

MARÇO 2024

# TEXTO PARA DISCUSSÃO SOBRE O DESENVOLVIMENTO

001 | 2024

## **Desaceleración de la inflación, euforia financiera y derrumbre de la economía real**

DOI: <https://doi.org/10.29327/5412600>

Fabián Amico  
Universidad Metropolitana para la Educación y el Trabajo  
Buenos Aires, Argentina

# Desaceleración de la inflación, euforia financiera y derrumbe de la economía real

Texto para Discussão sobre o Desenvolvimento, n. 1 | Março 2024

## **Fabián Amico**

Profesor de la Universidad Metropolitana para la Educación y el Trabajo. Maestría en Economía de la Industria y Tecnología de la Universidad Federal de Río de Janeiro; Licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires.

E-mail: famico02@yahoo.com.ar

Orcid Id: <https://orcid.org/0000-0002-3958-124X>

Editoria: Carlos Pinkusfeld Bastos

Editoração e diagramação: Claudio Miranda Correa



Copyright © 2024 do autor

Todos os direitos desta edição reservados ao

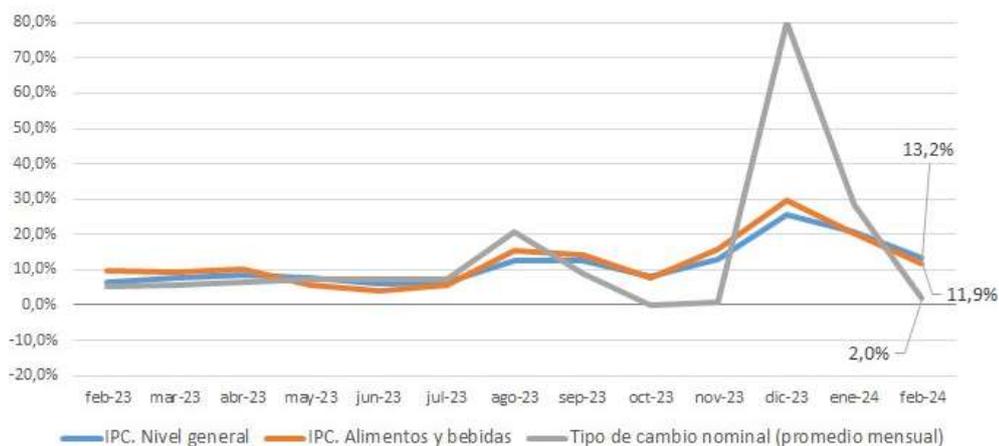
**Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento – CICEF**

## 1. La desaceleración de la inflación

La tasa de inflación de febrero registró una nueva desaceleración, un resultado esperable después de que la gran devaluación de diciembre fuera sucedida por un cuasi estancamiento del tipo de cambio nominal en enero y febrero. Sin embargo, esta dinámica inflacionaria no debe pasar por alto el hecho de que el nivel de la tasa de inflación en feb24, pese a su desaceleración, es la tercera tasa de inflación mensual más alta de los últimos 22 años (detrás de dic23 y ene24).

¿Por qué se produjo la desaceleración? El mismo factor que provocó el fognazo inflacionario de dic23, es el que ahora naturalmente produce la desaceleración: el comportamiento del tipo de cambio oficial (**Gráfico 1**).

**Gráfico 1** – Tasa de inflación y tipo de cambio (% mensual)

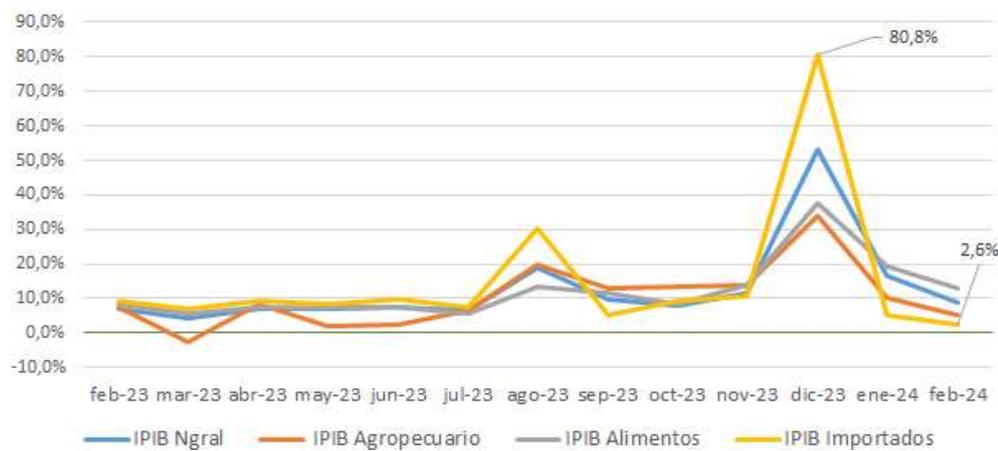


Fuente: INDEC, s. d.

En particular, un componente inflacionario esencial derivado de toda devaluación es el alza de precio de los alimentos, ya que el país es un fuerte exportador de ese tipo de productos y estos son parte esencial de la canasta de consumo de los asalariados. Como el segmento Alimentos y bebidas tiene una alta ponderación en el IPC Nivel General, cuando el tipo de cambio sube significativamente, la inflación de alimentos se dispara y, a la inversa, cuando el tipo de cambio nominal se desacelera (como ocurre actualmente) la inflación tiende a desacelerarse con una disminución más rápida de la inflación de alimentos.

El otro importante canal cambiario de la inflación es el costo de los productos importados. El **Gráfico 2** muestra el impacto “directo” del precio de los bienes importados a través del registro del Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), y se puede observar un aumento muy fuerte con la devaluación de diciembre y una caída sustancial debida al ancla cambiaria, del 80% mensual en dic23 a 2,6% mensual en feb24.

**Gráfico 2** – Precios mayorista y costo de importación (% mensual)

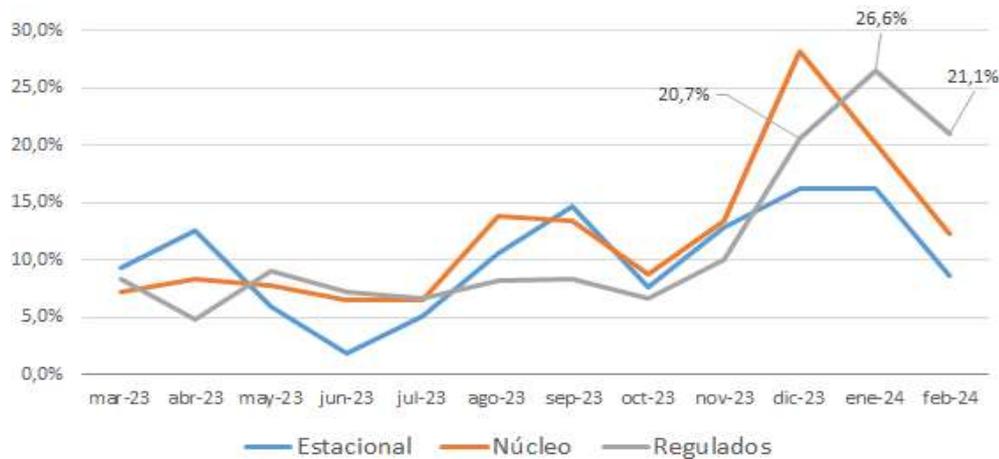


Fuente: INDEC, s. d.

