

El Plan de Estabilización de Milei & Caputo Primeros Doce Meses

14 de abril de 2025

Jorge C. Ávila

Universidad del CEMA

El plan libertario es peculiar y quizá único en la prolongada historia antiinflacionaria argentina. Se fundó en una fulminante reducción del gasto público y una drástica disminución de los pasivos no monetarios del BCRA. La devaluación inicial del peso en el mercado oficial jugó un papel esencial. Condujo a un aumento de la demanda nominal de dinero y un correspondiente aumento de la oferta monetaria vía acumulación de reservas internacionales. Durante los meses críticos del plan, la tasa esperada de devaluación del peso cayó sostenidamente y la velocidad de circulación, que en un principio había subido, volvió aproximadamente al nivel inicial. El comportamiento de la velocidad llama la atención puesto que el BCRA no tenía reservas para intervenir en el mercado de cambios.

In the long anti-inflationary Argentine history, the libertarian Plan is unusual and perhaps unique. It was founded in a sudden reduction of public expenditure and a drastic decrease of Central Bank non-monetary liabilities. The initial peso devaluation in the official market played a central role. It led to an increase in the nominal demand for money and a consequent increase in the money supply via foreign exchange build up. During the critical months of the Plan, the expected peso-devaluation rate fell in rather steady fashion, and the velocity of money that initially had gone up, finally went down to its initial level. The behavior of velocity strikes the observer's attention since the Central Bank lacked foreign currency for market intervention.

JEL: E31, E41, E51, E52

Las opiniones y los posibles errores de esta nota son de mi exclusiva responsabilidad.

El éxito del plan de estabilización del gobierno libertario no deja de sorprenderme. No lo digo por su enfoque, que es el aconsejado por Milton Friedman en un corto video que recorre Twitter: bajar el gasto público, bajar la emisión monetaria y desregular. Sino por la magnitud de la reducción del gasto público, de la deuda cuasi fiscal y de la tasa esperada de devaluación del peso en el mercado oficial de cambios durante 2024. La rebaja del gasto consolidado llega a 9 puntos porcentuales del PBI y no se debió a una hiperinflación previa como en 1989 o una aguda crisis bancaria como en 2002, sino a una decisión del gobierno entrante. La rebaja de la deuda cuasi fiscal llega a 82% en términos reales y se ejecutó sin recurrir a otro Plan Bonex. Y la reducción de la tasa esperada de devaluación fue un fenómeno improbable, que ocurrió en una transición crítica con pocas reservas en el banco central.

El ensayo tiene cuatro secciones. En la primera, repaso los desarrollos que tuvieron lugar desde diciembre de 2023 en materia fiscal y cuasifiscal. En la segunda, a partir del modelo monetario simple para una pequeña economía abierta, derivó una ecuación de demanda de dinero que cumple un papel importante en el análisis. En la tercera, trato de interpretar paso a paso el funcionamiento y el éxito del plan. En la cuarta, sintetizo las principales conclusiones.

I. Los Hechos

El cuadro N°1 documenta lo que anuncié arriba. Durante 2024, la recaudación tributaria mensual del gobierno nacional aumentó en promedio apenas 3% en términos reales (vs.

noviembre de 2023) y el gasto primario (no incluye pago de intereses) mensual disminuyó en promedio 24%.¹

Cuadro N°1

Situación Fiscal y Cuasi-Fiscal noviembre 2023 - diciembre 2024							
	1	2	3	4	5	6	7
	Recaudación Tributaria	Gasto Primario	PNM \$ bill	LEFI \$ bill	PNM+LEFI \$ billones	PNM+LEFI \$ constan	PNM+LEFI índice
Nov23	100	100	22,18	0	22,18	22,18	100
Dic23	101	132	23,85	0	23,85	19,07	86
Ene24	110	62	27,68	0	27,68	18,51	83
Feb24	90	57	28,37	0	28,37	16,50	74
Mar24	86	65	30,50	0	30,50	15,91	72
Abr24	88	71	32,80	0	32,80	15,67	71
May24	131	72	30,29	0	30,29	13,87	63
Jun24	106	89	17,94	0	17,94	7,87	36
Jul24	107	82	8,45	9,60	18,06	7,62	34
Ago24	102	74	0,16	8,83	8,99	3,64	16
Sep24	107	75	0,12	11,14	11,26	4,40	20
Oct24	104	78	0,03	12,68	12,70	4,83	22
Nov24	103	79	0,05	14,92	14,97	5,54	25
Dic24	100	107	0,04	10,74	10,79	3,88	18

