



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 43 - Edición N° 1060 - 4 de Octubre de 2021

Emisión, gasto público y dólar bajo control, la trinidad imposible

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

BROKERS / ACPA

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

Emisión, gasto público y dólar bajo control, la trinidad imposible¹

Con el recurso contable de considerar a los DEG transferidos desde el FMI como un ingreso corriente más del gobierno, y con el consiguiente reseteo de la cantidad de pesos que el Banco Central legalmente puede transferirle al Tesoro, el gobierno logró ampliar el margen de emisión desde unos 700 mil millones de pesos a un nuevo tope del orden de 1,2 millón de millones hasta fin de año. Aunque no se utilizara esa facultad al límite, no sería sorprendente que el gobierno terminara adicionando en el cuarto trimestre unos 250 mil millones de pesos a la emisión de origen fiscal verificada en el tercer trimestre, que se acercó a los 700 mil millones de pesos. Si a esto se agrega la emisión potencial generada por el pago de intereses de las Leliq y los pases, del orden de los 125 mil millones de pesos/mes, se tiene para este cuarto trimestre una cifra algo superior a 1,3 millón de millones de pesos, equivalente a 12,6 % del PIB estimado para el período octubre-diciembre. Como referencia, en 2020, cuando se usó y abusó del recurso de la emisión, los pesos transferidos al Tesoro más los intereses de las Leliq llegaron al equivalente a 9,6 % del PIB, fenómeno que explica buena parte de la inflación de 2021, en el persistente andarivel del 50 %. De cara a 2022, haber retornado en este segundo semestre de 2021 al patrón de 2020 trae aparejados riesgos para la macroeconomía cualitativamente superiores a los experimentados hasta aquí. El efecto rezagado de la emisión sobre la inflación se abrevia si la demanda de pesos comienza a caer, y la brecha cambiaría adelanta esa dinámica. Con reservas netas que se reducen a un ritmo cercano a los 1000 millones de dólares por mes desde junio (excluyendo DEG), estas advertencias no tienen ni una pizca de exageración.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 3 de Octubre de 2021

Con el recurso contable de considerar a los DEG transferidos desde el FMI como un ingreso corriente más del gobierno, y con el consiguiente reseteo de la cantidad de pesos que el Banco Central legalmente puede transferirle al Tesoro, el gobierno logró ampliar el margen de emisión desde unos 700 mil millones de pesos a un nuevo tope del orden de 1,2 millón de millones hasta fin de año. Aunque no se utilizara esa facultad al límite, no sería sorprendente que el gobierno terminara adicionando en el cuarto trimestre unos 250 mil millones de pesos a la emisión de origen fiscal verificada en el tercer trimestre, que se acercó a los 700 mil millones de pesos. Si a esto se agrega la emisión potencial generada por el pago de intereses de las Leliq y los pases, del orden de los 125 mil millones de pesos/mes, se tiene para este cuarto trimestre una cifra algo superior a 1,3 millón de millones de pesos, equivalente a 12,6 % del PIB estimado para el período octubre-diciembre. Como referencia, en 2020, cuando se usó y abusó del recurso de la emisión, los pesos transferidos al Tesoro más los intereses de las Leliq llegaron al equivalente a 9,6 % del PIB, fenómeno que explica buena parte de la inflación de 2021, en el persistente andarivel del 50 %. De cara a 2022, haber retornado en este segundo semestre de 2021 al patrón de 2020 trae aparejados riesgos para la macroeconomía cualitativamente superiores a los experimentados hasta aquí. El efecto rezagado de la emisión sobre la inflación se abrevia si la demanda de pesos comienza a caer, y la brecha cambiaría adelanta esa dinámica. Con reservas netas que se reducen a un ritmo cercano a los 1000 millones de dólares por mes desde junio (excluyendo DEG), estas advertencias no tienen ni una pizca de exageración.

Dimensionando la emisión monetaria del tercer y cuarto trimestre
en millones de millones de pesos

	2020	III 2021*	IV 2021**
Emisión de origen fiscal	2.0	0.697	0.947
Intereses Leliq + Pases	0.600	0.367	0.380
Total	2.600	1.064	1.327
Total en % del PIB*	9.6%	10.1%	12.60%

*Depurado del efecto DEG

** Tendencia del tercer trimestre, más paquete electoral de 250 mil mill. de pesos

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

Una de las paradojas que surge de la decisión de recurrir a más gasto público tras el resultado de las PASO, es que justamente el gobierno parece haber sido penalizado por la inflación en el andarivel del 50 % anual, que no se explica sin los excesos fiscales de 2020, mucho más allá de lo justificado por la pandemia. Otra paradoja notable tiene que ver con la diferencia entre institucionalidad y gobernabilidad. Si el 14 de noviembre ratificara en términos generales al 12 de setiembre, habría menos riesgos institucionales

por falta de aval a proyectos hegemónicos, pero mayor incertidumbre de corto plazo mientras el oficialismo define como habrá de encarar la transición hasta 2023.

