

Inflación y balance de pagos durante el gobierno de Milei. Una mirada crítica del discurso oficial

Inflation and balance of payments during Milei's government. A critical review of the official narrative

Valentín Álvarez ^{#*}

Juan Manuel Campana ^{#**}

Facundo E. Malvicino ^{#***}

Pablo Wahren ^{#****}

Matías Wasserman ^{#*}

Resumen

A poco más de un año de la asunción del gobierno de Javier Milei, la tasa de inflación mensual cayó del 12.8 % a valores en torno al 2.5 %. De acuerdo con el discurso oficial, este resultado fue posible gracias al significativo ajuste fiscal y la reducción de la emisión monetaria, con la política cambiaria y otros elementos que lo distinguen de un plan de estabilización ortodoxo cumpliendo solo un rol complementario. En este artículo argumentamos que estos elementos presentados como accesorios por el gobierno, junto a otros determinantes del sector externo, han sido centrales para los resultados alcanzados. La eficacia del plan se debe a fundamentos distintos de los que propone el equipo económico de Milei, lo que implica que los canales de transmisión y los riesgos a futuro son diferentes. La contribución es tanto empírica como teórica: presentamos un análisis del plan de estabilización más

* # Observatorio de Coyuntura Económica y Políticas Públicas (OCEPP). Buenos Aires, Argentina.

* Escuela Interdisciplinaria de Altos Estudios Sociales (IDAES), Universidad Nacional de San Martín (UNSAM). Buenos Aires, Argentina.

** Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy (IPE). Berlín, Alemania.

*** Universidad Nacional de Río Negro. Centro Interdisciplinario de Estudios en Territorio, Economía y Sociedad. Río Negro, Argentina.

**** Universidad Nacional de General Sarmiento (UNGS), Instituto de Industria (IDEI).

reciente y discutimos críticamente sus fundamentos teóricos. Nuestra interpretación alternativa propone que la desinflación alcanzada se explica fundamentalmente por la dinámica del sector externo y allí también radican sus principales vulnerabilidades.

Palabras clave: inflación, tipo de cambio, balance de pagos, Argentina, Milei

Abstract

Just over a year after Javier Milei's government took office; the monthly inflation rate fell from 12.8 % to around 2.5 %. According to the official narrative, this outcome was made possible by significant fiscal adjustment and monetary tightening, with the exchange rate policy and other elements that distinguish it from an orthodox stabilization plan playing only a complementary role. In this article, we argue that these elements, presented as secondary by the government, along with other external sector determinants, have been key to the achieved results. The effectiveness of the plan is based on different fundamentals than those proposed by Milei's economic team, which implies that the transmission channels and future risks are also different. Our contribution is both empirical and theoretical: we present an analysis of the most recent stabilization plan and critically discuss its theoretical foundations. Our alternative interpretation suggests that the disinflation process is primarily explained by the dynamics of the external sector and that is also where its main vulnerabilities lie.

Keywords: inflation, exchange rate, balance of payments, Argentina, Milei

1. Introducción

Javier Milei asumió la presidencia argentina en diciembre de 2023 bajo la promesa de restaurar la estabilidad macroeconómica y reducir la inflación. A poco más de un año de su asunción, el gobierno celebra que la tasa de inflación mensual cayó a valores en torno al 2.5 % mensual, desde un 12.8 % en el último mes del gobierno anterior. De acuerdo con el discurso oficial, la reducción de la inflación fue posible gracias al significativo ajuste fiscal y la reducción de la emisión monetaria, con la política cambiaria cumpliendo solo un rol complementario. Desde el punto de vista teórico, este discurso se sustenta en una perspectiva monetarista acerca de las causas de la inflación y en el Enfoque Monetario del Balance de Pagos (EMBP). Así, la contracción fiscal y monetaria se plantea como condición necesaria y suficiente para la estabilización.

Este enfoque no tiene en cuenta el impacto del sistema financiero global sobre una economía periférica como la Argentina, ni tampoco los efectos que el conflicto distributivo y las expectativas sobre tipo de cambio y el sector externo tienen sobre la inflación. Además, el programa económico incluye elementos que lo distinguen de un plan de estabilización ortodoxo que, aunque son presentados como complementarios y transitorios por el gobierno, han sido centrales para los resultados alcanzados. Sin acceso al mercado de crédito internacional, el endeudamiento público externo fue suplido por un programa de regularización de activos externos y endeudamiento privado. Estos elementos, junto al esquema de comercio exterior, el mantenimiento de controles cambiarios y la política monetaria y cambiaria que favoreció operaciones financieras en moneda doméstica, se conjugaron para mantener la estabilidad cambiaria durante el primer año de gobierno.

En este artículo argumentamos que la eficacia del plan se debe a fundamentos distintos de los que propone el equipo económico de Milei, lo que implica que los canales de transmisión y los riesgos a futuro son diferentes. La contribución es tanto empírica como

teórica: presentamos un análisis del plan de estabilización más reciente, calificado por el presidente Milei como “el más exitoso hasta la fecha” [HCDN, 2025]; además, discutimos las bases teóricas del plan y desarrollamos una interpretación crítica del discurso oficial al respecto, aportamos a la discusión sobre los determinantes de sus resultados e identificamos sus vulnerabilidades. Nuestra interpretación alternativa propone que la desinflación alcanzada durante el primer año de gobierno de Milei se explica fundamentalmente por la dinámica del sector externo. En la segunda sección se contraponen el enfoque teórico del gobierno con una perspectiva estructuralista del sector externo y la inflación. En la tercera sección se presenta la narrativa oficial y las medidas de política económica adoptadas. En la cuarta sección se desarrolla una perspectiva alternativa del plan de estabilización implementado, focalizada en la dinámica del sector externo y los canales de transmisión vinculados al tipo de cambio. La última sección presenta las reflexiones finales e identifica riesgos a futuro.