Fuente: Columnas 1 y 2, CEA, Ucema. Columnas 3 y 4, BCRA (datos de fin de mes).
Aclaraciones: Las columnas 1 y 2 muestran datos a precios de noviembre de 2023, en números índice noviembre 2023 = 100. La columna 6 muestra datos a precios de igual mes. La columna 7 muestra los datos de la columna 6 en números índice noviembre 2023 = 100. PNM: pasivos no monetarios del BCRA = Leliq + Pases netos. LEFI: letras fiscales en cabeza del Tesoro nacional.

Todavía más notable fue el tratamiento de los pasivos no monetarios del BCRA, cuyo stock ha caído marcadamente. Los PNM eran deuda remunerada que funcionaba en los hechos como un encaje sobre los depósitos de los bancos comerciales. El servicio de este peculiar encaje generaba un déficit cuasi fiscal endógeno o no controlado por el gobierno. Con el objeto de que esta deuda fuera atractiva para los bancos debía estar indexada por la evolución del tipo de cambio o de la tasa de interés. Pero como estas variables vienen determinadas por las expectativas del mercado, el tamaño del déficit cuasi fiscal, y la

¹ Como sabemos, la inflación redistribuye ingresos por doble vía: por un lado, grava saldos reales y redistribuye ingresos del sector privado al público (recaudación inflacionaria); por el otro, en virtud del aumento del nivel de precios redistribuye ingresos desde el sector no indexado de la economía al indexado: como el plan libertario no indexó parte importante del gasto público, redistribuyó ingresos desde el sector público al privado.

consiguiente emisión de dinero para financiarlo, no dependía del gobierno, a diferencia del déficit puramente fiscal. Pues bien, el valor nominal de los PMN (suma de letras de liquidez y pases netos) aumentó inicialmente hasta abril y luego disminuyó hasta junio, mientras su valor real disminuía con fuerza. A partir de julio, fueron reemplazados por deuda del Tesoro nacional en la forma de letras fiscales. En diciembre de 2024, la deuda cuasi fiscal era casi inexistente y la deuda por las letras fiscales llegaba a 10,8 billones de pesos, habiéndose reducido el valor real de la suma de ambas a 18% del nivel de noviembre de 2023.

En vista del fuerte descenso de las tasas esperadas de devaluación e inflación, el servicio de intereses de la otrora deuda cuasi fiscal es ahora relativamente manejable. Recuerde que en noviembre de 2023 los PNM representaban 2,5 veces el nivel de la base monetaria. Tanto su tamaño relativo como la elevada emisión monetaria que exigía su servicio cuando la tasa de inflación superaba 100% anual, dan una idea realista de la envergadura del obstáculo que debía sortear el plan antiinflacionario para llegar a buen puerto.

II. El Modelo

El modelo monetario simple para una economía abierta que voy a desarrollar en esta sección servirá de guía conceptual en la próxima sección. La ecuación N°1 corresponde a la ecuación cuantitativa. Esta ecuación se cumple en todo momento, con tipo de cambio flotante o fijo; establece que la oferta monetaria M^s por la velocidad de circulación del dinero es idéntica al nivel de precios interno P por el ingreso nacional Y (Laidler 1993).

$$1) M^s \cdot V \equiv P \cdot Y$$

La ecuación N°2 afirma que la cantidad ofrecida de saldos nominales es igual a la cantidad demandada de saldos nominales por necesidad lógica: todo billete ofrecido será necesaria

e inmediatamente demandado. A su vez, la oferta monetaria resulta del producto entre la base monetaria H y el multiplicador monetario q (Diz 1997).

