Seis meses de gobierno de Javier Milei

De la ruina kirchnerista al cambio de rumbo de Argentina

Daniel Fernández



INSTITUTO JUAN DE MARIANA

Reform Watch UFM

Seis meses de gobierno de Javier Milei

De la ruina kirchnerista al cambio de rumbo de Argentina

Daniel Fernández

Junio de 2024
Instituto Juan de Mariana
juandemariana.org

Índice

Resumen ejecutivo 4

La herencia monetaria: un país en vías a la hiperinflación 7

La política fiscal y monetaria del peronismo 14

El primer semestre de gobierno de Milei 20

Nada es gratis: lidiar con el ajuste 29

Sobre el Instituto Juan de Mariana 34

Sobre UFM Reform Watch 35

Sobre Daniel Fernández 36

Resumen ejecutivo

01 Javier Milei llegó a la presidencia de Argentina con el país sumido en una clara tendencia hiperinflacionaria. De enero de 2020 a marzo de 2024, la base monetaria nominal del país creció un 629,4%, pero la base monetaria real cayó un 60,5%.

02 En dólares, el proceso de huida y repudio de la moneda nacional que heredó el nuevo mandatario hizo que el país pasase a registrar apenas 3 céntimos de oferta monetaria por cada 1 dólar de PIB per cápita. Por comparación, este *ratio* es de 76/1 en Estados Unidos. Como en todo proceso hiperinflacionario, la cantidad *real* de moneda se volvió escasa, por mucho que la cantidad *nominal* fuese gigantesca.

03 A lo largo de los treinta últimos años, Argentina solamente ha registrado seis ejercicios con superávit presupuestario, el último de ellos en 2008. En 2023, el desequilibrio fiscal alcanzó el 4,2% del PIB. Las obligaciones del Tesoro se han disparado a raíz de un manejo imprudente del presupuesto público, hasta el punto de que la deuda pública bruta saltó del 84,7% del PIB en 2022 al 154,5% alcanzado en 2023. Se trata de la cifra más alta de toda Hispanoamérica.

04 Para financiar un descuadre fiscal tan pronunciado, los sucesivos gobiernos peronistas y *kirchneristas* no acudieron masivamente a los mercados de deuda, conscientes del escaso crédito del país del Cono Sur, y tampoco subieron los impuestos tanto como hubiese requerido el agujero fiscal, temerosos de que esto aumentase su impopularidad entre los votantes. La *huida hacia delante* elegida por la izquierda consistió en monetizar el déficit público, hasta el punto de que el aumento del activo del Banco Central fue casi idéntico al repunte del volumen de deuda pública atesorado por dicho organismo.

05 Tras asumir el poder, Javier Milei ha puesto en marcha un plan de ajuste del gasto que ha aflorado un superávit fiscal equivalente al 0,2% del PIB durante el primer cuatrimestre de 2024. En paralelo, la política monetaria ha cambiado de rumbo. Para empezar, Argentina ha acumulado 12.000 millones de dólares de reservas netas para acabar con una situación insostenible como la que presentaba el país a finales de 2023, cuando la cifra neta de reservas internacionales era negativa. El proceso de saneamiento del banco central está, pues, en marcha. Esto ha permitido una caída del "riesgo país", que en el primer semestre de 2024 experimentó el mayor descenso de toda Hispanoamérica.

06 La tasa mensual del IPC se ha reducido del 25% al 4% en la primera mitad de 2024. Además, las expectativas de inflación futuro se han reducido aceleradamente. El tipo de cambio de mercado del peso argentino con el dólar ha frenado una acusada depreciación y se ha estabilizado. Asimismo, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio real oscila ahora entre el 20% y el 40%, frente a la horquilla del 60%-200% observada en 2022 y 2023.

07 Aunque aún no se ha producido una liberalización completa de precios, sí se han dado avances prometedores en el ámbito del mercado de la vivienda, donde la derogación de la Ley de Alquiler ha ayudado a aumentar un 184% la oferta de pisos y casas en la Ciudad de Buenos Aires, contribuyendo a reducir un 20% el precio de los arriendos.

08 *Nada es gratis* y un programa de ajuste como el que ha aprobado el nuevo gobierno argentino lleva asociada una brusca caída inicial de la actividad. En el indicador general de actividad económica (EMAE), el descenso de la producción se sitúa en torno al 8%. El Fondo Monetario Internacional espera que el dato final sea una contracción del 3%, alcanzándose una inflación del 150%. En cambio, la misma institución espera una subida del PIB del 5% en 2025, con una reducción del 70% en los indicadores de inflación. Así pues, el crecimiento volvería a ser una realidad en apenas un año, pero esta vez bajo fundamentos sostenibles..

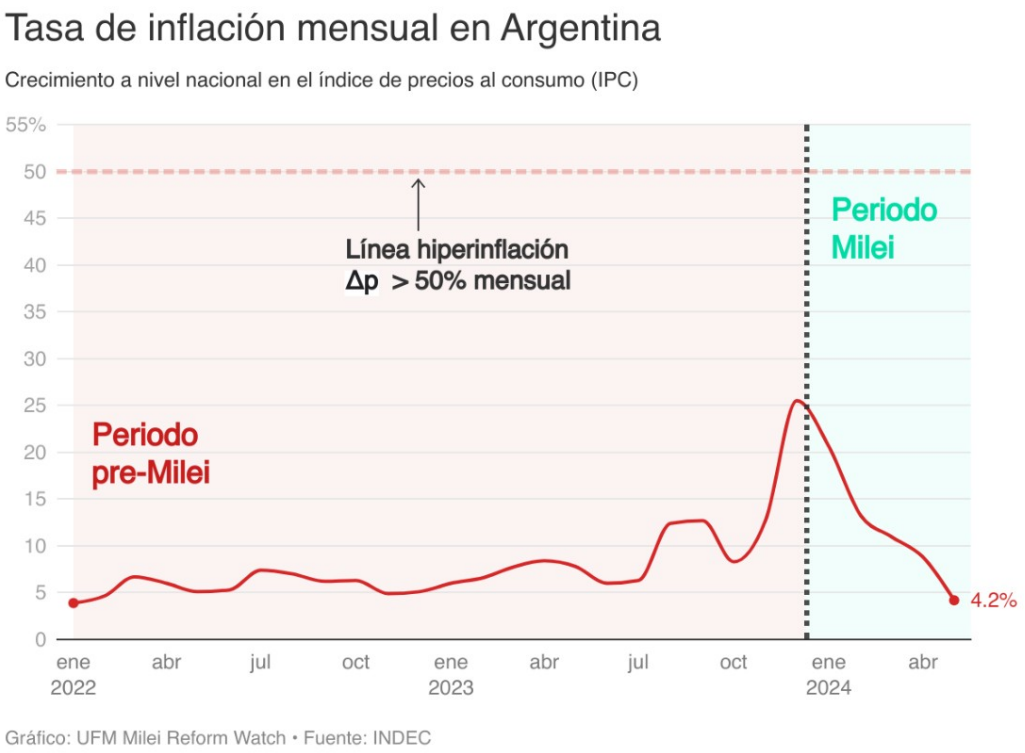
09 Javier Milei ha planteado más de 300 medidas de desregulación y flexibilidad orientadas a facilitar un mayor dinamismo en los mercados. Cuando el liberal llegó al poder, el país figuraba en el puesto 145 del Índice de Libertad Económica. Estos cambios, pues, son fundamentales para revertir la deriva del país.

La herencia monetaria: un país en vías a la hiperinflación

La definición clásica hiperinflación es relativamente arbitraria, pero por lo general se acepta que dicho escenario se produce cuando el aumento mensual de los precios alcanza tasas cercanas al 50%. [1] Desde este punto de vista, Argentina no había llegado a la hiperinflación, pero estaba sumida en una espiral de subidas de precios que apuntaba en dicha dirección. Como vemos en el gráfico 1, la inflación en diciembre de 2023 había llegado a superar el 25% mensual, una tasa indudablemente elevada, aunque todavía lejos del límite del 50% que marcaría la hiperinflación.

[1] Ver: Phillip Cagan, The Monetary Dynamics of Hyperinflation (1956).

GRÁFICO 1. TASA DE INFLACIÓN MENSUAL EN ARGENTINA.



Uno de los efectos característicos de las hiperinflaciones es la escasez de dinero real. Esto puede parecer una paradoja: ¿cómo puede existir una hiperinflación con escasez de dinero? La clave está en que tales escenarios se caracterizan por una acusada escasez de la oferta monetaria real – esto es, en la oferta monetaria nominal medida en términos constantes. [2] Es posible que el movimiento inicial de una hiperinflación sea el aumento en la cantidad de dinero. [3] Sin embargo, en una hiperinflación vemos que los precios crecen mucho más rápido que el aumento de la cantidad de dinero. Esto se explica por la reacción de la demanda de dinero a un crecimiento de precios que se considera crónico e imparable.

La hiperinflación se desata cuando los agentes económicos huyen de una divisa con mayor velocidad que la exhibida por la autoridad monetaria a la hora de seguir generando moneda. Cuando esto ocurre, la oferta monetaria real cae. En cuanto dicho descenso alcanza un punto de suficiencia, la cantidad de oferta monetaria real en circulación cae lo suficiente y el dinero es incapaz de ejercer su función de manera eficaz. Es en este momento cuando la Ley de Thiers hace

[2] Descontando la inflación.

[3] Dicho fenómeno bien puede darse por una caída significativa en la calidad de la moneda. Cuando el dinero crece muy rápido en cantidad, indudablemente se deteriora la calidad de la divisa, de modo que, de manera general, las teorías cuantitativas y cualitativas del dinero coinciden en este punto.

su aparición: se produce la sustitución del dinero "malo" por uno de mejor calidad. [4]

Los episodios de hiperinflación pueden acabar con una estabilización monetaria exitosa o con un repudio total de la divisa que ha experimentado el proceso hiperinflacionario. En el contexto contemporáneo, lo segundo ha tendido a ser sinónimo de dolarización. [5]

Por lo tanto, un país estaría inmerso en un proceso inflacionario sí, además de tener tasas de inflación muy elevadas, su oferta monetaria real se encuentra cayendo. No bastaría con la medición habitual (50% de aumento intermensual de los precios), sino que también deberíamos fijarnos en la cuestión de la base monetaria real para saber si un país lidia o no con un escenario de hiperinflación.

