



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

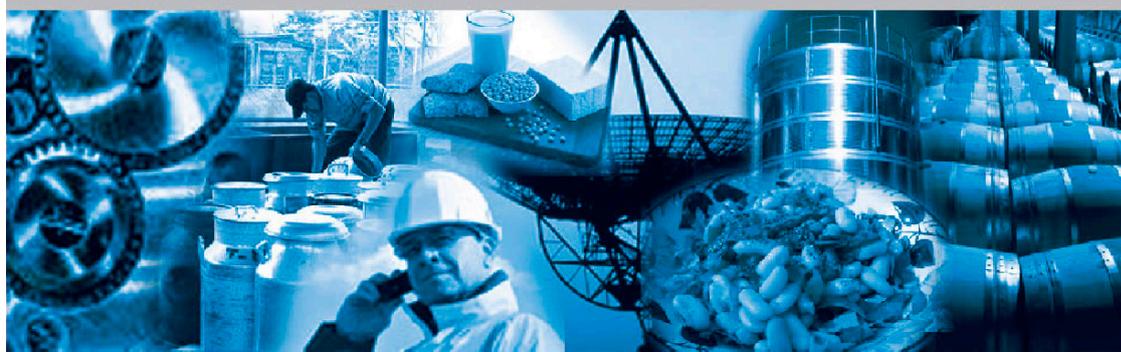
Año 43 - Edición N° 1056 – 28 de Junio de 2021

### La inflación del 50% no perdona el “error de cálculo”

Jorge Vasconcelos

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

**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)

## La inflación del 50% no perdona el “error de cálculo”<sup>1</sup>

El virtual congelamiento de tarifas de servicios públicos en el AMBA, una política fiscal y monetaria más contenida en el primer semestre y el ancla cambiaria a pleno (dólar oficial subiendo al 1,2 % mensual) lograron un primer resultado: luego del 4,8 % de marzo, el Índice de Precios al Consumidor relevado por el INDEC a nivel nacional anotó 4,1 % en abril y 3,3 % en mayo, pero todavía acumula un 48,7 % en los últimos doce meses. Los logros en este frente lucen muy modestos, dados los instrumentos en juego. ¿Por qué la tasa de inflación demoró en bajar? En realidad, ese no es el interrogante correcto. La pregunta es, hasta dónde habría escalado la inflación en estos meses de no haberse tomado medidas, particularmente el freno a la emisión monetaria de origen fiscal. Aun así, en los primeros cinco meses de 2021 el IPC subió un 21,4 %, a un ritmo anualizado de 59,3%. Y esto ocurre en un contexto de represión de tarifas y precios y de moderación sólo temporal de partidas de gasto público (salarios, jubilaciones) que se revertirán en este segundo semestre.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 27 de Junio de 2021

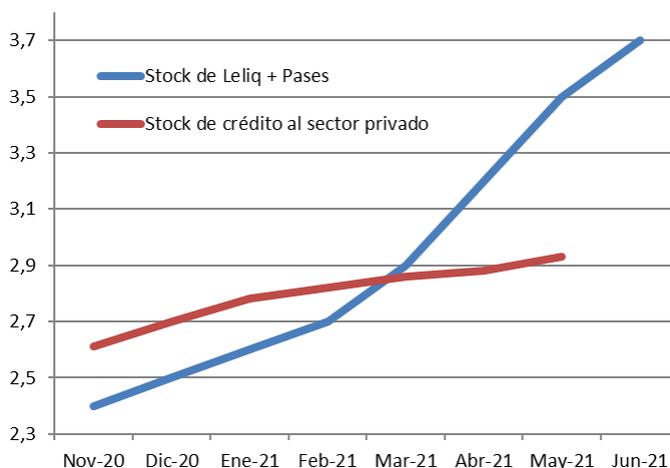
El virtual congelamiento de tarifas de servicios públicos en el AMBA, una política fiscal y monetaria más contenida en el primer semestre y el ancla cambiaria a pleno (dólar oficial subiendo al 1,2 % mensual) lograron un primer resultado: luego del 4,8 % de marzo, el Índice de Precios al Consumidor relevado por el INDEC a nivel nacional anotó 4,1 % en abril y 3,3 % en mayo, pero todavía acumula un 48,7 % en los últimos doce meses. Los logros en este frente lucen muy modestos, dados los instrumentos en juego. ¿Por qué la tasa de inflación demoró en bajar?. En realidad, ese no es el interrogante correcto. La pregunta es, hasta dónde habría escalado la inflación en estos meses de no haberse tomado medidas, particularmente el freno a la emisión monetaria de origen fiscal. Aun así, en los primeros cinco meses de 2021 el IPC subió un 21,4 %, a un ritmo anualizado de 59,3%. Y esto ocurre en un contexto de represión de tarifas y precios y de moderación sólo temporal de partidas de gasto público (salarios, jubilaciones) que se revertirán en este segundo semestre.