Esa caída es aún mayor que de observada en el IPIB Nivel general, e incluso en el IPIB Agropecuario y en el IPIB Alimentos. Así, sea por el lado de los exportables (básicamente alimentos) como del lado de los importables (insumos y bienes de capital) el tipo de cambio oficial explica la mayor parte del impacto inflacionario de dic23, así como la posterior desaceleración de enero y febrero.

Si la inflación mensual no se desaceleró más rápidamente fue por la notable aceleración a partir de dic23 de los precios regulados por el gobierno, que pasaron de moverse en la zona del 8/10% mensual entre agosto/noviembre de 2023 a subir por encima del 20% mensual en el lapso de dic23 a feb24 (**Gráfico 3**).

Ciertamente, como los precios regulados ponderan bastante menos que la inflación núcleo (por ejemplo, para GBA pondera 67% la inflación núcleo y 23% los regulados) la inflación promedio siguió siendo dominada por la inflación núcleo o *core*, pero los regulados aumentaron considerablemente su contribución a la tasa de inflación mensual.

**Gráfico 3 – Inflación por categorías de bienes (% mensual)**

Fuente: INDEC, s. d.

Asimismo, existen dudas sobre la forma en que el INDEC pondera los aumentos de tarifas de ciertos servicios públicos (electricidad, gas, etc.). Estas dudas son preexistentes al actual gobierno y derivan del hecho de que probablemente los cambios introducidos en las ponderaciones (en particular en 2016) hayan derivado a una subestimación importante del peso de las tarifas de los servicios públicos en el IPC general.<sup>1</sup> Las dudas se acentúan cuando el gobierno anuncia que viene estudiando cambios en las ponderaciones del índice de precios.

Frente al nivel alcanzado por la tasa de inflación (incluso en un contexto de desaceleración) el gobierno decidió postergar hasta abril el aumento de la tarifa del gas y frenó la suba del boleto de transporte por temor al impacto social.

La decisión se basa en el temor de los funcionarios del Ministerio de Economía por la nueva escalada inflacionaria que, según los relevamientos privados, se estaría insinuando para marzo. Una nueva aceleración en los precios de los productos de consumo masivo se combinaría con la típica estacionalidad del mes respecto a los gastos (y precios) vinculados a la educación.

En el caso de las tarifas del gas, las autoridades del área de Energía iban a dar a conocer el esquema llamado Canasta Básica Energética (CBE), que eliminaba los

1 Véase, por ejemplo, CIEPYC (2018). Disponible en: [https://repositoriosdigitales.mincyt.gov.ar/vufind/Record/SEDICI\\_e960cf838bb25daac989272b533ecb73](https://repositoriosdigitales.mincyt.gov.ar/vufind/Record/SEDICI_e960cf838bb25daac989272b533ecb73). Acceso en: marzo 2024.

subsidios segmentados, pero tras una orden de Caputo el aumento quedó en suspenso. Las empresas proveedoras habían reclamado aumentos de tarifas mayores al 500%, con subas mensuales a partir de una fórmula de indexación en base a la evolución de la inflación mayorista (IPIM), minorista (IPC) y los salarios. Si se agrega la quita subsidios el gas podría aumentar un 740%, según datos de las consultoras privadas.

El actual esquema tarifario (y de subsidios) tiene como objetivo único y excluyente la reducción del gasto en subsidios y el ajuste fiscal. Sin embargo, tiene efectos importantes en el corto y en el largo plazo. En el corto plazo, la reducción de los subsidios disminuye el ingreso disponible del sector privado y en especial de los trabajadores (efecto que se suma a repase inflacionario de la devaluación). Por ende, forzosamente produce una contracción del consumo privado. Luego, como el consumo es tiene una magnitud importante en la demanda agregada, esto causa una abrupta caída de la demanda y por tanto desestimula la inversión en capacidad productiva.

Pero este efecto no es el único. La supresión de los subsidios elimina una herramienta trascendente para una estrategia de desarrollo y diversificación productiva. Por caso, si el país está dotado de abundantes recursos energéticos, sería innecesario que la energía tuviera un precio interno equivalente al internacional. Más aún, un esquema consistente de subsidios que apunte a abaratar la energía utilizada por las empresas locales sería una contribución a la mejora sistémica de la competitividad y la productividad. Sería un modo coherente de conectar, desde la política económica, la rica dotación de recursos energéticos con el desarrollo económico del país y también con el bienestar de la población ya que en ese esquema podría “liberarse” el ingreso disponible para que las masas de la población diversifiquen y modernicen su canasta de consumo. Ciertamente, en el contexto de la política económica actual eso es una quimera.

El hecho concreto es que estos segmentos, junto con Alimentos y bebidas, tienen un peso decisivo en la canasta de consumo de la mayoría de la población y se están moviendo claramente por encima del salario (**Tabla 1**).

**Tabla 1** – Inflación y salarios, variables seleccionadas (% mensual)

	Ago23	Sep23	Oct23	Nov23	Dic23	Ene24	Feb24
Salario nominal privado registrado	8,3	13,2	8,7	9,9	11,0	14,0	-
IPC nivel general	12,4	12,7	8,3	12,8	25,5	20,6	13,2
IPC regulados	8,3	8,3	6,6	10,1	20,7	26,6	21,1
IPC alimentos y bebidas	15,6	14,3	7,7	15,7	29,7	20,4	11,9
Equipamiento y mantenimiento del hogar	14,1	12,7	10,7	12,4	30,7	22,3	10,3
Transportes	10,5	10,8	7,1	10,4	31,7	26,3	21,6
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	9,1	8,5	7,8	7,1	13,8	14,0	20,2

Fonte: FIEL, s. d.

Nota: El salario de enero fue ajustado 14% siguiendo el registro RIPTE.

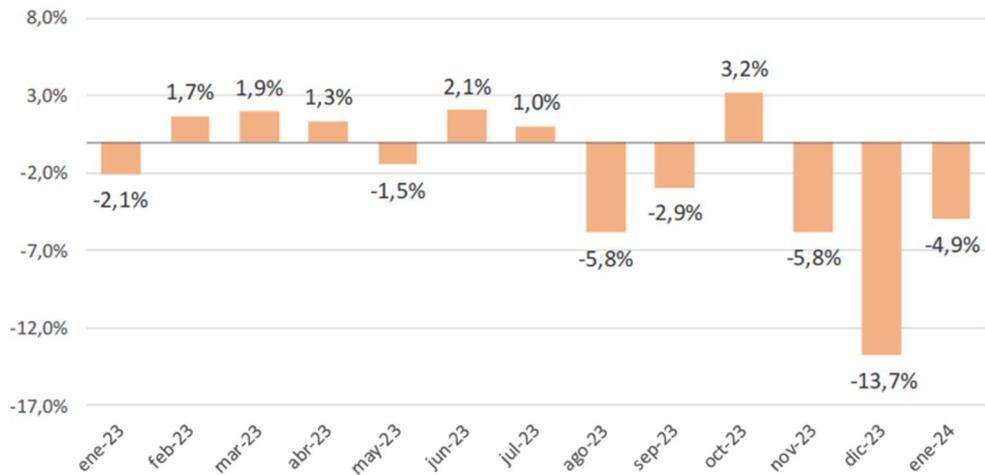
Por caso, las subdivisiones del IPC concentran casi el 52% de la ponderación total del índice general, con Alimentos y bebidas (23,4%), Equipamiento y mantenimiento del hogar (6,3%), Transporte (11,6%) y Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (10,5%), aun con las dudas acerca de la probable subestimación que existe con algunas de estas ponderaciones.

