

INFORME ECONÓMICO MENSUAL - FEBRERO 2024

LA ECONOMÍA ARGENTINA

SHOCK ORTODOXO ¿ALCANZA PARA ESTABILIZAR?

- * Actividad
- * Precios e Ingresos
- * Finanzas Públicas
- * Finanzas y Bancos
- * Balance Cambiario
- * Sector Externo
- * Anexo Estadístico





Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | FEBRERO 2024

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad	- Pág. 12
Precios e Ingresos	- Pág. 16
Finanzas Públicas	- Pág. 18
Finanzas y Bancos	- Pág. 20
Balance Cambiario	- Pág. 22
Sector Externo	- Pág. 24
Anexo Estadístico	- Pág. 25

CLAVES DEL INFORME

- El gobierno está convencido de que su programa de shock ortodoxo será suficiente para bajar la inflación.
- El programa económico se basa en un ancla fiscal, un ancla salarial, un ancla cambiaria y un ancla monetaria-financiera
- Desde este espacio somos escépticos en el éxito del programa, atento que no ataca los factores inerciales que explican el régimen inflacionario actual
- En los próximos meses se vienen importantes aumentos en tarifas de servicios públicos, transportes y rubros como educación que tienen un fuerte componente estacional, que provocarán una nueva ronda de aumento de precios
- Otros precios ya se encuentran fuertemente indexados.
- Hasta el momento, las paritarias de muchas ramas del sector privado vienen empardando o incluso superando a la inflación, lo que refuerza el componente inercial de la inflación.
- La estrategia de *crawling peg* al 2% mensual no parece sostenible. En cuanto se acelere el ritmo o se opte por un nuevo salto cambiario, veremos un nuevo salto de precios.
- Ante este escenario el gobierno actual se va quedando sin alternativas.
- Una es continuar con el ajuste sumando una nueva devaluación, posiblemente un camino de derrota.
- Otra, encarar un régimen de “competencia de monedas” o una dolarización precaria.
- Ambas presentan riesgos inmediatos, de corto y mediano plazo y no garantizan resolver el problema inflacionario actual porque no atacan el componente inercial de la inflación

Shock ortodoxo: ¿alcanza para estabilizar?

El gobierno actual parece estar convencido de que su programa económico de shock ortodoxo será suficiente para encauzar el problema inflacionario actual. Entendiendo a la inflación como un fenómeno puramente monetario, sobrevuela la idea ramplona de que, sin emisión monetaria, ajustando el gasto y “enfriando” la demanda la inflación comenzará a ceder en 6 meses, en 18, en 24...

Ligado a lo anterior, el programa económico parece basarse en **cuatro anclas**. Primero, un **ancla fiscal**. Sólo durante enero, el recorte de los gastos primarios alcanzó casi el 40% en términos reales (Tabla 1). Se observa que, a diferencia de lo mencionado en campaña, el ajuste recae sobre las transferencias a las provincias, sobre los ingresos de jubilados y trabajadores del sector público, y sobre lo que representa el salario “indirecto” de muchos trabajadores –subsidios al transporte, a la energía, etc.– En segundo lugar, un **ancla salarial**. En especial, a partir del ajuste llevado a cabo en los salarios del sector público. Ajuste que, por un lado, contribuye al éxito del ancla fiscal, y por otro intenta actuar como disciplinamiento para los trabajadores del sector privado. En conjunto, estas dos anclas apuntan a la necesidad de menor emisión para financiar el gasto y a inducir una recesión que “enfríe” la demanda.

En tercer lugar, un **ancla cambiaria**. Si bien una de las primeras medidas económicas de este gobierno fue aplicar una devaluación del 118%, luego adoptaron una estrategia cambiaria de micro devaluaciones diarias que alcanzan el 2% mensual, ritmo muy por debajo de una inflación del 20% mensual en enero y proyectada alrededor del 15% para febrero.

Por último, una poco ortodoxa ancla **monetaria-financiera**, a partir de la implementación de una tasa de interés que se encuentra sustancialmente por debajo de la inflación y la licuación del stock de pesos de la economía. De nuevo, pensando que esta reducción de la base monetaria contribuirá a disminuir la inflación presente y futura.

