



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 43 - Edición N° 1052 – 12 de Abril de 2021

### Inflación rebelde, gobierno en la encrucijada

Jorge Vasconcelos

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

BROKERS / ACPA

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Inflación rebelde, gobierno en la encrucijada<sup>1</sup>

Aunque falta la información oficial, todo indica que la inflación de marzo sigue en el andarivel del 4 % mensual en el que se instaló desde octubre, pese a que, desde principios de febrero comenzó a frenarse la tasa de devaluación, tanto que para este abril el dólar en el mercado oficial subiría 1,5 pesos, sólo el 1,63 % mensual. Se trata de un plan antiinflacionario de “bajo perfil”, que no ha provisto horizonte acerca de la política fiscal y monetaria de próximos trimestres, ni balizas nítidas para la población en general, cuyas expectativas de inflación están en el 46,3 % anual (Universidad Di Tella). La paradoja está en que, en cierta medida, la rebeldía de la inflación en parte se explica por noticias positivas, ya que el Central está emitiendo más pesos para comprar dólares en el mercado oficial, por una liquidación de cosecha que apunta a generar un superávit comercial promedio de 1,6 mil millones de dólares/mes entre marzo y agosto. Además, los indicadores de nivel de actividad comenzaban a mostrar un rebote más intenso, caso de la recaudación de impuestos asociados al mercado interno, que registró un fuerte incremento de 14,9 % interanual en marzo, pasando a terreno positivo en la comparación con marzo de 2019. El gobierno podría hacer más para encauzar la tasa de inflación de aquí en más, pero tendría que comprometerse políticamente en la contención del gasto público.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 11 de Abril de 2021

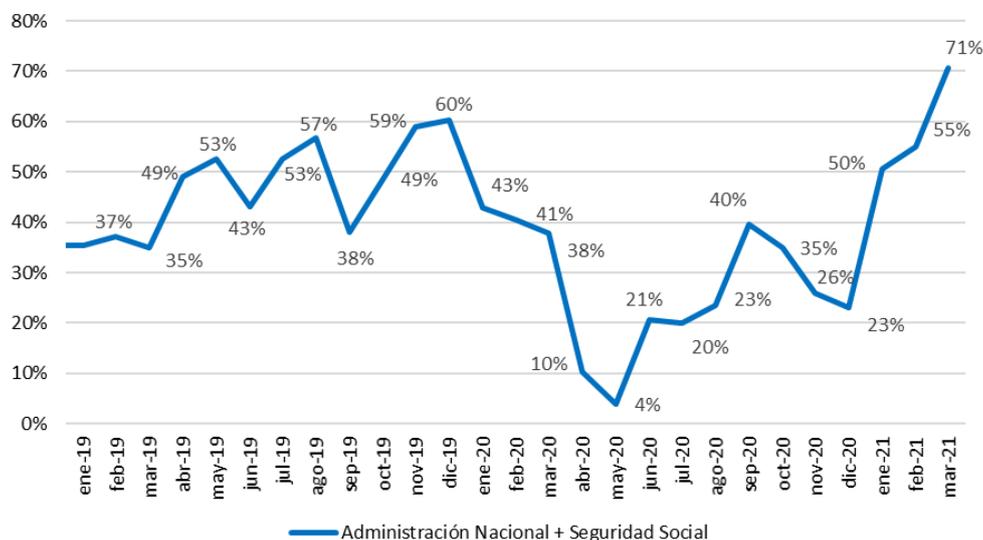
Aunque falta la información oficial, todo indica que la inflación de marzo sigue en el andarivel del 4 % mensual en el que se instaló desde octubre, pese a que, desde principios de febrero comenzó a frenarse la tasa de devaluación, tanto que para este abril el dólar en el mercado oficial subiría 1,5 pesos, sólo el 1,63 % mensual. Se trata de un plan antiinflacionario de “bajo perfil”, que no ha provisto horizonte acerca de la política fiscal y monetaria de próximos trimestres, ni balizas nítidas para la población en general, cuyas expectativas de inflación están en el 46,3 % anual (Universidad Di Tella). La paradoja está en que, en cierta medida, la rebeldía de la inflación en parte se explica por noticias positivas, ya que el Central está emitiendo más pesos para comprar dólares en el mercado oficial, por una liquidación de cosecha que apunta a generar un superávit comercial promedio de 1,6 mil millones de dólares/mes entre marzo y agosto. Además, los indicadores de nivel de actividad comenzaban a mostrar un rebote más intenso, caso de la recaudación de impuestos asociados al mercado interno, que registró un fuerte incremento de 14,9 % interanual en marzo, pasando a terreno positivo en la comparación con marzo de 2019. El gobierno podría hacer más para encauzar la tasa de inflación de aquí en más, pero tendría que comprometerse políticamente en la contención del gasto público.