Durante el “cepo original”, entre 2012 y 2015, la tasa de inflación osciló en torno al 2,0 % mensual, pero hubo picos superiores al 4 %, cuando el gobierno tuvo que ajustar tarifas y devaluar. En la versión actual del cepo los riesgos son mayores, con la inflación en un andarivel que duplica el de aquella época. Las diferencias ya fueron anticipadas por la brecha cambiaria, que llegó a 120 % en octubre 2020, comparado con el 45 % promedio del período 2012-2015.

Hay fenómenos análogos en otras dimensiones. Los subsidios energéticos, medidos en términos del PIB, tardaron 4 años para duplicarse en la época del “cepo original”, pero ahora se duplicarán en sólo dos años (entre 2019 y 2021).

**Crédito al sector privado, variable de ajuste de la inconsistencia**

En millones de millones de pesos



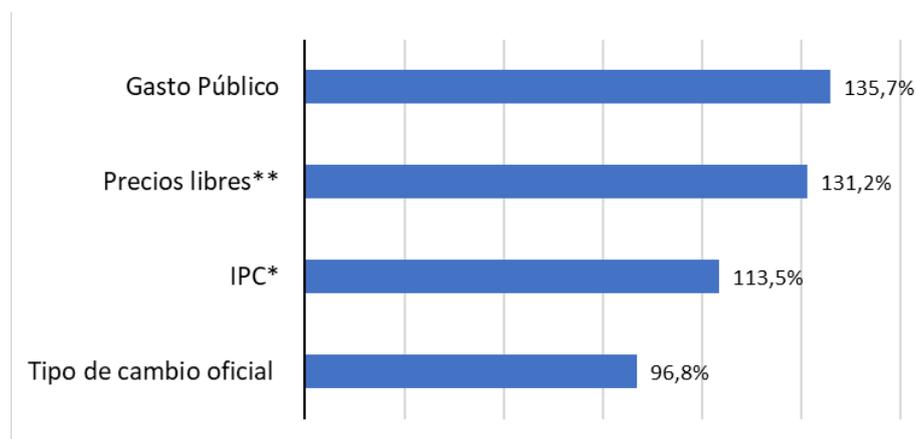
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

De igual modo, los pasivos remunerados del Banco Central (Leliq y pases), que hacia 2015 sumaban el equivalente a 6,2 % del PIB y se habían casi duplicado en cuatro años, en 2021 podrían llegar a 12 % del PIB, duplicándose en dos años. Esto no es gratuito para el nivel de actividad, ya que mientras el stock de Leliq aumenta a un ritmo superior al 6 % mensual, los créditos al sector privado lo hacen por debajo del 2 % (negativo en términos reales).

La mayoría de las comparaciones con 2012/15 bosquejan un escenario más inestable. De un lado, las expectativas de inflación están instaladas en el 50 % anual, como lo refleja la tradicional encuesta de la Universidad De Tella. Del otro, la fragilidad del mercado laboral y su impacto en el plano social, con una tasa de desempleo que, correctamente medida, se ubica en torno al 15 %, cuando durante el “cepo original” osciló alrededor del 7 %. La persistencia de restricciones para la prestación de ciertos servicios, por el retraso en el proceso de vacunación, afecta todavía a sectores que representan el 35 % del PIB, y los promedios ocultan las tremendas dificultades que sobrellevan cuentapropistas y trabajadores informales.

