

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### Editorial

Número 119 Febrero de 2024

El escenario de una desaceleración de la tasa de inflación mundial en 2024 sin que la economía global entre en recesión emerge como el más probable. En la última actualización del informe del FMI sobre la perspectiva económica internacional, las proyecciones de crecimiento fueron ligeramente retocadas hacia arriba. Se pronostica un 3,1% de crecimiento global para este año, cifra casi idéntica a la de 2023. Bajo el liderazgo de los Estados Unidos, las economías avanzadas mostrarían aumentos de su producción en torno al 1,5% anual mientras que el promedio de los países en desarrollo se ubicaría por encima del 4% anual (empujado por India y China, en ese orden).

Si bien en términos de actividad económica el 2023 y el 2024 serían muy parecidos, el contexto será de menores presiones inflacionarias. Para la mayoría de los países la tasa de inflación viene disminuyendo más rápido de lo esperado. El efecto combinado de las políticas monetarias contractivas de tasas de interés elevadas de muchos bancos centrales durante el año pasado, la contención en el crecimiento de los salarios y la estabilización del precio del petróleo en valores más bajos respecto de los picos acaecidos al comienzo de las guerras en Ucrania y Franja de Gaza puede explicar buena parte de la desinflación reciente.

Las perspectivas sobre el nivel de actividad económica interno en 2024 son, en cambio, menos optimistas. Según el relevamiento de expectativas de mercado (REM), que publicó el Banco Central a principios de febrero, se pronostica una caída del 3,3% del PBI real durante el primer trimestre. La profundización de la recesión iniciada hacia el segundo trimestre de 2023 era ya previsible luego de las primeras medidas del gobierno fuertemente contractivas en el plano fiscal y monetario en un contexto de cepo cambiario, aceleramiento de la inflación y marcada caída del salario real.

Después de más de una década, el gobierno nacional logró cerrar enero con un superávit fiscal tanto primario como financiero. Habiendo resignado el paquete fiscal contenido en la por ahora fallida Ley "ómnibus", la notoria mejora en las cuentas públicas se explica muy poco por un aumento del ingreso (suba del 0,7% interanual) sino más bien por la asombrosa caída del gasto primario de casi un 40% interanual en términos reales. El uso de "la motosierra" pudo verse en la poda de varias partidas como es el caso de la casi desaparición de las transferencias no automáticas a las provincias o en la paralización de la obra pública. Pero lo que explica la parte más importante del ajuste del gasto fue el uso de "la licuadora" que diluyó el poder adquisitivo de jubilados, pensionados y empleados públicos que tuvieron aumentos nominales de ingresos muy por debajo de la tasa de inflación.

El salto discreto en el tipo de cambio nominal de diciembre pasado del 118% y la postergación en el pago de importaciones le permitió al Banco Central aumentar sus reservas en más de US\$8.000 millones de forma tal que en términos netos rondan los US\$ -4.500 millones. La posibilidad de que el 20% de las exportaciones puedan ser liquidadas en el mercado CCL y el exitoso lanzamiento de las primeras dos series del bono BOPREAL (que permitió reordenar el stock de deuda comercial por importaciones) explican una brecha cambiaria que se comprimió en torno al 25%. El BOPREAL también le fue de ayuda al Banco Central para retirar dinero de circulación y reforzar la política monetaria contractiva impulsada por la licuación de los agregados monetarios a partir del salto en la tasa de inflación.

Si las medidas fiscales, monetarias y cambiarias se vienen entretejiendo con cierta fluidez, no puede decirse lo mismo en el plano político. Partiendo de la conocida debilidad de base, al no contar con gobernadores propios y con un bloque poco numeroso de diputados y senadores, el gobierno no ha podido generar consensos que le permitieran aprobar siquiera una ley durante el período de sesiones extraordinarias. El Pacto de Mayo asoma como la oportunidad para el gobierno nacional de recomponer su relación con los gobernadores y reactivar así su agenda de reformas económicas que requieren de aprobación parlamentaria.

