



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 43 - Edición N° 1050 – 8 de Marzo de 2021

Quebrar la inflación del 4 % mensual, cueste lo que cueste

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Quebrar la inflación del 4 % mensual, cueste lo que cueste¹

Entre marzo y junio, el gobierno hará todo lo que esté a su alcance para sacar la trayectoria de la inflación del peligroso 4 % mensual en el que se instaló. La variación del tipo de cambio en el mercado oficial desaceleró a 2,9 % mensual en febrero, y no habría que extrañarse si en marzo va al 2,5 %, y menos aún en meses subsiguientes. La emisión monetaria a favor del Tesoro ha sido nula en el primer bimestre y quizás lo sea en el trimestre. La emisión para pagar los intereses de los pasivos del BCRA (Leliq y pases) es un taxi que no se detiene, pero en parte es compensada por la colocación de más deuda entre los bancos y en parte por la venta de títulos (AL30), operatoria que arrancó tímidamente pero que ha cobrado otra dimensión, inaugurando una “flotación sucia” en los mercados libres del dólar, para llevar la brecha cambiaria al 50 %, variable clave para las expectativas.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 7 de Marzo de 2021

Entre marzo y junio, el gobierno hará todo lo que esté a su alcance para sacar la trayectoria de la inflación del peligroso 4 % mensual en el que se instaló. La variación del tipo de cambio en el mercado oficial desaceleró a 2,9 % mensual en febrero, y no habría que extrañarse si en marzo va al 2,5 %, y menos aún en meses subsiguientes. La emisión monetaria a favor del Tesoro ha sido nula en el primer bimestre y quizás lo sea en el trimestre. La emisión para pagar los intereses de los pasivos del BCRA (Leliq y pases) es un taxi que no se detiene, pero en parte es compensada por la colocación de más deuda entre los bancos y en parte por la venta de títulos (AL30), operatoria que arrancó tímidamente pero que ha cobrado otra dimensión, inaugurando una “flotación sucia” en los mercados libres del dólar, para llevar la brecha cambiaria al 50 %, variable clave para las expectativas.

Un freno a la inflación podría ayudar a recuperar parcialmente el consumo, pero faltan vías de empalme entre la estabilización y el crecimiento. Primero, porque varias de estas medidas lucen transitorias; segundo, porque el menú de instrumentos es complementado con la extensión y/o la profundización de medidas de represión, control de precios y/o restricciones para importar de una gama amplia de bienes y servicios, generando problemas de rentabilidad y abastecimiento; tercero, porque simultáneamente la agenda política introduce cada vez más riesgos institucionales.

Tras una década de estanflación, es imperativo construir puentes desde el corto plazo hacia la agenda del crecimiento. Hay que tener en cuenta que, tras la caída del PIB de 10 % en 2020, el rebote de 2021 todavía nos dejará entre 4 y 5 puntos por debajo de 2019, que no fue un año pujante, precisamente.

Esta secuencia es mucho más decepcionante en el plano del empleo. Con 20,8 millones de personas ocupadas en 2019, aun considerando los puestos de trabajo más precarios, en 2021 quedaríamos entre 7% y 8 % por debajo. Vale decir, habrá todavía un millón y medio de empleos por recuperar, sin olvidar que el retraso en la vacunación opera como un lastre en este frente.

Argentina. Escenario base, cosecha agrícola y exportaciones*
(en miles de millones de dólares)

	2020	2021	Diferencia
Cosecha	33,3	44,3	11,0
Exportaciones	25,3	33,9	8,6

*Incluye soja, maíz, sorgo, girasol, trigo, cebada y maní.

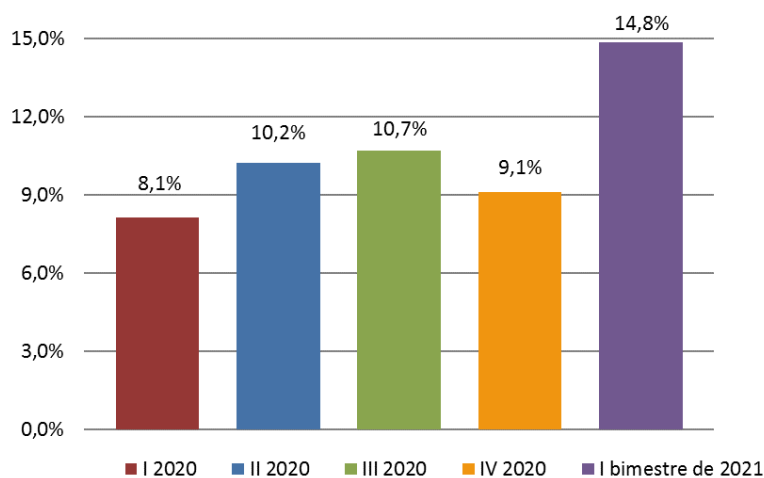
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

La historia de las medidas que apuntan a desacelerar la tasa de inflación es muy fresca. Arranca a mediados de enero, cuando comenzó a disiparse el riesgo de una sequía severa, que hubiera impedido aprovechar precios internacionales como el de la soja, por encima de 500 dólares la tonelada. En verdad, todavía hay zonas de la Provincia de Buenos Aires con producción comprometida por la sequía, pero ahora se apuesta a exportaciones de granos por un valor cercano a los 34,0 mil millones de dólares en 2021, comparado con 25,5 mil millones de 2020. De hecho, las retenciones a las exportaciones pasaron a representar el 14,8 % del total recaudado por la Administración Nacional y Seguridad Social en el primer bimestre de este año, contra 8,1 % en el primer trimestre de 2020.