Pues bien, esta es precisamente la situación por la que estaba atravesando Argentina en 2023. Y es que la base monetaria real estaba reduciéndose desde diciembre de 2021, exhibiendo una marcada tendencia hiperinflacionaria. Esta tendencia podría haber entrado en retroceso en marzo de 2024, aunque será preciso un periodo de observación más prolongado para confirmar esta aparente mejora.

El gráfico 2 ilustra esta tendencia. Asimismo, la tabla 1 sintetiza el saldo acumulado durante todo el periodo analizado. Como vemos, la base monetaria *nominal* creció un 630% entre enero de 2020 y marzo de 2024., mientras que la base monetaria *real* cayó un 60% a lo largo del mismo periodo.

[4] Algunos llaman a la Ley de Thiers "el reverso de la Ley de Gresham" aunque realizar esta afirmación probablemente denota una comprensión defectuosa de la Ley de Gresham.

[5] Para profundizar en el entendimiento de las dinámicas de la hiperinflación expuestas brevemente en el presente trabajo, ver:, Peter Bernholz. Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships (2003).

GRÁFICO 2. BASE MONETARIA NOMINAL Y REAL EN ARGENTINA.



Millones de pesos del año 2020 (enero)
Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: INDEC

TABLA 1. BASE MONETARIA NOMINAL Y REAL EN ARGENTINA.

Base monetaria nominal y real en Argentina

Crecimiento base monetaria	2020-24
BM nominal	+629.4%
BM real	–60.5%

La base monetaria real se ha calculado en pesos de enero de 2020.
Datos hasta marzo 2024
Table: UFM Reform Watch • Source: BCRA

Por otro lado, si analizamos un agregado monetario algo más amplio (en este caso M2), vemos que la tendencia es muy similar a la anterior. Así, el M2 real cae desde diciembre de 2021. Además, en este caso, y a diferencia de lo que ocurre con la base monetaria, la tendencia del indicador seguiría evolucionando a la baja.

Lo vemos en el gráfico 3 y en la tabla 2, que ilustran cómo, de enero de 2020 a marzo de 2024, el agregado M2 crece un 685% en términos *nominales* pero baja un 57% si se mide en términos *reales*. Además, si hacemos el ajuste en el agregado monetario M2 para tomar en cuenta el tipo de cambio de la moneda argentina, el panorama es muy similar y confirma que, desde finales de 2021, los problemas monetarios son mayúsculos y la tendencia era claramente hiperinflacionaria. Así lo ilustra el gráfico 4.

GRÁFICO 3. AGREGADO MONETARIO M2 NOMINAL Y REAL EN ARGENTINA.

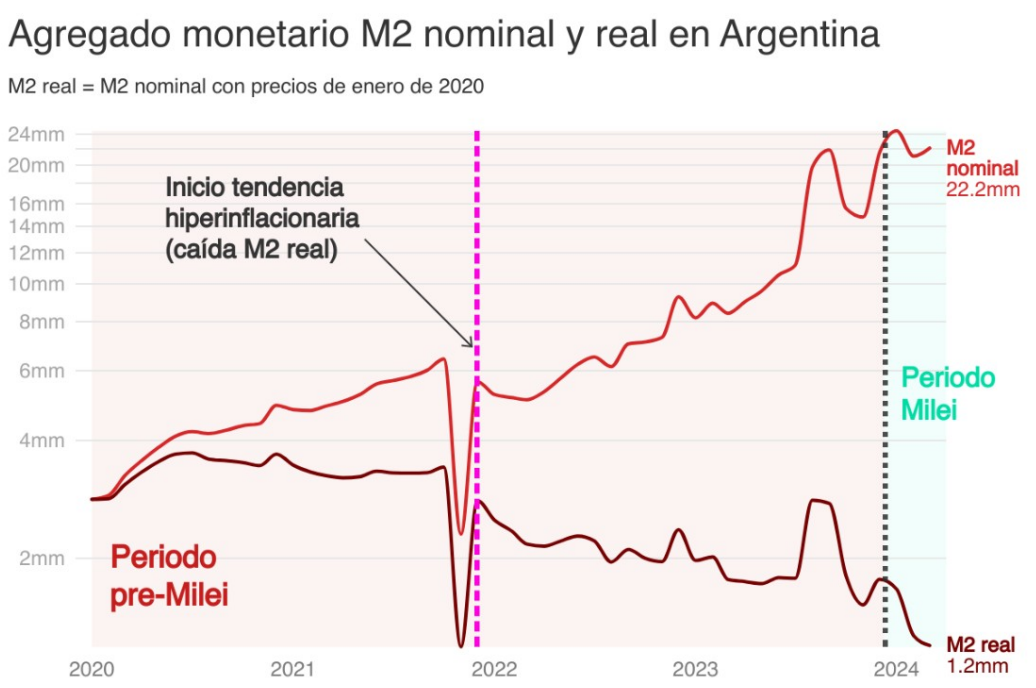


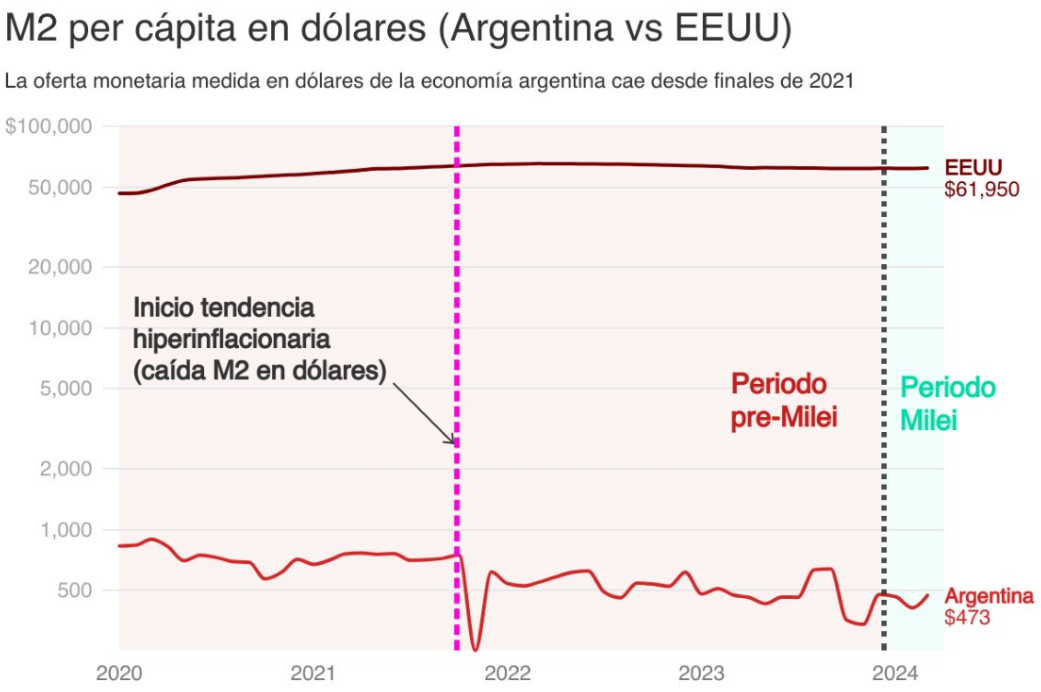
TABLA 2. M2 NOMINAL Y REAL EN ARGENTINA.

M2 nominal y real en Argentina

Crecimiento M2	2020-24
M2 nominal	+684.6%
M2 real	–57.5%

M2 real se ha calculado en pesos de enero de 2020.
Datos hasta marzo 2024
Table: UFM Reform Watch • Source: BCRA

GRÁFICO 4. M2 PER CÁPITA EN DÓLARES (ARGENTINA VS EEUU).



El agregado monetario M2 medido en términos per cápita y en dólares es ahora de apenas $480. Por comparación, en Estados Unidos es superior a $60.000 dólares. Se podría creer que la diferencia se debe al nivel de desarrollo de Argentina en comparación con Estados Unidos. Sin embargo, y como vemos en la tabla 3, la brecha de PIB per cápita supone una fracción diminuta de este diferencial.

TABLA 3. M2 PER CÁPITA EN DÓLARES (ARGENTINA VS EEUU).

M2 per cápita en dólares (Argentina vs EEUU)

El rechazo del peso argentino se plasma en una oferta monetaria per cápita diminuta

	M2 per cápita (dólar)	PIB per cápita (dólar)	M2 per cápita / PIB per cápita
Argentina	$477	$14,024	0.03
EEUU	$61,755	$81,632	0.76

M2 per cápita de Argentina se ha calculado con el promedio mensual del tipo de cambio de mercado (Blue)
Datos diciembre 2023

Tabla: UFM Reform Watch • Fuente: BCRA; St. Louis Fed; INDEC; FMI

Así, en Argentina existen apenas 3 céntimos de dólar de oferta monetaria por cada 1 dólar de PIB per cápita. En cambio, el *ratio* es de 76/1 en Estados Unidos. Esto