I  
**CONTEXTO  
ECONÓMICO  
INTERNACIONAL**

II  
**ACTIVIDAD  
ECONÓMICA  
LOCAL**

III  
**POLÍTICA  
FISCAL**

IV  
**LIGUACIÓN  
DE FLUJOS  
Y STOCKS**

V  
**UNA REFLEXIÓN  
PARA EL CIERRE**

## CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

En su última reunión la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió mantener las tasas de interés en un rango entre 5,25% y 5,50%, el máximo de los últimos 23 años, a la espera de que la tasa de inflación se estabilice de forma permanente en la meta del 2% anual. Esta es la cuarta vez consecutiva que la Fed decide mantener estable su política de tasas de interés, siendo muy probable que en su próxima reunión de marzo tampoco se produzca una baja ya que los indicadores de empleo y actividad económica se muestran robustos pese a la continuidad de la política monetaria de tasas elevadas para combatir el último brote inflacionario post COVID-19.

Del otro lado del océano Atlántico, el Banco Central Europeo (BCE) tampoco modificó en su última reunión su tasa de interés de referencia, ubicada en torno al 4,5% anual. La tasa de

inflación mensual en la eurozona ronda el 2,6%, aproximándose lentamente al objetivo del 2%. A diferencia de EE.UU. y de la mano del conflicto en Ucrania, la actividad económica en la Unión Europea sufrió más la política monetaria contractiva iniciada a mediados de 2022. El año pasado mientras que en EE.UU. el PBI creció un 2,5%, en el viejo continente el crecimiento fue de apenas un 0,5%. Se espera que el BCE comience antes que la Fed un sendero a la baja de los tipos de interés, provocando eventualmente una revaluación del dólar.

## ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL

La economía argentina atraviesa un claro proceso de agudización de la recesión y de aceleración inflacionaria en los últimos tres meses, los cuales se ven reflejados en el resumen de indicadores que mostramos en el Cuadro 1:

**Cuadro 1: Indicadores del Nivel de Actividad**

Indicador	Último dato disponible	Variación mensual desestacionalizada	Variación vs. mismo mes año anterior	Fuente
Actividad económica (PIB mensual)	dic-23	-3,1%	-4,5%	INDEC
Índice de precios al consumidor (**)	feb-24	20,6%	254,2%	INDEC
IVA Interno (*)	ene-24	s/d	-15,1%	AFIP
Ventas en Supermercados	dic-23	-6,6%	-6,6%	INDEC
Ventas en <i>Shoppings Centers</i>	dic-23	s/d	-0,4%	INDEC
Ventas en Autoservicios Mayoristas	dic-23	-11,3%	-7,1%	INDEC
Confianza del Consumidor	ene-24	-10,6%	-7,7%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	ene-24	s/d	-28,5%	CAME
Patentamiento de motos	ene-24	s/d	-33,0%	ACARA
Patentamiento de autos	ene-24	s/d	-0,7%	ACARA
Producción nacional de autos	ene-24	s/d	-16,7%	ADEFA
Índice construya	ene-24	-19,7%	-28,2%	Grupo Construya
Despachos de cemento	ene-24	s/d	-20,0%	AFCP
Producción de acero crudo	ene-24	s/d	-7,8%	CAC

Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAC, CAME, Grupo Construya, INDEC y Universidad Di Tella.

(\*) El mes de diciembre de 2024 tuvo igual cantidad de días hábiles (22 días) que el mismo mes de 2023.

(\*\*) La variación mensual del IPC no se encuentra desestacionalizada.

- Según el IPC el mes de febrero registra una tasa de inflación del 20,6% mensual, registrando una variación interanual del 254,2%.
- Si bien registra una desaceleración respecto del mes anterior (en diciembre fue del 25,5%), el cálculo del último bimestre diciembre–enero muestra una suba acumulada del 51,3%.
- En diciembre de 2023, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) registró una caída de 4,5% respecto del mismo mes del año 2022. En su indicador desestacionalizado también mostró una disminución 3,1%.
- Pese al escenario de alta inflación, los ingresos tributarios crecieron un 0,8% interanual real siendo el IVA (neto de reintegros) uno de los que apuntaló la recaudación con un alza interanual en términos reales del 11%. Cabe aclarar que la variación positiva se debe al IVA vinculado al comercio exterior. Si solo se toma el IVA DGI, que recoge mejor el comportamiento de la actividad económica interna, la variación fue negativa en un porcentaje igual al 15,1%.
- Los principales indicadores de consumo, como lo son las ventas en supermercados, *shoppings*, comercios mayoristas y minoristas, mostraron en enero registros negativos. La fuerte caída del salario real y la consecuente contracción del consumo explica dicho comportamiento.
- Respecto de los patentamientos de autos y motos, ambos presentaron índices negativos; 33% y 0,7% respectivamente, luego de cerrar el mes de diciembre con valores positivos. La mencionada caída de los ingresos reales golpeó claramente en mayor proporción al segmento de los bienes durables.
- Uno de los sectores más dañados por la recesión parece ser el de la construcción. El índice Construya alcanzó una caída interanual del 28,2%, según informan desde el

Grupo “el año comienza acentuando la tendencia a la baja en los despachos de materiales. Esto se debe a que estamos en meses de receso vacacional y por la incertidumbre que genera la alta inflación”.