2. Discusión teórica: inflación, moneda y balance de pagos

En los modelos monetaristas de alta inflación, la demanda de dinero es una función de la inflación esperada [Cagan, 1956]. Los agentes eligen demandar dinero o bienes, de manera que un incremento esperado del precio de los bienes (la inflación esperada) los induce a demandar menos dinero. Dado que la inflación se supone proporcional al crecimiento de la oferta de dinero, la demanda de dinero es una función indirecta de la oferta esperada. Para conceptualizar cómo reducir la inflación, el “consenso macroeconómico” contemporáneo incorpora la tasa de interés: mayores tasas incrementarían el incentivo a mantener activos financieros en lugar de demandar bienes, reduciendo las presiones inflacionarias. Sin embargo, Sargent y Wallace [1981] formularon una objeción a este argumento, conocida como la “aritmética monetarista desagradable”, en la que afirman que para combatir la inflación podría ser necesaria una *reducción* de las tasas de interés,

debido a que mayores tasas implican un crecimiento más rápido de la oferta monetaria (que, como indicamos, es vista por los monetaristas como la causa última de la inflación).

La “aritmética monetarista” es un componente esencial de la fundamentación teórica del programa económico oficial. En particular, el BCRA recurrió a este enfoque para fundamentar su decisión de reducir las tasas de interés [Werning, 2024c]: ante un salto en el nivel de precios provocado por una devaluación, la reducción de las tasas de interés permite que la caída en términos reales de la oferta monetaria afecte tanto a inversores que mantienen dinero en sus carteras como a aquellos que mantienen bonos en moneda doméstica [Werning, 2024a]. En un contexto de economía abierta, bajo estas premisas puede ser óptimo sostener controles de capitales para evitar que los agentes se refugien de la caída en las tasas de interés comprando activos en moneda extranjera [Werning, 2024b].

Otro elemento importante de la fundamentación oficial para analizar las relaciones entre la economía doméstica y la global es el EMBP.¹ Este enfoque supone la Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), el pleno empleo y la flexibilidad de precios. En línea con la visión expuesta en el párrafo anterior, los determinantes de la demanda de dinero son el ingreso y las expectativas de inflación, mientras que la oferta de dinero se encuentra determinada por el crédito interno (impulsado por la política fiscal y monetaria) y la política cambiaria [Meller, 1987].

De esta forma, ante un desequilibrio en el mercado monetario producido por un exceso de oferta de dinero, se produce un exceso de demanda en el mercado de cambios y la consecuente depreciación del tipo de cambio nominal, con efectos inflacionarios. Una contracción fiscal y monetaria permitiría revertir este proceso y restaurar el equilibrio. La fijación de un ancla cambiaria también

¹ Este enfoque es compartido por otros economistas monetaristas argentinos [Fernández, 1979; de Pablo, 1983; Arriazu, 2024].

reduciría la inflación, pero sólo sería sostenible si fuera acompañada por la reducción de la oferta monetaria. Así, el exceso de demanda de dinero se traduciría en ventas netas de divisas por parte del sector privado al Banco Central. En el caso contrario, la autoridad monetaria sufriría una reducción de reservas internacionales hasta perder el control sobre el tipo de cambio. Independientemente del régimen cambiario, de acuerdo con este enfoque el sector externo no tiene una dinámica propia, sino que es el reflejo del mercado de dinero. Una contracción monetaria y fiscal es una condición necesaria y suficiente para la estabilización. La política cambiaria sólo determina si el ajuste se produce “vía precios” (el tipo de cambio y los precios internos) o “vía cantidades” (las reservas internacionales y la oferta monetaria).

El supuesto crítico de esta perspectiva es que el sesgo contractivo de la política fiscal y monetaria es suficiente para incrementar la oferta de divisas en el mercado cambiario. Simultáneamente, garantizan la sostenibilidad del tipo de cambio fijo o la deflación, permitiendo la convergencia de la inflación doméstica con la internacional. Por el lado de la cuenta corriente del balance de pagos, la deflación interna permitiría mejorar la competitividad y el saldo de la balanza comercial. Por el lado de la cuenta capital y financiera, la reducción de las expectativas de inflación llevaría a los agentes a desprenderse de sus activos en moneda extranjera. A su vez, la política de tasas de interés doméstica podría incentivar la entrada de capitales, reforzando la acumulación de reservas.