**Variación acumulada de Gasto público, IPC, precios libres IERAL y dólar oficial**

2021 versus 2019



\*Para IPC y precios libres se toma mayo de 2021 versus mayo de 2019. Para Gasto público primario y tipo de cambio, promedio anual estimado

\*\*Corresponde a un promedio simple de Bebidas alcohólicas y tabaco, Prendas de vestir y calzado, Equipamiento y mantenimiento del hogar y Recreación y cultura

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y Ámbito

A modo de compensación de esta fragilidad, se espera que el sector externo se configure como el lado fuerte de la economía argentina, de la mano de la suba del precio de las commodities y del incremento de 30% anual esperado para las exportaciones. Se argumenta también que el tipo de cambio no se encuentra tan lejano

de valores de equilibrio. Sin embargo, esta lectura es desafiada por una brecha cambiaria del orden del 70 %, como la actual, y por otra serie de variables que vale la pena considerar:

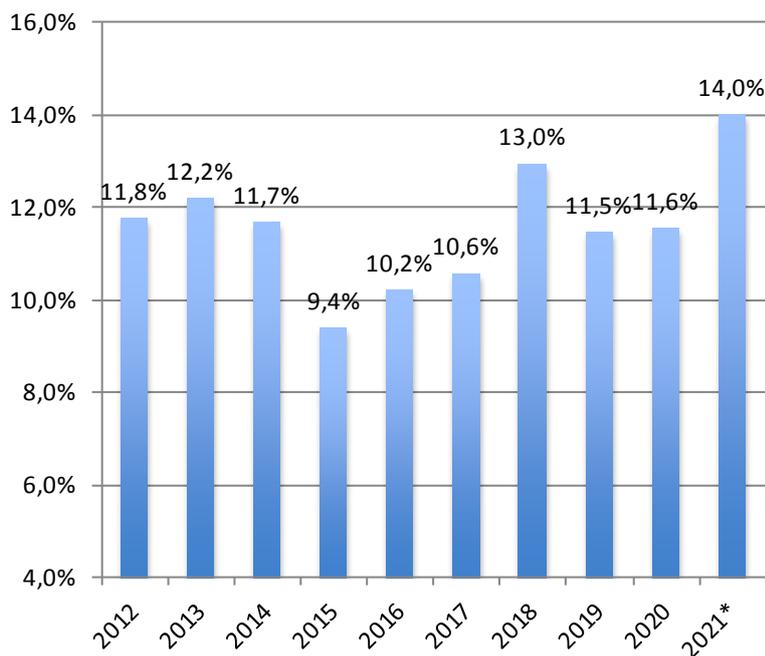
-Por las restricciones de circulación, el déficit de la cuenta de servicios reales del balance de pagos, que incluye turismo, se encuentra artificialmente contenido, en torno a los 2 mil millones de dólares, cuando en épocas “normales” el rojo fluctúa entre 7 y 8 mil millones de dólares

-Las mediciones de tipo de cambio real utilizan el IPC como deflactor, pero éste tiende a subestimar las presiones inflacionarias en épocas de congelamiento y/o represión de precios

-Las presiones inflacionarias subyacentes resultan más nítidas siguiendo la evolución del gasto público: éste aumenta un 135,7 % en pesos corrientes en 2021 respecto de 2019, unos 22 puntos porcentuales por sobre el IPC y casi 40 puntos porcentuales por encima de la variación del tipo de cambio oficial

**Argentina: importaciones totales como % del PIB**

Datos en dólares corrientes



\*estimaciones propias

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

El sector externo no puede ser analizado sin tener en cuenta el andarivel en el que se mueve la inflación y lo que ocurra con los movimientos de entrada y/o salida de

capitales (aun con cepo). Con inflación del 50 % los incentivos a la dolarización se acentúan, y esto se ve en la dinámica de las importaciones, con una sensibilidad a la variación del PIB mucho mayor que la de “épocas normales”. La comparación con 2019 es elocuente, ya que con un PIB que en 2021 se ubicará 4 % por debajo del de dos años atrás (en moneda constante), las importaciones llegarían a 58,9 mil millones de dólares este año, un 20 % por encima de los registros de 2019. El ratio importaciones/PIB alcanzaría a 14,0%, el más elevado de la década.

