

## Recuadro 1

**LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA****El origen fiscal del problema inflacionario**

Argentina experimentó en los pasados años una inflación mucho mayor que la del resto de los países de la región. La inflación anual promedio fue del 72 % entre 2020 y 2023 y la tasa de inflación alcanzó tres dígitos a partir de febrero de 2023. Una de las principales causas de la elevada inflación en Argentina fue el persistente desequilibrio en las cuentas públicas (véase gráfico 1) y su financiación monetaria. El banco central financió parcialmente los déficits mediante la emisión de moneda (véase gráfico 2) ante la imposibilidad de cubrirlos con emisión de deuda, sobre todo tras el abandono del programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el año 2020<sup>1</sup>. La oferta de dinero, en un contexto de desaceleración económica, fue mucho mayor que la demanda de dinero del sector privado y provocó un aumento muy intenso de la tasa de inflación durante esos años (véanse gráficos 3 y 4).

**El programa de estabilización del nuevo Gobierno argentino**

El actual Gobierno argentino asumió la presidencia el 10 de diciembre de 2023. Pocos días más tarde anunció un programa de consolidación fiscal que pretendía eliminar el déficit fiscal, estimado en el 5 % del PIB para 2024, en tan solo un año, con el objetivo de acabar con la principal causa de emisión monetaria. Al mismo tiempo, devaluó el tipo de cambio oficial, acercando su valor al del tipo de cambio paralelo. El tipo de cambio oficial pasó de 366 a 800 pesos por dólar de forma inmediata y se anunció una tasa de devaluación automática (*crawling peg*) del 2 % mensual, que se ha mantenido hasta ahora.

Desde la toma de posesión de este nuevo Gobierno argentino se ha observado una mejora en las principales variables financieras argentinas, aunque con cierta volatilidad, vinculada a la evolución en el Congreso de la nueva legislación propuesta por el Gobierno. Así, se ha reducido el diferencial de la deuda soberana (véase gráfico 5), han aumentado los índices bursátiles (también en términos de dólares) (véase gráfico 6) y se ha comprimido la brecha entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial (véase gráfico 7). Asimismo, el banco central también dejó de perder reservas internacionales y ha pasado a acumularlas (véase gráfico 8).

El Gobierno ha logrado mantener el superávit de las cuentas públicas desde el mes de enero, antes de lo previsto por los analistas privados, incluso sin haberse llegado a implementar todas las medidas del programa de ajuste fiscal, al no haber sido aprobadas todavía en el Congreso. El superávit se ha logrado principalmente por la reducción del gasto: se ha eliminado toda la obra pública financiada por el Gobierno central, se han reducido las transferencias discrecionales a las provincias, y los salarios públicos y las pensiones han aumentado a tasas inferiores a la inflación. También se incrementaron los impuestos al comercio internacional y la tasa de un impuesto que grava compras en moneda extranjera pagadas con tarjetas bancarias. Estas medidas fueron escogidas porque no precisan la aprobación del Congreso. El Gobierno se ha comprometido a revertirlas cuando la recaudación de estas dos medidas pueda ser reemplazada por la de un paquete fiscal aprobado en el Congreso a fines de junio. Este paquete incluye modificaciones al impuesto sobre las rentas personales y al impuesto sobre el patrimonio<sup>2</sup> y una moratoria fiscal.

El programa de estabilización también contempla una reducción de los subsidios a la energía y el transporte. Esto requiere una actualización de los precios regulados, que no han aumentado al mismo ritmo que los de los demás bienes a partir del año 2020, lo que ha llevado a una creciente distorsión de los precios relativos entre los bienes regulados y los no regulados (véase gráfico 9). La actualización está siendo gradual, y se observa una cierta recuperación del precio relativo de los precios regulados entre los meses de febrero y abril.

La fuerte consolidación fiscal ha penalizado la actividad económica, que ha profundizado su caída en los primeros meses del año. En el primer trimestre, el PIB cayó en un 2,6 % con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 4) y un 5,1 % con respecto al mismo trimestre del año anterior. Para el conjunto de 2024 se espera una caída del PIB del 3,5 %, de acuerdo con el FMI<sup>3</sup>.

**Evolución de la inflación tras el anuncio del plan de estabilización**

La inflación mensual se duplicó en diciembre de 2023, hasta alcanzar una tasa mensual del 25,5 % (211 % interanual),

1 Véanse recuadro 1 de Banco de España. (2024). *Informe de Economía Latinoamericana. 2.º semestre 2023*, y Fondo Monetario Internacional. (2024). "Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility".