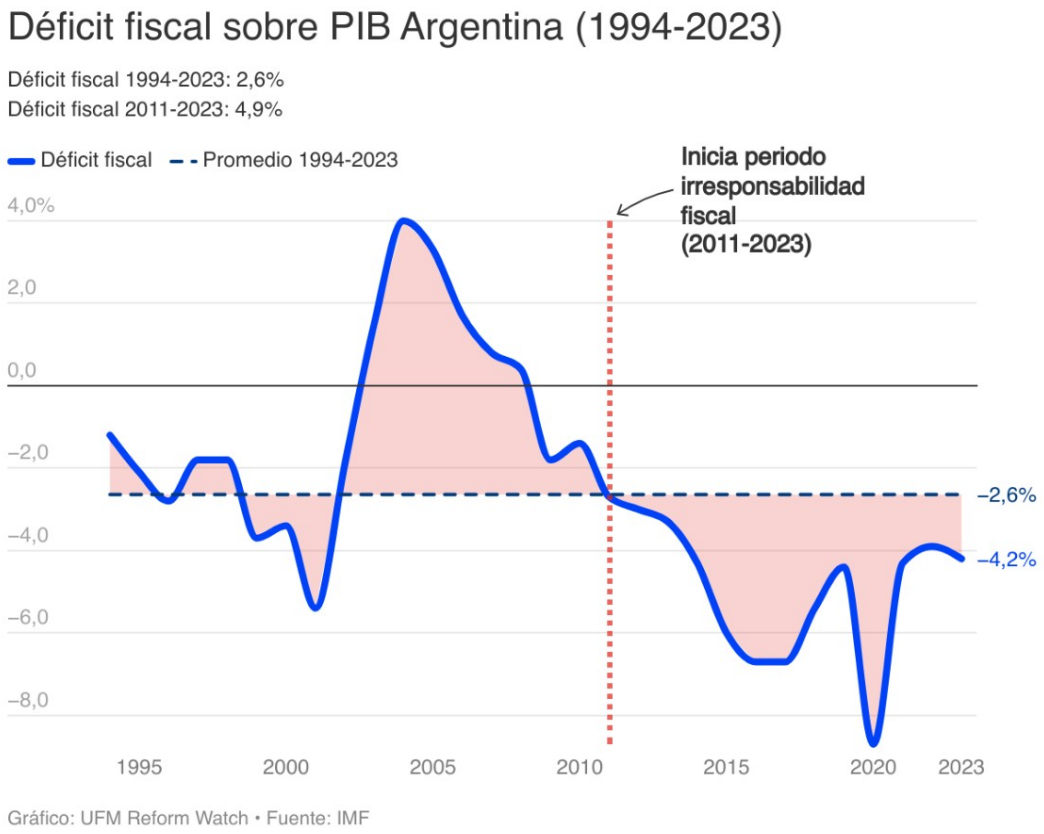
es indicativo de un proceso acelerado de huida y repudio de la moneda, en un contexto en el que la demanda monetaria se degrada más rápido que la capacidad de la autoridad monetaria para crear moneda. Como en todo proceso hiperinflacionario, la cantidad *real* de moneda es escasa, por mucho que la cantidad *nominal* sea gigantesca.

La política fiscal y monetaria del peronismo

La política macroeconómica típicamente gira en torno a dos variables de política económica: la monetaria y la fiscal. Para entender mejor la situación que hereda Milei, es preciso evaluar el comportamiento de Argentina en ambos frentes a lo largo de las últimas décadas, marcadas por el predominio político del peronismo y, más específicamente, por el liderazgo que ha ejercido la facción conocida como kirchnerismo.

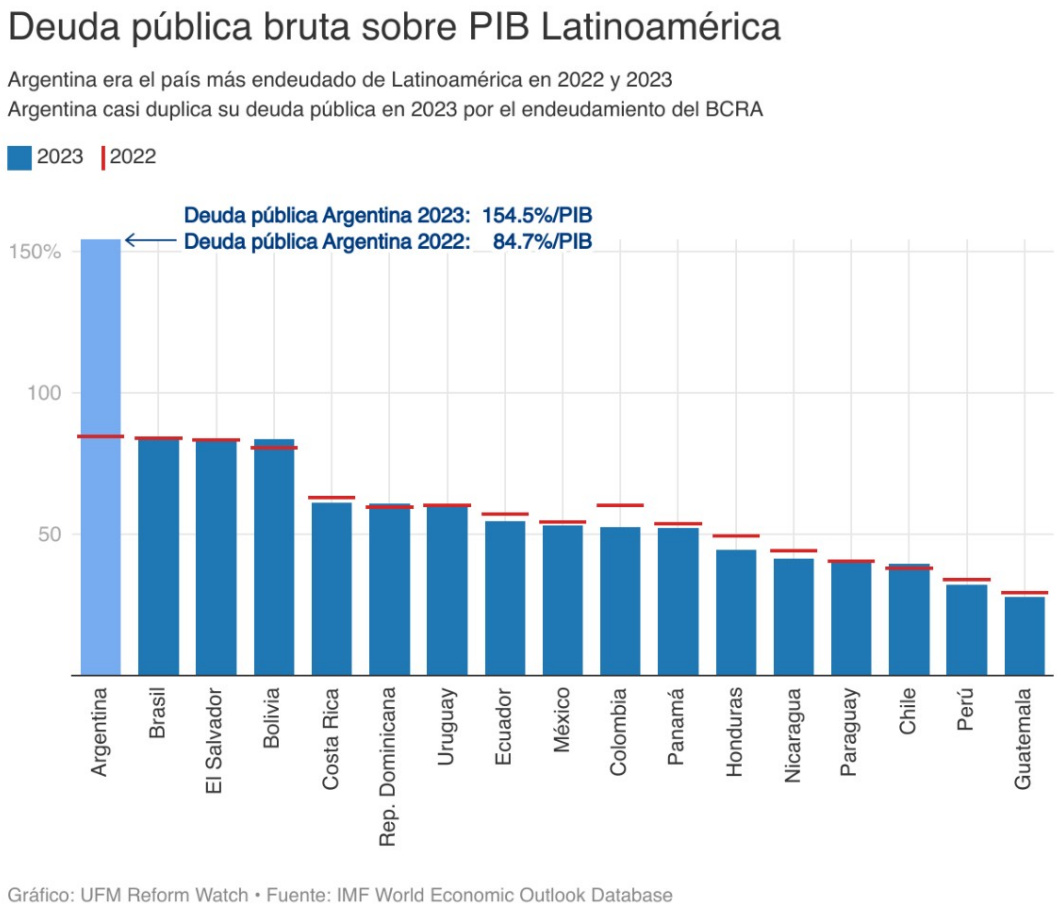
El gráfico 5 ilustra la tónica expansiva de la política presupuestaria y de gasto del país del Cono Sur. En los últimos treinta años, solamente hubo seis ejercicios en los que el país logró un superávit en las cuentas públicas. La última vez que un gobierno argentino terminó el curso en números negros fue en 2008. Desde entonces, la irresponsabilidad en el manejo del dinero público se convirtió en una constante en Argentina. Desde 2011, el déficit fiscal ha superado sistemáticamente el promedio de dicho indicador para los treinta últimos años (del 2,6 del PIB). En 2023, este indicador alcanzó el 4,2% del PIB.

GRÁFICO 5. DÉFICIT FISCAL SOBRE PIB ARGENTINA (1994-2023).



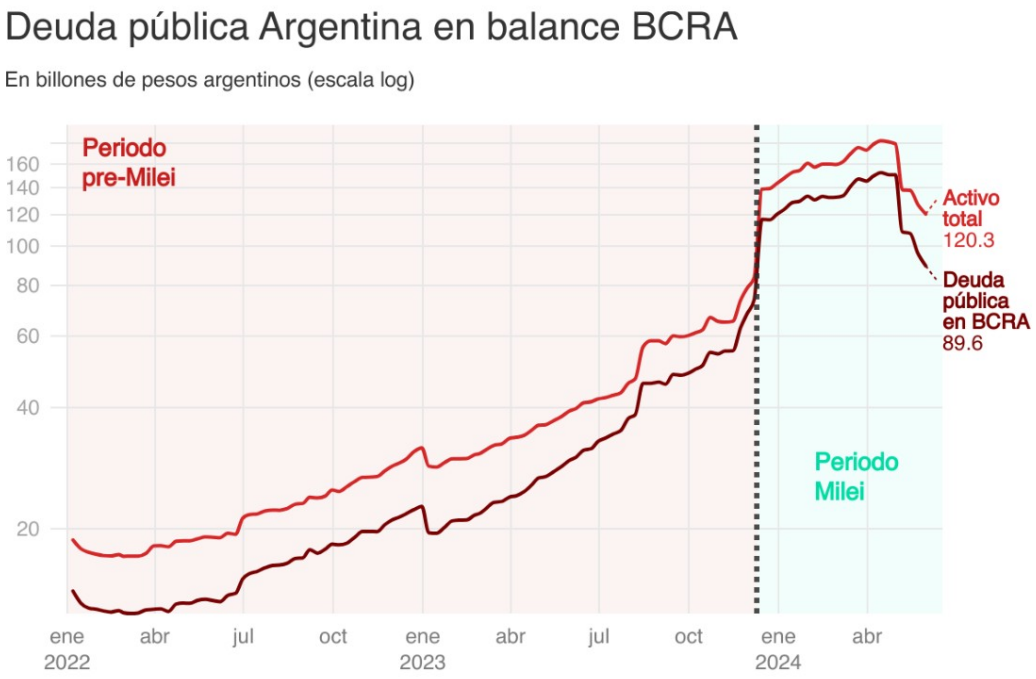
La irresponsable política fiscal de Argentina iniciada desde el año 2011 ha provocado un nivel de deuda pública muy elevado, resultado directo de la acumulación de desequilibrios y la imprudencia fiscal. En el año 2022, Argentina era el país más endeudado de toda Hispanoamérica, como refleja el gráfico 6, en el que se mide el peso de la deuda bruta sobre el PIB. De hecho, en 2023 vimos cómo la deuda pública bruta de Argentina prácticamente se duplicó por la emisión descontrolada de bonos que puso en marcha el Banco Central de la República Argentina. Por tanto, podemos concluir que la política fiscal de Argentina en los gobiernos previos a Milei ha sido a todas luces expansiva e irresponsable.

GRÁFICO 6. DEUDA PÚBLICA BRUTA SOBRE PIB LATINOAMÉRICA.



¿Qué hay de la política monetaria? En 2020 y 2021, los círculos macroeconómicos popularizaron el término de "dominancia fiscal" para aludir a los procesos de subordinación de la política monetaria a la política fiscal. Se trata de una dinámica que Argentina ha venido desarrollando desde hace años. De forma sencilla, podemos entender la "dominancia fiscal" de la siguiente manera: el gobierno se dispone a expandir el gasto de forma deficitaria sin ejecutar un aumento correlativo en sus ingresos, de modo que el Ejecutivo se asegura de poner a su disposición al banco central y orientar la política monetaria hacia el cumplimiento de estos objetivos. Este fenómeno se observa en menor grado en otras áreas monetarias, pero en el caso de Argentina hablamos de una situación sostenida a lo largo del tiempo. Como vimos en el anterior epígrafe, la emisión de moneda ha sido mayúscula durante los últimos años. Pues bien, en el gráfico 7 podemos comprobar cómo el grueso de esa emisión se ha producido para financiar el gasto creciente del gobierno argentino. Se degrada la moneda para financiar unos presupuestos públicos cada vez más altos.