A partir de esta novedad, y de los 3,4 mil millones de dólares que ingresarían a las reservas del Banco Central por la cuota que le toca a la Argentina de la emisión de DEG (la “moneda” del FMI) a confirmarse en abril, es que comienza a cobrar forma la política económica en “modo electoral”:

Recaudación de los Derechos de Exportación

Como porcentaje del consolidado de recursos de Administración Nacional y Seguridad Social



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Ingresos Públicos

-Por un lado, a principios de febrero, se anuncia la decisión de volver a utilizar el “ancla cambiaria”, pautando una suba del precio del dólar en el mercado oficial de 25 % en el año, al tiempo que se logra frenar temporalmente la emisión de pesos a favor del Tesoro. Así, frente a la aceleración de la inflación, el gobierno pudo esquivar la suba de las tasas de interés (con sus consiguientes efectos recesivos), apelando a una ambiciosa pauta cambiaria.

-Simultáneamente, el Banco Central intensificó sus intervenciones en el mercado del dólar libre, en una suerte de “flotación sucia” que ayuda a comprimir la brecha cambiaria. Se trata de la esterilización de pesos a través de la venta de un bono en cartera del BCRA (AL30), que es recomprado en dólares por la autoridad monetaria, aunque por una fracción de lo colocado, lo que explica la baja paridad del bono y el elevado riesgo país. Así, en el primer bimestre, mientras el Banco Central emitió pesos a un ritmo mensual de 78,5 mil millones para pagar intereses de Leliq y pases, logró recoger liquidez por unos 32,5 mil millones/mes a través de esa operatoria (el dato no es limpio porque incluye ganancias por operaciones de futuro). Este mecanismo sacrifica una recuperación más rápida de las reservas del BCRA y afecta la paridad de los bonos, pero resulta funcional a los propósitos de corto plazo del gobierno.

Factores de emisión y absorción monetaria

(Primer bimestre 2021, en miles de millones de pesos)

Compras netas de dólares	23,0
A favor del Tesoro	-12,0
Intereses pasivos del BCRA	157,0
Ventas al 30 y otros	-65,0
Esterilización leliq y pases	-158,0
<hr/>	
Emisión neta	-55,0

Var. de Reservas +297 mil millones de dólares

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a PPI

-Aunque contradictorio con las medidas económicas, pero siempre en “modo electoral”, el 1ro de marzo el gobierno informó del inicio de una “querrela criminal” contra los funcionarios de la gestión anterior que negociaron el crédito del FMI, movida que tuvo el efecto de disparar las alarmas en Washington, complicando las tratativas para un acuerdo en 2021.

No es que los acuerdos con el FMI sean una panacea, o una llave mágica para despejar el horizonte. Pero, en el momento en el que gobierno está bosquejando un plan que descansa en una especie de “tablita cambiaria”, es fundamental la consistencia de la política fiscal y monetaria, para evitar que la “inflación en dólares” que pueda acumularse de aquí a octubre termine desestabilizando la macro.

Además, hay que ver de que modo son procesadas por el equipo económico las interferencias de la política. ¿Qué pasa si considera que el plan para 2021 tiene como “condición necesaria” un acuerdo con el FMI?

Las expectativas son relevantes y, mientras más demore la inflación en converger a la pauta cambiaria, mayor será el riesgo de un salto devaluatorio después de octubre. Y los mercados se ocuparán de advertirlo **antes** de esa fecha. La incertidumbre, no hace falta subrayarlo, desalienta decisiones de inversión y empleo en el sector privado, justo cuando más se necesitan.

La política fiscal y monetaria del primer trimestre está siendo consistente con una desaceleración de la tasa de inflación, en momentos en que el “ancla cambiaria” se incorpora al arsenal. Pero perforar de modo genuino el piso del 3% mensual de inflación requiere una continuidad que hoy no está garantizada. Los subsidios por la extensión del congelamiento de tarifas, la reforma en Ganancias para subir el Mínimo no Imponible, el bono extra a jubilados, son todas medidas que tienden a confirmar la percepción de que las eventuales mejoras de recaudación serán derivadas a más gasto corriente. En 2020, un rojo primario de 6,5 puntos del PIB se correspondió con una inflación anual de 36 %; sin embargo, al ser tan distintas las “condiciones iniciales” de 2021, ahora se necesitaría recortar el déficit a no más de 2,5 % del PIB para hacerlo consistente con una inflación inferior al 40 % anual.

Como muchas veces ocurrió en nuestro país, el esfuerzo por “pautar” la marcha de la economía en el cortísimo plazo, puede terminar oscureciendo aún más el horizonte de mediano y largo plazo.