2 Estos impuestos se conocen en Argentina como «impuesto a las ganancias» e «impuesto sobre los bienes personales».

3 Fondo Monetario Internacional. (2024). "Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility".

## Recuadro 1

## LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)

frente al 12,8% de noviembre (160% interanual). Este fuerte repunte de la inflación se explica, sobre todo, por las alzas de precios en las primeras semanas del mes, anticipando la depreciación del tipo de cambio oficial<sup>4</sup>.

A partir del mes de febrero, la actualización de los precios de los servicios públicos y de otros precios regulados ha tenido un impacto inflacionario directo muy significativo. A pesar de representar un 21% de la cesta de consumo a

Gráfico 1  
Saldo público (a)

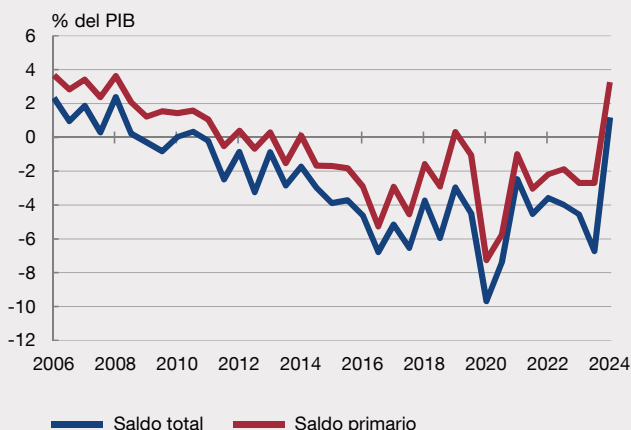


Gráfico 2  
Transferencias del banco central al Tesoro (b)

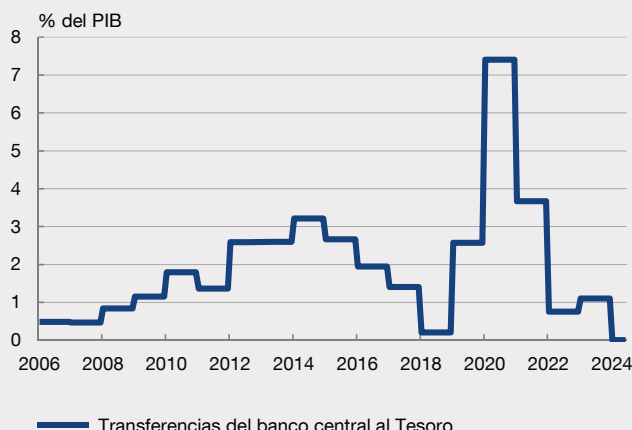


Gráfico 3  
Inflación (c)

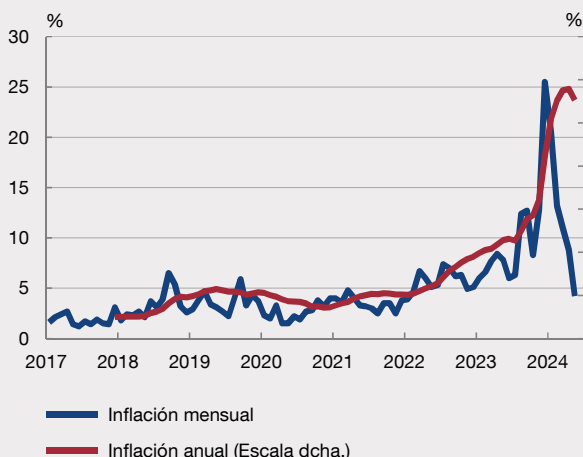
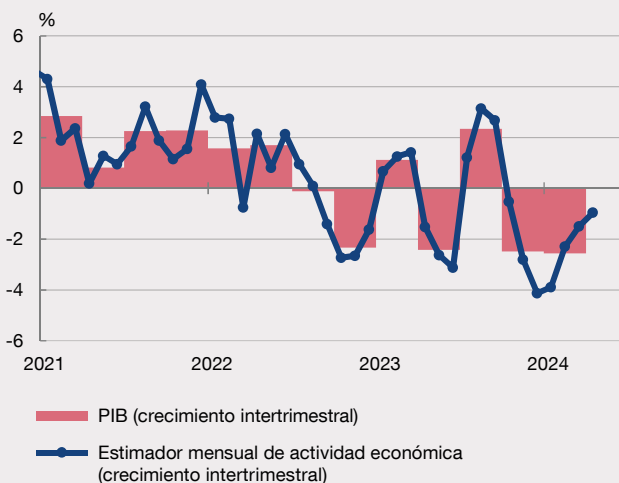