Pese a todo, el ancla cambiaria es una herramienta poderosa para actuar como inductor de desinflación, una política que, en general, puede conducir a una mejora gradual de los salarios reales si tal política se mantuviera en el tiempo. Como en general existe una relación positiva entre los cambios en el tipo de cambio nominal y la paridad cambiaria real, y debido a la relación inversa entre salarios reales y tipo de cambio real, la apreciación cambiaria real termina conduciendo, tarde o temprano, a una mejora en el salario real medio. Como veremos enseguida, este es un dato central para la actual política económica.

## 2. Salarios: todavía en caída libre

En esa línea, aunque sin garantías de que esta tendencia se sostenga en los meses que siguen, la Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE) mostró una reducción menor en términos reales en enero de 4,9% mensual, cuando había caído 13,7% en Dic23, algo que es natural dada la brutal devaluación de diciembre (**Gráfico 4**).

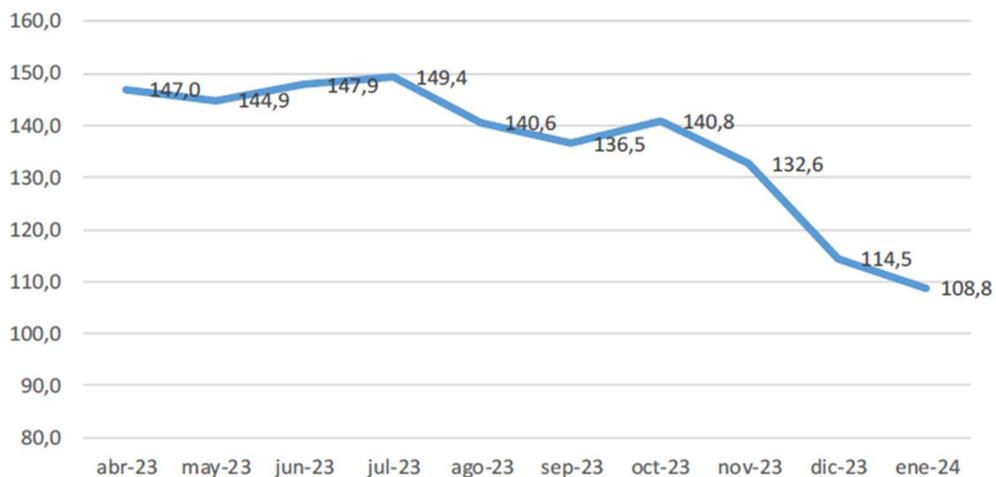
**Gráfico 4** – Remuneración imponible promedio de los trabajadores estables, RIPTE (em términos reales, % mensual)



Fuente: INDEC, s. d.

Sin embargo, el hecho es que el salario real promedio de los trabajadores formales sigue cayendo aún y todavía no encuentra su piso (**Gráfico 5**). El hecho de que, pese al ancla cambiaria, la desaceleración no sea más rápida se debe, como se explicó, al alza de los precios regulados (en particular las tarifas de los servicios públicos) lo que compensa en gran medida el efecto desinflacionario del tipo de cambio.

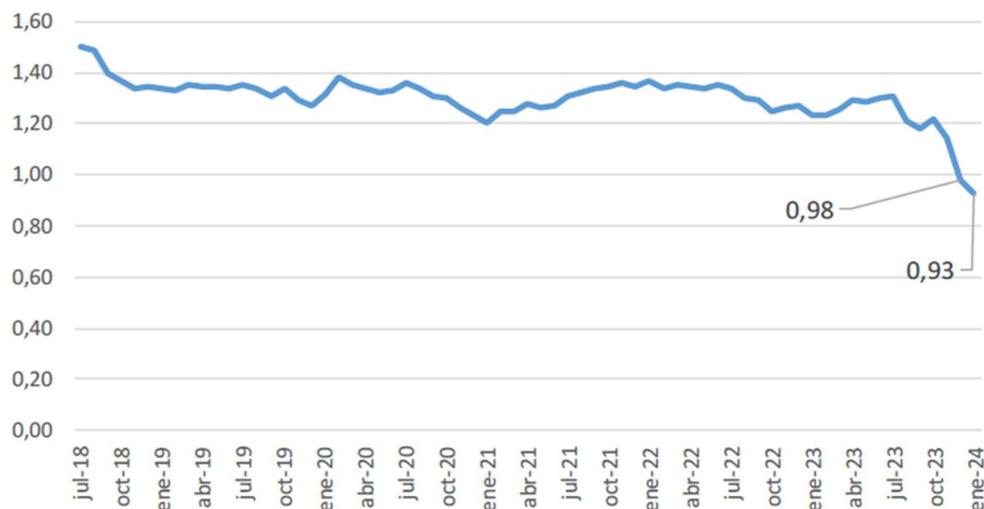
**Gráfico 5** – RIPTE (em términos reales, promedio 2003 = 100)



Fuente: INDEC, s. d.

Por estas razones, el salario formal promedio, en términos reales, siguió cayendo en términos de la canasta básica total (CBT) medida por el INDEC a Ene24 (**Gráfico 6**).

**Gráfico 6** – Relación RIPTE / Canasta básica total



Fuente: INDEC, s. d.

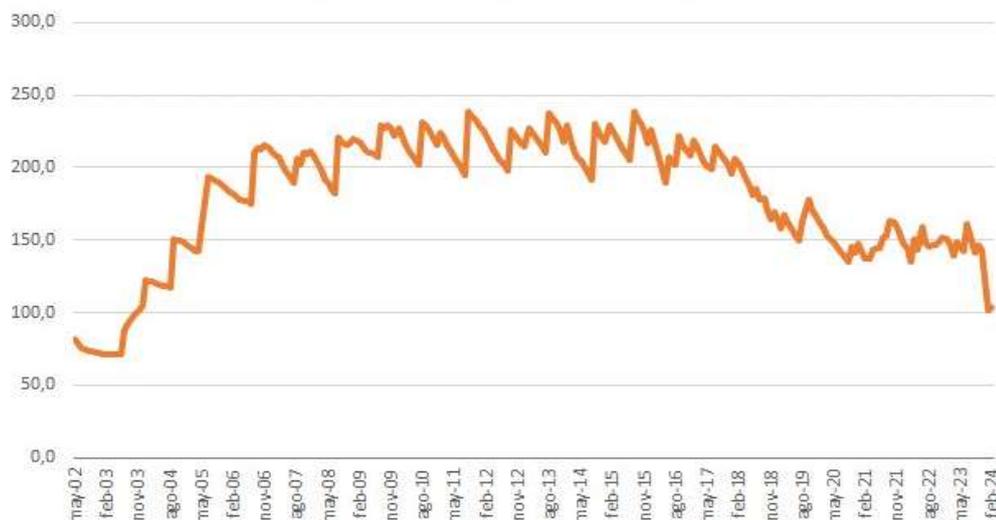
Probablemente lo mismo pudo haber ocurrido en Feb24 dado que el costo de la canasta de pobreza (CBT) aumentó en ese mes más que el IPC nivel general (15,8% de la CBT contra 13,2% del IPC promedio). Asimismo, tanto el salario mínimo (SMVM) como la jubilación mínima (HMJ) continuaron en Feb24 en niveles muy deprimidos, aunque con una dinámica en términos reales algo matizada.

