



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 45 - Edición N° 1084 - 26 de Junio de 2023

En el ajedrez de la economía, las negras también juegan

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Con los candidatos acomodándose en las gateras para lanzarse a la carrera presidencial conviene prestar atención, más que a las promesas, al diagnóstico que expliciten sobre las causas de los doce años de estanflación. Será difícil darle el beneficio de la duda a quienes insistan con objetivos y herramientas agotados a lo largo de este período. A diferencia de las últimas campañas, la crisis es una evidencia, no una amenaza ni tampoco una enfermedad "asintomática". En el horizonte, la salida de la estanflación es algo factible, pero se habrá de necesitar un plan con la secuencia adecuada de metas, instrumentos y reformas. También criterios consistentes a la hora de enfrentar dilemas por medidas con efectos contrapuestos.

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

En el ajedrez de la economía, las negras también juegan¹

Con los candidatos acomodándose en las gateras para lanzarse a la carrera presidencial conviene prestar atención, más que a las promesas, al diagnóstico que expliciten sobre las causas de los doce años de estanflación. Será difícil darle el beneficio de la duda a quienes insistan con objetivos y herramientas agotados a lo largo de este período. A diferencia de las últimas campañas, la crisis es una evidencia, no una amenaza ni tampoco una enfermedad “asintomática”. En el horizonte, la salida de la estanflación es algo factible, pero se habrá de necesitar un plan con la secuencia adecuada de metas, instrumentos y reformas. También criterios consistentes a la hora de enfrentar dilemas por medidas con efectos contrapuestos.

La profundidad y el alcance del programa a implementarse a partir del 10 de diciembre puede o no ser dimensionado por el resultado de las PASO de mediados de agosto. Pero, en el plano económico, la campaña electoral habrá de proporcionar información relevante. Ocurre que la Argentina es un laboratorio en el que la estanflación ha permitido confeccionar un catálogo bastante preciso acerca de “lo que no hay que hacer”. Será difícil para los candidatos esquivar las evidencias.

En la última década se han implementado dos versiones bastante parecidas de “cepos” al cambio y al comercio exterior, siendo la primera la de 2012 a 2015. Y la segunda versión, que arrancó en 2019, enfrenta mucho más dificultades para controlar las variables que la primera. Por caso, ahora las reservas externas del Banco Central se han agotado varios meses antes de las elecciones, cuando a junio de 2015 todavía se contabilizaban 13,0 mil millones de dólares.

El déficit fiscal y el grado de distorsión de los precios relativos son comparables entre la primera y la segunda versión, pero ahora la brecha cambiaria duplica los guarismos de 2012/15, y la inflación los cuadruplica.

La herencia embargada

2023 vs 2015

	2015	2023
Deuda en pesos (En % del PIB)	16,0%	29,0%
Pasivos Remunerados / Depósitos	43,2%	64,0%
Demanda de dinero (circulante/PIB)	6,5%	3,0%

Fuente: IERAL en base a Mecon, BCRA e INDEC

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La voz del interior el 25 de Junio de 2023.

Ahora, el salto en las expectativas de inflación refleja un mayor endeudamiento de corto plazo del estado (títulos en pesos) y del Banco Central, pero la principal diferencia entre el actual cepo y el anterior es el agotamiento de las fuentes genuinas de financiamiento del Tesoro y la brutal merma de la demanda de dinero (huída del peso).

Obsérvese, por un lado, como el ítem que incluye las compras de bonos del Tesoro en el mercado secundario por parte del Banco Central ha pasado a significar 24 pesos de cada 100 de emisión bruta en los últimos doce meses (los intereses de los Pasivos Remunerados explican 64 pesos de cada 100).

Y, por el otro, la caída tendencial de la demanda de dinero, con el circulante en poder del público cayendo de 6,5 % del PIB en 2015 a 3,0 % en el presente. Se achicó la base imponible del tributo inflacionario por lo que, ahora, igual masa de emisión de pesos produce efectos inflacionarios mucho más acentuados.