Más allá de las conocidas debilidades del enfoque monetarista [Kaldor, 1982; Álvarez *et al.*, 2007; Lavoie, 2019], la visión canónica y el EMBP pierden de vista aspectos centrales del funcionamiento y la estructura del sistema monetario y financiero global. Esto es especialmente relevante para economías periféricas, donde los actores financieros arbitran entre activos domésticos y externos, más aún si se trata de inversores no residentes, con pasivos u objetivos de acumulación de riqueza en moneda extranjera [Bortz y Kaltenbrunner, 2018]. Este último es el caso de los residentes en

regímenes de alta inflación como la Argentina, donde la moneda doméstica no cumple la función de reserva de valor [Corso, 2021]. El predominio del arbitraje entre activos de distintas monedas implica que el tipo de cambio es un precio clave en los sistemas financieros de países periféricos [Andrade y Prates, 2013]. Las expectativas sobre el tipo de cambio nominal (y no sobre la inflación) determinan el componente especulativo de la demanda de dinero, y dominan sus fluctuaciones de corto plazo. Por lo tanto, para comprender el comportamiento de los actores financieros es necesario analizar los determinantes del tipo de cambio y las expectativas sobre ellos. El balance de pagos, tanto por la cuenta corriente como por la financiera, es el componente “fundamental” de estas expectativas, aunque también pueden intervenir, por ejemplo, factores políticos que modifiquen las percepciones sobre la función de reacción del Banco Central.

Desde una perspectiva estructuralista, el orden de causalidad entre el mercado de dinero y el sector externo es inverso al propuesto por el EMBP. La evolución del balance de pagos tiene una dinámica propia, determinada por múltiples factores que incluyen las políticas fiscales y monetarias, pero no se agotan en ellas. La demanda de moneda doméstica es un reflejo de las expectativas sobre esta evolución del sector externo. Esto implica que una contracción monetaria no es suficiente para garantizar la sostenibilidad cambiaria, ni la reducción de la inflación. En particular, la inflación no es un fenómeno monetario sino de costos, por lo que puede persistir más allá de una contracción monetaria e incluso sin un exceso de demanda agregada [Olivera, 2013; Lavoie, 2022]. Dada la existencia de bienes y servicios no transables, el nivel de precios no se ve afectado únicamente por el tipo de cambio como sugiere la PPA. En cambio, la puja distributiva puede llevar a una espiral precios-salarios [Sunkel, 1958; Rowthorn, 1977] que, dado un determinado esquema de tipo de cambio, induce una apreciación del tipo de cambio real. La existencia de mecanismos de indexación de contratos a la inflación pasada opera en la misma dirección [Noyola,

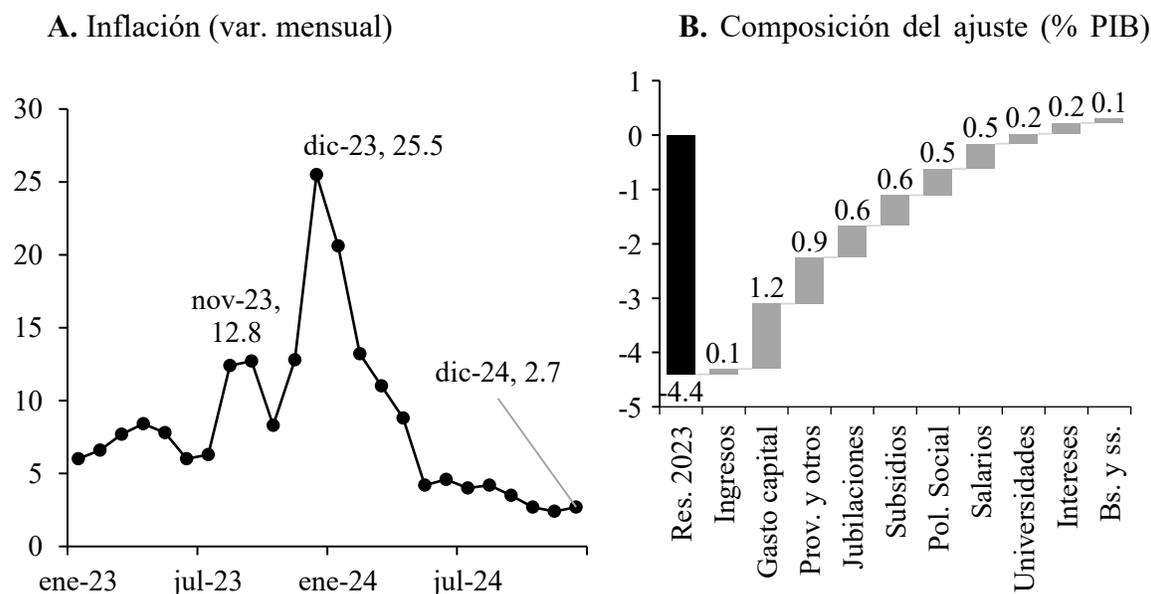
1956; Frenkel, 1989]. Sin políticas de ingresos y desindexación, la fijación del tipo de cambio nominal podría ser insuficiente para detener la inflación y tornarse insostenible dada la dinámica del tipo de cambio real. La apreciación real induce a un deterioro de la balanza comercial, ya sea por efecto precio (sustitución de producción local por extranjera) o por efecto ingreso, que históricamente fueron enfatizados por la tradición estructuralista [Fiszbein, 2015]: la apreciación es expansiva debido a la redistribución del ingreso en favor de los trabajadores, incrementando la actividad económica y la demanda de importaciones. Conforme se deteriora la balanza comercial, pueden aumentar las expectativas de devaluación con una reducción de la demanda de dinero.