En el plano económico, lo sucedido en estas semanas ha puesto en evidencia la dificultad del oficialismo, en sus distintas facciones, para incorporar en su diagnóstico la década de estanflación que arrastra la Argentina, con su corolario: para salir del pantano se necesita aplicar políticas muy diferentes a la de los cepos. Asumir, además, que detrás de los desequilibrios recurrentes que llevan a la falta de crecimiento, está la dinámica de un gasto público inabarcable, que sofoca al mercado interno con impuestos y opera como lastre sobre la competitividad y las exportaciones.

Por eso es paradójico que a una economía trabada por el exceso de gasto público se la intente resetear con.... más de lo mismo. No es sólo el paquete electoral en danza, con una inyección de entre 150 y 300 mil millones de pesos en partidas de AUH, jubilaciones y demás. Lo que impacta es el proyecto de Presupuesto 2022.

Obsérvese que el gasto primario del sector público nacional, que en 2019 había totalizado el equivalente a 80,5 mil millones de dólares medido al tipo de cambio oficial, trepó este año a los 100 mil millones y se proyecta para 2022 en 112,5 mil millones de dólares. Cifra que surge del presupuesto para el próximo año, con gastos estimados en 13,1 millón de millones de pesos y un tipo de cambio oficial promedio de 116,5 pesos (131,0 a fin de 2022).

Sector Público nacional, gasto primario*

	2019	2021	2022
En millones de millones de pesos	4.03	9.7	13.1
En dólares, al tipo de cambio oficial (en miles de millones)	80.5	100	112.5

* Los datos de 2021 y 2022, de acuerdo a Proyecto Presupuesto 2022

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

Si esas metas se pudieran cumplir tendríamos que, desde 2019, en tres años el gasto primario en pesos se habría multiplicado por 3,25 (partiendo de 4,03 millón de millones), pero el precio del dólar oficial sólo lo habría hecho por 2,33 (de 50,02 a 116,5 pesos). De replicar la trayectoria esperada para el gasto primario, a mediados de 2022 el dólar debería estar en torno a 162 pesos, un 39,5 % por encima del valor presupuestado.

Para que la política fiscal no desestabilice el frente externo, el 2022 deberá "corregir" una de las dos variables, o el gasto público o el tipo de cambio.

La relación entre la evolución del gasto público y el tipo de cambio oficial es clave en función de la competitividad de exportadores y de quienes compiten con importados. Los indicadores tradicionales de tipo de cambio real, que usan el IPC como deflactor, tienden a subestimar problemas de competitividad cuando hay inflación reprimida por tarifas y tipo de cambio usado como ancla. Por caso, en 2015, al final del cepo original, el grado de atraso cambiario medido por el índice gasto público, era mucho mayor al que reflejaba la medición tradicional, que utiliza el IPC. El gobierno de Cambiemos no prestó suficiente atención a ese problema y al final fue “el mercado” el que terminó ajustando el gasto primario medido en dólares, hasta los 80,5 mil millones referidos para 2019.

Esta experiencia tan reciente hace todavía más difícil de entender la proyección oficial de un gasto público cifrado en 112,5 mil millones de dólares para 2022, considerando los riesgos colaterales.

Movimientos migratorios 2018

Total de circulación, por año



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio del Interior de la Nación

La falta de consistencia entre instrumentos y objetivos es un tema recurrente de estas columnas, y esto es válido no sólo cuando se trata de ajustes pendientes. También abarca la dificultad para canalizar positivamente las “buenas noticias”: con el levantamiento progresivo de las restricciones, se espera un aluvión de vecinos de países limítrofes, buscando aprovechar el poder adquisitivo que les confiere la brecha cambiaria. El volumen potencial del plus de demanda es muy significativo, quizá

equivalente al consumo de una provincia mediana-grande. Hay que tener en cuenta que, antes de la pandemia, llegaron a circular un millón de personas por mes en puentes como el de Encarnación-Posadas y el de Iguazú-Foz.

El riesgo está en que ese movimiento se canalice por vías informales, tanto en el plano cambiario como fiscal. El régimen cambiario vigente desde fin de 2019 ha sido diseñado de un modo “defensivo”, desalentando el uso de divisas por parte de los locales (dólar solidario), pero sin generar incentivos para que los extranjeros usen sus tarjetas de distinto tipo para pagar sus compras en el país. El gobierno debería revisar esa parte tan rústica del régimen y buscar la forma de que las compras de bienes y servicios por parte de extranjeros se canalicen por un canal formal, lo cual sería positivo tanto para el Banco Central como para la AFIP. Establecer la liquidación de los resúmenes de cuenta a través del CCL para este tipo de transacciones, de modo espejo para locales y extranjeros, debería ser una opción a considerar.