El poder de compra del salario mínimo cayó 0,5% en febrero respecto a marzo, sumando este deterioro a la reducción real de 18,5% ocurrida entre Ene24 y Nov23. Eso implica que no hay piso de ingresos que sirva de referencia para el conjunto de trabajadores menos favorecidos y que los ingresos de los trabajadores informales e independientes no tienen ningún mínimo del cual aferrarse.

Asimismo, el impacto regresivo de esta evolución del salario mínimo no finaliza allí. El nivel del SMVM también servía como valor “testigo” para definir el ajuste de distintas prestaciones sociales como el Potenciar Trabajo o las becas Progresar, el Programa Acompañar, la Prestación por Desempleo, programas administrados por

ANSES, la Asignación Universal por Hijo (AUH) y la Asignación por Embarazo (AUE), así como también era utilizado para fijar los límites para el pago de Ganancias.

**Gráfico 7** – Salario mínimo, vital y móvil (em términos reales, enero 2002 = 100)



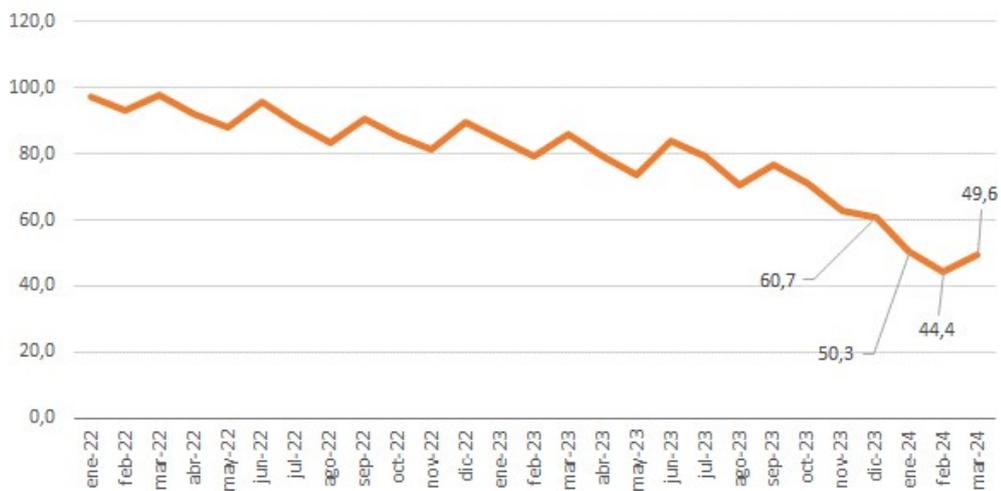
Fuente: INDEC, s. d.

Con el registro de feb24, el valor real del salario mínimo es el más bajo desde mediados de 2003 (**Gráfico 7**) y un 57% más bajo que el mayor valor de la serie, correspondiente a septiembre de 2011. No obstante, además de esta magra actualización del salario mínimo, el gobierno informó oficialmente que el ajuste del salario mínimo quedaría en adelante *desvinculado* de los planes sociales. Como explicó el vocero oficial Manuel Adorni: “Efectivamente los planes van a ser descalzados del salario mínimo”, lo que implica que esos programas pueden eventualmente ajustar por debajo del ritmo de aumento del SMVM.

## 2.1 Jubilación mínima y bonos: el núcleo del ajuste

El capítulo de las jubilaciones es uno de los aspectos más funestos del ajuste en curso. La jubilación mínima registró en Feb24 una inédita caída interanual de 44% en términos reales. Para Mar24 se debería registrar alguna mejora que, sin embargo, no alcanza para compensar el proceso previo de “licuación” (**Gráfico 8**).

**Gráfico 8** – Jubilación mínima (diciembre 2020 = 100)



Fuente: Ministerio de Economía, s. d.; INDEC, s. d.

Nota: Se adoptó el supuesto a fines ilustrativos de una inflación mensual de 14% para Mar2024. No se consideran los bonos ya que no forman parte del segmento remunerativo.

Existe además el problema de la transición hacia una nueva fórmula de movilidad que intenta aplicar el gobierno. Dicha transición se realizaría finalmente por decreto. Inicialmente, consistía en que a partir de abril se dispondría un aumento de 12,5% para las jubilaciones, más un ajuste por inflación en T-2, y este último criterio sería la forma de ajuste de allí en adelante.

Es decir, en abril se acumularían dos aumentos: uno especial como “compensación” (sic) de la pérdida diciembre-enero (12,5%) y el otro por la regla T-2 (es decir, abril incorporaría la inflación de febrero, 13,6%) lo que daría un 27% de aumento. Luego mayo ajustaría con la inflación registrada en marzo y así de seguido. Por supuesto en esta transición no se recuperaría ni la mitad de la pérdida ocurrida bajo el período de “licuación”. Por ejemplo, en Ene24 la inflación fue 20,6% y el aumento del HMJ fue nulo.

La lógica envuelta en esa regla de ajuste es simple. Debido a que el haber jubilatorio debe ajustar rezagado, toda aceleración de la inflación supone una pérdida permanente de ingreso real. Si la norma fuera el ajuste en T-1 ese efecto se reduciría al poder ajustar antes el ingreso nominal. Así, cuanto más rezagado es el momento del ajuste, mayor es la pérdida real ante un evento de aceleración inflacionaria. De modo inverso, toda

desaceleración de la inflación supone un aumento del poder de compra. Por último, una tasa constante de inflación supone un haber jubilatorio constante en términos reales.

El problema justamente son las condiciones iniciales legadas por la “licuación” y el hecho de que las pérdidas de ese periodo no se van a recuperar. De este modo, al menos en teoría, en abril termina la etapa de “licuación”, aunque congelando una situación real desastrosa para los ingresos jubilatorios.

Una hipotética reducción de la inflación sería beneficiosa para el gobierno en dos sentidos. Por un lado, aumentaría el poder de compra de las jubilaciones, con sus repercusiones sobre el consumo interno. Por el otro, reduciría tendencialmente el ritmo de ajuste nominal de los ingresos jubilatorios, contribuyendo a la meta excluyente del ajuste fiscal.

Existe un problema adicional con las jubilaciones mínimas que aún permanece en un manto de cierta confusión. A los jubilados que perciban el haber mínimo el gobierno les otorgaría un bono mientras el aumento de 27% solo se aplicaría sobre el segmento remunerativo (no sobre los 205 mil pesos de marzo, sino sobre 135 mil), es decir, dejando afuera el bono por 70 mil pesos.

Contabilizando el bono, la jubilación mínima aumentaría en abril un 18%. Claramente es una medida que tiende a “licuar” (otra vez) el haber mínimo. Al efecto del ajuste fiscal, el número es lo que cuenta: sobre un total de 7,5 millones de jubilados, quienes perciben el haber mínimo son más de 5 millones de personas.

Por si las perspectivas para las jubilaciones no eran ya suficientemente nefastas, el gobierno anunció que la fórmula de movilidad vinculada a la inflación no comenzaría en abril sino en julio. Hasta entonces regiría la fórmula de movilidad del gobierno anterior, de modo que en abril y mayo los jubilados cobrarían un adelanto de la movilidad correspondiente a junio, aumento que sería decidido de modo discrecional por el gobierno.