Asimismo, la política fiscal y monetaria no necesariamente atiende posibles inconsistencias stock-flujo en la cuenta capital y financiera. Por un lado, si la inflación y las expectativas de devaluación persisten, los residentes mantendrían sus divisas como reserva de valor aún si hubiera un incentivo a adquirir bonos domésticos con fines especulativos. Esa demanda de activos externos podría impedir la acumulación de reservas. Por otro lado, si la economía cuenta con pasivos externos, debería financiarlos con superávit de cuenta corriente (afectado negativamente por la apreciación) o con ingresos netos de flujos de capital. Incluso si se contara con estos ingresos, una evolución desfavorable de la cuenta corriente podría generar un *sudden stop* [Calvo, 1998]. Así, un deterioro de la balanza de pagos puede provocar un círculo vicioso de empeoramiento de las perspectivas de repago de la deuda externa, incremento en las expectativas de devaluación, salida de capitales, caída de las reservas internacionales, aumento de la inflación, profundización de la apreciación real y nueva ronda de deterioro de las expectativas. Esta fragilidad financiera es mayor en un esquema dependiente de flujos de capital de corto plazo.

3. Las políticas y la narrativa oficial

Desde el comienzo de su gobierno, Javier Milei y su equipo económico ubicaron al déficit fiscal como causa originaria de los desequilibrios macroeconómicos. En particular, se procuró finalizar con el régimen de dominancia fiscal que habría caracterizado a la Argentina durante las últimas dos décadas [Bausili, 2024]. El superávit de las cuentas públicas fue asumido como la principal ancla del programa económico y lo que permitió reducir la inflación [BCRA, 2025a] (Gráfico 1). En menor tiempo del previsto, el Gobierno alcanzó un resultado financiero positivo en su primer mes de gestión y lo mantuvo durante todo el año (a excepción de julio), acumulando un superávit cercano al 0,3% del PIB [MECON, 2025].

Gráfico 1. Inflación y ajuste fiscal durante el primer año de Milei



Fuente: elaboración propia en base a Oficina Nacional de Presupuesto e INDEC.

El sendero elegido fue el de la reducción del gasto público sobre la base de una serie de medidas variadas y dinámicas a lo largo del año (Gráfico 1, panel B). Esquemáticamente, se pueden identificar dos tipos de medidas: i) licuación del gasto: incluye a las partidas cuyo presupuesto fue reducido en términos reales por el salto inflacionario de los primeros meses; ii) reducción del gasto:

suspensión o reducción nominal del presupuesto. En cuanto a los ingresos, en primer lugar, se incrementó la recaudación por el comercio exterior a partir del aumento de la alícuota del impuesto a la compra de divisas en el mercado cambiario (impuesto “PAIS”) y del crecimiento de la base imponible resultante de la devaluación del tipo de cambio oficial en diciembre. En segundo lugar, en julio se aprobó una reforma tributaria² que incluyó reducciones y exenciones impositivas en el impuesto al patrimonio, un aumento del impuesto a los ingresos de los asalariados y un régimen de regularización de activos (coloquialmente denominado “blanqueo de capitales”).

La política monetaria se centró en reducir el exceso de oferta de dinero. Se eliminó por completo el financiamiento monetario del déficit fiscal y se transfirieron los costos de las operaciones de esterilización al Tesoro. En uno de los aspectos no convencionales del programa económico oficial, la tasa de interés de política monetaria se redujo a niveles negativos en términos reales durante la mayor parte del año. El objetivo fue aliviar la emisión asociada a la carga de intereses de los pasivos remunerados del Banco Central de la República Argentina (BCRA), de acuerdo con la “aritmética monetarista desagradable”, e influir a la baja sobre las expectativas inflacionarias.

A partir del segundo semestre se puso en marcha la intervención en los mercados cambiarios paralelos. El gobierno justificó las operaciones para esterilizar la emisión de pesos resultante de las compras de reservas internacionales en el Mercado Libre de Cambios (MLC) [BCRA, 2024]. Los mercados cambiarios paralelos surgen de las operaciones de compraventa de activos que cotizan tanto en pesos como en dólares en los mercados de capitales. Este tipo de cambio implícito difiere del oficial debido a la existencia de controles cambiarios que impiden un arbitraje perfecto, diferencia conocida como “brecha cambiaria”. Por último,

² Ley 27.743.

se estableció un límite cuantitativo superior para la base monetaria “ampliada” que incluye los pasivos remunerados [BCRA, 2025a].

Más allá de estas políticas enfatizadas en la narrativa oficial, el programa contó con otros elementos que las autoridades identifican como complementarios a las “anclas” del plan. Se los califica como complementarios por no conformar, en la visión oficial, los fundamentos centrales del programa y por ser de carácter transitorio.

De acuerdo con el enfoque oficial, el tipo de cambio se constituyó como un ancla nominal complementaria al “ancla fiscal” para fijar expectativas de inflación [BCRA, 2025a]. Su punto de partida radicó en la devaluación implementada luego de la asunción, que significó una variación del tipo de cambio nominal del 118 % (el aumento diario más importante en casi 35 años). A esta devaluación cambiaria nominal debe sumarse la devaluación fiscal proveniente de la suba en la alícuota del impuesto PAIS mencionada previamente y la puesta en marcha de un régimen de devaluaciones administradas (*crawling-peg*) a un ritmo del 2% mensual. El mayor tipo de cambio oficial y la mejora en las expectativas llevaron a una reducción inmediata de la brecha cambiaria del 181 % al 26 %, para luego oscilar con tendencia decreciente hasta alcanzar niveles del 15 % a fin de año.