GRÁFICO 7. DEUDA ESTADO EN BALANCE BCRA.



La deuda en balance incluye bonos, préstamos y derechos repo
Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: BCRA

Tal degradación monetaria era del todo esperable desde el mismo momento en el que la política monetaria se puso al servicio del poder político. En efecto, el gráfico 7 muestra cómo el activo del Banco Central de la República de Argentina se mueve a la par con el volumen de deuda pública atesorada por el BCRA. En el siguiente apartado estudiaremos por qué esos pasivos han empezado a disminuir bajo mandato de Milei.

La degradación monetaria de Argentina se puede estudiar de forma directa con la teoría cuantitativa del dinero como referencia, tal y como hace en el primer epígrafe de este informe, pero también se puede analizar con la teoría cualitativa del dinero. En este caso, la métrica que relaciona las reservas internacionales sobre deuda pública es un indicador útil para medir la calidad de la moneda de un país como Argentina. La deuda pública de un Estado con déficits crónicos es constituye un nefasto respaldo monetario, mientras que las reservas internacionales serían una salvaguardia mucho más efectiva. Pues bien, como apunta el gráfico 8, el *ratio* de reservas internacionales sobre deuda pública calculado a partir del balance del BCRA se deterioró sobremanera en el año 2023. En la medida en que la calidad de la divisa argentina se hundió manera acelerada, la espiral inflacionaria se volvió casi imparable al final del gobierno del ex mandatario, Alberto Fernández.

GRÁFICO 8. RESERVAS MONETARIAS SOBRE DEUDA PÚBLICA. BALANCE BCRA.

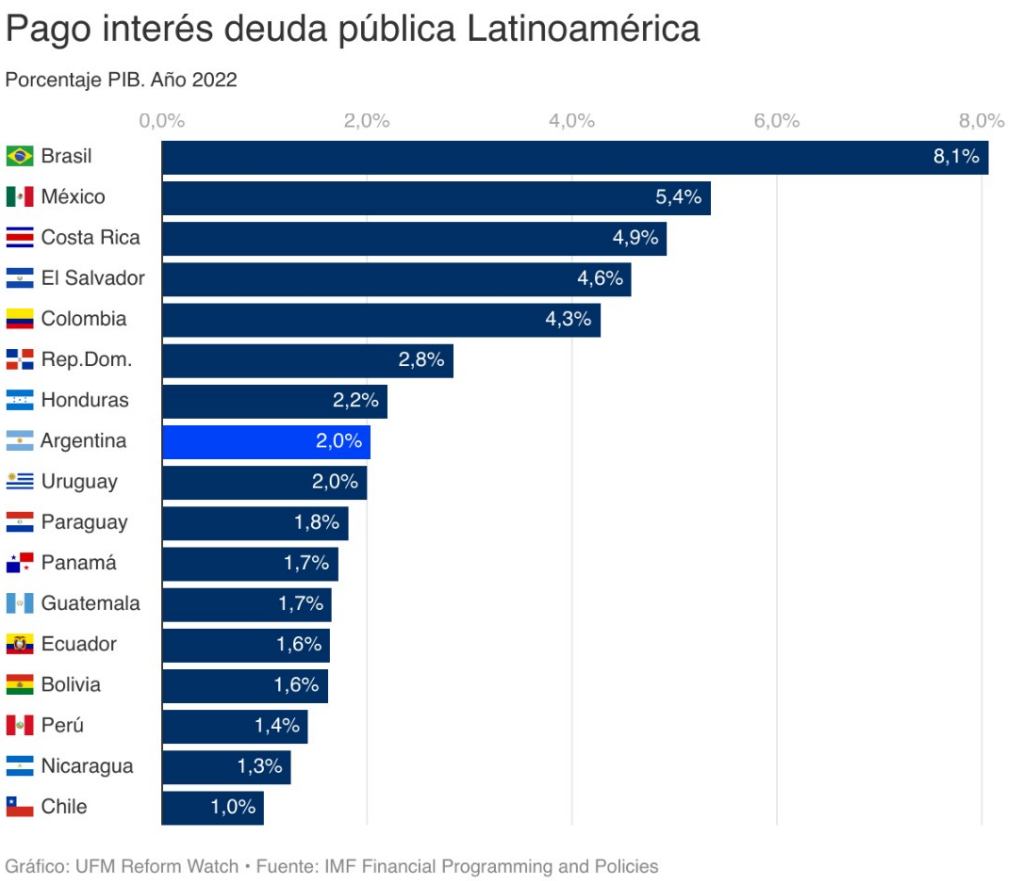


Desde la toma de posesión de Milei, el *ratio* de reservas/deuda ha crecido sustancialmente, recuperando en cinco meses casi todo el terreno perdido durante el año 2023. Lo que implica que la calidad del respaldo monetario que ofrece el país del Cono Sur ha ido a más bajo gobierno de Milei. Por tanto, parece claro que el gobierno argentino utilizó al BCRA para financiar un gasto público que no guardaba ningún tipo de relación razonable con la evolución de los ingresos y caudales del sector público.

En esta situación, y en ausencia de este "enjuague" monetario del déficit presupuestario, el interés que hubiera tenido que pagar el gobierno argentino hubiera sido enorme. Sin embargo, como vemos en el gráfico 9, creado con los últimos datos disponibles del año 2022, el tipo de financiación que pagaba el gobierno argentino en comparación con sus pares hispanoamericanos siguió siendo relativamente pequeño, sobre todo si tenemos en cuenta que su deuda era mucho mayor. Esto, evidentemente, no tendría sentido de no ser por la distorsión que ha introducido el BCRA. Sobre el papel, el país más endeudado de Hispanoamérica, que además presenta el mayor *riesgo país* del continente (con el permiso de Venezuela), debería haber afrontado unos costes de financiación muy elevados. Si no fue así es por la monetización de deuda pública por parte del

BCRA. En última instancia, Argentina enfrentaría grandes costes de financiación si pretendía seguir elevando el gasto público de forma continuada, de modo que el gobierno argentino optó por trasladar esos costes al conjunto de la ciudadanía, en forma de destrucción monetaria. Si en ocasiones se habla de la inflación como un *impuesto en la sombra* es por circunstancias así.

GRÁFICO 9. PAGO INTERÉS DEUDA PÚBLICA LATINOAMÉRICA.

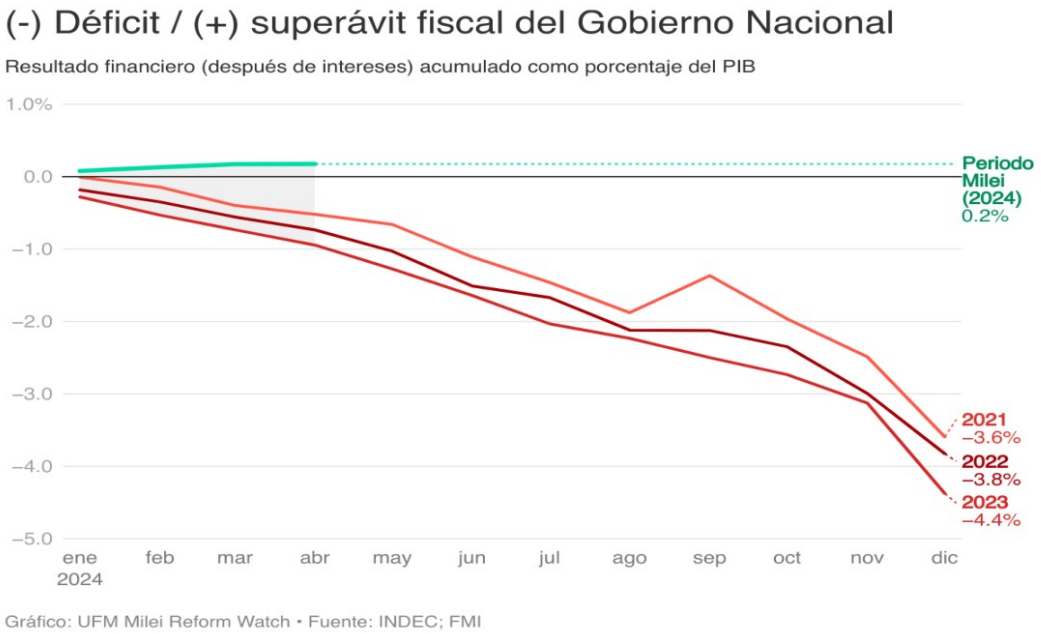


El primer semestre de gobierno de Milei

A continuación se evalúa el desempeño de los seis primeros meses del gobierno que encabeza Javier Milei, con la mirada puesta en las dos grandes variables analizadas: la fiscal y la monetaria. En lo referido al dinero público, parece evidente que la política del nuevo gabinete ha sido decididamente contractiva, en marcado contraste con sus predecesores.

Así, el nuevo Ejecutivo ha conseguido acumular cuatro meses consecutivos de superávit y va camino de conseguir el primer superávit fiscal desde hace más de quince años, puesto que el último ejercicio en el que las cuentas no cayeron en *números rojos* fue el ejercicio 2008. En el primer cuatrimestre de 2023 el gobierno de Alberto Fernández ya había acumulado un déficit equivalente al 0,9% del PIB de Argentina. En cambio, en el mismo periodo de 2024 y bajo mandato de Milei, el gobierno argentino ha acumulado un superávit equivalente al 0,2% del PIB.

GRÁFICO 10. DÉFICIT/SUPERÁVIT FISCAL DEL GOBIERNO NACIONAL.



En cambio, si nos quedamos en los parámetros tradicionales, uno podría creer que la política monetaria del gobierno de Milei no está siendo contractiva, sino expansiva. En efecto, la base monetaria de Argentina está creciendo, tanto en su componente discrecional (moneda emitida por el BCRA) como en su componente no discrecional (depósitos del sector bancario en el BCRA). Así lo vemos en el gráfico 11. En cambio, si analizamos el movimiento de la base monetaria al lado de un indicador más amplio de cantidad de dinero (M2), podemos concluir que la Administración Milei está consiguiendo restringir con más éxito los agregados monetarios *amplios* que los *estrechos*. Lo vemos en el gráfico 12. Es probable que la situación de recesión, discutida en el último epígrafe de este informe, esté contribuyendo a moderar el incremento en M2.