En 2020, la inflación fue de 36 %, pese a que hubo una emisión de pesos por el 95 % del stock de la base monetaria de fin de 2019. Es posible que, por ese antecedente, el gobierno no perciba la necesidad de asumir compromisos firmes de reducción del déficit fiscal en 2021. Pero las condiciones de 2020 son irrepetibles.

A principios de 2020, las reservas netas del BCRA todavía sumaban 12 mil millones de dólares, por lo que hubo pesos que se sacaron de circulación por la simple venta de dólares al mercado. Ahora, con 4 mil millones de reservas netas, hay escaso margen para esa operatoria. En 2020 hubo fuerte demanda de pesos, porque a fin de 2019 la economía estaba desmonetizada y porque la pandemia llevó a que la gente mantuviera más efectivo en el bolsillo de lo habitual. A esto se agregó la implementación del cepo, que dejó a los tenedores de pesos sin opciones para dolarizarse (las encareció, en verdad). Por esas tres razones, el M2 pasó de 10,5 % del PIB en 2019 a 15,2 % en 2020, y el total de depósitos en pesos se incrementó un 88,4 % anual. Sobre esta base, el Banco Central pudo esterilizar pesos incrementando el monto de sus pasivos remunerados (pases y Leliq) en nada menos que 130 % interanual y, aun así, el stock de Leliq y passes no superó el 45 % del total de depósitos del sistema bancario. De cara a 2021, y si no se recorta lo suficiente el déficit fiscal, el endeudamiento del Banco Central (Leliq y passes) se acercará a límites riesgosos, tanto medido en relación a la base monetaria como a los depósitos bancarios, en un contexto de preocupante acortamiento de los plazos de la operatoria financiera (auge de los “money market”).

**Ingresos tributarios del consolidado de Administración Nacional y Sistema de Seguridad Social**

Variación interanual, en términos nominales



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

Por lo tanto, una política de gasto público más consistente con la “tablita cambiaria” sería imprescindible, no sólo para encauzar la inflación, sino también para evitar la acumulación de desequilibrios que, tarde o temprano, habrán de pasar factura a la macro.

A lo largo del primer bimestre, tanto el déficit fiscal como la emisión monetaria estuvieron en “modo pausa”. Pero ya en marzo, pese a que la recaudación del sector público nacional subió un 71 % interanual en términos nominales, el Tesoro requirió asistencia al Banco Central por 135 mil millones de pesos, anticipando en cierto modo lo que hay que esperar para este segundo trimestre. De acuerdo a cálculos de Marcelo Romano, analista de PPI, para pagar intereses de la deuda del Banco Central, cubrir el rojo del Tesoro y comprar en el mercado de cambios los dólares del superávit, será necesario emitir 700 mil millones de pesos entre abril y junio, pero con una demanda genuina de pesos del orden de 300 mil millones, por lo que el desajuste entre oferta y demanda se acumularía a un ritmo del 5 % mensual, considerando el nivel de la base monetaria de fin de marzo. Así, en este segundo trimestre se puede dar la paradoja de una fuerte liquidación de dólares y, al mismo tiempo, un creciente exceso de pesos. De todos modos, para evitar que la brecha cambiaria se amplíe (variable clave para que los productores liquiden los granos de la cosecha) el Banco Central habrá de estar activo interviniendo en los mercados libres del dólar (flotación sucia a través de compra/venta de AL30) y aspirando pesos a través de la colocación de pases y Leliq.

Intervenciones que no son gratuitas, ya que se resigna incremento de reservas del BCRA y se alimenta el taxi del déficit cuasifical, con intereses por pasas y leliq que ya llegan a 95 mil millones de pesos por mes. Obsérvese que la emisión por esos intereses mensuales ya representa el 3,8 % de la base monetaria!!

### Recaudación de los Derechos de Exportación

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

Marzo '19	Marzo '20	Marzo '21
8,7%	10,1%	14,6%

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

Como se ve, salvo por la “tablita cambiaria” que este mes apunta a una variación del dólar oficial de 1,63 % mensual, el resto de las variables marcha todavía por andariveles mucho más elevados, remarcando la importancia de este segundo trimestre para la suerte del “plan de bajo perfil”. No sólo por la marcha de la inflación: se abre un signo de interrogación sobre la evolución del nivel de actividad y de las cuentas fiscales por las últimas medidas de distanciamiento, dispuestas ante la irrupción de la “segunda ola” de contagios.