$$2) M^D = M^S = H \cdot q$$

La ecuación N°3 indica que la cantidad nominal demandada de base monetaria es una proporción del ingreso nominal PY . Esta proporción, o coeficiente de monetización, es la inversa de la velocidad de circulación, y la velocidad, a su vez, es una función directa de la tasa esperada de devaluación del peso en el mercado oficial ε^{esp} . Esto implica que mientras más alta sea la tasa esperada de devaluación, más alta será la velocidad de circulación del dinero (menor será la cantidad nominal de base monetaria que se demande para niveles dados del ingreso nominal y el multiplicador). Por último, una reducción del multiplicador (debida, por caso, a un aumento del encaje bancario) determina un aumento de la demanda nominal de base monetaria.

$$3) H^D = \frac{1}{q} \frac{1}{V(\varepsilon^e)} P \cdot Y$$

Las tres ecuaciones que siguen dicen la misma cosa de distinta manera:

$$4) P = \alpha P_T + (1 - \alpha) P_{NT}$$

$$5) P = \alpha \bar{E} P^* + (1 - \alpha) P_{NT}$$

$$6) P = \bar{E} P^* \left[\alpha + (1 - \alpha) \frac{1}{e} \right]$$

La ecuación N°4 informa que el índice de precios minoristas es un promedio ponderado de los precios de la canasta de bienes transables y la canasta de bienes no transables. La letra griega alfa mide el peso de la canasta de bienes transables en el índice de precios minorista.

La ecuación N°5 informa lo mismo. Aclarando que, por la ley de un solo precio, el precio de la canasta de bienes transables es igual al precio de la misma canasta en el país elegido como referencia P^* , multiplicado por el tipo de cambio $E = \bar{E}$. Supongo que se aplica

una política de tipo de cambio fijo en vista del *crawling peg* que rige en el mercado oficial de cambios.

La ecuación N°6 dice lo mismo, pero destaca que el nivel de precios interno es igual al precio de la canasta de bienes transables más una crema variable que es función inversa del tipo real de cambio e (o función directa del precio de los bienes no transables P_{NT}) (Sachs y Larraín 1994).

Por último, la ecuación N°7 explica el comportamiento de la demanda nominal de dinero de base a partir de sus principales determinantes:

$$7)) H^D = \frac{1}{q V(\varepsilon^{esp})} \bar{E} P^* \left[\alpha + (1 - \alpha) \frac{1}{e} \right] Y$$

H^D depende positivamente de Y , \bar{E} y P^* (nivel de precios mayoristas de EEUU, en nuestro caso). Y negativamente de ε^{esp} (vía V), q y e . A menor e (a mayor 'atraso cambiario'), mayor es la cantidad nominal de base monetaria demandada.

III. Una Interpretación

Voy a descomponer el Plan de Milei y Caputo en los siguientes pasos:

1) De entrada, el nuevo gobierno devaluó el peso en el mercado oficial. El tipo de cambio subió 27% en enero de 2024 con respecto al mes anterior y 2% mensual a partir de febrero (*crawling peg* activo).

2) Como en el período diciembre 2023-diciembre 2024 el aumento del tipo de cambio oficial fue 59% y el del nivel de precios mayoristas de EEUU fue 2,9%, cabía esperar que el nivel de precios argentino aumentara 63%.

3) Pero el nivel de precios argentino subió 122% en el período. Atribuyo buena parte de la fuerte divergencia entre la trayectoria del tipo de cambio oficial y la del nivel de precios

a una caída de 27% del tipo real de cambio entre diciembre de 2023 y diciembre de 2024.² Esta caída determina por sí misma una suba del nivel de precios de 22%.³ De manera que las tres fuerzas referidas (aumento del tipo de cambio oficial, aumento del nivel de precios de EEUU y disminución del tipo real de cambio) explican en conjunto una suba de 99% del nivel de precios interno. En conclusión, la ecuación 6 explica un 90% del aumento del nivel de precios interno observado en dicho período.