- En el caso del despacho de cemento también registró en su informe del mes de enero una caída del 20%, quince puntos más que su registro del mes de diciembre. En el mismo sentido el consumo de energía disminuyó un 5,5% en enero.
- Por último, en el caso de la producción de acero crudo, si bien registra una caída del 7,8%, presenta una desaceleración luego de la información de diciembre, donde la producción cayó en un 24,2%, producto de la caída de la demanda y las dificultades para acceder a los insumos.

**¿Sabías que durante el bimestre diciembre–enero la inflación acumulada de los precios regulados fue del 52,7% mientras que la del nivel general fue del 51,3%?**

Que ambos guarismos sean básicamente iguales indica que, dejando de lado la fuerte corrección del tipo de cambio, durante los primeros dos meses de gobierno el necesario cambio de precios relativos, como es el caso de las tarifas de los servicios públicos, no se había producido.

## POLÍTICA FISCAL

En el diagnóstico inicial del nuevo gobierno uno de los problemas estructurales de la economía argentina a resolver es el de la dominancia fiscal que vuelve a la política monetaria dependiente de los desequilibrios presupuestarios. Por lo anterior, el gobierno adelantó que buena parte de sus esfuerzos iniciales iban a estar dirigidos a trastocar el déficit financiero de más del 5% del PBI en un superávit. Transcurrido apenas el primer mes y para sorpresa de muchos, durante enero el sector público logró alcanzar un superávit tanto primario (\$2 billones) como financiero (0,52 billones). ¿Cómo pudo lograrlo con tanta rapidez?

- Si bien el plan original era mediante la combinación de un 60% de reducción de gastos y 40% de aumento de ingresos, la eliminación del déficit es explicable en su totalidad por una contracción del gasto.
- Los aumentos de ingresos (básicamente impuestos) no pudieron plasmarse en su totalidad debido a que varios de ellos (la reversión del impuesto a las ganancias, la moratoria, el blanqueo, bienes personales) requerían de su aprobación en el Congreso. Como se sabe, el paquete fiscal fue primero quitado del proyecto de ley “ómnibus”, el cual a su vez fue finalmente retirado. Es dable suponer que a corto plazo el gobierno insista sobre el paquete fiscal y que consiga su aprobación, aunque sea parcial, por lo cual desde este punto de vista tiene margen para mejorar su resultado fiscal.
- Si bien en términos reales los ingresos totales se mantuvieron prácticamente constantes, su composición varió notablemente respecto de hace un año. Los impuestos al comercio exterior crecieron de forma extraordinaria (derechos de exportación: 90%, derechos de importación: 38%, impuesto PAIS: 417%).
- El impuesto PAIS con una alícuota que subió al 17,5% y que, a su vez, aplica sobre un tipo de cambio sensiblemente más alto que hace dos meses recaudó casi 400 mil millones de

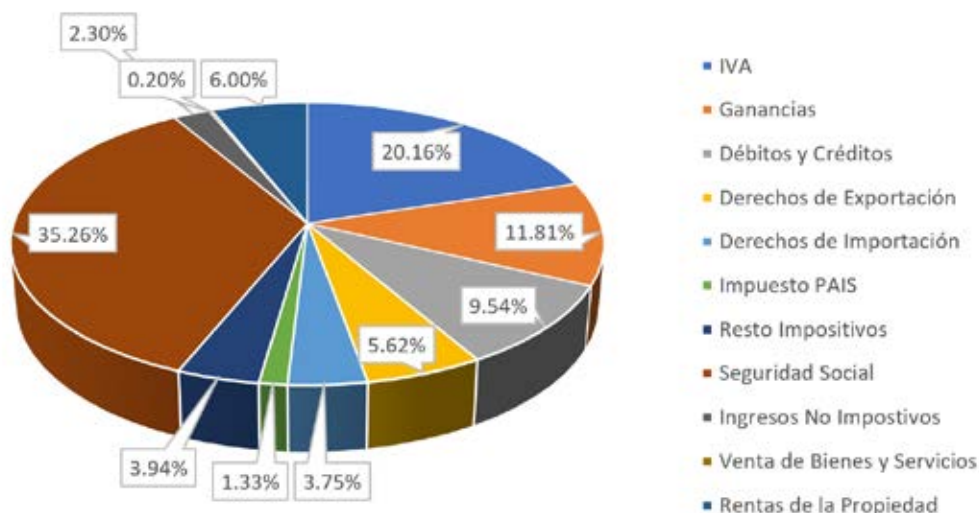
pesos, un valor ligeramente menor que la recaudación por el impuesto a las ganancias.