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

	ene-24	ene-23	var. Nominal	var. Real
GASTOS PRIMARIOS	4.136.487	1.927.143	114,6%	-39,4%
Gastos corrientes primarios	4.059.382	1.772.050	129,1%	-35,3%
Prestaciones sociales	2.670.594	1.071.770	149,2%	-29,6%
Jubilaciones y pensiones contributivas	1.437.651	655.677	119,3%	-38,1%
Subsidios económicos	254.069	199.192	27,5%	-64,0%
Energía	108.394	134.043	-19,1%	-77,2%
Transporte	140.897	47.961	193,8%	-17,0%
Transferencias corrientes a provincias	62.130	62.689	-0,9%	-72,0%
Transferencias a universidades	145.682	59.742	143,9%	-31,1%
Otros Gastos Corrientes	65.344	39.425	65,7%	-53,2%
Gastos de capital	77.105	155.093	-50,3%	-86,0%

Fuente: CESO en base a MECON.

Sin embargo, 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 el [informe de coyuntura de agosto 2023](#) ya adelantamos los riesgos que presenta el régimen inflacionario en el que entrábamos. 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 este problema.

En un régimen de alta inflación, cualquier shock de precios en variables clave (como una suba brusca del dólar o las tarifas) acelera la inflación no sólo en el presente, sino también hacia adelante ya que la misma es perpetuada por los componentes inerciales (indexación de contratos y expectativas). Así, en diciembre el shock devaluatorio duplicó la inflación –pasó del 12,8% en noviembre al 25,5% en diciembre, manteniéndose en el 20,6% en enero–. La disminución coyuntural de febrero cercana al 15%, se verá opaca en marzo ante el reajuste de precios estacionales (cuotas educativas) y la actualización de tarifas de servicios públicos y de transportes (que deben recuperar adicionalmente la suba de costos generada por la devaluación de diciembre). Con la consecuencia de que el “piso” que deja la inercia se mantendrá más cerca del 20% de enero que al posible 15% de febrero, hacia los próximos meses del año.

Al respecto, el próximo aumento relevante que se viene es el de tarifas de los servicios públicos. Los cuadros tarifarios de energía eléctrica ya fueron publicados y, por tanto, estos aumentos impactarán fuertemente en la inflación de los próximos meses. Los aumentos en el precio de la energía eléctrica

van desde el 71% al 190% en el caso del cargo variable, y hasta 310% en los cargos fijos (ver Tabla 2). En el caso de las tarifas de gas natural, aún se desconoce el porcentaje de incremento que implicaría la quita de subsidios en febrero, pero todas las estimaciones apuntan a números de por lo menos 3 dígitos. Además, la audiencia pública realizada el último día de febrero anticipa una quita de subsidios que implicaría un 1% del PBI que deberán afrontar hogares y comercios. A esto debemos sumarles los aumentos en el transporte público, también por la quita de subsidios y las subas de combustibles.

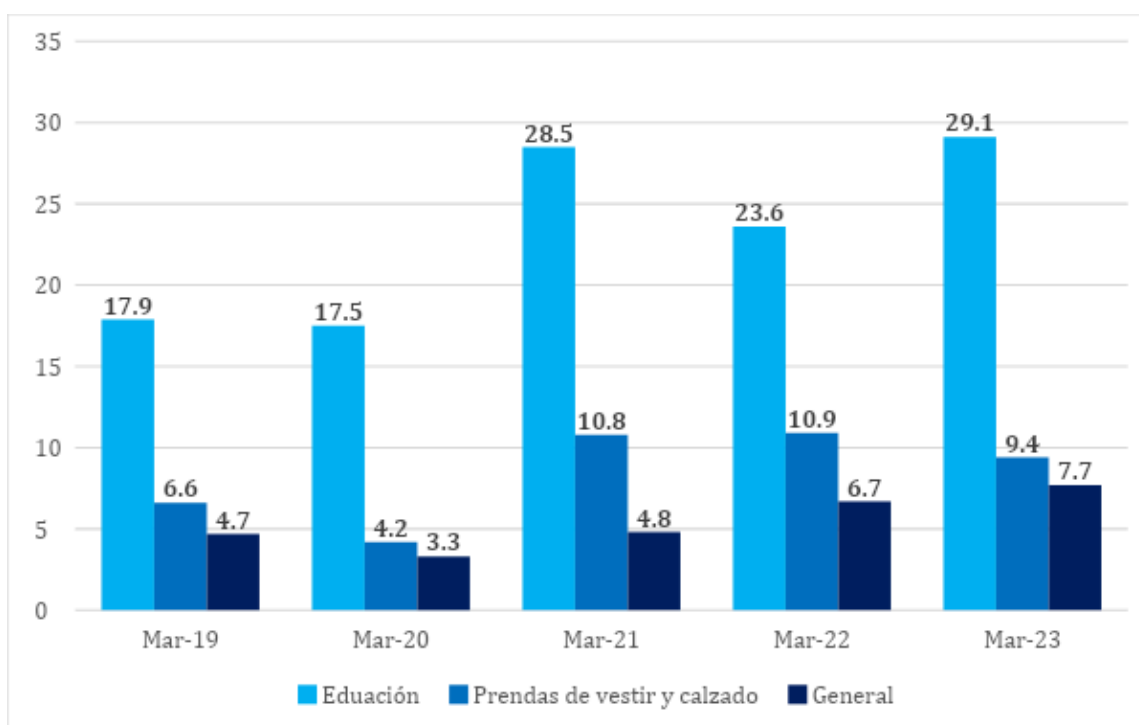
Tabla 2. Aumentos de tarifas promedio. feb-2024 vs. ene-2024