GRÁFICO 11. BASE MONETARIA DESAGREGADA DEL BCRA.

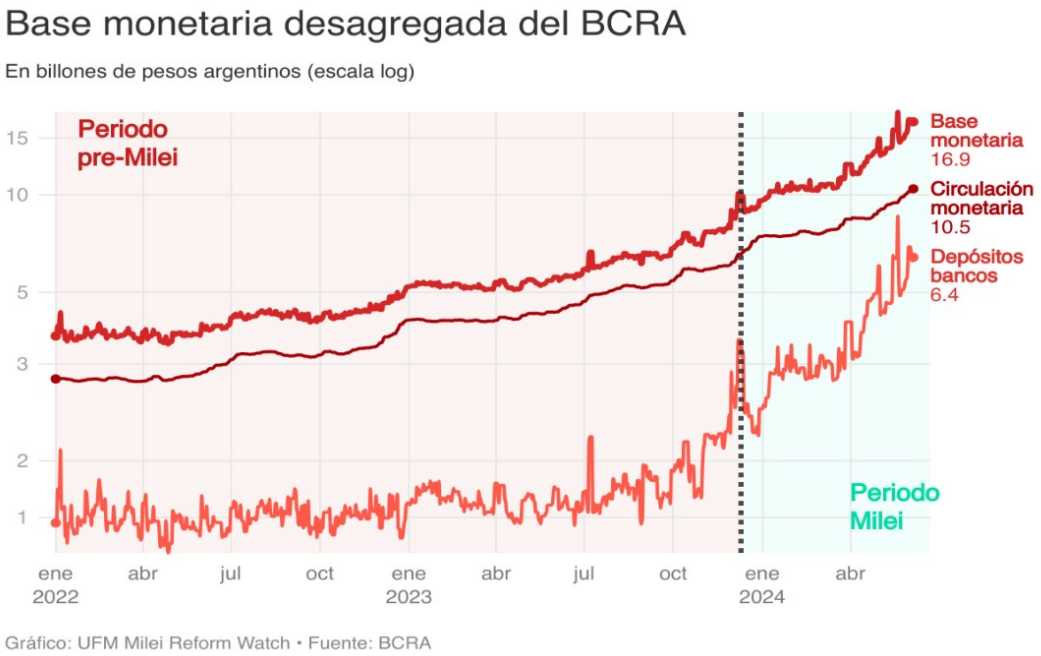
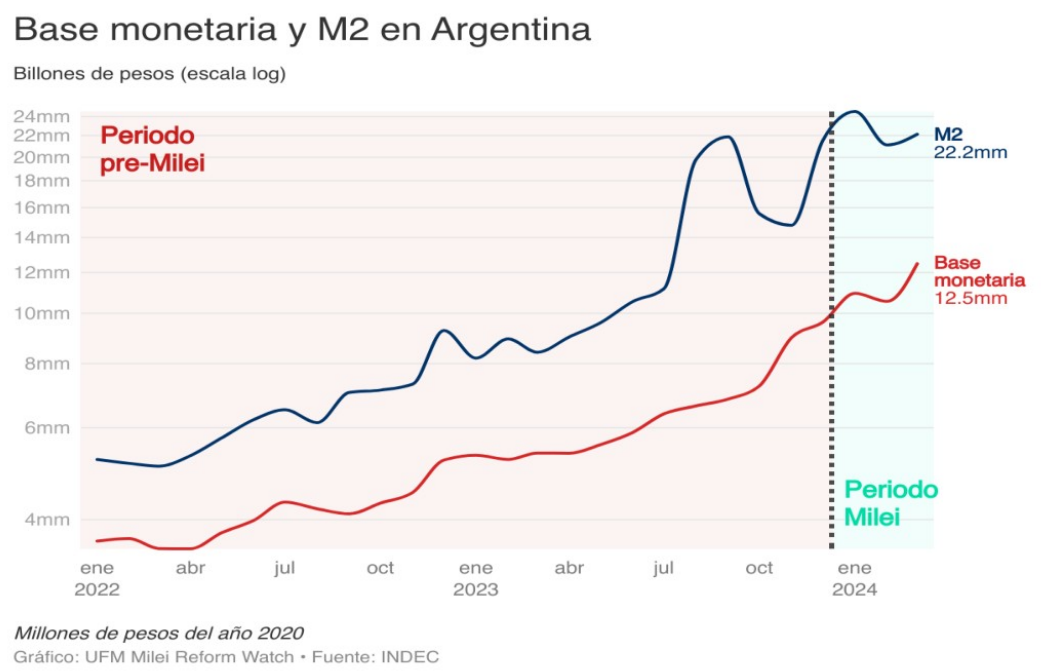
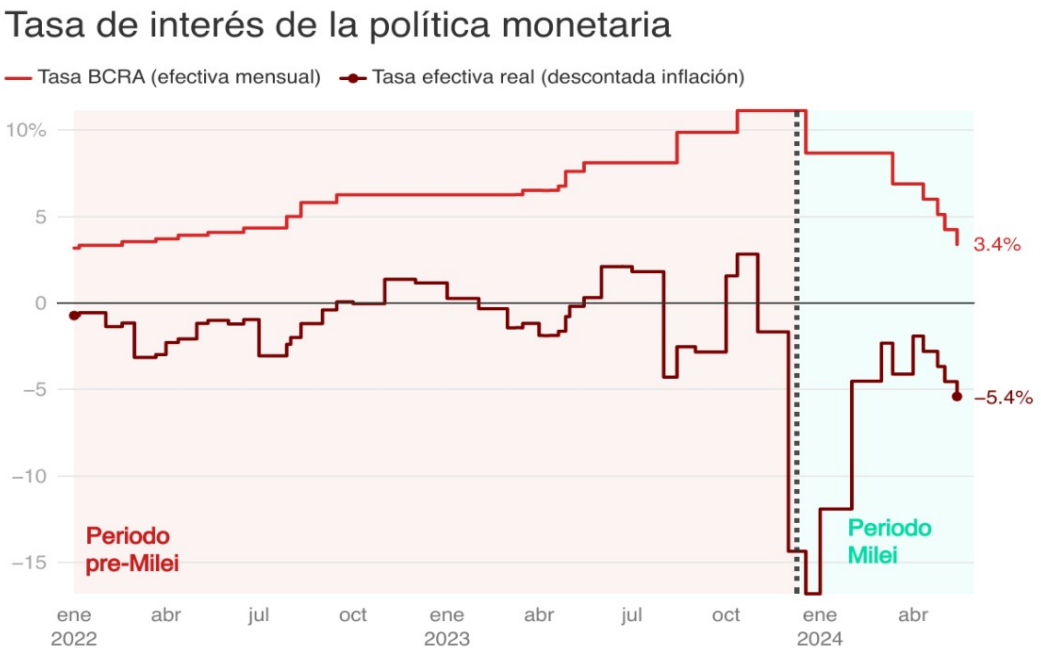


GRÁFICO 12. BASE MONETARIA Y M2 EN ARGENTINA.



Si analizamos los tipos de interés establecidos por el BCRA, la política monetaria es también indudablemente expansiva. De hecho, se ha recurrido a una política de tipos de interés reales negativos, estrategia comúnmente conocida como "represión financiera" que ha sido de uso común en la agenda monetaria de numerosas áreas monetarias a lo largo del siglo XXI (o, en el siglo XX, durante las grandes guerras). Lo vemos en el gráfico 13.

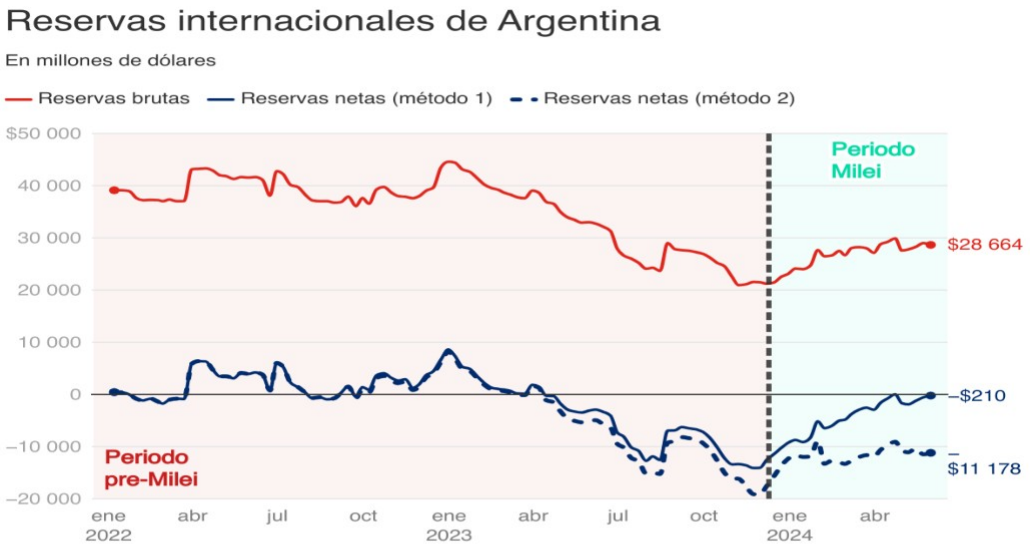
GRÁFICO 13. TASA DE INTERÉS DE LA POLÍTICA MONETARIA.



La tasa real se calcula como la tasa efectiva nominal menos la tasa de inflación de cada mes
Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: BCRA

Pero, a pesar de que la política monetaria puede parecer incluso más expansiva bajo el gobierno de Milei, este análisis no toma en cuenta diversas cuestiones que apuntan que, en realidad, la senda de la política monetaria ha cambiado de rumbo radicalmente. El cambio más visible lo tenemos en la acumulación de reservas internacionales. Argentina inició el año 2023 con unas reservas internacionales de $45.000 millones de dólares, pero el gobierno de Milei recibió apenas $21.200 millones. En el último año de gestión del kirchnerismo se esfumaron más de la mitad de las reservas de dólares del país. Peor aún: gran parte de estas reservas monetarias ya estaban comprometidas. Por tanto, si aplicamos la definición de reservas netas del Fondo Monetario Internacional, Argentina contaba con reservas *negativas* por una cuantía de $12.500 millones en el momento en que Milei tomó posesión como presidente. Sin embargo, esta cifra ya se situaba prácticamente en equilibrio en primavera de 2024 (-200 millones de dólares), de modo que Milei habría acumulado más de $12.000 millones de dólares de reservas netas en apenas seis meses de gestión.

