y si no se lo combate difícilmente la inflación pueda ceder sostenidamente. Ninguna de las anclas mencionadas parece atender los componentes inerciales.

En el plano **fiscal**, el superávit financiero del primer trimestre presentado con bombos y platillos parece haberse alcanzado principalmente frenando la cadena de pagos del Estado y licuando ingresos, algo que no puede perpetuarse en el tiempo. Una vez consumado el ajuste en los ingresos de los trabajadores, el **ancla salarial** va perdiendo efecto ante la presión sindical por recomponer los ingresos de sus afiliados. A medida que transcurren los meses y la evolución de los precios supera a

la devaluación la sostenibilidad del **tipo de cambio** se torna cada vez más difícil; si el retraso cambiario empieza a generar incertidumbre sobre la cotización futura del dólar, la dolarización de portafolios tornará difícil mantener las tasas de interés negativas frenando la licuación de ahorros que conforma el **ancla monetaria**.

El Ancla Fiscal.

Durante el primer trimestre del año el recorte de los gastos primarios alcanzó más del 37% en términos reales (Tabla 1). Los rubros más afectados por la “motosierra” fueron el gasto en capital (-87,3%), las transferencias a las provincias (-77,5%), los subsidios (-46,6%) y las transferencias a las Universidades (27,8%). Sobre el rubro prestaciones sociales, el recorte se llevó a cabo mediante la licuación de ingresos, especialmente en las jubilaciones y pensiones, que durante el 1T de 2024 recibieron un 38% menos en términos reales que durante el mismo período de 2023. El rubro gastos de funcionamiento es paradigmático, porque el recorte de casi un 25% combinó “motosierra” –a partir del cierre de numerosas dependencias del Estado y de casi 10 mil empleados públicos despedidos– y “licuadora” a partir de otorgar aumentos sustancialmente por debajo de la inflación para los salarios del sector público.

Tabla 1. Variación del Gasto Primario. 1T-2024 vs. 1T-2023.

Millones de pesos, variación nominal y real.

	1T-2024	1T-2023	var. Nominal	var. Real
GASTOS PRIMARIOS	13.936.214	5.710.299	144,1%	-37,1%
Gastos corrientes primarios	13.690.681	5.210.019	162,8%	-32,3%
Prestaciones sociales	8.981.346	3.271.263	174,6%	-29,2%
Jubilaciones y pensiones contributivas	4.679.462	1.944.410	140,7%	-38,0%
AUH	674.947	160.428,5	320,7%	8,5%
Pensiones no contributivas	441.423	179.504	145,9%	-36,6%
Subsidios económicos	1.096.667	529.728	107,0%	-46,6%
Energía	688.378	359.368	91,6%	-50,6%
Transporte	368.548	146.554	151,5%	-35,2%
Gastos de funcionamiento y otros	2.782.138	955.159	191,3%	-24,9%
Salarios	2.294.893	762.579	200,9%	-22,4%
Transferencias corrientes a provincias	142.621	163.082	-12,5%	-77,5%
Transferencias a universidades	490.225	174.956	180,2%	-27,8%
Otros Gastos Corrientes	197.685	115.830	70,7%	-56,0%
Gastos de capital	245.533	500.281	-50,9%	-87,3%

Fuente: CESO en base a MECON.

Sin embargo, la sostenibilidad del ancla fiscal en el futuro próximo presenta dos grandes desafíos. En primer lugar, el recorte indiscriminado mediante la cesación de pagos presenta un límite fáctico y otro en el deterioro de las condiciones sociales. Una vez que el gasto en obra pública o en subsidios llega a cero, el recorte no se puede seguir pronunciando. En algún momento el Estado deberá volver a gastar para sostener parte de su infraestructura –caminos, escuelas, etc.–. Un ejemplo práctico es la suspensión de pagos en los primeros meses del año por parte del Tesoro a CAMMESA, que a su vez acumula importantes deudas con las empresas de generación eléctrica. El presidente ya anunció que parte de esta deuda será cancelada en junio de 2024, y que a partir de allí podría volver el déficit fiscal.