4) Finalmente, la demanda nominal de base monetaria creció 209% en el período, bastante más que el nivel de precios. Creo que la causa básica de esta discrepancia fue la notable reducción que experimentó el multiplicador monetario a lo largo del año; el multiplicador de M2 cayó de 3,69 en diciembre de 2023 a 2,40 un año después; parecida trayectoria describió el de M3. En virtud de la reducción del multiplicador, la demanda nominal de base monetaria aumentó un 54% más.⁴

5) El plan antiinflacionario pudo haber salido mal. Durante el crítico período bajo análisis, podríamos haber experimentado una disparada del tipo de cambio paralelo y un fogueo inflacionario si la velocidad de circulación hubiera subido violentamente. Advertir que el

² El nivel de e surge del juego de importantes fuerzas macroeconómicas: flujo internacional de capitales, nivel del gasto público, nivel de los términos de intercambio, estructura de la política comercial (aranceles y retenciones), e incluso el progreso tecnológico y la tasa de inversión en el sector no transable respecto del sector transable. Por ejemplo, el ingreso de capitales, la mejora de los términos de intercambio, el aumento del gasto público (como porcentaje del PBI) y la reducción de las retenciones a la exportación bajan el tipo real de cambio; a su vez, una apertura a la importación (menores aranceles) lo aumenta. A primera vista, a partir de diciembre de 2024 habrían operado dos fuerzas contrapuestas: la reducción de la salida de capitales, que lo baja, y la reducción del gasto público, que lo sube, y habría prevalecido la primera. Este fenómeno se habría reflejado en un aumento del precio de los bienes no transables, lo cual se manifiesta en una brecha positiva entre la tasa de inflación interna y la suma de las tasas de devaluación del peso e inflación norteamericana. Le llamo a esta brecha 'inflación residual'.

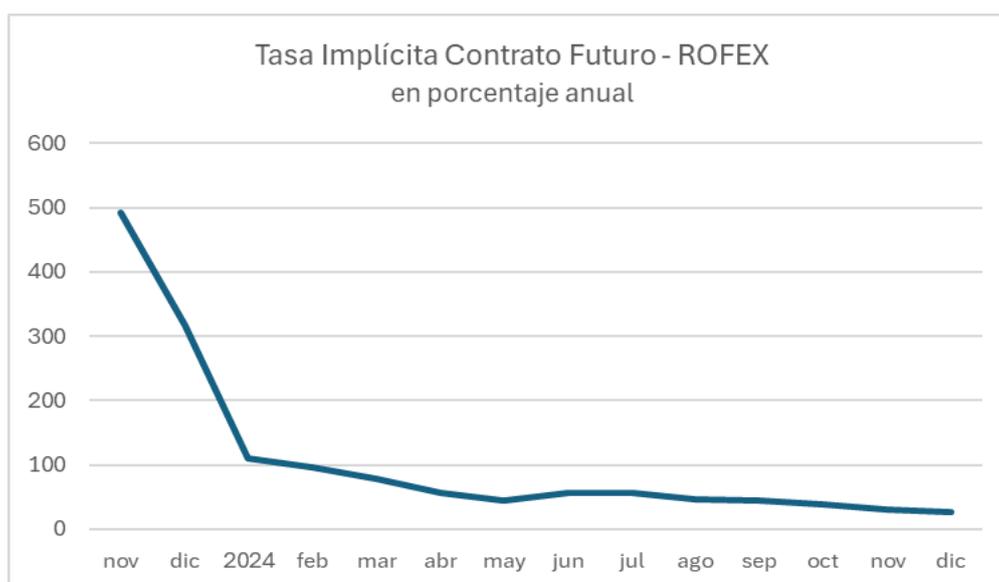
³ El impacto de una reducción de la variable e sobre la variable P se calcula así: $\frac{P_1}{P_0} = \frac{\lambda e \alpha + (1 - \alpha)}{\lambda (e \alpha + 1 - \alpha)}$, donde $\lambda = 1 - \text{cambio proporcional de } e$, e es el nivel inicial del tipo real de cambio (que supongo = 1) y α es la participación del sector transable en el PBI. Según el Banco Mundial, α fue 47% del PBI argentino en 2023 (Grok3). Por la caída del tipo real de cambio, posiblemente α se situó en un nivel cercano a 40% en 2024. Para el cálculo tomé este último valor.

⁴ El éxito del plan ha dependido en buena medida del aumento de la demanda de base pues éste determina la cantidad de dólares que el BCRA puede comprar en el mercado de cambios.