A esto se suma que el bono actual tiene un esquema establecido por el primer DNU que fija un tope para los aumentos, haciendo que el bono sea de \$70.000 o menos. Si no se firma ese DNU, en abril el bono pasa a ser de \$33.000, congelando el aumento de la jubilación mínima.

La suerte de los bonos hasta julio es el núcleo de esta discrecionalidad para el ajuste de las jubilaciones, ya que queda abierto a que el gobierno decida discrecionalmente

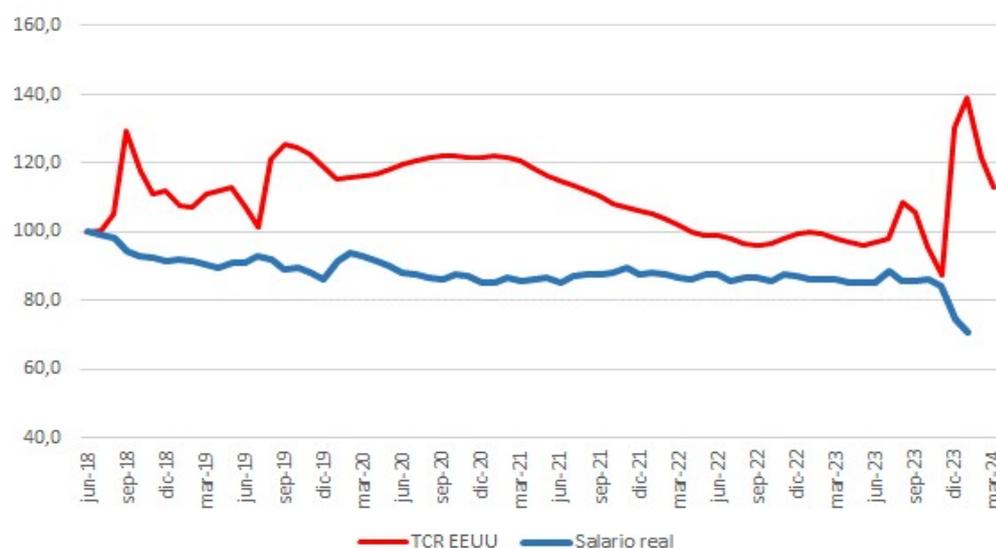
sobre el 35% del haber mínimo al no estipular si los bonos se ajustan o se “licúan” por completo. Finalmente, en junio, cuando se aplique la fórmula de movilidad aún vigente, se descontarían los aumentos de abril y mayo. Esto revela la escasa confianza del gobierno en el proceso de desinflación.

## 2.2 ¿Se puede sostener la desinflación?

Una cuestión central es si se puede sostener el incipiente proceso de desaceleración inflacionaria. Como la mayoría de los analistas reconoce, el proceso inflacionario está muy cercanamente asociado al tipo de cambio oficial y a la decisión del gobierno de mantener un ancla cambiaria. Sin embargo, en la visión oficial (y en la de la mayoría de los analistas convencionales e incluso de algunos heterodoxos) la posibilidad de sostener la estabilidad cambiaria depende de la rapidez con que se reduzca la tasa de inflación. En este punto, el discurso común es que el ajuste fiscal y monetario requiere algún tiempo para que sus efectos perdurables se manifiesten en una nítida disminución de la inflación. Luego, el descenso de la inflación permitiría una mayor estabilidad cambiaria.

Debe observarse que, en este enfoque, el nexo causal va desde la inflación hacia el tipo de cambio, consistente con la supuesta existencia de un nivel de equilibrio de la paridad cambiaria real. Es decir, es el tipo de cambio el que ajusta a la tasa de inflación por mecanismos económicos de mercado. ¿Cómo se define ese nivel de equilibrio? ¿Existió alguna vez ese nivel de equilibrio fundamental?, son preguntas difíciles de responder o simplemente sin respuesta.

El hecho es que cuando el tipo de cambio nominal comienza a crecer por detrás de inflación, el fantasma de la apreciación cambiaria (“inflación en dólares”) aparece para indicar la “necesidad” de una nueva devaluación. En verdad, la única señal de alarma que podría provenir de una apreciación “excesiva” del tipo de cambio real sería que estuviera poniendo en riesgo la rentabilidad de la economía, algo que parece estar muy lejos de ocurrir.

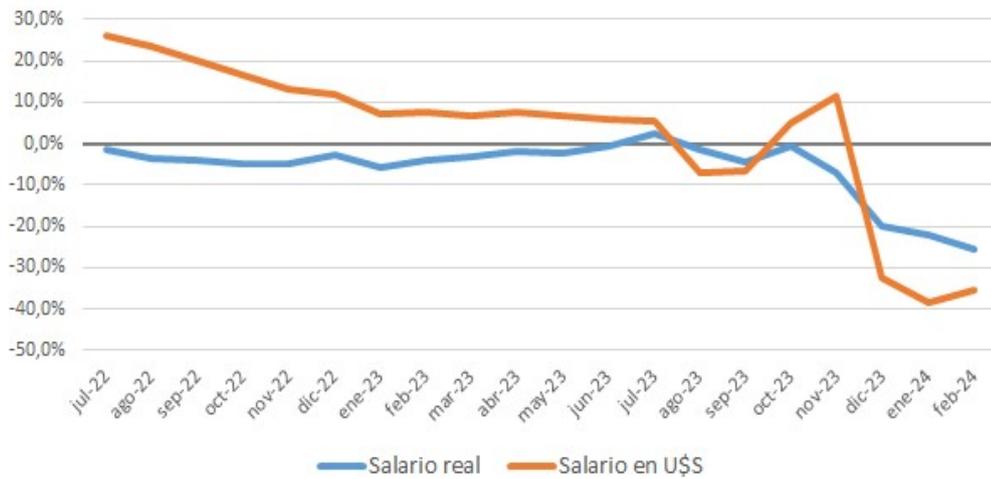
**Gráfico 9** – Salarios y tipo de cambio real (junio 2018 = 100)

Fuente: INDEC, s. d; BCRA, s. d.

Como se muestra en el **Gráfico 9**, los salarios reales (el gráfico corresponde a los salarios del sector privado registrado) parecen estar muy lejos de constituir una amenaza a la rentabilidad en general y a la de los transables en particular (exportables e importables).

En este contexto, Javier Milei se animó a realizar comparaciones de los salarios en dólares y desató la polémica. Enseguida fue cuestionado ya que tomó como variable de referencia el dólar paralelo y hasta el momento no existe ninguna evidencia de que el precio de la canasta salarial esté relacionado con otro tipo de cambio que no sea el oficial. Este punto confundió a muchos analistas, ya que si se toman los dólares paralelos (Blue o MEP, por ejemplo), el salario en dólares resultante en febrero es ligeramente superior al de noviembre. En cambio, si los cálculos se realizan considerando el tipo de cambio oficial (que claramente influye en la canasta de consumo asalariado), el resultado es muy diferente, ya que se registra una caída de casi 40%, en la misma dirección de la evolución del poder adquisitivo en pesos, que ascendió al 25% (**Gráfico 10**).

**Gráfico 10** – Poder de compra y salario en dólares (% interanual)



Fuente: INDEC, s. d; BCRA, s. d.