- La muy buena performance de los impuestos al comercio exterior permitió compensar las caídas en la recaudación de Ganancias, Bienes Personales, Débitos y Créditos Bancarios, Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social e Internos. La profundización de la recesión lleva a pensar que en los próximos meses un impuesto como el IVA que es el principal ingreso impositivo del Estado Argentino y explica aproximadamente el 25% de todos sus ingresos seguirá a los recién mencionados y mostrará también una caída en su recaudación.
- Con una recesión instalada en los primeros meses del año y sin un paquete fiscal que permita una fuente adicional de ingresos (como la reversión de ganancias o el blanqueo) le costará bastante al Gobierno mantener sus ingresos reales apuntalado únicamente en los impuestos al comercio exterior.

**¿Sabías que, si comparamos la composición de los ingresos del sector público entre enero 2024 y enero 2023, los ligados de forma directa al comercio exterior se duplicaron?**

Como puede observarse en los Gráficos 1 y 2, la recaudación de los derechos de exportación, de importación y del impuesto PAÍS pasó de representar el 10,71% a representar el 22,83% de los ingresos totales del Estado Nacional (tanto tributarios como no tributarios).

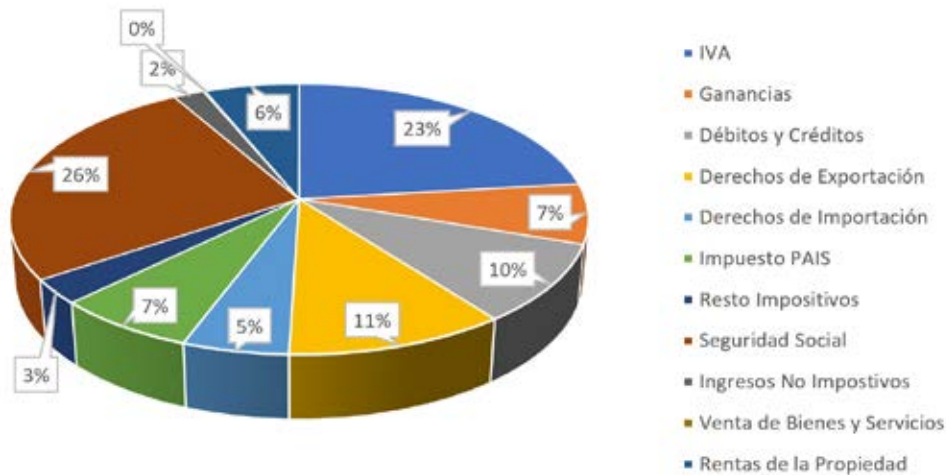
**Gráfico 1: Composición de Ingresos del Sector Público Enero 2023**



Fuente: Elaboración propia en base a SIDIP y ASAP.



Gráfico 2: composición de Ingresos del Sector Público Enero 2024



Fuente: Elaboración propia en base a SIDIP y ASAP.