			Edenor	Edesur	
Tarifa 1 - R Nivel 1 altos ingresos	R1	Cargo Fijo 0-150	\$/mes	252%	253%
		Cargo Variable 0-150	\$/kWh	157%	157%
	R2	Cargo Fijo 151-400	\$/mes	190%	193%
		Cargo Variable 151-400	\$/kWh	156%	156%
	R3	Cargo Fijo 401-600	\$/mes	310%	314%
		Cargo Variable 401-600	\$/kWh	166%	167%
	R4	Cargo Fijo +600	\$/mes	293%	294%
		Cargo Variable +600	\$/kWh	178%	185%
Tarifa 1 - R Nivel 1 bajos ingresos	R1	Cargo Fijo 0-150	\$/mes	252%	253%
		Cargo Variable 0-150	\$/kWh	83%	84%
	R2	Cargo Fijo 151-400	\$/mes	190%	193%
		Cargo Variable 151-400	\$/kWh	80%	82%
	R3	Cargo Fijo 401-600	\$/mes	310%	314%
		Cargo Variable 401-600	\$/kWh	127%	131%
	R4	Cargo Fijo +600	\$/mes	293%	294%
		Cargo Variable +600	\$/kWh	168%	190%
Tarifa 1 - R Nivel 1 ingresos medios	R1	Cargo Fijo 0-150	\$/mes	252%	253%
		Cargo Variable 0-150	\$/kWh	73%	74%
	R2	Cargo Fijo 151-400	\$/mes	190%	193%
		Cargo Variable 151-400	\$/kWh	71%	73%
	R3	Cargo Fijo 401-600	\$/mes	310%	314%
		Cargo Variable hasta 400	\$/kWh	115%	118%
	R4	Cargo Variable 401-600	\$/kWh	166%	167%
		Cargo Fijo +600	\$/mes	293%	294%
R4	Cargo Variable hasta 400	\$/kWh	154%	176%	
	Cargo Variable +600	\$/kWh	178%	185%	

Fuente: CESO en base a ENRE

En segundo lugar, existe una cuestión estacional. Por el comienzo del ciclo lectivo, en marzo los rubros "Educación" y "Prendas de Vestir y Calzados" suelen sufrir fuertes aumentos. Así fue en los últimos años y éste no debería ser la excepción.

Gráfico 1. Inflación en “Educación” y “Prendas de vestir y calzados”, marzo de cada año.



Fuente: INDEC

Tercero, existen muchos precios que ya se encuentran plenamente indexados. El ejemplo más práctico son los alquileres, pero no es el único. Si bien mencionamos que una herramienta del gobierno es el ancla salarial, lo cierto es que por presión del movimiento obrero, la misma puede no tener efecto sobre los trabajadores registrados del sector privado. De hecho, es lo que se observa en los primeros meses, donde las paritarias de numerosas ramas sectoriales empardan o incluso superan la inflación actual (Ver Tabla 3).