Además, existe un límite o tolerancia social que parece estar llegando a su fin. El recorte a las Universidades y la multitudinaria marcha federal universitaria para exigir mayor financiamiento son ejemplo de esto. Tampoco la licuación puede ser permanente. Una vez que los ingresos llegan a un mínimo aceptable por la sociedad –en este caso de jubilados y trabajadores del sector público–, se exacerban las presiones sociales para su recomposición.

El segundo desafío se relaciona con la otra pata del equilibrio fiscal: la recaudación tributaria. En el [informe de coyuntura de noviembre 2023](#) adelantamos que la meta de déficit cero podía verse en problemas debido al carácter pro cíclico que presenta nuestra estructura tributaria, en donde una parte relevante de los impuestos dependen del consumo y los ingresos –IVA, Ingresos Brutos, aportes y contribuciones, etc.– y no tanto de la riqueza o patrimonio. En un escenario donde la recesión generada por el brutal ajuste del gasto público viene creciendo mes a mes, los ingresos tributarios muestran una caída significativa en términos reales de más de 13% (tabla 2).

Tabla 2. Variación de la Recaudación Tributaria. 1T-2024 vs. 1T-2023.

Millones de pesos, variación nominal y real.

	1T-2024	1T-2023	var. Nominal	var. Real
RECAUDACIÓN TOTAL	22.675.660	6.729.242	237%	-13,1%
Ganancias	3.170.905	1.385.188	129%	-41,0%
IVA	8.342.297	2.268.476	268%	-5,2%
Bs. Personales	125.950	108.260	16%	-70,0%
Imp. PAIS	1.740.019	114.148	1424%	293,0%
Aportes Personales	1.814.497	667.307	172%	-29,9%
Contribuciones Patronales	3.108.561	1.040.785	199%	-23,0%

Fuente: CESO en base a MECON.

La caída sería aún mayor –cerca del 18% en términos reales– si no fuese por el aumento en la alícuota del Impuesto País sobre las importaciones que Milei aplicó en diciembre pasado –de 7,5% a 17,5%–. A pesar de seguir repitiendo en los medios de comunicación que el objetivo es bajar o eliminar impuestos, la creciente relevancia del Impuesto País en la estructura tributaria –ya representa el 8% de la recaudación nacional– hace que su eliminación luzca cada vez más compleja. Por motivos similares, el gobierno insiste con la reincorporación del Impuesto a las Ganancias.

El Ancla Salarial.

El **ancla salarial** también presenta un desafío futuro para el gobierno. Su objetivo es que las recomposiciones salariales no perpetúen la inflación y cristalizar un nivel de salarios reales más bajo. Si bien en el sector público nacional el ajuste en los salarios viene siendo efectivo para contribuir con este objetivo, el intento de disciplinamiento a la clase trabajadora no termina de penetrar completamente en el sector privado, que presenta realidades muy heterogéneas.

Tabla 3. Acuerdo paritarios principales ramas sectoriales

	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	Notas
Bancarios	20,0%	14,0%	9,0%		
UOM	25,5%	23,5%	15%		
Aceiteros	41,0%			25,0%	
UOCRA	20,0%		14,0%		
SMATA	38,5%*		30,0%		aumentos bimestrales
Alimentación	34,0%	20,9%	9,0%	7,0%	
Comercio	20,0%	17,6%	suma fija \$40mil	8,0%	7% a mayo
Seguro	54,0%			23,0%	abril-mayo
Plástico	24,4%	25,0%	15,0%		+ bono extra de \$100.000
Farmacéuticos	43,5%	22,9%	19,4%		
Camioneros	12,5%	21,0%	15,0%	9,0%	+ suma en carácter de reposición
Petroleros	47,6%			69,1%	% equivale a diferencia con IPC i.a.
SIPA	24,5%				
IS-INDEC	16,4%	13,3%			
RIPTE	14,7%	11,5%			