Vectores de emisión del BCRA
por cada \$100 de Emisión Bruta
Acumulado Últimos 12 Meses

Emisión Fiscal (Transf Directas al Tesoro)	\$ 8
Intereses Pasivos Remunerados	\$ 64
Compra de Reservas	\$ 5
Compra de bonos del Tesoro en el mercado secundario	\$ 24

Fuente: IERAL en base a BCRA

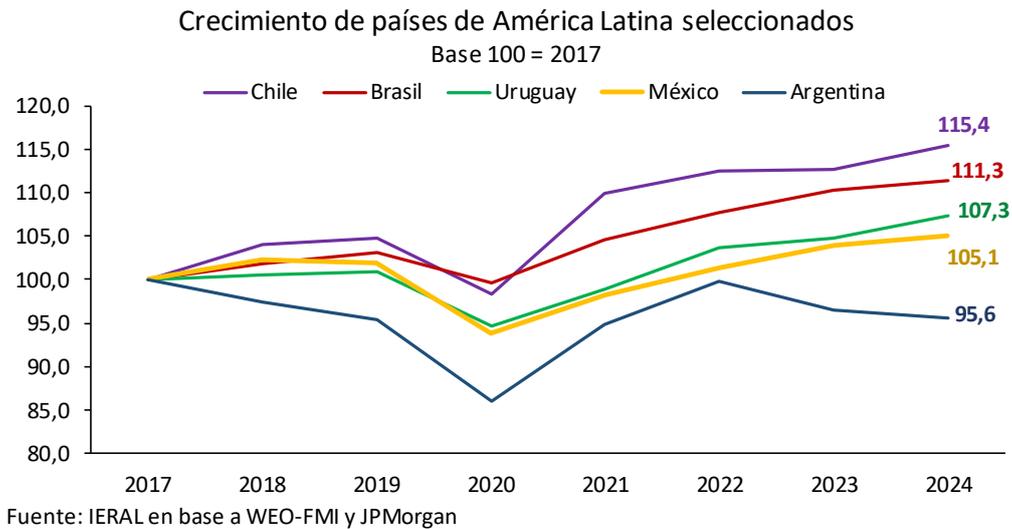
Lo que está ocurriendo en esta segunda versión del cepo puede ser explicado por los aportes del recientemente fallecido Robert Lucas, Nobel de Economía de 1995, quien advirtió que el impacto de las políticas económicas debía analizarse teniendo en cuenta **las medidas junto con las respuestas de empresas y familias**; que a su vez van cambiando en función de las expectativas que se forman ante cada anuncio.

Es imposible predecir la dinámica sin contemplar los movimientos de las "piezas negras" del ajedrez -la reacción de los agentes económicos- que indefectiblemente siguen al movimiento de las "piezas blancas" -la política económica-.

El diagnóstico oficial, que tiende a depositar toda la responsabilidad de la crisis en la pandemia, la Guerra de Ucrania y la sequía, no sólo es equivocado, sino preocupante. Al ignorar los aportes de Robert Lucas, aleja la posibilidad de salir de la estanflación.

Todos los países de la región sufrieron las consecuencias de la pandemia, la guerra, y algunos de ellos (Uruguay), también de la sequía. Sin embargo, si se toma como base 2017, el PIB estimado para la Argentina estará para 2024 casi 5 puntos porcentuales por debajo, mientras que Brasil y Chile estarán entre 11% y 15 % por encima de

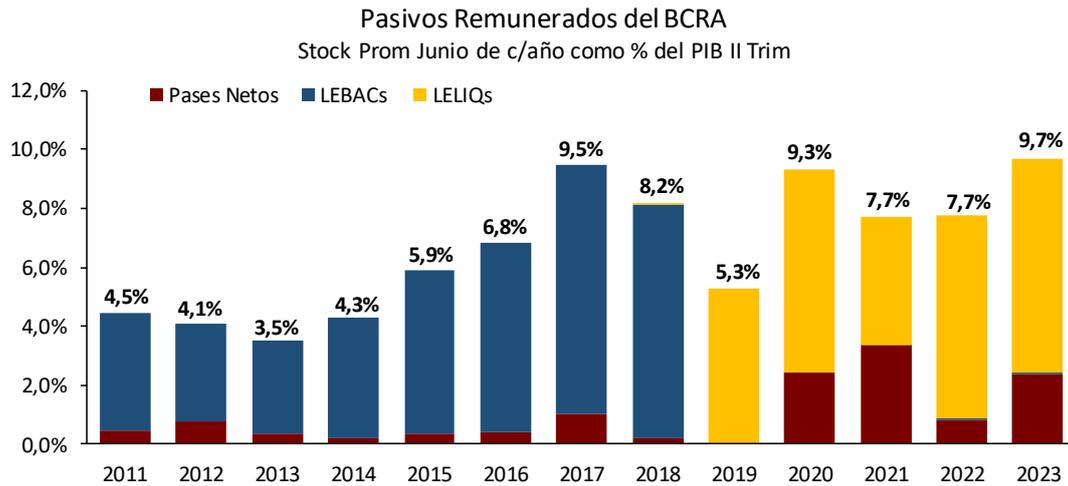
aquella referencia. En un contrafáctico “sin sequía”, nuestro país de todos modos seguiría en terreno negativo comparado con 2017.