GRÁFICO 14. RESERVAS INTERNACIONALES DE ARGENTINA.



** Reservas netas es igual a reservas brutas menos obligaciones denominadas en moneda extranjera. Las reservas netas incluyen compromisos en moneda extranjera (encaje bancario, swaps, obligaciones).*

El método 1 excluye los bonos emitidos por el BCRA en dólares (Método FMI)
El método 2 incluye los bonos emitidos por el BCRA en dólares

Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: BCRA

En 2023, y mientras las reservas internacionales caían en picado, el porcentaje de deuda pública localizado en el balance del BCRA crecía y crecía de forma continuada. Desde que echó a andar el gobierno del dirigente liberal, esta tendencia ha dado un giro de 180 grados, puesto que la acumulación casi constante de reservas internacionales ha ido de la mano de una caída de los niveles de deuda pública alojados en el balance del banco central.

GRÁFICO 15. DEUDA PÚBLICA VS RESERVAS EN BALANCE BCRA.

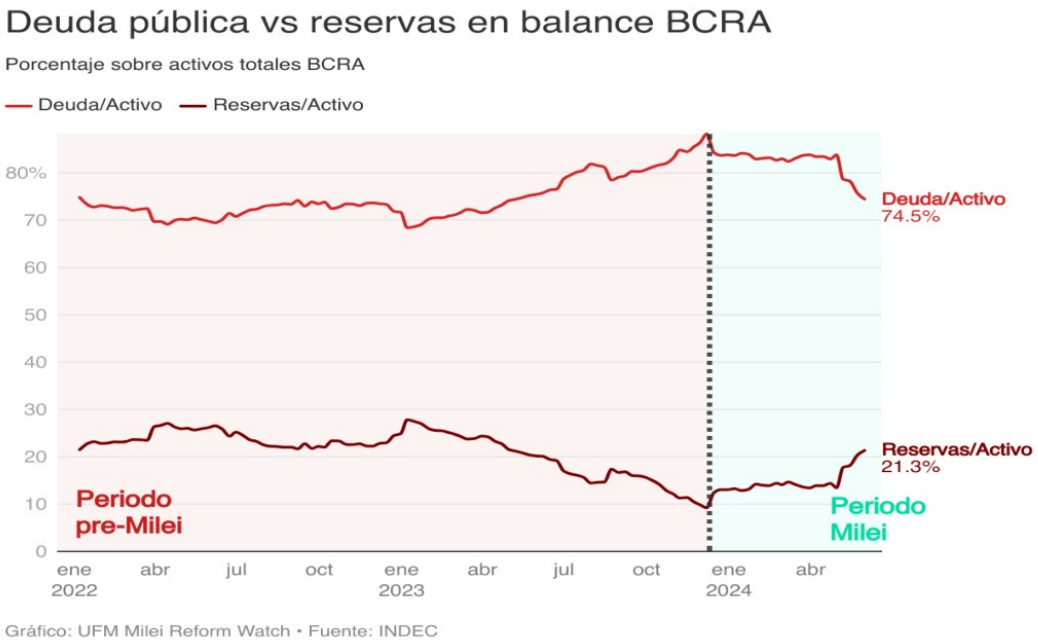


Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: INDEC

Por tanto, podemos concluir que, si bien la política monetaria no está siendo específicamente restrictiva, es indudable que sí ha cambiado de objetivo por completo y, en vez de financiar al gobierno, se centra ahora en acumular reservas monetarias internacionales y restaurar en la medida de lo posible el enorme daño causado por las anteriores administraciones de gobierno.

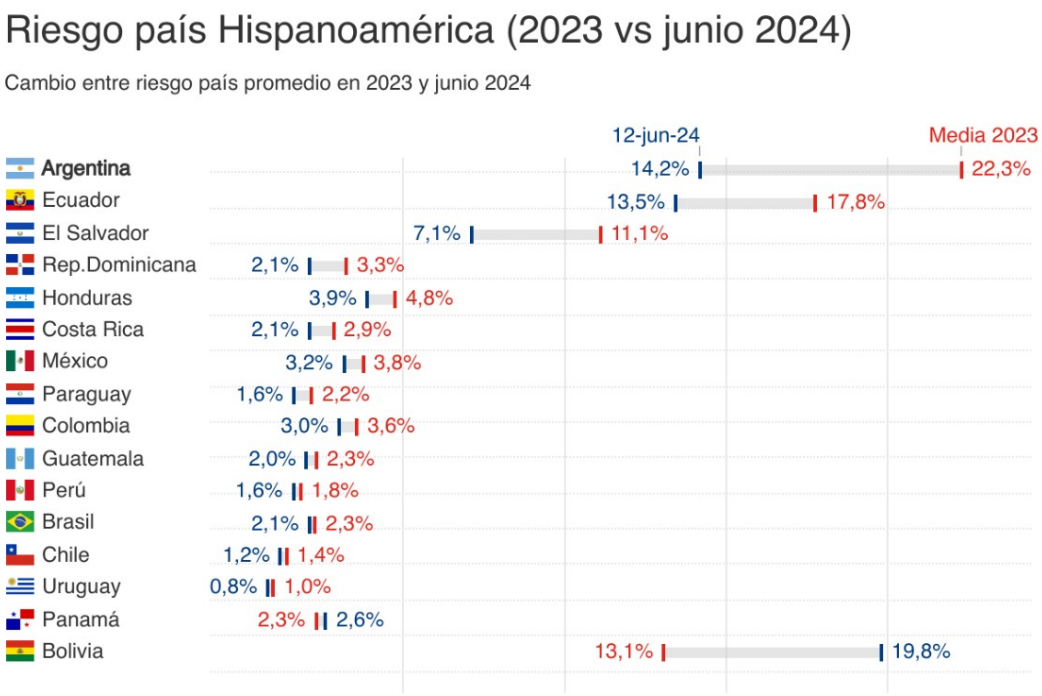
Uno de los resultados tangibles más evidentes del proceso de saneamiento que ha impulsado el nuevo gobierno ha sido la abrupta caída del *riesgo país*, medido como el diferencial entre el bono de deuda pública a diez años de Estados Unidos y los títulos equivalentes de Argentina negociados en dólares. Lo vemos reflejado en el gráfico 16.

De hecho, aunque Argentina sufrió el segundo *riesgo país* más alto de Hispanoamérica en el año 2023, solamente por detrás de Venezuela, esta situación ha cambiado en el año 2024 y Argentina se ha convertido en el país latinoamericano que más ha visto caer su riesgo país en el primer semestre del presente ejercicio.

GRÁFICO 16. EL "RIESGO PAÍS" HA BAJADO BAJO MILEI.

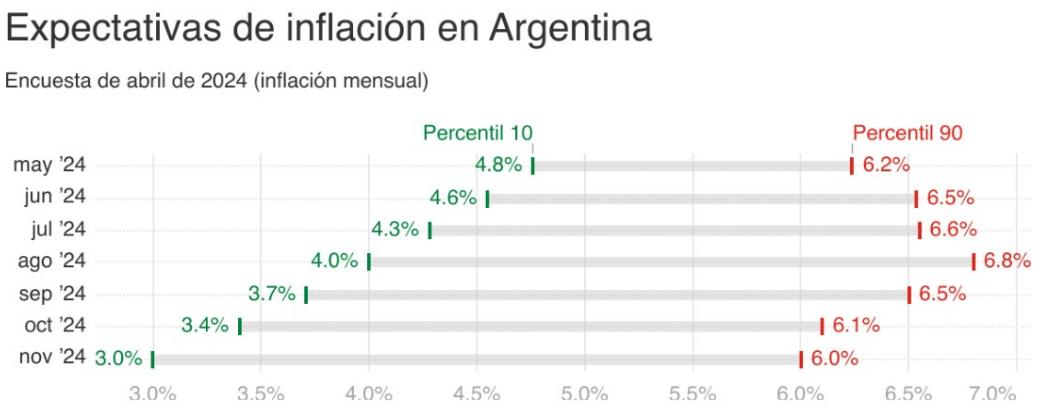


GRÁFICO 17. RIESGO PAÍS LATINOAMÉRICA (2023 VS JUNIO 2024).



Azul: promedio diario del 2023
Rojo: último dato disponible en el momento de realizar este informe (12 de junio)
Gráfico: UFM Reform Watch • Fuente: JP Morgan Chase

GRÁFICO 18. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN ARGENTINA.

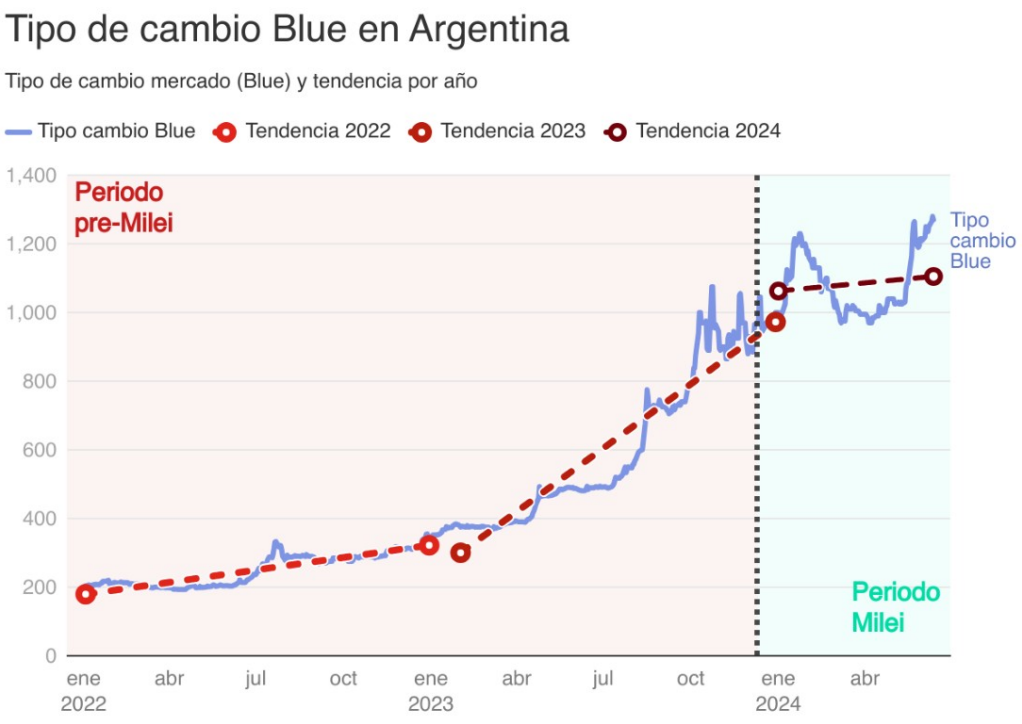


Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA
Gráfico: UFM Reform Watch • Fuente: BCRA

Anteriormente vimos que la inflación se ha moderado desde que el gobierno de Milei tomo el poder en Argentina (ver gráfico 1), revirtiendo además la senda de hiperinflación que describía la evolución de los precios y de la moneda argentina. Sin embargo, lo cierto es que no sólo ha caído la inflación, sino que también caen las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que sugiere una marcada mejora en la confianza de empresas y familias.