BCRA no tenía (ni tiene) reservas internacionales suficientes para intervenir de manera decisiva en el mercado de cambios.

6) ¿Por qué se mantuvo la velocidad de circulación más bien estable?⁵ a) Por el rápido viraje del desequilibrio fiscal: en sólo 30 días, pasó de un fuerte déficit a un superávit que incluso permitió pagar los intereses de la deuda pública. b) Por la repetición del superávit mes a mes hasta ahora. c) Por la prédica de Milei y de Caputo respecto de que el superávit y la emisión monetaria cero son “objetivos innegociables”. d) Por la entusiasta y rápida aprobación informal del plan de parte del FMI.

Gráfico N°1



El Gráfico N°1 muestra la trayectoria de la tasa esperada de devaluación del peso en el mercado oficial ε^{esp} .⁶ Note la sostenida declinación de esta variable durante 2024. Tiende

⁵ En 2023, la velocidad de M3 bajó de 6.84 en noviembre a 6.21 en diciembre; en 2024, subió hasta 7.04 en abril y bajó después a 6.39 en noviembre. En vista de la sostenida declinación de ε^{esp} , esta medida de V habría sido incluso menor en diciembre. La trayectoria de la velocidad de M2 fue parecida; en 2023, bajó de 11.85 en noviembre a 9.23 en diciembre; en 2024, subió hasta 12.89 en abril y bajó después a 11.46 en noviembre.

⁶ La tasa implícita en contratos a futuro que publica ROFEX es igual a $\frac{E_{futuro}}{E_{spot}} - 1$, con una corrección por la cantidad de días pendientes hasta el vencimiento del contrato.

casi ininterrumpidamente a 26.8% anual, que es la tasa capitalizada de la devaluación de 2% mensual anunciada en febrero. La práctica estabilidad de la velocidad de circulación durante 2024 se explicaría por esa razón. Dicho en otras palabras, los cuatro argumentos que enumeré en el punto 6 justificarían la reducción de ε^{esp} y el éxito del plan libertario.

7) El aumento del nivel de precios derivado de la devaluación del peso determinó, en virtud del principio de homogeneidad de grado uno de M^D en P , un exceso de demanda de dinero. Luego, para reequilibrar el mercado de dinero, era necesario aumentar la oferta monetaria en igual medida (Frenkel y Johnson 1980). El gobierno eligió intervenir con tal fin el mercado de cambios y compró 21700 millones de dólares. Pero no todo este monto se explica por la recaudación del impuesto inflacionario que originó la devaluación del peso.

El Cuadro N°2 ilustra el tamaño de la recaudación del impuesto inflacionario originada por la devaluación y sus posibles aplicaciones.

Cuadro N°2

Recaudación del Impuesto Inflacionario y sus Aplicaciones en 2024				
		\$ billones	u\$S millones	s/ var. Base Monet. neta
1	Variación Base Monetaria	20,1	21699	
2	Superávit Primario SPNF	10,4	11795	
3	Pagos Deuda Pública 2024	-	10071	
4	Superávit – Pago de Deuda Púb.	-	1724	
5	Variación Base Monetaria neta	-	19975	100%
6	Acumul. Reservas Internacionales	-	9878	49%
7	Cancelación de LEFI		10098	51%
8	Falta para cancel. totalm. LEFI	-	427	2%

Fuente: Filas 1 y 6, BCRA. Fila 2, CEA, Ucema. Fila 3, Oficina de Presupuesto del Congreso.
Aclaraciones: La fila 5 muestra la variación de la base monetaria neta: var. base monetaria bruta menos superávit fiscal luego del pago de la deuda pública. La fila 7 muestra un cálculo del stock remanente de reservas internacionales que el BCRA podría haber destinado a rescatar LEFI, calculado al tipo de cambio oficial: 1020,71 \$/u\$S.

8) En 2024, el gobierno arrojó un superávit primario de 11800 de dólares que, después de los pagos de la deuda pública, se convirtió en un superávit fiscal de 1700 millones; por

esta razón, el sector público fue un factor de absorción monetaria. El mercado monetario resolvió este desequilibrio por medio de una ganancia de reservas internacionales. Luego, la recaudación del impuesto inflacionario vendría a ser la diferencia entre la compra bruta de reservas (21700 millones de dólares) y el superávit fiscal (1700 millones de dólares).