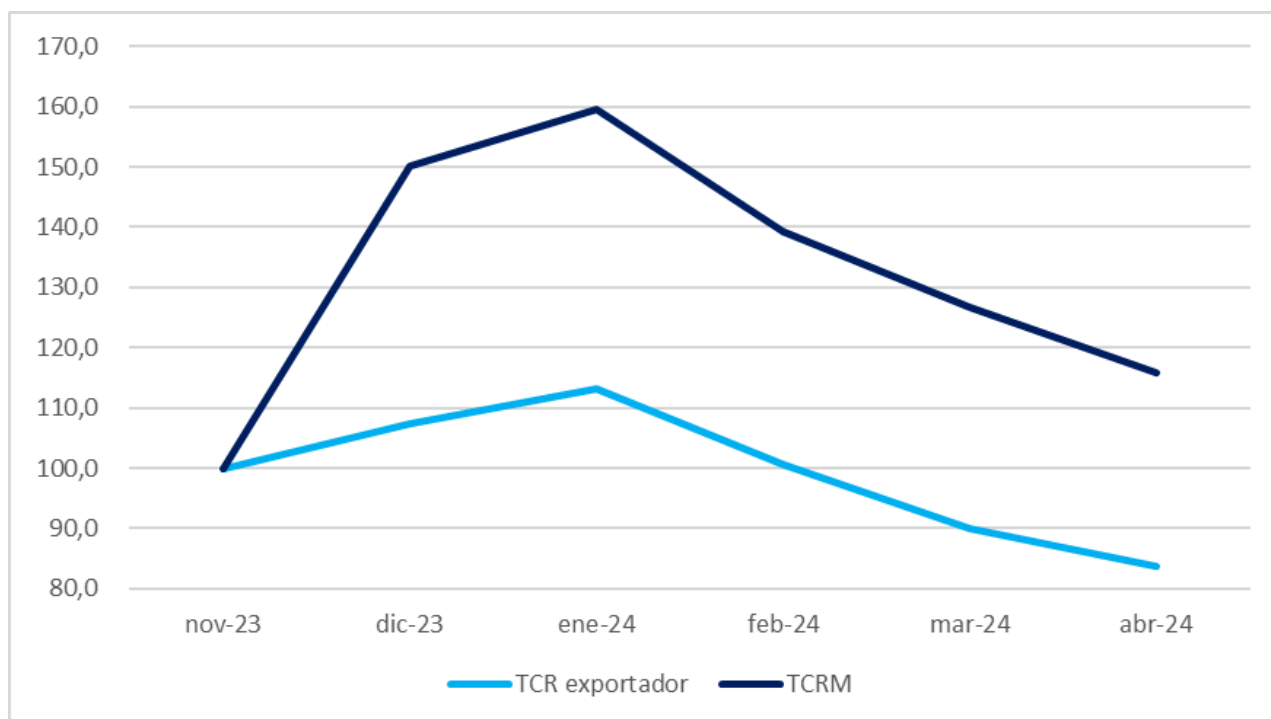
Fuente: CESO en base medios periodísticos.

Como se observa en la Tabla 3, algunas ramas importantes han logrado ganarle a la evolución de los precios (UOM, SMATA, Farmacéuticos, Camioneros). Otros, en cambio, presentan cláusulas de actualización que indexan plenamente el salario a la inflación (el caso de Bancarios o Petroleros), situación que atenta contra el objetivo de bajar la inflación, ya que alienta el componente inercial de la misma.

El Ancla Cambiaria y el Ancla Monetaria-Financiera.

Si bien una de las primeras medidas económicas de este gobierno fue aplicar una devaluación del 118%, la posterior estrategia de un *crawling peg* al 2% mensual frente a una inflación que todavía no pudo bajar a 1 dígito hizo que la “competitividad” ganada se diluya rápidamente. El tipo de cambio exportador –que surge de la posibilidad de liquidar el 80% al dólar mayorista y el 20% restante al contado con liquidación, también vigente desde diciembre 2023– ya se encuentra un 16% por debajo de noviembre de 2023. Como se dijo al comienzo de este informe, los altos niveles de inflación socavaron en unos pocos meses el “peso” de este ancla nominal.