Gráfico 4  
Actividad económica (d)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco Central de la República Argentina, FMI, *LatinFocus* y Banco de España.

a Se agrega la información mensual a frecuencia semestral. La última observación del saldo público es de mayo de 2024. La última observación del PIB nominal es del primer trimestre de 2024. Para el primer semestre de 2024, el cálculo se realiza extrapolando el saldo público de los primeros cinco meses del año. El PIB nominal del segundo trimestre se estima a partir de previsiones de PIB e inflación del *LatinFocus* de junio de 2024 para ese trimestre.

b La última observación es de junio de 2024.

c La última observación es de mayo de 2024.

d El estimador mensual de actividad económica (EMAE) es una medida mensual de actividad económica que pondera los sectores de la economía con los mismos pesos que el PIB. Tanto este indicador como el PIB están calculados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina. La última observación del EMAE es de abril de 2024. La última observación del PIB se refiere al primer trimestre de 2024.

4 En los primeros días de diciembre, la expectativa de depreciación para el primer trimestre del año era mayor que la que finalmente ocurrió. De acuerdo con el informe de Consensus Economics del mes de diciembre, que fue realizado dos días antes del anuncio del programa de ajuste, los analistas económicos esperaban un tipo de cambio oficial de 935,40 pesos por dólar a fines de marzo de 2024. Sin embargo, el tipo de cambio oficial a finales de marzo fue de 857,42 pesos por dólar.

Recuadro 1

**LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)**

escala nacional, la variación de los precios regulados explica cerca de un tercio de la inflación total en lo que ha transcurrido de 2024.

En cualquier caso, a partir del mes de enero las tasas intermensuales de inflación han mostrado una marcada senda descendente, pasando de tasas del 20,6 % en enero al 4,2 % en mayo. No obstante, la tasa de inflación interanual

ha seguido escalando (del 254 % en enero a un máximo del 289 % en abril). Esta reducción gradual y continua de la inflación refleja, principalmente, los efectos y las expectativas de una menor emisión monetaria al eliminarse el déficit fiscal. De acuerdo con el memorando enviado al FMI en el marco de la octava revisión del acuerdo con esta institución<sup>5</sup>, el Gobierno argentino proyecta una inflación