9) De la compra neta de reservas internacionales (20000 millones de dólares), el gobierno destinó 49% a la acumulación de reservas internacionales y tuvo la posibilidad de emplear 51% para cancelar casi todo el stock de letras fiscales existente en diciembre de 2024.

10) Si hubiera destinado el 51% de las reservas internacionales a la cancelación de letras fiscales, le habrían faltado apenas 427 millones de dólares para eliminar por completo el problema de los PNM. Pero el gobierno tomó otra decisión, y el stock de letras fiscales ascendía a 10,7 billones de pesos en diciembre de 2024. ¿Qué hizo el gobierno? Quizá empleó una parte de las reservas para pagar los intereses que devengaron los PNM hasta su desaparición. Quizá empleó otra parte para cancelar deuda impaga de los importadores⁷ o vencimientos de capital de deuda contraída con el FMI. En fin, varias cosas pudieron haber ocurrido. Lo concreto es que la recaudación del impuesto inflacionario no resultó suficiente y el gobierno la suplementó colocando una mayor cantidad de letras fiscales.

IV. Principales conclusiones

Hasta aquí, el plan de Milei y Caputo ha sido exitoso. Aparte de una marcada reducción de la inflación, ha provocado una fuerte caída de la prima de riesgo argentino y, merced a ella, una reactivación en forma de V.

⁷ En Argentina rige un control de cambios (cepo) desde 2019. El mercado de cambios está intermediado por el BCRA. Los importadores pagan en pesos sus importaciones al Banco y luego éste se encarga, según su disponibilidad de reservas internacionales, de pagarlas en dólares a los acreedores comerciales del exterior.

En la larga historia de planes antiinflacionarios de Argentina, que arrancó a principios de la década de 1950, el plan libertario es peculiar y tal vez único. A diferencia de los planes anteriores, el actual se ha fundado en una fulminante reducción del gasto público y una expansión de la oferta monetaria en la medida necesaria para abastecer el aumento de la demanda nominal de dinero. Esta expansión se habría concretado exclusivamente por medio de la acumulación de reservas internacionales, parte de las cuales se usó para pagar deuda pública y con importadores y para cancelar pasivos no monetarios del BCRA. Con referencia a la reducción de la deuda cuasi fiscal, el gobierno decidió no aplicar otro Plan Bonex y, en su lugar, cancelar una parte de los pasivos no monetarios, como dije recién, reemplazar el resto de ellos por letras fiscales del Tesoro y licuar el valor real de ambos instrumentos de deuda por medio de la inflación.

Un Plan Bonex habría sido una solución políticamente costosa, si bien transparente, del problema cuasi fiscal. En contraposición, la devaluación es una solución políticamente menos costosa, aunque poco transparente, de los dos problemas: el fiscal y el cuasi fiscal. Dicho esto, el gobierno libertario hizo un buen uso de la devaluación.

Referencias bibliográficas

Banco Central de la República Argentina: Panorama Monetario y Financiero, Series Mensuales.

https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

Centro de Economía Aplicada: Variables de Coyuntura Económica. Universidad del CEMA. <https://ucema.edu.ar/indices-y-bases-de-datos#db>

Diz, A (1997): Oferta Monetaria y sus Instrumentos. CEMLA.

Frenkel, J. y H. Johnson (1980): The Monetary Approach to the Balance of Payments. University of Toronto Press.

Laidler, D. (1993): The Demand for Money: Theories, Evidence and Problems. Harper Collins College Publishers, 4th edition.

Oficina de Presupuesto del Congreso: <https://opc.gob.ar/operaciones-de-deuda-publica/operaciones-de-deuda-publica-diciembre-y-acumulado-2024/>

ROFEX: Futuros y Opciones, Centro Estadísticas de Mercado. <https://cem.matbarofex.com.ar/>

Sachs, J. y F. Larraín (1994): Macroeconomía en la Economía Global, Prentice Hall.