Entre los elementos complementarios se destacan el mantenimiento de los controles cambiarios y el Programa de Incremento Exportador (PIE). El primero consiste en restricciones a la compra de dólares de libre disponibilidad para particulares y a la remisión de utilidades, y en las restricciones cruzadas a la compra en el MLC y en los mercados de capitales. El segundo elemento establece que un 20% de las exportaciones puedan liquidarse al tipo de cambio financiero³. Esta intervención generó una oferta adicional en los mercados cambiarios paralelos, a la que se agregan las intervenciones directas del BCRA mediante la compra y venta de

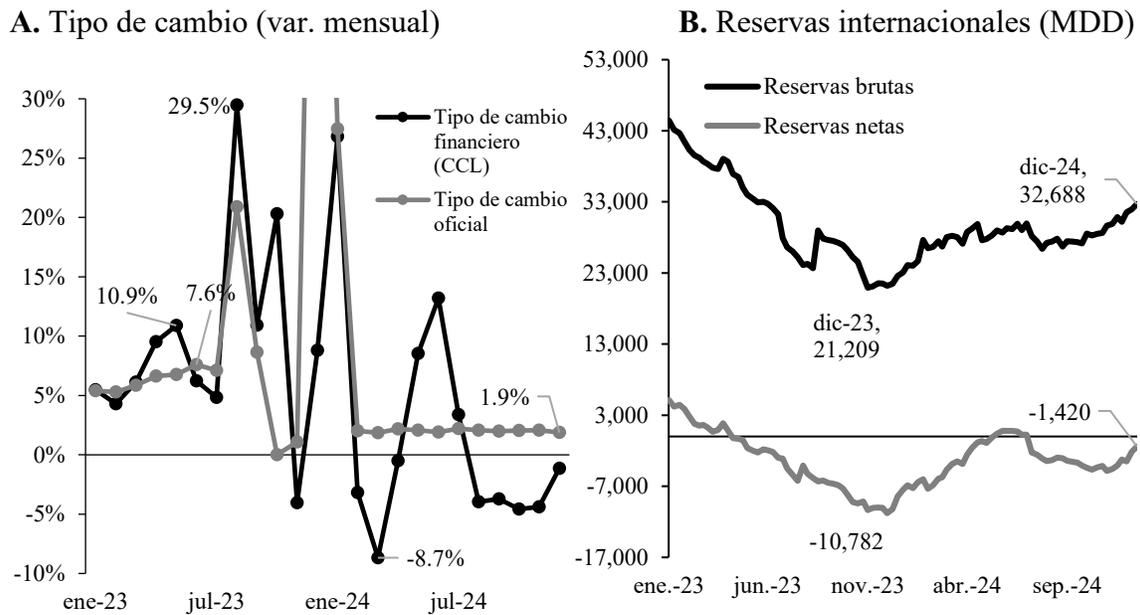
³ Decreto 28/2023

bonos resultantes de la “esterilización” monetaria. El esquema cambiario se completó con reformas en el acceso a divisas para importaciones a través del MLC. El BCRA impuso que los importadores deben obtener financiamiento comercial de sus contrapartes para cursar las operaciones por el MLC, con plazos que comenzaron siendo de hasta 120 días y luego se redujeron paulatinamente hasta los 30 días. Esto permitió una rápida acumulación de reservas internacionales en los primeros meses, mientras que en el MLC se liquidaron exportaciones sin que hubiera erogaciones significativas por importaciones.

4. Revisión crítica

Nuestra visión alternativa explica la desinflación durante el primer año de Milei por la estabilidad cambiaria y centra la atención en el sector externo. El programa económico permitió reducir el ritmo de depreciación tanto en el tipo de cambio oficial como en los financieros, que pudo sostenerse gracias a la interrupción del drenaje de reservas internacionales (Gráfico 2).

Gráfico 2. Dinámica cambiaria y reservas internacionales.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA. Nota: Las reservas internacionales netas se definen como las reservas totales menos los pasivos de corto plazo del banco central.

En 2024 se acumularon 6.065 millones de dólares por transacciones⁴ (Cuadro 1).

Cuadro 1. Sector externo: balance cambiario semestral y total, año 2024 (millones de dólares).

Partida	1° Semestre 2024	2° Semestre 2024	Total
Cuenta Corriente	8.938	-7.242	1.696
Bienes	15.602	3.075	18.677
Servicios	-1.245	-3.630	-4.875
Intereses	-5.181	-6.667	-11.849
Utilidades y Dividendos	-173	-72	-245
Ingreso secundario	-65	53	-12
Cuenta Capital y Financiera	-3.166	7.535	4.369
IED	443	-354	89
Portafolio	15	-92	-77
Deuda priv. y prov.	921	4.592	5.513
Deuda FMI	1.574	-646	927
Deuda OOI	-4.265	2.246	-2.019
Formación de activos externos	587	1.774	2.360
Deuda soberana	-75	-2.137	-2.212
Otros	-2.365	2.152	-213
Variación RRII	5.772	293	6.065

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA [2025b]. Nota: 'IED' refiere a 'Inversión extranjera directa', 'FMI' a 'Fondo Monetario Internacional', 'OOI' a 'Organismos Internacionales', 'RRII' a 'Reservas Internacionales'.