De este modo, en una perspectiva más pragmática, todo el mundo sabe que los movimientos del tipo de cambio causan inflación. De hecho, investigaciones recientes sobre planes de estabilización han demostrado que las únicas estabilizaciones exitosas se han basado en la estabilización del tipo de cambio como condición básica inicial de la estabilidad de precios, y que para ello había que tener resuelto los problemas de balanza de pagos y, en particular, de endeudamiento externo.

En este aspecto, hubo una mejora en la posición externa en tres variables importantes. En primer lugar, hubo una acumulación de reservas internacionales (brutas) del orden de los U\$S 7 mil millones entre mediados de Dic23 y finales de Mar24 (**Gráfico 11**).

**Gráfico 11** – Stock de reservas internacionales (en millones de US\$)

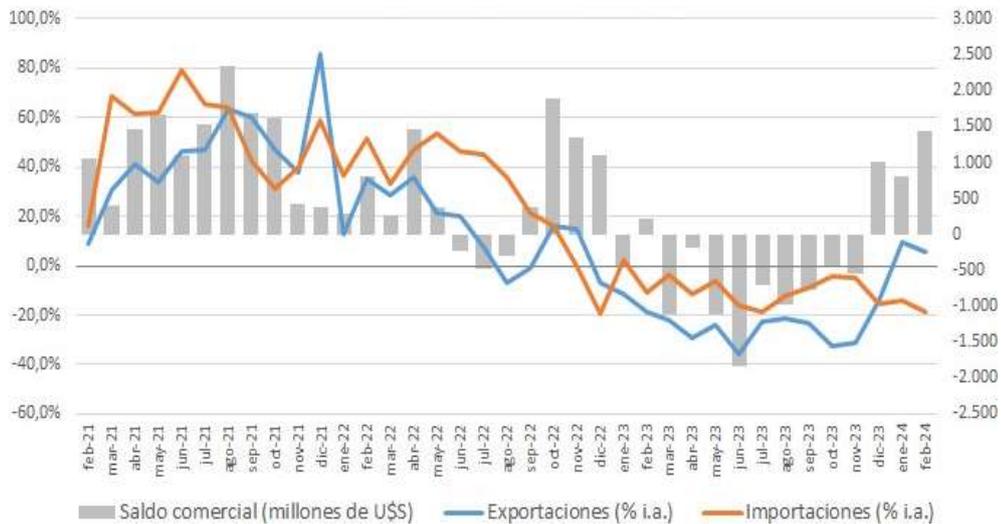


Fuente: BCRA, s. d.

Esta acumulación de reservas tiene como causa principal la intensificación del cepo sobre las importaciones (también sobre los dólares financieros) y su combinación con la vertical caída de la demanda agregada, lo que lleva a un desplome inmediato del PIB, la inversión y las importaciones.

Así, la segunda causa de la mejora externa es la obtención de un saldo comercial positivo en el comercio exterior de bienes fuertemente basado en la contracción de la actividad interna y en el desplome de las importaciones, que alcanza al -19% interanual en Feb24 (**Gráfico 12**).

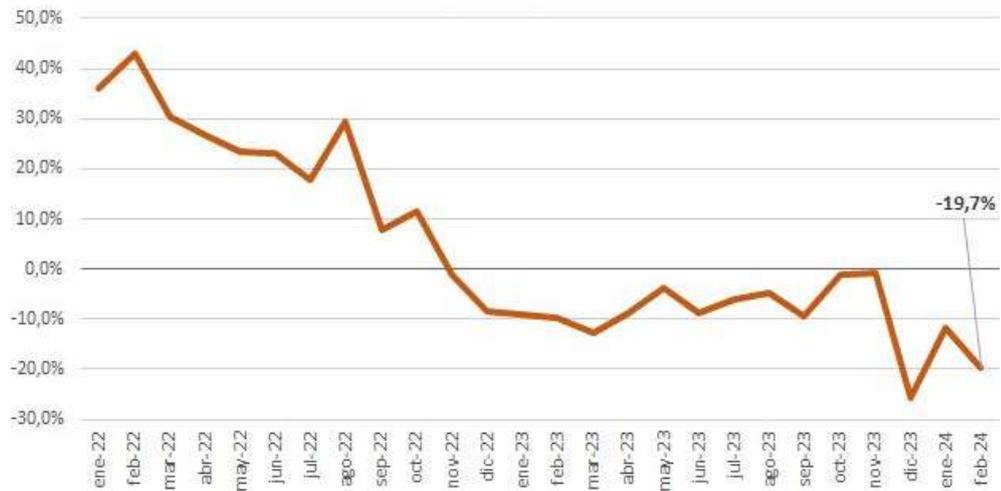
**Gráfico 12** – Exportaciones, importaciones y saldo comercial de bienes (en % interanual y en millones de US\$)



Fuente: INDEC, s. d.

Una digresión: las importaciones de alimentos, que el gobierno busca incentivar para combatir el alza de los precios internos de esos bienes, representaron en 2023 menos del 3% del total. Adicionalmente, la caída abrupta de los ingresos reales lleva a una fuerte reducción de la demanda por bienes de consumo producidos internamente y también disminuye drásticamente la demanda por bienes de consumo importados. La devaluación está en la cadena causal que va de la inflación a la caída de los salarios, el colapso de la demanda y la reducción de las importaciones, incluidas las de consumo (**Gráfico 13**).

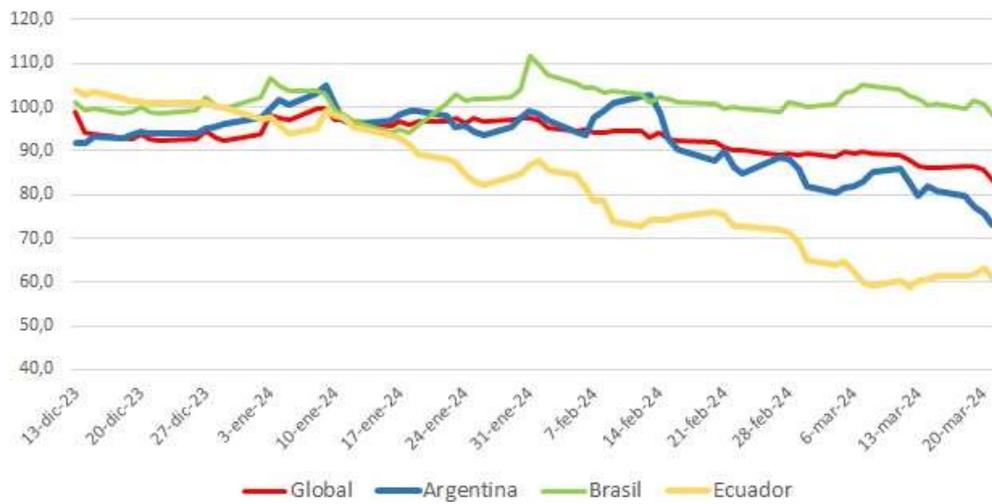
**Gráfico 13** – Importaciones de bienes de consumo (en % interanual y en millones de US\$)



Fuente: INDEC, s. d.

De modo que, junto con la acumulación de reservas internacionales del BCRA, el saldo comercial positivo llevó a un superávit de la cuenta corriente externa que acumuló un saldo de US\$ 6900 millones en el lapso Dic23-Feb24. Este superávit de cuenta corriente es recordé para todo el periodo 2003-2024, apenas comparable con otro pico de mediados de 2012.