Otros rubros que se encuentran fuertemente indexados son los combustibles –que además de subir por la actualización de un impuesto que se mantenía congelado desde 2021 su precio se ajusta al ritmo del tipo de cambio–, los servicios de telecomunicaciones, las prepagas, los seguros, etc.

Tabla 3. Acuerdo paritarios principales ramas sectoriales

	ene-24	feb-24	Más...
Bancarios	20,0%	14,0%	0,6% adicional para enero por cláusula gatillo
UOM	25,5%		
Aceiteros	41,0%		
UOCRA	20,0%		
SMATA		38,5%	Para el bimestre
Alimentación	34,0%	20,9%	
Comercio	20,0%		+ 11% retroactivo a diciembre
Seguro		54,0%	Para el bimestre
Plástico	24,4%	25,0%	+ bonos de 70mil y 80mil respectivamente
Pasteleros	24,0%		
Farmacéuticos	43,5%	22,9%	19,43% para marzo
Trabajadores de Carga y Descarga	17,0%	17,0%	17% para marzo
Camioneros	12,5%	21,0%	25% para marzo y 20% para abril
Petroleros	47,6%		
PROMEDIO	30,1%	20,1%	

Fuente: CESO en base medios periodísticos.

Por último, pero no menos importante, el ancla cambiaria parece no ser sostenible. En la medida que se acerquen los meses donde se liquida la cosecha gruesa, y el tipo de cambio actual vaya perdiendo frente a la inflación, aparecerán las presiones de los distintos grupos exportadores para una nueva devaluación. De hecho, el FMI ya se adelantó y sugirió acelerar el *crawling peg* del 2% al 8% mensual. Cuando esto suceda –ya sea con un fuerte salto cambiario, o una aceleración de *crawling peg*– nuevamente tendremos otra ronda de aumentos de precios que acelerará o mantendrá (según el futuro ritmo de la política cambiaria) la inflación a niveles elevados, aún en un contexto de fuerte programa de ajuste con una economía en franca recesión.

Ante este panorama, ¿qué podemos esperar en el futuro próximo? ¿el gobierno baraja algún plan de estabilización alternativo o su única carta es avanzar con una dolarización precaria?

¿La dolarización es el único camino?

Un camino que podría seguir este gobierno es continuar el ajuste sumando una nueva devaluación que les permita seguir acumulando reservas¹, pero por lo dicho en los párrafos precedentes, sosteniendo una inflación muy elevada. Posiblemente un camino de derrota, que signifique el fin del período de “tolerancia” que parte de la sociedad le dio a este gobierno y lo deje prematuramente sin chances electorales para el 2025.

Otro camino posible, y quizá el único en mente del actual gobierno, es encarar una dolarización. Acá se abren varias preguntas. ¿Dolarización plena o “competencia de monedas”? ¿Dolarizar ya o esperar a la segunda mitad del año? ¿Con qué nivel de reservas? ¿Es necesario un nuevo salto cambiario? ¿En el medio es necesario un proceso de unificación cambiaria?

Como se observa, en el horizonte cercano aparecen más incógnitas que certezas. Lo cierto es que si el gobierno actual decide encarar una dolarización plena –i.e. convertir todos los billetes y depósitos en pesos por dólares–, debería contar con una cantidad de reservas disponibles que hoy decididamente no cuenta; o bien aplicar un fuerte salto cambiario previo (ver Tablas 4 y 5).

Tabla 4. Reservas Brutas y Netas al 23/02/24.

Reservas Brutas	USD 27.485
Pasivos	USD 31.457
<i>Depósitos</i>	<i>USD 10.000</i>
<i>Swap</i>	<i>USD 18.000</i>
<i>Obligaciones con organismos internacionales (BIS)</i>	<i>USD 1.657</i>
<i>Repo SEDESA</i>	<i>USD 1.800</i>
Reservas Netas	-USD 3.972
DEG	USD 421
ORO	USD 4.000
Reservas Líquidas	-USD 8.393

Fuente: CESO en base a BCRA.

¹ Si bien no es tema del presente artículo, cabe aclarar que la acumulación de reservas se sostiene a costa de posponer el pago de importaciones y de una recesión creciente. Sobre esto, ver [informe de coyuntura de enero 2024](#).