Esto contrasta con lo registrado en 2023, cuando las reservas internacionales cayeron 23.112 millones de dólares, lo que provocó que las reservas internacionales netas⁵ se redujeran a un valor negativo de 10.545 millones de dólares. El 95 % del incremento se registró durante el primer semestre y estuvo apuntalado por el superávit comercial de bienes de la cuenta corriente cambiaria. El saldo se ubicó en 15.602 millones de dólares, el más elevado para un primer semestre desde que se tiene registro, debido principal-

⁴ No incluye variaciones por efectos contables.

⁵ Reservas internacionales netas de descuentos de pasivos de corto plazo.

mente a la reducción de las importaciones en 15.033 millones de dólares respecto al primer semestre de 2023. Esta disminución se explica por el esquema restringido de acceso a divisas para importaciones, por la recesión que atravesó la economía argentina⁶ y por los adelantos de importaciones realizados el año anterior.

Durante el segundo semestre, este esquema comenzó a agotarse. La incipiente recuperación económica y el acortamiento de los plazos para acceder a divisas para importación redujeron el superávit comercial de bienes a 3.075 millones de dólares y la cuenta corriente resultó deficitaria en 7.242 millones de dólares con un creciente peso negativo de los servicios. En este período, el factor clave para sostener la acumulación de reservas internacionales provino de la cuenta capital y financiera y estuvo apuntalado por el régimen de regularización de activos. El “blanqueo de capitales” implicó un crecimiento de los depósitos bancarios en dólares de 13.051 millones, una parte de los cuales se constituyó en encajes bancarios en moneda extranjera en el BCRA que incrementaron las reservas (Cuadro 1, contenido en la partida “Otros”). Sin embargo, lo más relevante para la dinámica del mercado de cambios fue el auge de la financiación local en moneda extranjera, posibilitada por el aumento en la liquidez de los bancos locales (Cuadro 1, contenido en la partida “Deuda de privados y provincias”), cuyo stock se incrementó en 4.301 millones de dólares desde el inicio del régimen⁷. Como resultado, la cuenta capital y financiera revirtió el déficit del primer semestre y resultó superavitaria en 7.535 millones de dólares.

La evaluación del sector externo estaría incompleta sin contemplar la evolución de los múltiples tipos de cambio ya que, cuando la brecha entre el tipo de cambio oficial y los paralelos aumenta (aún sin cambios en la cotización oficial), se generan presiones

⁶ En 2024, el PBI argentino se redujo en un 3,4% interanual.

⁷ Los préstamos en moneda extranjera que realizan las entidades locales deben ser liquidados en moneda local en el MLC (Comunicación “A” 5362 del BCRA y modificatorias).

inflacionarias y cambiarias [Rapetti *et al.*, 2024]. Los factores que se conjugaron para mantener la brecha cambiaria en los niveles alcanzados fueron tres. En primer lugar, el mencionado PIE generó una oferta en el mercado de dólar financiero en torno a los 10.000 millones de dólares, a costa de reducir los ingresos por exportación en la cuenta corriente cambiaria. En segundo lugar, las intervenciones directas del BCRA alcanzaron un total de 983 millones de dólares durante el segundo semestre [Werning, 2025]⁸. En tercer lugar, la tasa de interés de política monetaria por encima de la tasa de devaluación y la credibilidad del *crawling peg* fomentaron estrategias de inversión financiera en moneda doméstica bajo una lógica de *carry-trade*, que a lo largo del año acumularon una rentabilidad en dólares del 39 %⁹. Esta credibilidad fue posible por los resultados iniciales en la acumulación de reservas (no en el ajuste fiscal) y por las señales que el gobierno envió sobre su propia estrategia: hacia septiembre, las expectativas de una devaluación antes de las elecciones de 2025 se habían disipado.

A pesar de la prédica ortodoxa, los elementos “complementarios” del plan de estabilización fueron centrales en la estabilización cambiaria. Sin el *crawling peg*, los ingresos de capital que dieron estabilidad en el segundo semestre no hubieran ocurrido, independientemente de la contracción fiscal y monetaria. El principal efecto de la política de tasas de interés fue incentivar estas estrategias de inversión financiera, que equivalen al 60 % de las reservas acumuladas en el año (Cuadro 1). Es decir, el acierto del programa fue definir tasas de interés elevadas respecto al *crawling peg* y no bajas respecto a la inflación como sugiere la “aritmética monetarista”.

⁸ En 2025, el ritmo de intervención del BCRA se aceleró significativamente (984 millones de dólares en enero).

⁹ Se utiliza como referencia la tasa BADLAR.

Además, el establecimiento de un tipo de cambio cuasi fijo tanto en el mercado oficial como en los paralelos fue posible gracias a cuatro tipos de regulaciones. La primera fue el sostenimiento de los estrictos controles cambiarios. Esta medida limita la formación de activos externos y la remisión de utilidades y dividendos, restando presión al mercado de cambios oficial y previniendo un *sudden stop* como el que atravesó la Argentina en el año 2018 [Allami *et al.*, 2021]. La segunda consistió en el esquema de acceso a divisas para importación, que fue muy relevante para la acumulación de reservas del primer semestre. La tercera fue la obligación de liquidar los préstamos domésticos en moneda extranjera en el mercado local, central para la recirculación interna de los dólares del “blanqueo”. Por último, la obligación de liquidar las divisas de exportación, junto al PIE que implicó una intervención significativa en el mercado cambiario paralelo.