Gráfico 5  
Diferencial soberano

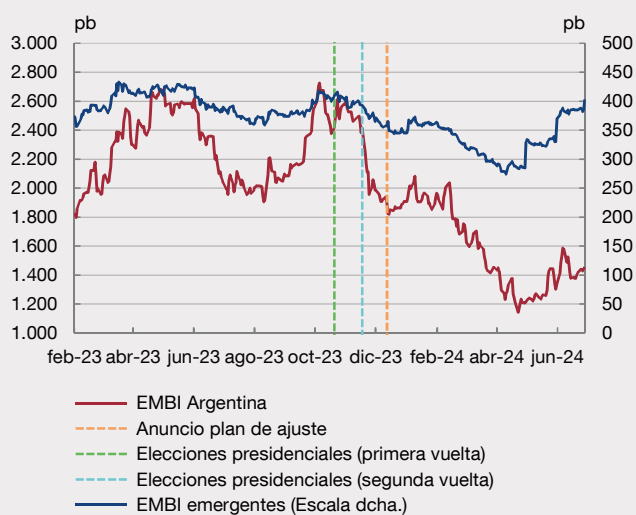


Gráfico 6  
Índice de la Bolsa de Buenos Aires

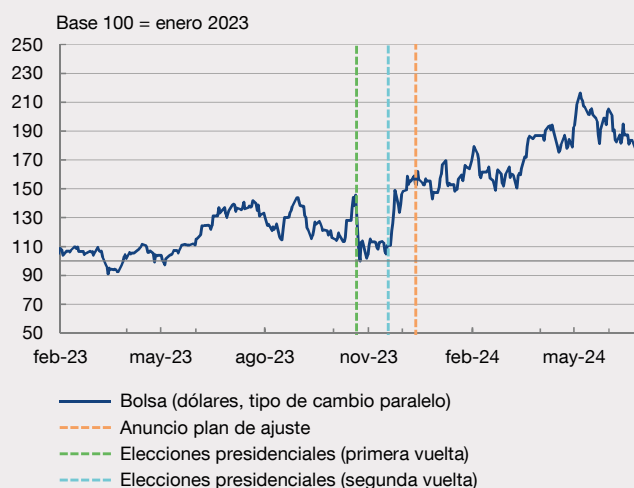
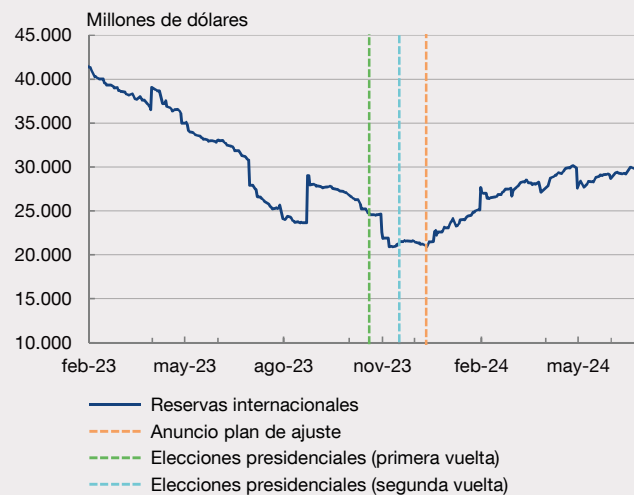


Gráfico 7  
Tipo de cambio



Gráfico 8  
Reservas internacionales



FUENTES: Refinitiv, Banco Central de la República Argentina y Banco de España.  
NOTA: Última observación: 28 de junio de 2024.

5 Fondo Monetario Internacional. (2024). "Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility".

## Recuadro 1

**LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)**

interanual del 140 % para diciembre de 2024 y del 45 % para diciembre de 2025. Estas cifras estarían alineadas con las que esperan los analistas económicos, según la encuesta del Banco Central de la República Argentina de mayo (146 % en diciembre de 2024 y 50 % en diciembre de 2025).

**Los riesgos futuros para la inflación**

La estabilización de la inflación en Argentina va a depender del curso futuro de las finanzas públicas, de los ajustes todavía pendientes de los precios regulados y de la evolución futura del tipo de cambio. En todos estos ámbitos existen riesgos.

En el ámbito fiscal, el equilibrio presupuestario se ha logrado con las medidas de gastos e ingresos mencionadas anteriormente. El 28 de junio fue aprobado en el Congreso un paquete fiscal enviado por el poder ejecutivo que amplía las bases del impuesto sobre la renta e incrementa los tipos impositivos en algunos tramos de renta y que modifica el impuesto sobre el patrimonio. También se contempla reducir o eliminar otros impuestos distorsionantes, como los que gravan el comercio internacional o las transacciones en moneda extranjera.

En cuanto a los ajustes pendientes de los precios de los servicios públicos, en el gráfico 9 se muestra la evolución del precio relativo entre los bienes regulados y el índice de precios total. El precio relativo de los bienes regulados ha alcanzado hasta ahora el 78 % del valor que tenía en 2019. El aumento de los precios de los servicios públicos presenta un desafío para el futuro, ya que, a medida que se vaya normalizando esta partida, el componente de precios regulados contribuirá positivamente a la inflación. Como ejemplo, si se completara esta actualización en un solo mes, devolviendo la relación entre los precios regulados y los no regulados a la que había en el año 2019, los precios regulados añadirían cerca de 7 puntos porcentuales de forma automática a la inflación intermensual, sin tener en cuenta el efecto que esta variación de precios pueda tener sobre la inflación por la variación de las demás variables macroeconómicas.