Tampoco la aceleración de la inflación de la Argentina puede explicarse por factores exógenos. La variación del IPC a diciembre de 2022 (antes de la sequía) había cerrado en 94,8 % interanual, viniendo de 50,9 % en 2021. En 2009 hubo sequía, pero ese año la inflación anual bajó a 14,8 %, viniendo de 22,2 % en 2008, bajo un gobierno de igual perfil que el actual, pero todavía sin cepos estrictos.

Algo análogo ocurre con el tema de las reservas externas del BCRA. Con los mejores precios internacionales de granos de la historia reciente y cosecha record por clima favorable, en 2022 las reservas subieron sólo 6,9 mil millones de dólares. Y esto ocurrió porque arrancaba el acuerdo con el FMI y hubo desembolsos netos hacia la Argentina por 8,0 mil millones desde los multilaterales.

Lo que falta en el diagnóstico oficial es que, por definición, las restricciones que operan sobre el mercado de cambios generan exceso de pesos. En 2012, cuando se introdujo la primera versión del cepo, la reacción de familias y empresas fue inercial. Pero, después de varios años de experiencia, es claro que “las negras” de este ajedrez han ajustado sus expectativas a la realidad. La huida del peso es mucho más intensa en el segundo cepo, al igual que el agotamiento de las fuentes genuinas de financiamiento, derivando en la escalada inflacionaria. El elevado tipo de cambio “libre” no es causante de inflación, es el “canario de la mina” que asoma de las inconsistencias macro y su posible desenlace.



Fuente: IERAL en base a BCRA, INDEC y estimaciones propias

Una vez que las expectativas fueron inoculadas por el “virus del cepo”, salir de las restricciones cambiarias es un desafío mayor. La unificación de fin de 2015 dejó lecciones al respecto.

El gobierno de entonces enfrentaba objetivos contrapuestos; bajar la inflación al mismo tiempo que ajustar tarifas de servicios públicos, administrando una economía que había acumulado exceso de pesos durante el cepo.

El plan resultó extremadamente dependiente del financiamiento externo ya que, por un lado, se liberó la cuenta capital de la balanza de pagos pero, por otro, el déficit fiscal se mantuvo muy elevado, por un gasto público nacional que promedió 26,5 % del PIB en 2016/17, medio punto por encima de 2014/15.

Tipo de cambio y demanda de dólares por atesoramiento

Atesoramiento en Miles de Millones de USD
Tipo de Cambio Oficial Prom Anual expresado en precios de 16-06-23,
ajustado por TCRB USA

	2016	2017	2018	2019
Atesoramiento de USD	13,78	19,87	18,39	16,42
Tipo de Cambio Prom Anual	219,7	199,6	256,4	295,1

Fuente: IERAL en base a BCRA

Las inconsistencias macro dieron paso a vulnerabilidad financiera y la demanda de dólares por atesoramiento promedió 18,2 mil millones/año entre 2017 y 2019. En realidad, esa dinámica se ajustó al “modelo” de Robert Lucas. Luego de la experiencia de 2012/15, pasó a ser “racional” incluir en las expectativas el riesgo de un retorno de los cepos, al margen del sesgo del gobierno. Las turbulencias de la macro llevaron a la “profecía autocumplida”.

Sabiendo que el “virus del cepo” está inoculado en el cuerpo de los agentes económicos, la administración que asuma el 10 de diciembre tendrá que ser muy

cuidadosa en la secuencia de políticas que permitan desembocar en la (recomendable) unificación cambiaria. Sobre todo, para llegar a satisfacer esas condiciones, primero debería resolverse el exceso de pesos por mecanismos de mercado (para que la demanda de dinero se recupere) y lograr consistencia entre política fiscal y monetaria, al tiempo que se desarman todas las trabas al comercio exterior y se desregula la economía. Con esas prioridades, quizá la (imprescindible) acumulación de reservas ocurra a un ritmo más pausado, comparado con otras opciones de política, pero el edificio tendrá cimientos mucho más firmes.