Gráfico 1. Evolución del TCRM y del TCR efectivo para la soja. Nov-2023=100



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC. Abril 2024 estimado.

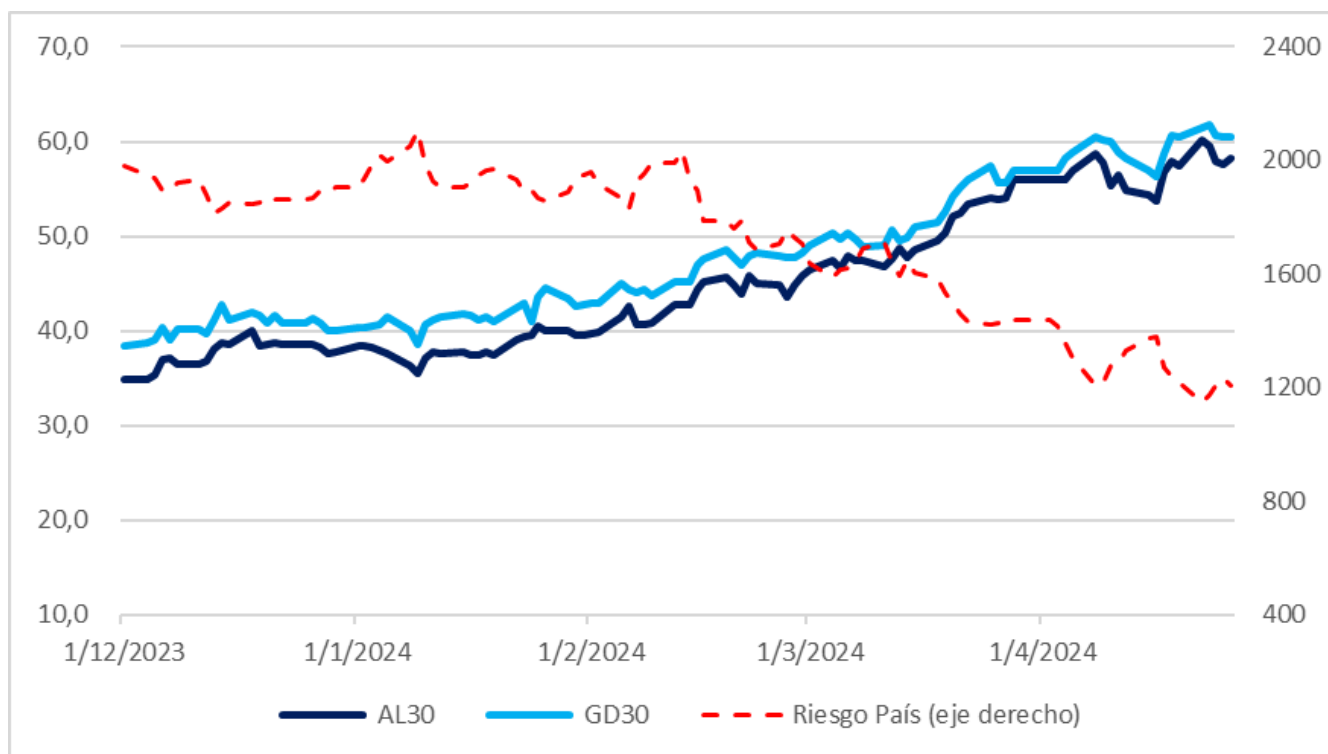
Mayo será un mes crucial para evaluar la sostenibilidad del **ancla cambiaria**, mes donde deberían comenzar a ingresar los dólares por la liquidación de la cosecha gruesa. No son pocas las voces que alertan sobre el “atraso” del tipo de cambio, y el descontento de algunos grupos exportadores. Incluso el FMI sugiere que debería existir un tipo de cambio que garantice la acumulación de reservas, haciendo alusión de que el ritmo actual de devaluación mensual es insuficiente.