Las alternativas que aparecen entonces son encarar una dolarización precaria, utilizando ya sea parte de las reservas que corresponden a depósitos del sector privado en los bancos (las que superan el 25% del encaje legal, tal como sugieren algunos asesores de Milei), aún bajo una hipótesis de insolvencia en caso que China solicite la no renovación del swap, hecho probable dada la política exterior de choque con el país oriental. En dicho escenario, sólo alcanzaría con poder cubrir los billetes y monedas en circulación al tipo de cambio paralelo, una cifra cercana a los U\$S 7.000 M; o bien implementar un régimen de “competencia de monedas”, como aventuró Milei en las últimas entrevistas o como mencionó en su blog uno de sus mentores –Domingo Cavallo– en los últimos días. Lo que daría lugar a una previa unificación cambiaria y el fin del cepo.

Tabla 5. Reservas Internacionales necesarias para dolarizar.

	Millones de pesos	RR.II. Necesarias al tipo de cambio financiero actual	Tipo de cambio necesario con el nivel de reservas actuales*
<i>Billetes y monedas en circulación</i>	\$ 7.630.311	USD 7.630	USD 1.100
<i>Billetes y monedas en circulación + depósitos a la vista del sector privado</i>	\$ 29.526.728	USD 29.527	USD 4.200
<i>Billetes y monedas en circulación + depósitos a la vista del sector privado + depósitos a plazo fijo sector privado.</i>	\$ 45.930.822	USD 45.931	USD 6.500

Fuente: CESO en base a BCRA.

* Bajo la hipótesis bastante flexible de que las reservas disponibles son el total de reservas brutas menos el Swap y menos los encajes legales del 25% sobre depósitos en dólares exigidos por el BCRA.

Ninguna de las dos alternativas está exenta de problemas. La liberalización de las restricciones cambiarias necesaria para la libre “competencia de monedas” seguramente implique una nueva devaluación dando lugar a un nuevo salto de precios, tal como se describió en la primera sección de este artículo. El nuevo nivel del tipo de cambio dependerá mucho de las negociaciones con los distintos grupos exportadores, pero podría ubicarse en un nivel cercano al tipo de cambio financiero actual –uno \$1.100 x dólar–. Dependerá mucho de cuándo se comience con este régimen y que tanto se haya “atrasado” el tipo de cambio frente a la inflación.