- La inédita caída del gasto primario real de casi un 40% en un solo mes se explica por una reducción de casi todas las partidas. Las de mayor poda en términos relativos fueron las transferencias no automáticas a las provincias (prácticamente desaparecieron), la inversión real directa (se paralizó la obra pública) y los subsidios a la energía.
- En términos absolutos, los rubros que más aportaron a la reducción del gasto fueron: Jubilaciones y Pensiones (baja del 38% interanual), subsidios a la energía, inversión real directa, transferencias a provincias, salarios y programas sociales. En todos los casos los ahorros superaron los \$100 mil millones.
- De cada 100 pesos que se contrajo el gasto primario real 33 pesos corresponden a caída de Jubilaciones y Pensiones (debido a la fórmula que rige la movilidad en los haberes), 14 pesos a subsidios a la energía (no hubo), 12 pesos a inversión real directa, otros 12 pesos a las transferencias corrientes y no corrientes a provincias y 11 pesos a salarios. Estos cinco rubros explican el 82% de la contracción del gasto.
- La reducción de la partida de Jubilaciones y Pensiones ya le había servido al gobierno anterior para compensar parcialmente su

política fiscal expansiva de los últimos meses. Como se sabe, la fórmula que calcula los aumentos trimestrales de los haberes jubilatorios se determina por la evolución en los meses anteriores de los salarios y de la recaudación previsional. En líneas generales, como tiene un retardo de al menos un trimestre, cuando hay una aceleración en la tasa de inflación, los aumentos de haberes son sistemáticamente menores a la inflación.

- En la medida en que el plan de estabilización actual sea exitoso y logre bajar la inflación, y los salarios se recuperen en los próximos meses, los haberes jubilatorios en ese caso deberían aumentar en términos reales, lo cual dificultaría el equilibrio en las cuentas públicas ya que la participación de este rubro dentro de los gastos totales es de un 35%.
- En lo que respecta a la inversión pública, es más factible a corto y mediano plazo reducirla drásticamente, aunque no así en el largo plazo. Los subsidios a la energía y al transporte también son más factibles de ser reducidos, aunque no eliminados completamente dado que las familias de bajos ingresos probablemente continúen siendo parcialmente subsidiadas, ya que el peso del pago de dichos servicios en su estructura de gastos

es relevante y en un contexto de mayor desempleo y salario real a la baja, resultaría difícil pagar plenamente sus tarifas.

- Respecto de las transferencias a las provincias, las no automáticas podrían ser reducidas drásticamente. Sin embargo, dado que más tarde o más temprano el gobierno deberá enviar leyes como la del paquete fiscal para recomponer sus ingresos, es posible que la moneda de cambio para que sean aprobadas en el Congreso puedan ser dichas transferencias.
- La reducción del gasto vía licuación de los salarios de los empleados públicos también tendrá un piso en la mayor conflictividad que irá surgiendo con el correr de los meses. A grandes rasgos, la mitad de la caída en el gasto público real (y de la desaparición del déficit fiscal) es básicamente una licuación de flujos (jubilaciones, pensiones, salarios, programas sociales) derivados de una actualización nominal muy por debajo de la inflación, que asoma poco factible se mantenga en el tiempo no sin una creciente conflictividad social.