Por otro lado, aunque el tipo de cambio mostraba una tendencia a la depreciación en 2022 y esta tendencia se aceleró en 2023 coincidiendo con la espiral inflacionaria, lo cierto es que la tendencia en los seis primeros meses de 2024 es prácticamente plana (la regresión tiene un coeficiente cercano a cero y no es significativamente diferente de cero), como presenta el gráfico 19.

GRÁFICO 19. TIPO DE CAMBIO BLUE EN ARGENTINA.



Tendencia es la predicción realizada con una regresión lineal simple donde la variable endógena es el tipo de cambio y la exógena es el tiempo

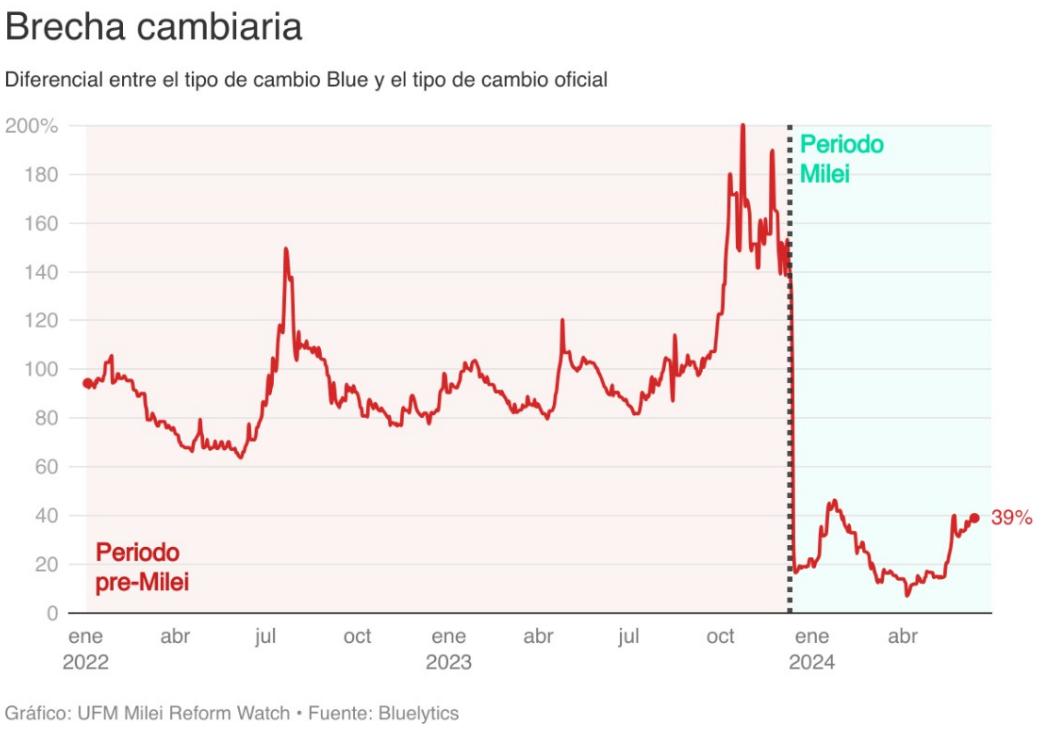
Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: BCRA

El tipo de cambio muestra los cambios en el precio externo de la moneda (capacidad de compra en el extranjero), mientras que la tasa de inflación refleja los cambios en el precio interno de la moneda (capacidad de compra en el territorio nacional). Con la teoría de la paridad del poder adquisitivo en la mano, ambas variables deberían moverse de manera similar – y esto es precisamente lo que está ocurriendo. La inflación y el tipo de cambio que apuntaban a una depreciación acelerada del peso argentino han frenado en seco esta deriva a lo largo de los primeros seis meses de 2024, aunque el proceso todavía no se ha detenido del todo.

Milei también ha avanzado hacia el cierre de la brecha cambiaria. Este concepto mide el diferencial entre el tipo de cambio peso/dólar que se paga en el mercado (el dólar blue) y el tipo de cambio oficial. El Ejecutivo realizó una devaluación sorpresa a su entrada al poder que acercó de forma drástica el tipo de cambio

oficial al tipo de cambio *real* que se negocia en el mercado. Sin embargo, desde entonces, el tipo de cambio de mercado y el oficial no se han acercado más. Es posible que la política de tipos de cambio reales negativos (ver gráfico 13) no sea el mejor instrumento para cerrar la brecha cambiaria, ya que tal herramienta tiende a depreciar la moneda.

GRÁFICO 20. BRECHA CAMBIARIA.



El gobierno de Milei todavía no ha realizado una liberalización completa de precios - posiblemente está esperando a finalizar el ajuste macroeconómico. Sin embargo, en los primeros días de gobierno, Milei liberalizó una parte sustancial de los controles de precios que el peronismo kirchnerista había legado a Argentina. Esto ha tenido un impacto directo muy positivo en algunos mercados. El más característico de ellos es el mercado de alquiler. Desde la derogación de la Ley de Alquiler, las viviendas en alquiler en la Ciudad de Buenos Aires han incrementado en un 184% mientras que el precio del alquiler ha caído, en términos reales, un 20%[6].

[6] Datos calculados en función del informe de Zonaprop,com

Nada es gratis: lidiar con el ajuste

Milton Friedman insistía en que *nada es gratis*. En Argentina, el *shock* restrictivo de tipo fiscal y el cambio de rumbo de la política monetaria han evitado el colapso de la hiperinflación, pero han traído consigo un escenario de recesión pronunciada en los indicadores de actividad económica. La "recesión Milei" era esperada, aunque probablemente inevitable, al igual que lo fue la "recesión Volcker" en los Estados Unidos de la década de 1980.

El recorte de los estímulos fiscales y la reorientación de la política monetaria han dejado de ejercer un efecto expansivo en la demanda interna argentina y, con ello, la práctica totalidad de indicadores económicos han exhibido un cambio a peor. El indicador que se reduce con más fuerza es el que mide la actividad de la construcción. Esto era esperable, debido a la decisión del gobierno de Milei de congelar la inversión pública, un epígrafe que suele estar muy vinculado al sector de la construcción. La caída en abril de 2024 rondaba el 37% en términos interanuales (ver gráfico 21). Asimismo, la actividad industrial se ha reducido un 16,6% (ver gráfico 22).

GRÁFICO 21. ACTIVIDAD DEL SECTOR DE CONSTRUCCIÓN EN ARGENTINA (ISAC).



ISAC: Indicador Sintético Actividad Construcción
Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: INDEC

GRÁFICO 22. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) DE ARGENTINA.

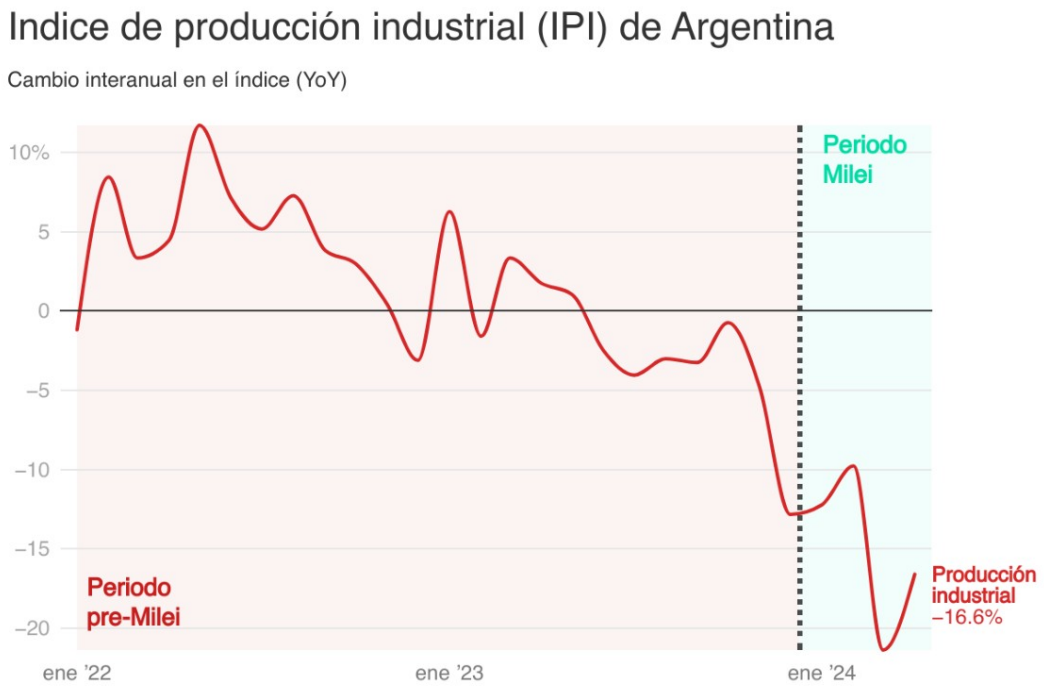
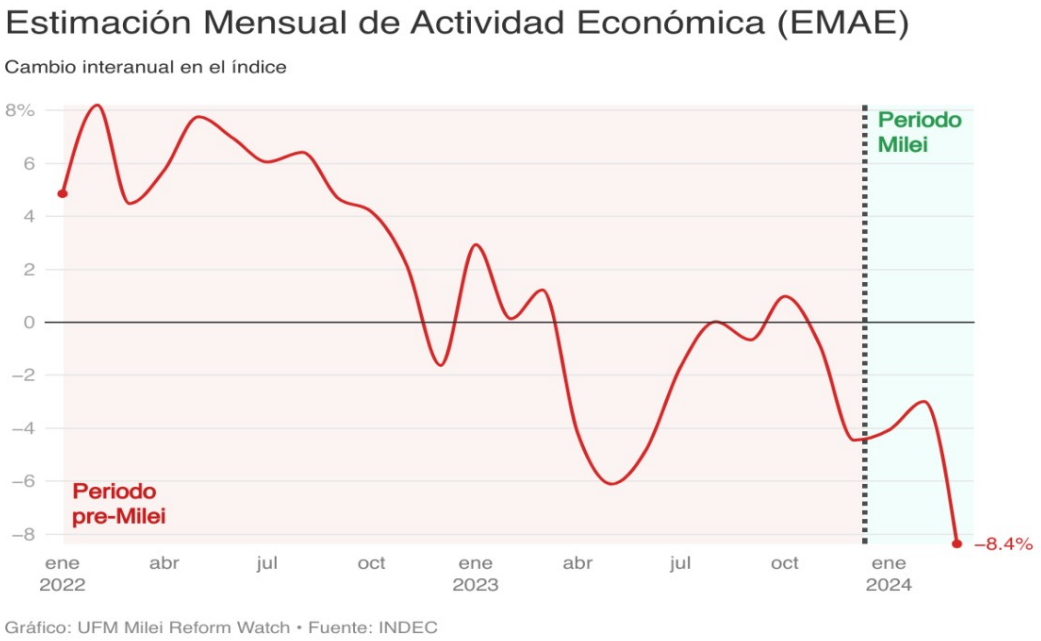