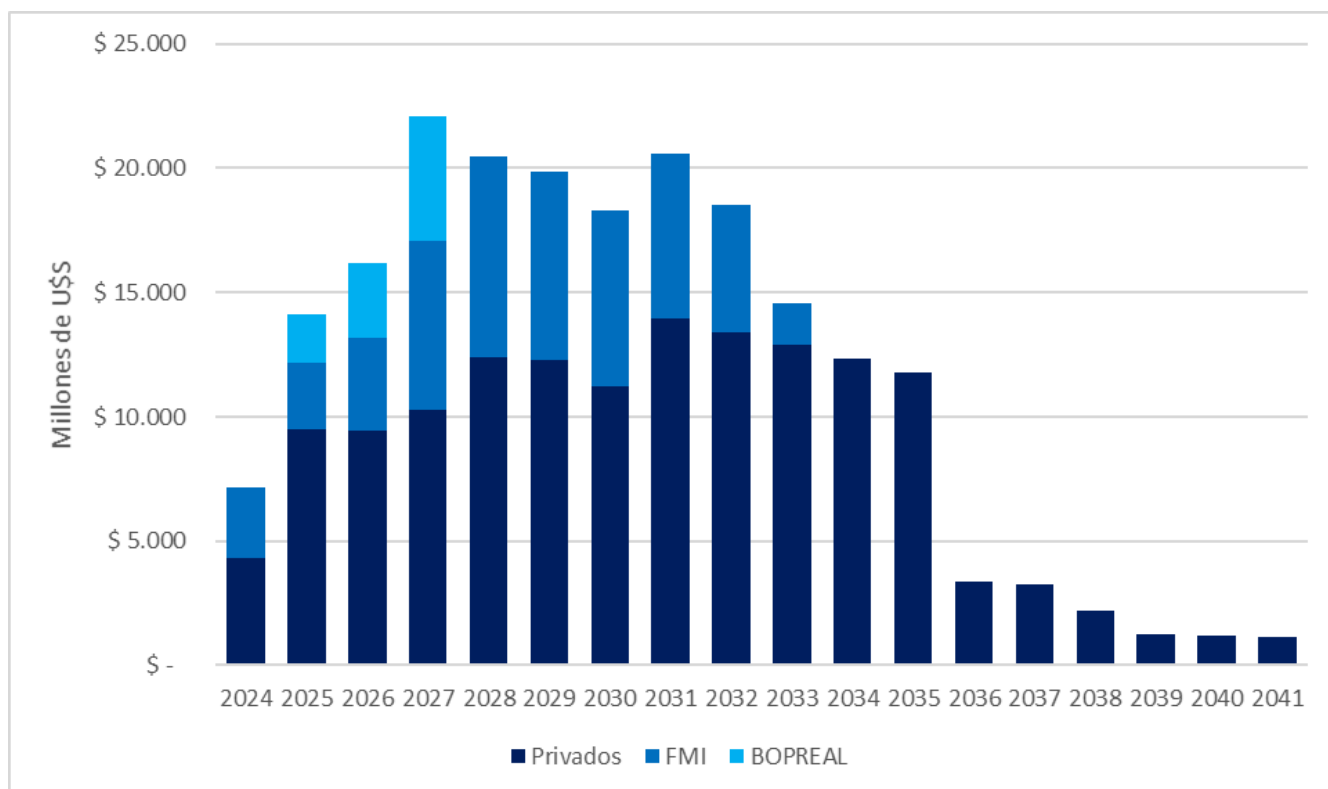
El éxito de la dolarización precaria, más ambiciosa, dependerá mucho de la confianza que se genere en el comienzo del nuevo régimen, de lo que suceda en el corto plazo y de los problemas ya existentes relacionados a la falta de divisas de mediano plazo. Como se mencionó, bajo esta dolarización sólo se convertirían los billetes y monedas en circulación, por lo que resulta indispensable que el programa

sea lo suficientemente creíble para que al momento de implementarse no haya un retiro masivo de depósitos en dólares; caso contrario la dolarización moriría durante el parto. Aunque parece algo obvio, cabe mencionar que por ejemplo para dolarizar Ecuador tuvo que previamente declarar un “Estado de Emergencia Nacional” por 60 días ante las protestas y tenía congelados los depósitos bancarios a plazo, donde sólo permitió extraer hasta USD4.000 dando por el resto obligaciones bancarias a largo plazo que implicaron fuertes pérdidas de capital para los ahorristas.

En el corto plazo, el gobierno debería poder continuar con la acumulación de reservas sin generar ningún “ruido” de mercado adicional que provoque un incentivo a retirar depósitos bancarios, algo para nada sencillo en nuestra economía.

En lo que respecta a los problemas de mediano plazo, a partir de 2025 Argentina debe enfrentar vencimientos de deuda con privados y FMI de entre U\$S 12.000 M y U\$S 20.000 M por año; algo que de no mediar renegociación del acuerdo con el fondo, reestructuración de la deuda privada –o ambas–, decididamente no podrá pagar. A esto hay que sumarle los vencimientos de los Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre –BOPREAL–, la nueva deuda que contrajo el BCRA para resolver la deuda de los importadores: U\$S 2.000 en 2025, U\$S 3.000 en 2026 y U\$S 5.000 en 2027.

Gráfico 2. Vencimientos de Capital e Interés de deuda en divisas.



Fuente: CESO en base a FMI y MECON.

Finalmente, algo que discutimos en el [informe de coyuntura de abril 2023](#), la dolarización no implica necesariamente terminar con el problema inflacionario. La dolarización puede terminar con la indexación de los contratos, especialmente si es acompañada de una medida en ese sentido al momento de convertirlos a nueva moneda. Sin embargo, la posible devaluación previa a su implementación y las pujas intersectoriales que puede desatar acomodar los precios e ingresos a la nueva moneda, podrían generar una elevada inflación en los primeros meses de implementado el nuevo orden monetario. A modo de ejemplo, Ecuador tuvo una inflación algo superior al 90% al primer año de haber dolarizado.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL -FEBRERO 2024

Shock ortodoxo: ¿alcanza para estabilizar?

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.com.ar ▶

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.