### Argentina, importaciones de combustibles

En millones de dólares

	2020	2021*
Gas natural Bolivia	950	950
Fuel oil + carbón	250	500
Gasoil	300	500
LNG	230	1.600
Importaciones de combustibles	1.730	3.550

\*Estimado en base a encuesta firmas del sector

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

En parte, la suba de importaciones es también reflejo de la falta de incentivos a la producción local de productos abundantes y valiosos como el gas. La cuenta de compras al exterior de gas, fuel, gasoil y LNG estaría escalando a 3550 millones de dólares este año, duplicando el monto de 2020. Un shock en el país de Vaca Muerta.

De todos modos, en el balance del primer semestre el gobierno ha retomado cierto control de variables relevantes. Achicó el déficit primario del sector público nacional a sólo 0,3 % del PIB, mientras que el Banco Central recuperó Reservas netas, de 3,3 mil millones de dólares a principios de año a 7,9 mil millones, al tiempo que cerró la posición vendida de dólares en el mercado de futuros. De igual modo, se evitó el default con el Club de París, con un pago a cuenta de 430 millones de dólares.

### Precios y tipo de cambio

Primeros cinco meses de 2021, anualizados

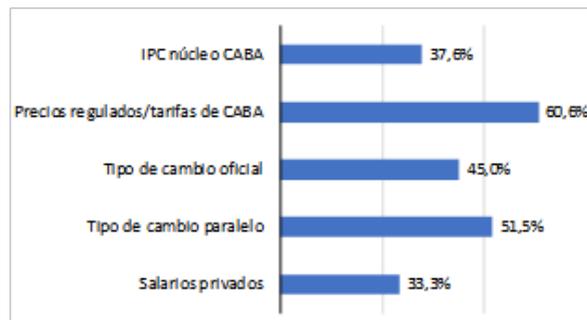


\*Corresponde a un promedio simple de Bebidas alcohólicas y tabaco, Prendas de vestir y calzado, Equipamiento y mantenimiento del hogar y Recreación y cultura

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC, Ámbito y Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires

### El ajuste de 2014, tras el año electoral de 2013

Acumulado anual oct-14/oct-13



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC, Ámbito y Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires

Sin embargo, el horizonte económico sigue muy acotado y los vencimientos con el FMI para 2022, junto con el reciente compromiso con el Club de París, han activado una cuenta regresiva de 270 días, hasta fin de marzo. Mientras tanto, los precios relativos se seguirán distorsionando (por el ancla de tarifas y dólar oficial) y no hay demasiadas garantías de lo que ocurra con el gasto público y el déficit. Sin olvidar que el rojo cuasifiscal por los intereses de las Leliq ya adquirió "vida propia", apuntando este año a 3 % del PIB y que la fórmula de ajuste de las jubilaciones, después de la "pausa" de 2021, llevará esas partidas a erogaciones por encima del 10 % del PIB posiblemente hacia 2023.

Cerrar un acuerdo con el FMI obligará a corregir parte de la distorsión de precios relativos y a encontrar una fórmula para achicar la brecha cambiaria, junto con soluciones permanentes para el tema subsidios, el déficit cuasifiscal y la cuestión previsional. En 2014 se intentó una corrección parcial, con devaluación y ajuste de tarifas, pero ese año el PIB cayó 2,5 %. Por ende, cualquier escenario, con o sin las muletas del FMI, afectará las expectativas y el 2022 se anticipará al calendario. La salida o entrada de capitales, clave para el precio del dólar, estará pendiente de esos acontecimientos.