Gráfico: UFM Milei Reform Watch • Fuente: INDEC

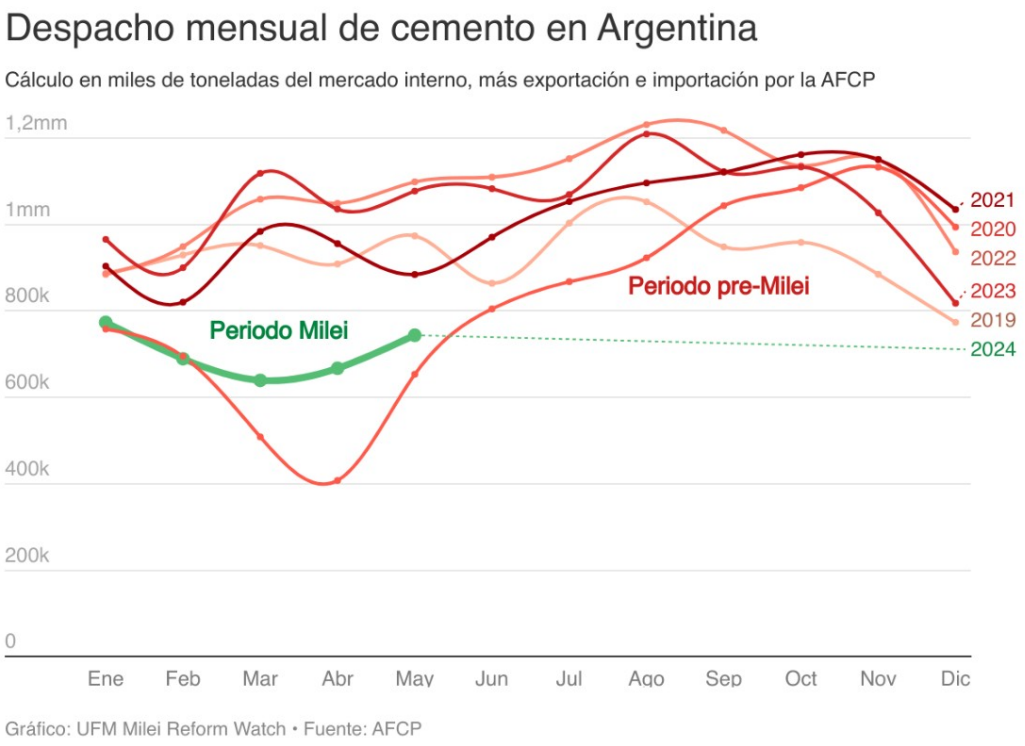
GRÁFICO 23. ESTIMACIÓN MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE).



El indicador de actividad económica más omnicomprensivo sería el PIB, pero todavía no tenemos ningún dato de Producto Interior Bruto bajo gobierno de Milei. Un buen sustitutivo es el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), que el pasado mes de marzo, en su actualización más reciente, marcaba una caída del 8,4% en términos interanuales.

Algunos de estos indicadores, junto a otros como el despacho de cemento y la carga transportada en ferrocarriles están empezando a mejorar en términos mensuales, por lo que se abre la posibilidad de que lo peor de la recesión haya transcurrido en el primer cuatrimestre de 2024, aunque también podría ocurrir que simplemente se trate de un rebote típico de las variables económicas que se recogen con alta frecuencia. En concreto, el despacho de cemento se dispara con dos meses consecutivos de subidas.

GRÁFICO 24. DESPACHO MENSUAL DE CEMENTO EN ARGENTINA.



Como referencia, el Fondo Monetario Internacional proyecta una contracción del PIB cercana al 3% en 2024, con una inflación del 150%. En cambio, el FMI espera una subida del PIB del 5% en 2025, con un descenso del 70% en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), que se situaría en el 45%. Estas previsiones confirmarían la capacidad de Argentina de recuperar la senda del crecimiento en 2025, pero esta vez no en base a un modelo insostenible como el anterior, sino bajo fundamentos más equilibrados.

Indudablemente, la retirada de los estímulos fiscales y monetarios ha tenido un efecto depresivo a corto plazo, por la caída en la demanda agregada que venía soportando la acción expansiva del Estado. Sin embargo, es esperable que el nuevo marco de política fiscal y monetaria tenga un efecto expansivo en el medio y largo plazo, contribuyendo positivamente de diferentes maneras:

1. Readecuación microeconómica de la oferta a una demanda privada que depende de criterios económicos y no políticos. 2. Mejora de los *ratios* de deuda pública y de sostenibilidad financiera del Estado, lo que a su vez provoca una mejora de las condiciones crediticias del sector privado. 3. *Efecto inclusión*, conforme la retirada del endeudamiento público aniquila el fenómeno del *efecto expulsión* (*crowding out*) y deja espacio para la reactivación del crédito a la

actividad privada, que se veía desplazada por el exceso de endeudamiento público.

Todos estos impactos se podrían unir al enorme *shock* de incremento de actividad que podría tener la adopción de una política de desregulación y liberalización de los mercados como la que el gobierno argentino ha puesto encima de la mesa. En diciembre de 2023, el paquete de reformas que presentó el mandatario recogió más de 300 modificaciones normativas orientadas a elevar los paupérrimos niveles de libertad de mercado del país del Cono Sur.

No hay que olvidar que Argentina figura en el puesto 145 del Índice de Libertad Económica de la Fundación Heritage, con una nota de apenas 49,9 puntos que se traduce en una calificación de economía "reprimida" y carente de algunos de los elementos más fundamentales del modelo capitalista.

Hasta el momento el gobierno de Milei ha conseguido un superávit fiscal y una reorientación de la política monetaria. Combinando estos dos ejes con la compra masiva de reservas internacionales, el gabinete está consiguiendo estabilizar el desempeño de la macroeconomía en Argentina. La inflación cae y las expectativas a futuro son buenas. El riesgo país va a menos y la depreciación del peso se ha moderado.

La parte amarga pero inevitable de la estabilización macroeconómica viene en forma de recesión económica, con caídas de doble dígito en los principales índices de actividad. Sin embargo, el ajuste en curso no se deriva de una agenda caprichosa en materia de política económica, sino de una voluntad clara y patente de devolver a Argentina a un modelo de desarrollo en el que la inflación esté bajo control, el presupuesto público evolucione de forma sostenible y el crecimiento generado por la actividad empresarial ofrezca oportunidades verdaderas y genuinas de desarrollo y prosperidad para el conjunto de los ciudadanos.

Sobre el Instituto Juan de Mariana

El Instituto Juan de Mariana es el *think tank* español de referencia en el ámbito de la defensa de la economía de mercado y la libertad política e individual. Constituido en el año 2005, cuenta con cientos de socios particulares que apoyan su actividad con ánimo de difundir los principios liberales, a través de informes, estudios, actividades de formación, conferencias, iniciativas de comunicación y divulgación, eventos, presentaciones y muchas otras iniciativas. El IJM está presidido por Gabriel Calzada, uno de sus socio fundadores. Manuel Llamas dirige la organización desde 2023. El área de estudios está coordinada por Diego Sánchez de la Cruz.

Sobre UFM Reform Watch

UFM Reform Watch es una iniciativa de la Universidad Francisco Marroquín (UFM) que echó a andar en enero de 2024 con el propósito de dar seguimiento a las reformas y terapias de *shock* implementadas por políticos de orientación reformista en todo el mundo. La plataforma busca aportar valor a base de estudiar, analizar y destacar los métodos y contenidos de las reformas de libre mercado que se aplican a nivel global, con ánimo de inspirar reformas efectivas, duraderas y exitosas. El primer proyecto de UFM Reform Watch consiste en monitorear los avances de las reformas liberales del presidente Javier Milei en Argentina.

Sobre Daniel Fernández

Director de UFM Market Trends/Instituto de Análisis Económico y profesor de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Francisco Marroquín (UFM). Es doctor en Economía Aplicada por la Universidad Rey Juan Carlos de España. Asimismo, completó un Máster en Análisis Económico Aplicado ofrecido por la Universidad Complutense de Madrid y la Universidad de Alcalá de Henares. Coautor de diversos artículos académicos y juega un papel relevante como divulgador económico a través de un canal de Youtube con más de 15.000 suscriptores. Además de su actividad como académico e investigador, ha trabajado en el sector financiero. Es Director de Datos de UFM Reform Watch y forma parte de la Junta que supervisa la iniciativa.



juandemariana.org