Desde el oficialismo se intenta alejar el fantasma de una nueva devaluación con argumentos monetaristas donde la escasez de pesos pondría el tipo de cambio real de “equilibrio” en un valor inferior al de comienzos de diciembre del año pasado. Sin embargo, como mostramos en el [informe de coyuntura de marzo](#), los argumentos oficiales son poco creíbles y la estabilidad externa lograda tiene bases muy frágiles.

Si el gobierno cede a las presiones y vuelve a dar un salto cambiario –o acelera el *crawling peg* al 8% como sugiere el FMI–, la inflación volverá a acelerarse y se pronunciará la caída de la actividad económica; situación que choca con las perspectivas de éxito del programa económico y, con ello, parte del apoyo social que aún goza el oficialismo. La alternativa de satisfacer la demanda de los agroexportadores con una reducción de las retenciones tampoco parece viable, ya que colisiona con el objetivo oficial del equilibrio fiscal.

Una tercera vía que cada día cobra más fuerza es la posibilidad de un nuevo endeudamiento externo que garantice los dólares necesarios para sostener el tipo de cambio actual y que a su vez contribuya con la promesa de levantar el cepo cambiario; posibilidad que implícitamente se relaciona con el **ancla monetaria-financiera**. Sin embargo, el financiamiento del mercado aún es excesivamente caro (ver gráfico 2), el FMI se muestra reticente a desembolsar nuevos fondos y, por el momento, el gobierno libertario se encuentra rogando a la China “comunista” que le renueve el SWAP para mantener el nivel de reservas en el Banco Central.