Por último, el tercer elemento que explica la mejora de la situación externa es la dinámica del riesgo país (**Gráfico 14**) y su tendencia declinante desde principios de febrero.

**Gráfico 14** – Riesgo País - EMBI (en 1 de diciembre de 2023 = 100)

Fuente: JP Mongan, s. d.

Esta tendencia se explica por la acción de dos factores interrelacionados. Por un lado, la tendencia del riesgo global a disminuir respecto de principios de diciembre de 2023. Ha sido demostrado por varios estudios que los factores vinculados a la liquidez global (por ejemplo, las tasas de interés internacionales) determinan los cambios en la prima de riesgo de un amplio conjunto de países de la periferia. Dicho de otro modo: la baja del riesgo global (factor externo y exógeno al país) se traduce en un menor índice de riesgo país para la Argentina. Esto se debe a que los ciclos en las economías periféricas están subordinados en gran medida a los ciclos financieros globales.

Adicionalmente, existen algunos factores de índole doméstica que amplificaron esa reducción del riesgo país. La acumulación de reservas y el superávit de cuenta corriente son dos condiciones que mejoran las posibilidades de repago de la deuda externa. Es interesante que, para el mercado, no parece ser importante que estos resultados se hayan obtenido mediante un recrudescimiento de los controles de cambio (más “cepo”) y postergando el pago de importaciones, en la medida en que el conjunto de medidas de política “libere” divisas para el pago de la deuda. Finalmente, la reducción del riesgo país alivia las presiones sobre el mercado cambiario y es parte del dispositivo que ha permitido hasta aquí la estabilidad tanto del tipo de cambio oficial como de los paralelos.

Ciertamente, la posición externa de la economía no es la única restricción a considerar al momento de poner en práctica un programa de estabilización. Es posible que el gobierno, dada la mejora al menos coyuntural de los indicadores externos, pueda sostener durante un tiempo más prolongado que el esperado la estabilidad cambiaria. Pero, como mencionamos muchas veces, el tipo de cambio tienen una dimensión distributiva fundamental.

Si los salarios nominales del sector privado registrado crecen al 10/11% mensual, con un tipo de cambio aumentando 2%, es solo cuestión de tiempo para que la inflación tienda a desacelerarse y los salarios empiecen a recuperar parte del terreno perdido, poniendo en jaque el actual esquema distributivo. De modo que el gobierno buscará reemplazar el ancla cambiaria por un ancla salarial. Esa es la razón de que Caputo intentara imponer un tope a los aumentos salariales (por ejemplo, 14% en marzo y 9% en abril), focalizando todos los instrumentos políticos para frenar paritarias con alzas mayores.

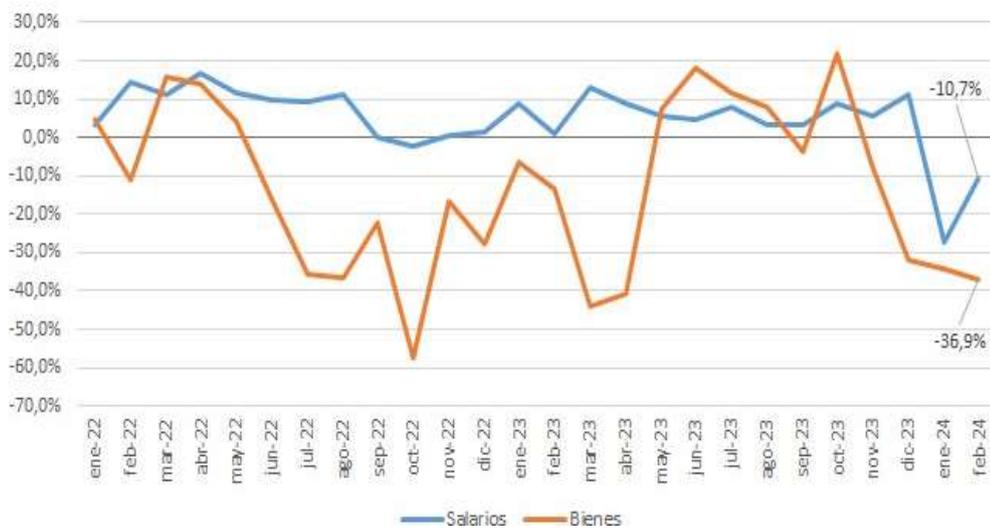
Es asimismo interesante observar que, en ese aspecto, Caputo abandona de hecho la retórica fiscal/monetaria ya que considera que aumentos mayores de salarios pueden llevar a subas de costos y presionar la inflación. De facto, el éxito obtenido en la estabilidad de precios de la Convertibilidad se basó en un ancla nominal atada a los salarios y sostenida con fuertes dosis de flexibilidad laboral, informalidad creciente y alto desempleo. En el contexto actual, sin embargo, pese al bajo desempleo, la situación del conjunto de los salariables parece ser más frágil, como lo mostró la experiencia del gobierno anterior. Pese al crecimiento de la actividad y el empleo, los salarios reales permanecieron relativamente estancados.

### 3. La marcha del ajuste fiscal en febrero

Los datos fiscales de febrero muestran la extrema dureza del ajuste. En términos reales, el ajuste se concentró en Jubilaciones y pensiones contributivas (-38% interanual), Subsidios económicos (-42,8% *i.a.* en febrero) y la inversión pública que cayó 89% *i.a.*

Los datos base caja del sector público nacional ofrecen una perspectiva más amplia sobre la dinámica fiscal. El **Gráfico 15** muestra la fuerte contracción real ocurrida en enero (-27,2% real interanual en salarios y -34.1% en bienes y servicios).

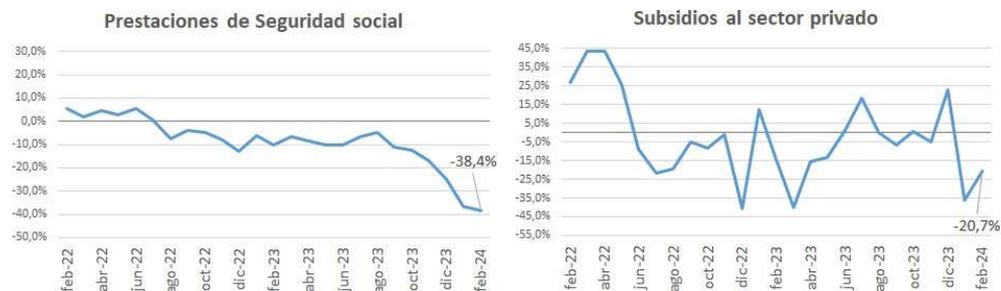
**Gráfico 15** – Salarios y consumo público (en términos reales, % anual)



Fuente: Ministerio de Economía, s. d.

Esa tendencia se profundizó en el consumo durante Feb24 (-36,9%) y se atenuó en el caso de salarios (-10,7%), aunque la magnitud de las contracciones sigue siendo inusualmente grande. Con todo, el núcleo del ajuste sigue siendo los subsidios y especialmente las prestaciones sociales (jubilaciones) (**Gráfico 16**).

**Gráfico 16** – Gasto social y subsidios: el núcleo del ajuste (en términos reales, % interanual)



Fuente: Ministerio de Economía, s. d.