La interpretación propuesta no implica desconocer la influencia de la política fiscal y monetaria en la estabilidad cambiaria, sino que se focaliza en los canales de transmisión del tipo de cambio. En este sentido, el superávit fiscal contribuyó por vías indirectas. Por un lado, intensificó la recesión que permitió ahorrar divisas. Por otro lado, influyó en las expectativas financieras para potenciar el ciclo de endeudamiento privado (el gobierno envió señales de que estaría dispuesto a tomar las medidas necesarias para evitar la ruptura de contratos, incluso si estas implicaran un elevado costo social y político). Finalmente, el superávit fiscal restó un factor de demanda de divisas en el mercado paralelo.

El rol protagónico de las políticas cambiarias da cuenta de que el superávit fiscal no es condición suficiente para mantener la estabilidad cambiaria como supone el EMBP. Los motivos por los cuales el programa económico pudo mostrar éxitos parciales son distintos de los que sugiere la narrativa oficial y acarrearán riesgos que esta desestima. Los riesgos sobre la estabilidad cambiaria se encuentran en las dificultades del BCRA para acumular reservas internacionales. Sin acceso al crédito ni excedente de cuenta

corriente, el régimen cambiario es insostenible sin el control de cambios, incluso en los propios términos del enfoque teórico oficial. De aquí surge la necesidad del gobierno de buscar financiamiento externo para poder enfrentar los vencimientos de deuda y reducir los controles cambiarios.

5. Reflexiones finales

En el presente trabajo señalamos algunas de las inconsistencias discursivas, teóricas y prácticas de las políticas económicas del primer año del gobierno de Javier Milei. Los éxitos en materia de desinflación no se explican por el ajuste fiscal y la reducción de la oferta de dinero como sugiere la narrativa oficial basada en el EMBP. En cambio, los principales factores estabilizantes se encuentran en los elementos que esta visión identifica como complementarios: durante el primer semestre, la fijación del dólar oficial y los financieros posibilitada por la recesión y las regulaciones cambiarias; y, durante el segundo semestre, por la política de tasas de interés y el blanqueo de capitales.

La perspectiva teórica necesaria para comprender la relevancia de estos elementos parte de una inversión en la causalidad entre el sector externo y la demanda de dinero: la sostenibilidad del primero determina la segunda. Esto contrasta con el EMBP, donde neutralizar un exceso de oferta de dinero es condición necesaria y suficiente para estabilizar el tipo de cambio.

La principal consecuencia de este desplazamiento en el foco del análisis es que los riesgos del programa económico son diferentes a los que supone la narrativa oficial. En adelante, Argentina no contaría con los dos elementos centrales que, en nuestra visión, explican la acumulación de reservas internacionales: la recesión y el blanqueo. En cuanto a lo primero, la actividad económica comenzó a recuperarse durante la segunda mitad del 2024. Con respecto al blanqueo, el ingreso de dólares más relevante ya tuvo lugar durante la primera etapa del régimen, aunque el mecanismo de recirculación interna se mantiene activo. Asimismo, existen otros

factores que agregan incertidumbre. La política cambiaria implicó una apreciación real del tipo de cambio que, sumada a las depreciaciones de otras monedas de la región y de otros países emergentes, colocó el tipo de cambio real multilateral en niveles mínimos desde la década de 1990. Con la baja del *crawling-peg* al 1 % desde febrero, se espera que la tendencia a la apreciación continúe. De esta manera, aumentan las presiones comerciales por la pérdida de competitividad y las tensiones financieras frente a la mayor expectativa de devaluación. Además, los próximos años serán más desafiantes para Argentina en materia de vencimientos de deuda en moneda extranjera. En el escenario más optimista, el balance de pagos se podría equilibrar con flujos financieros de corto plazo, hasta que el aumento de las exportaciones de bienes primarios, en particular de hidrocarburos y minería, permitan equilibrar la cuenta corriente. En cualquier caso, se trata de aspectos cuya resolución no depende del superávit fiscal ni del ajuste monetario y que, si bien podrían ser postergados con nuevo endeudamiento (por ejemplo, un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional), requieren de un abordaje de tipo estructural que ofrezca una solución sustentable a mediano y largo plazo.

Referencias

- Allami, C., Bortz, P., y Cibils, A. [2021]. From "downpour of investments" to debt crisis: the case of Argentina 2015-2019. En N. Levy-Orlik, J. Alonso Bustamante-Torres y L-P. Rochon (comp.) *Capital Movements and Corporate Dominance in Latin America: reduced growth and increased instability*, Edward Elgar Publishing, pp. 193-203.
- Álvarez, E., Dvoskin, A., Feldman, G. y Libman, E. [2007]. Sobre la Relación entre la Controversia de Cambridge y la Inflación por Exceso de Demanda. *I Jornadas de Economía Política*, Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Andrade, R.P. y Prates, D.M. [2013]. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), 399–416. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477350304>