Gráfico 2. Evolución del precio de los bonos soberanos y el riesgo país

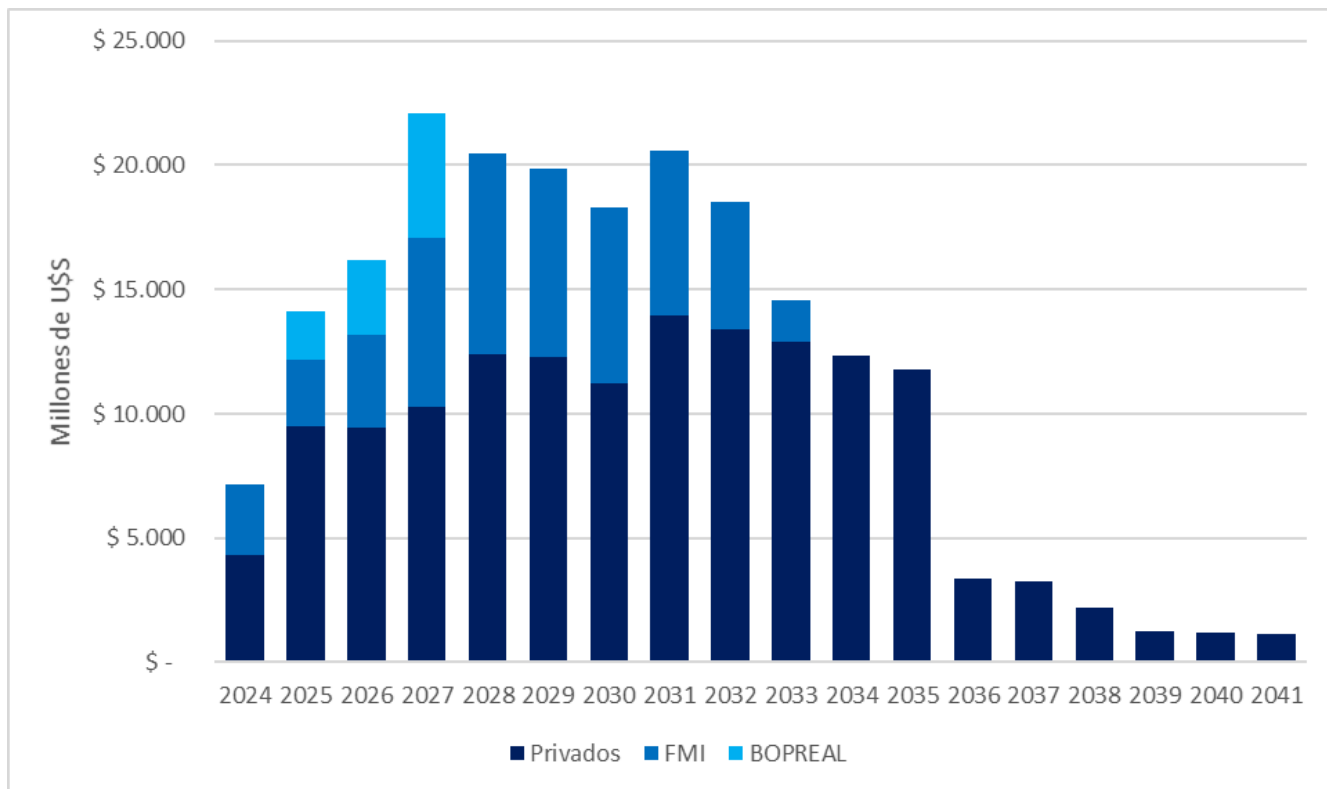


Fuente: elaboración propia en base a datos de mercado.

A falta de créditos internacionales, el Ministro Caputo se aferra al retraso cambiario para atraer fondos financieros de corto plazo que aprovechen las bajas tasas de interés en pesos que, de sostenerse la política cambiaria, igualmente representan grandes retornos en dólares. La afluencia de esos fondos puede generar un alivio temporal, pero también presentan un elevado riesgo de corrida cambiaria, ante expectativas de que el **ancla cambiaria** no sea sostenible. El costo de una repentina salida de fondos ya lo experimentó Caputo en abril del 2018, cuando sus “amigos” del JPMorgan iniciaron una brusca salida de fondos que llevó al central a vender USD 1.472 M en un sólo día, dando inicio a la corrida que derivaría en el insustentable acuerdo con el FMI y una brusca devaluación del peso.

El “Messi” de las finanzas no parece aprender de sus propios errores y hoy apuesta a intentar repetir aquella experiencia pero en una versión mucho más mediocre, con un retraso cambiario que atrae escasos fondos y, en lugar de acceso a nuevos créditos externos, tiene a la vuelta de la esquina los pagos de las deudas que tomó cuando era parte de la gestión Macri y, más recientemente, con los BOPREAL. A partir de 2025 Argentina deberá enfrentar vencimientos de deuda que de no mediar renegociación del acuerdo con el Fondo o reestructuración de la deuda privada –o ambas–, decididamente no podrá pagar (ver Gráfico 3).

Gráfico 3. Vencimientos de Capital e Interés de deuda en divisas.



Fuente: CESO en base a FMI y MECON.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL - ABRIL 2024

Las cuatro anclas del plan Milei-Caputo

SUSCRIBITE A NUESTROS INFORMES MENSUALES / BIMESTRALES

- * Economía Política
- * Precios en la Economía Social, Solidaria y Popular
- * Precios de Alquileres en CABA, Rosario y la Comarca Viedma - Carmen de Patagones
- * Inflación en supermercados de Santa Fé, CABA y la Comarca Viedma - Carmen de Patagones
- * Economía ambiental

[Suscribirse ahora](#) ▶

CONOCÉ NUESTROS MONITORES:

Seguimiento y actualización:

- * Precios
- * Alquileres
- * Ejecución presupuestaria

[Ir a Monitores](#) ▶

ceso.

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

Director: **Andrés Asiain**

Colaboran con el CESO: Agustín Crivelli, Agustín Romero, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Castagnino, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Miguel Cichowolski, Yamila Steg, Laura Iribas, Alejandra Caffaratti y Martín Carnuccio.