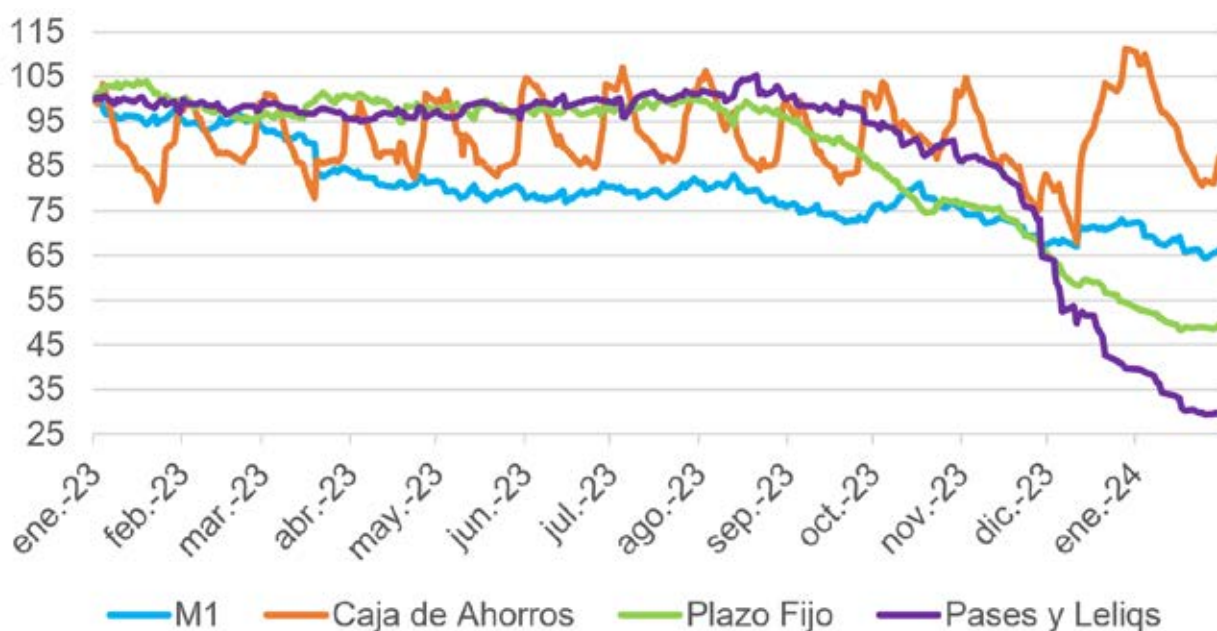
IV

## LICUACIÓN DE FLUJOS Y STOCKS

La licuación de parte del gasto público discutida en el apartado anterior no ha sido la única. La elevada tasa de inflación de los últimos tres meses fue superior a los aumentos en otras variables nominales. La “licuación” no ha sido solo de *stocks* sino también de flujos. En el primer caso podemos mencionar entre otros, la base monetaria, los depósitos y los pasivos remunerados del Banco Central. En el segundo caso, el gasto público y el salario real.

- Resulta notable la licuación de los agregados monetarios. Por ejemplo, durante enero las **reducciones** (siempre en términos reales) fueron: base monetaria 12,1%, M2 privado transaccional 17%, plazo fijo sector privado 17,8%, M3 privado 7,6%.

Gráfico 3: Evolución de Depósitos, M1 y Pasivos BCRA (Enero 2023 = 100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

- La tasa de interés para los depósitos a plazo fijo está en el 9% mensual. Dado que, como vimos, la tasa de inflación durante enero fue del 20,6%, el rendimiento real efectivo para un ahorrista durante el primer mes del año fue negativo en un 9,6%. Por supuesto, los fondos mantenidos en cuenta corriente, cajas de ahorro y cuentas remuneradas sufrieron una licuación aun mayor.
- El Banco Central dispuso que el plazo mínimo para la confección de los depósitos de plazo fijo UVA (única opción para eludir la licuación dentro del sistema bancario) fuera de 180 días a fin de desalentar su colocación. Pese a su fuerte crecimiento en enero, del total de depósitos privados en el sistema bancario, los plazos fijos UVA representan tan solo el 1%.
- Uno de los motivos para fijar una tasa de interés nominal tan baja con relación a la inflación era el de reducir la importancia del *stock* de pasivos remunerados como los Pases a un día (las Leliqs a 28 días se dejaron de licitar). La tasa mensual de interés que aplica sobre los Pases es de un 8,2% (-10,3% en términos reales).
- En los primeros dos meses de 2024 el *stock* de pasivos remunerados en pesos del Banco Central aumentó nominalmente tan solo un 8,76%. Es que, además de la mencionada licuación, y en un contexto de cepo cambiario la alternativa para los bancos fue la de participar de las licitaciones de deuda pública del Tesoro Nacional.
- De esta forma, se logró mejorar la hoja de balance del Banco Central en desmedro del Tesoro, ya que indirectamente deuda que tenían los bancos comerciales contra el Banco Central pasó a ser contra el Tesoro.
- Una vez cubiertas sus necesidades de financiamiento, el Tesoro en varias oportunidades canceló adelantos transitorios o recuperó bonos propios en poder del BCRA, de forma tal de contraer la cantidad

de dinero en circulación y retirar parte del excedente de pesos.

- Pero el mecanismo más relevante para la reducción de la base monetaria ha sido, sin dudas, la colocación de un bono propio en dólares, el BOPREAL, que en sus tres series absorberá pesos por un monto de US\$10.000 millones. Ya se colocó el 100% de las primeras dos series.
- Además de convertirse en una herramienta de extinción de pesos y de resolver el problema de la deuda comercial que los importadores venían acumulando en los últimos meses, el BOPREAL contribuyó a la marcada disminución de la brecha cambiaria, ya que importadores que utilizaban el mercado del “Contado con Liquidación” (CCL) para hacer sus pagos dejaron de demandar dólares allí.
- A lo anterior se sumó que los exportadores pueden liquidar allí el 20% del valor de sus exportaciones aumentando de esta forma la oferta. Ambos comportamientos contribuyen a explicar la baja del tipo de cambio nominal en CCL y la consecuente disminución de la brecha cambiaria. A su vez, la disminución de la brecha contribuyó a despejar expectativas de una depreciación repentina del peso y permitió que pese a los bajos rendimientos de la tasa en pesos no hubiera una dolarización de portafolios.
- Como puede verse en el Gráfico 4, el valor de la cotización del tipo de cambio CCL (a pesos de 2024) está en valores similares a los de hace cuatro años, al comienzo del gobierno de Alberto Fernández.