### Recaudación impositiva asociada al Mercado Interno\*

Variación interanual en términos reales

2021	Var. respecto a igual mes de 2020	Var. respecto a igual mes de 2019
Enero	-3,7%	-9,2%
Febrero	0,1%	-6,6%
Marzo	14,9%	3,1%

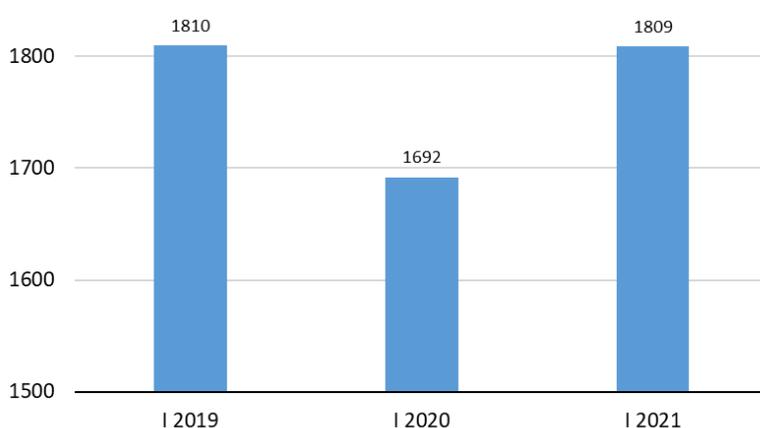
\*Incluye IVA, aranceles a las importaciones, Combustibles, Créditos y Débitos, Aportes personales y Contribuciones patronales.

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

Ya se mencionó que los datos del rebote de actividad venían muy bien hasta marzo, no sólo por lo que marca la recaudación de impuestos asociados al mercado interno: en el primer trimestre de 2021, el consumo de energía eléctrica no residencial subió 6,9 % interanual, volviendo al nivel de igual período de 2019. Sin embargo, los sectores más afectados por el distanciamiento, que representan el 30 % del PIB, son menos intensivos en el uso de energía eléctrica pero más relevantes en términos de empleos.

**Demanda de energía eléctrica no residencial**

Promedio simple primer trimestre. Medido en MegaWatts



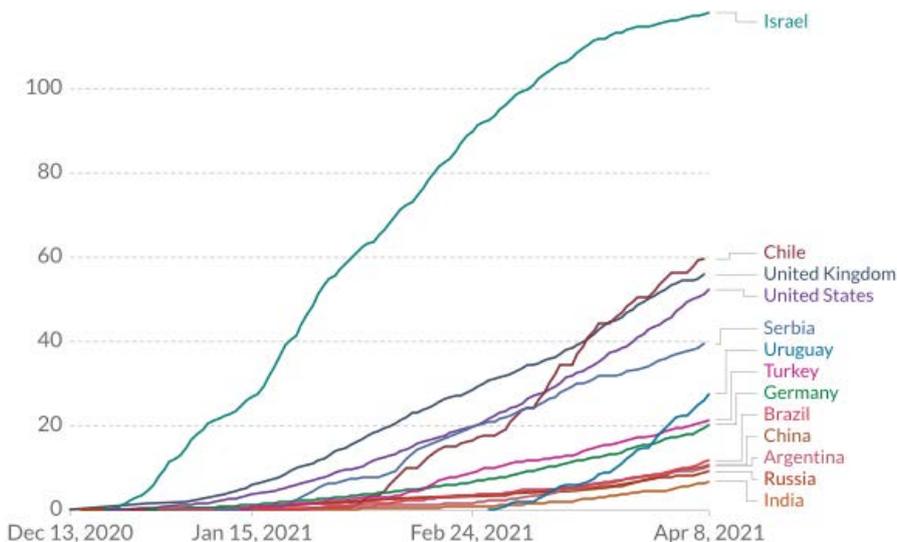
\*Datos hasta el 29 de marzo

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CAMMESA

Aunque el ritmo de contagios del COVID en esta segunda ola no distingue a los países según la proporción de población vacunada, sí habrá diferencias en el impacto sobre la confianza de los consumidores y sobre el grado de saturación de las unidades de terapia intensiva, de acuerdo a la proporción de población vacunada. Y la Argentina llega a esta instancia con sólo 10,56 dosis suministradas cada 100 personas.

**Vacunación COVID-19**

Dosis administradas cada 100 personas\*. Total Acumulado



\*Se contabilizan dosis únicas y por lo tanto puede no coincidir con el número total de personas vacunadas, dependiendo del regimen específico de dosis

Fuente: Our World in Data

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 45596210.. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: [info@ieral.org](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)