El gasto en subsidios registró una caída en Ene24 del 35% real interanual, para mostrar una reducción del 20,7% en Feb24, exhibiendo un ritmo vertiginoso. Sin

embargo, como destacaron la mayoría de los analistas, el corazón del ajuste son las jubilaciones y las prestaciones sociales, cuyo desplome alcanza al 38,4% interanual en términos reales. Finalmente, el cuadro fiscal se completa con la evolución de las transferencias a las provincias, a las universidades y el gasto público en capital (**Gráfico 17**).

**Gráfico 17** – Provincias, universidades e inversión pública (en términos reales, enero 2021 = 100)

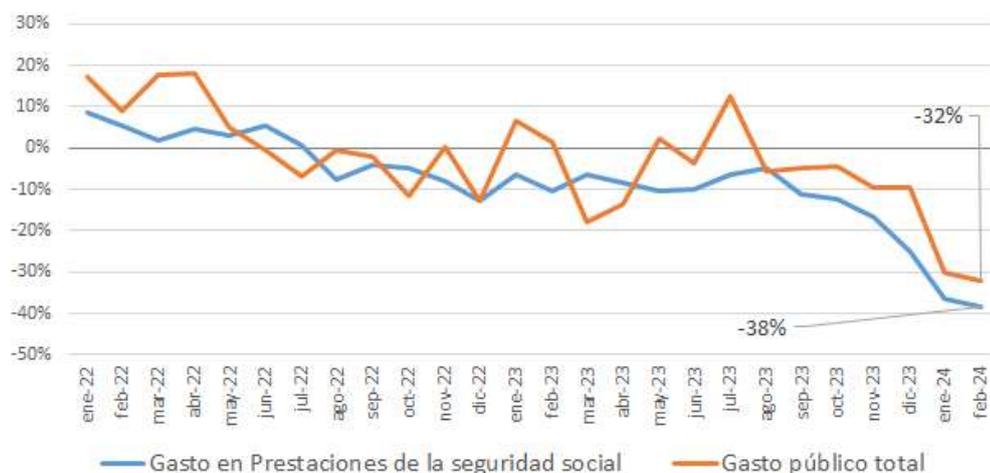


Fuente: Ministerio de Economía, s. d.

En Feb24, las transferencias a las provincias (fondos que básicamente van a inversión pública) cayeron en términos reales un 87% respecto de Feb23. En el caso del financiamiento de las Universidades, las reducciones fueron de 31,2% interanual en Ene24 y 25,5% en Feb24 en términos reales. Finalmente, la inversión pública se desmoronó 86% interanual en Ene24 y otro 88% *i.a.* en Feb24 en términos reales, preanunciando la virtual desaparición de la inversión pública.

La síntesis del ajuste fiscal en curso se presenta en el **Gráfico 18**, donde se puede observar nítidamente que el ajuste del gasto público total está fuertemente determinado por la tendencia del gasto social.

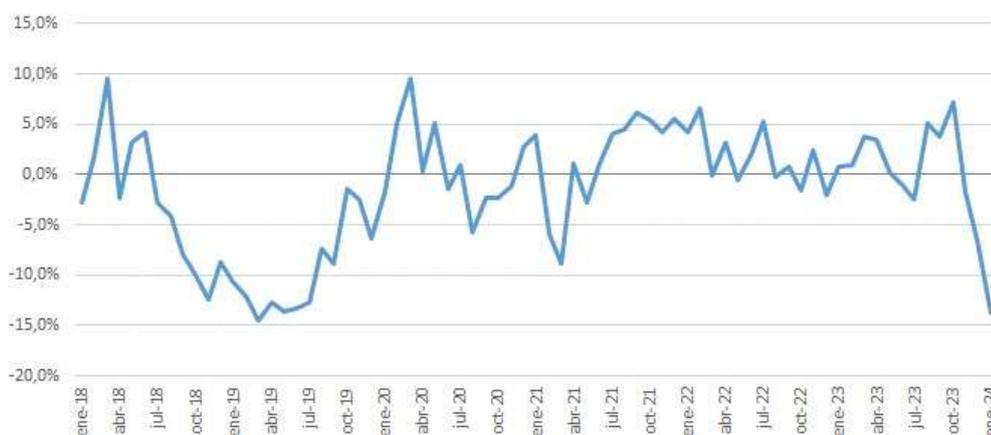
**Gráfico 18** – Gasto público total y gasto público social (en términos reales, % interanual)



Fuente: Ministerio de Economía, s. d.

Como resultado del ajuste de los salarios privados y del gasto público, la demanda agregada sigue cayendo verticalmente, como en las peores crisis de que se tenga registro (**Gráfico 19**).

**Gráfico 19** – Encuesta de supermercados (ventas a precios constantes, % interanual)



Fuente: INDEC, s. d.

Paradójicamente, pese al derrumbe real de la economía, Argentina vive una etapa de euforia financiera. Este exceso de confianza se parece a las manías de las que hablaba Charles Kindleberger, una especie de burbuja de optimismo que entusiasma a los empresarios en general y a todo el establishment conservador y financiero.

Pero esta euforia financiera no puede desconectarse por completo del mundo de la economía real. Mientras las empresas ven como sus ventas se desploman, los empresarios en su gran mayoría redoblan el apoyo a la política económica en curso. No se trata de una actitud por completo irracional. Los empresarios producen y venden con el objetivo de realizar una ganancia sobre el capital invertido. Si para asegurar esas ganancias fuera necesario generar caída de los salarios reales y estancamiento, no sería la primera vez que una política de esas características contara con apoyo entusiasta del poder económico y financiero. Sin embargo, en términos materiales, esa euforia no puede contagiarse a las amplias masas de la población de trabajadores y jubilados.

En este punto, el gobierno anhela que se pueda generar una reactivación (sea en “v”, en “u” o como sea) por dos probables caminos. El primero y principal, es que todo el andamiaje legal impulsado por el gobierno (Ley Ómnibus, etc.) que brinda amplios beneficios al sector empresario induzca a las empresas a no aumentar el desempleo y, en su lugar, estimule un aumento de la inversión alentada por el inmejorable clima de negocios. La desregulación (promesa de levantar el cepo, reforma laboral, etc.) y el paquete fiscal contrarrestarían las tendencias recesivas por los incentivos a la inversión privada.

Pero, por encima de cualquier ideología, las empresas deben poder aumentar sus ventas para que eso las induzca a invertir. Nadie hunde capital inútilmente. De modo que, como ocurría en el inolvidable segundo semestre del gobierno de Mauricio Macri, los empresarios están felices y eufóricos con el gobierno, pero no van a invertir un peso en las actuales circunstancias.

Irónicamente, el segundo camino por el cual el gobierno anhela que comience la reactivación sería por el lado del aumento del consumo proveniente de la mejora de los salarios reales gracias a la reducción de la inflación. Pero la inflación fue el efecto colateral de una reconfiguración de los precios relativos donde forzosamente el salario real debía quedar relegado. Es un problema de lógica: no se puede pretender bajar el salario como costo y esperar que crezca como demanda.

Como citar:

AMICO, Fabián. Desaceleración de la inflación, euforia financiera y derrumbe de la economía real. *Texto para Discussão sobre o Desenvolvimento*, CICEF, n. 1, p. 1-23, mar. 2024. DOI: <https://doi.org/10.29327/5412600>.