Gráfico 4: Tipo de cambio CCL a precios de febrero 2024 (serie diaria)



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA.

- Otra clara víctima de la licuación fueron los salarios. Contemplando únicamente diciembre, la pérdida de salario real de los trabajadores registrados fue del 13,1%. Si se desglosa dicho número, en el caso de los privados registrados la caída de poder adquisitivo fue del 11,5%, mientras que los trabajadores públicos sufrieron un recorte de un 15,9%. Para el caso de los privados no registrados la reducción fue del 14,2%.
- Los cálculos preliminares marcan que en enero la licuación fue menor pero, al considerarse ambos meses en conjunto, la pérdida de salario real acumulada sería de más del 18%. En febrero, en el sector de los privados registrados hubo varios sindicatos que lograron firmar cláusulas gatillo. En cambio, los trabajadores públicos y los no registrados habrían sufrido pérdidas adicionales en su poder de compra.

¿Sabías que en diciembre de 2023 el salario real de los trabajadores privados registrados cayó un 28,5% en relación con diciembre de 2017?

Los trabajadores públicos tuvieron aún menos suerte con una reducción acumulada del 34,3%.

## UNA REFLEXIÓN PARA EL CIERRE

A diez semanas de su asunción, el gobierno parece haber tenido éxito en su objetivo de lograr un ajuste fiscal de proporciones que le permita alcanzar el equilibrio presupuestario y evitar la dominancia fiscal sobre la política monetaria. También tuvo éxito en contraer fuertemente el dinero en circulación mejorando el balance del Banco Central. La acumulación de reservas internacionales brutas por más de US\$8.000 millones y la disminución de sus



pasivos remunerados, la compresión de la brecha cambiaria y un tipo de cambio nominal estable pueden contabilizarse dentro de sus triunfos.

El programa de estabilización va acompañado de una profundización de la recesión, sobre la cual no hay consenso respecto de su intensidad y duración. Con un descenso tan marcado del salario real, cuyos efectos negativos sobre el consumo ya se vislumbran más el apretón fiscal, la caída de la actividad económica a corto plazo puede ser notable.

Al mismo tiempo, exceptuando los combustibles y el tipo de cambio nominal, la corrección de precios relativos está lejos de finalizar, siendo inminente el aumento de las tarifas de los servicios públicos. Tasas de inflación de dos dígitos en el primer cuatrimestre del año parecen muy plausibles, aun con un tipo de cambio estable, el cual parece estar funcionando como ancla junto con los salarios.

Pero, a su vez, varios meses de inflación acumulada, con un tipo de cambio nominal que ajusta al 2% mensual, abren la incógnita sobre una nueva corrección del tipo de cambio, o bien, sobre la velocidad a la que se incrementa a fin de que no surjan problemas de competitividad.

Sigue siendo una incógnita la viabilidad política y social del Plan. Por un lado, la pérdida de poder adquisitivo del salario, de no detenerse, puede generar un incremento en la tensión social. Por el otro, la falta de triunfos en el campo político (el gobierno no ha podido aprobar siquiera una ley y ha quedado enredado en disputas con los gobernadores) marca otro límite a su accionar. El llamado a un "Pacto de Mayo" parece ir en dirección a resolver la segunda cuestión.

*Editor Reponsable*  
**Lic. Fernando Amador Agra**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**  
Director: Lic. Mariano de Miguel

**Director Académico**  
Lic. Diego Coatz

**Redactor**  
Lic. Rodolfo López Warr

**Asistentes**  
Lic. Noelia Lohay  
Lic. Darío Tejero

**Facultad de Ciencias Económicas**  
Decano: Dr. Eduardo T. Ghersi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4815-3290 int. 1831. Mail: [economicas@uces.edu.ar](mailto:economicas@uces.edu.ar)  
<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*