Por último, persiste una gran incertidumbre sobre el comportamiento del tipo de cambio, en la medida en que el Gobierno aún no ha anunciado cuál será el régimen monetario y cambiario en el futuro. A modo de ilustración, un artículo reciente<sup>6</sup> muestra que las expectativas de inflación se mantienen todavía elevadas como consecuencia de la

Gráfico 9  
Precio relativo de los bienes regulados

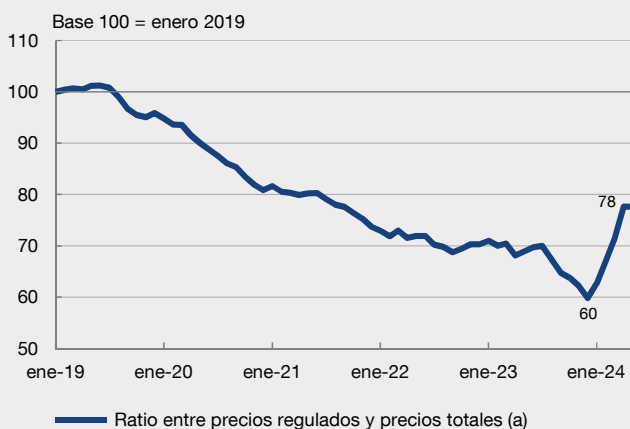
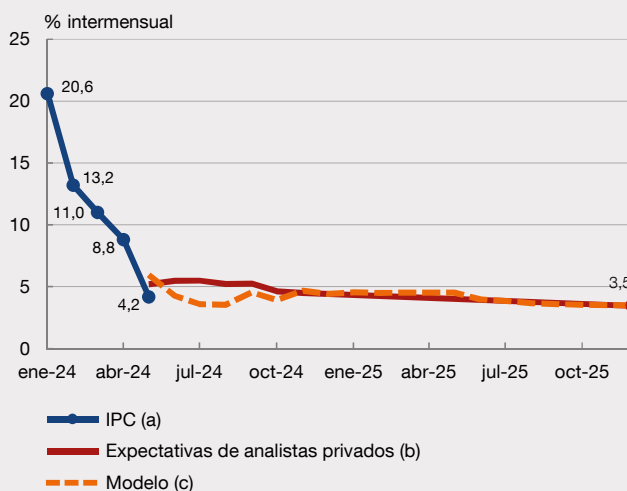


Gráfico 10  
Expectativas de inflación



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina, Banco Central de la República Argentina y Banco de España.

**a** La última observación es de mayo de 2024.

**b** Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de mayo del Banco Central de la República Argentina. Fecha de publicación: 6 de junio de 2024.

**c** El modelo de simulación está tomado de Ernesto Talvi y Sofía Harguindeguy. (2024). "Del déficit cero hacia un plan de estabilización para erradicar la inflación en Argentina: ¿por qué ahora?". Real Instituto Elcano, 17 de mayo de 2024. Este modelo supone que la inflación mensual se determina por una combinación lineal de la inflación pasada y las expectativas de depreciación del tipo de cambio con respecto al dólar. Se actualiza el modelo utilizando datos de expectativas del REM del mes de mayo.

6 Ernesto Talvi y Sofía Harguindeguy. (2024). "Del déficit cero hacia un plan de estabilización para erradicar la inflación en Argentina: ¿por qué ahora?". Real Instituto Elcano, 17 de mayo de 2024.

## Recuadro 1

**LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)**

depreciación esperada del tipo de cambio, que excede la depreciación anunciada por el Gobierno (2% mensual frente al dólar). Los autores de ese estudio utilizan un modelo en el que la inflación de los bienes que se comercializan internacionalmente incorpora las expectativas de depreciación de los analistas privados, mientras que el resto de los precios se ajustan de forma inercial sobre la base de la inflación pasada. Como puede verse en el gráfico 10, la senda de inflación proyectada por el modelo<sup>7</sup> captura las dinámicas de las expectativas de inflación de los analistas y converge en la expectativa de inflación a largo plazo, lo que sugiere que dichas expectativas están determinadas por las expectativas de depreciación.

Resolver la incertidumbre sobre el futuro régimen monetario y cambiario podría ayudar a reducir las expectativas de inflación. En el programa con el FMI se contempla una liberalización gradual de los controles de cambio y que el tipo de interés real *ex ante*<sup>8</sup> a corto plazo, que actualmente es negativo, se vuelva positivo, para así incrementar la demanda de pesos, ayudando al proceso de desinflación. A más largo plazo, el Gobierno ha planteado la posibilidad de implantar un sistema de competencia de monedas en el que la moneda local coexista con monedas extranjeras y en el cual los agentes económicos tengan la libertad de elegir qué moneda usar en contratos y transacciones.

7 En el gráfico se replica la simulación de Talvi y Harguindeguy con datos de expectativas de depreciación y de inflación del mes de mayo de 2024.

8 Un tipo de interés real *ex ante* es aquel que descuenta el tipo de interés nominal con la inflación esperada en vez de con la inflación realizada.