- Arriazu, R. [2024]. El país debe acumular más reservas. Clarín. Buenos Aires, Argentina. Descargado el 31 de enero de 2025 de https://www.clarin.com/opinion/pais-debe-acumular-reservas_0_P5s9QKYt5I.html
- Bausili, S. [2024]. Palabras de bienvenida, Jornadas Monetarias y Bancarias 2024: Déficits fiscales, política monetaria e inflación, Banco Central de la República Argentina (BCRA). Descargado el 31 de enero de 2025 de <https://www.bcra.gob.ar/Institucional/jornadas-monetarias-bancarias-BCRA-2024.asp>.
- BCRA [2024]. El BCRA inauguró un marco monetario orientado a consolidar la estabilidad de precios. Banco Central de la República Argentina. Descargado el 31 de enero de 2025 de <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/El-BCRA-inauguro-un-nuevo-marco-monetario.asp>
- BCRA [2025a]. Objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2025. Banco Central de la República Argentina. Descargado el 31 de enero de 2025 de <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/OyP-2025.pdf>
- BCRA [2025b]. Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario. Banco Central de la República Argentina. Descargado el 31 de enero de 2025 de https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Mercado_de_cambios.asp
- Bortz, P.G. y Kaltenbrunner, A. [2018]. The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change*, 49: 375-393. <https://doi.org/10.1111/dech.12371>
- Cagan, P. [1956]. The monetary dynamics of hyperinflation. En M. Friedman (comp.), *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press.
- Calvo, G. [1998]. Capital Flows and Capital-Market Crises. The Simple Economics of Sudden Stops, *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54.
- Corso, E.A. [2021]. Dolarización financiera en Argentina: un análisis histórico de una restricción vigente. *Ensayos Económicos*, No. 77. <https://www.bcra.gob.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=995>
- De Pablo, J.C. [1983]. El enfoque monetario de la balanza de pagos en la Argentina: análisis del programa del 20 de diciembre de 1978. *El Trimestre Económico*, 50(198(2)), 641-669.

- Fernández, R.B. [1979]. Dinero y precios: su interrelación en el corto plazo. Serie Documentos de Trabajo, N°7, CEMA Instituto Universitario.
- Fiszbein, M. [2015]. La economía del stop and go: las ideas estructuralistas en Argentina, 1945-1976. *Desarrollo Económico*, 55(216), pp. 187-210. <http://www.jstor.org/stable/43894824>
- Frenkel, R. [1989]. El régimen de alta inflación y el nivel de actividad. *Documentos del CEDES* (26), Buenos Aires. <http://repositorio.cedes.org/handle/123456789/3338>
- Gandolfo, G. y Federici, D. [2016]. *International finance and open-economy macroeconomics* (Second edition). Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-662-49862-0>
- HCDN [2025]. Apertura del 143° Período de Sesiones Ordinarias del Congreso de la Nación Argentina. Honorable Cámara de Diputados de la Nación Argentina. Descargado el 15 de marzo de 2025 de <https://www.youtube.com/watch?v=s8nDTLko7do> (1:09:20)
- Kaldor, N. [1982]. *The Scourge of Monetarism*. Oxford University Press, Oxford.
- Lavoie, M. [2019]. *Advances in the Post-Keynesian Analysis of Money and Finance*. En P. Arestis y M. Sawyer (eds.), "Frontiers of Heterodox Macroeconomics". Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-030-23929-9_3
- Lavoie, M. [2022]. *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Meller, P. [1987]. Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. *Revista de la CEPAL*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). <https://hdl.handle.net/11362/11670>
- Noyola Vázquez, J. [1956]. El desarrollo económico y la inflación en México y otros países latinoamericanos. *Investigación económica*, 16(4), 603-648.
- Rapetti, M., Libman, E., y Carrera, G. [2024]. América Latina en el nuevo milenio: una región de senderos macroeconómicos que se bifurcan. *Cuadernos Económicos De ICE*, (108). <https://doi.org/10.32796/cice.2024.108.7853>
- Rowthorn, R. E. [1977]. Conflict, inflation and money. *Cambridge Journal of Economics*, 1(3), 215–239. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cje.a035360>

- Sosvilla Rivero, S. [2011]. Teorías del tipo de cambio. *Información Comercial Española-Revista de Economía*, 858, 23.
- Sunkel, O. [1958]. La inflación chilena: un enfoque heterodoxo. *El trimestre económico*, 25(100 (4), 570-599.
- Sunkel, O., Maynard, G., Seers, D., y Olivera, J. H. [1973]. *Inflación y estructura económica*. Paidós.
- Olivera, J. H. G. [2013]. Inflación estructural y política financiera. *Ola Financiera*, 5(12), 146–159. Recuperado a partir de <https://revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/40391>
- Werning, I. [2024a]. Recalculating Sargent and Wallace’s ‘Some Unpleasant Monetarist Arithmetic’. *Quarterly Review* 44(3), Federal Reserve Bank of Minneapolis. <https://doi.org/10.21034/qv.4431>
- Werning, I. [2024b]. From Cagan to Ramsey. Optimal financial repression. *Presentación en las Jornadas Monetarias del BCRA 2024*. Descargado el 31 de enero de 2025 de <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/presentacion-IWerning-14-10-2024.pdf>
- Werning, V. [2024c]. *Argentina Stage II: Establishing an Orthodox Monetary Framework. Presentation in New York, July 2024*. Banco Central de la República Argentina. Descargado el 31 de enero de 2025 de <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Noticias/BCRA-Argentina-Stage-II-VW-NYC-15072024.pdf>
- Werning, V. [2025]. Programa Económico de Argentina (Etapa 3): Estabilidad doméstica (menores stocks monetarios y flujos fiscales equilibrados) proporciona una base sólida para construir flexibilidad externa (mayores reservas de divisas y flujos equilibrados en la balanza de pagos). *Presentación en la 11ava Conferencia de BBVA América Latina, Londres, 20 de enero de 2025*. Descargado el 31 de enero de 2025 de <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Noticias/presentacion-werning-londres.pdf>

Recibido 28 de marzo 2025

Aceptado 04 de junio 2025