



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACPA

Año 45 - Edición N° 1089 - 25 de Septiembre de 2023

Emisión y dolarización, dos caras de la misma y devaluada moneda

Jorge Vasconcelos

ivasconcelos@ieral.org

El peso (y los salarios) pierden poder adquisitivo de forma acelerada y, curiosamente, las fuerzas que empujan en esta dirección son aparentemente contrapuestas. Esta dinámica tiene que ver con la política económica que aplica el gobierno, que no tiene otro mecanismo de financiación que la emisión de pesos, con una expansión monetaria de origen fiscal que en 2023 apunta a alcanzar el equivalente a 6,0 % del PIB, incluyendo todos los ítems, guarismo sólo comparable al del pandémico 2020 (7,5 % del PIB). Pero también, y paradójicamente, se alimenta de las expectativas abiertas por la promesa de dolarización. La falta de reservas hace que cualquier intento de canje de dólares por pesos tenga que concretarse a un tipo de cambio mucho más alto que el vigente en el mercado libre. Así, la emisión monetaria fuera de control se potencia por el hecho que no se puede descartar una dolarización improvisada después del 10 de diciembre, dictando la letra del réquiem del peso desde dos vertientes contrapuestas. Dos caras de la misma y devaluada moneda.

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



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

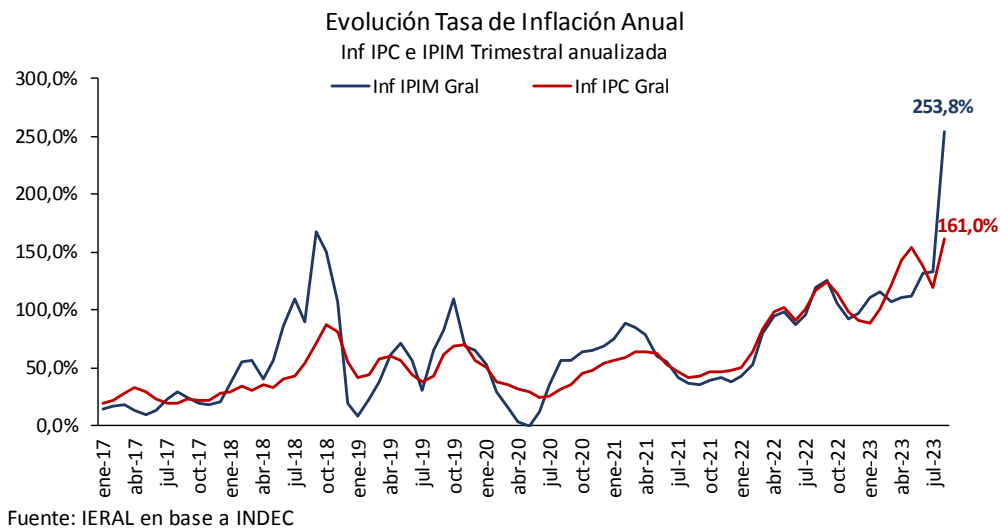
IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

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

Emisión y dolarización, dos caras de la misma y devaluada moneda¹

El peso (y los salarios) pierden poder adquisitivo de forma acelerada y, curiosamente, las fuerzas que empujan en esta dirección son aparentemente contrapuestas. Esta dinámica tiene que ver con la política económica que aplica el gobierno, que no tiene otro mecanismo de financiación que la emisión de pesos, con una expansión monetaria de origen fiscal que en 2023 apunta a alcanzar el equivalente a 6,0 % del PIB, incluyendo todos los ítems, guarismo sólo comparable al del pandémico 2020 (7,5 % del PIB). Pero también, y paradójicamente, se alimenta de las expectativas abiertas por la promesa de dolarización. La falta de reservas hace que cualquier intento de canje de dólares por pesos tenga que concretarse a un tipo de cambio mucho más alto que el vigente en el mercado libre. Así, la emisión monetaria fuera de control se potencia por el hecho que no se puede descartar una dolarización improvisada después del 10 de diciembre, dictando la letra del réquiem del peso desde dos vertientes contrapuestas. Dos caras de la misma y devaluada moneda.

El deterioro de la macro, mezclado con la incertidumbre electoral y la falta de anclas para las expectativas hacen que la economía esté ingresando en un riesgoso círculo vicioso de devaluación e inflación, con efecto directo sobre el poder adquisitivo de los trabajadores. Las ventas de bienes de consumo masivo estarían cayendo entre el 2,0 % y el 3,0 % interanual, tanto en agosto como en lo que va de setiembre.



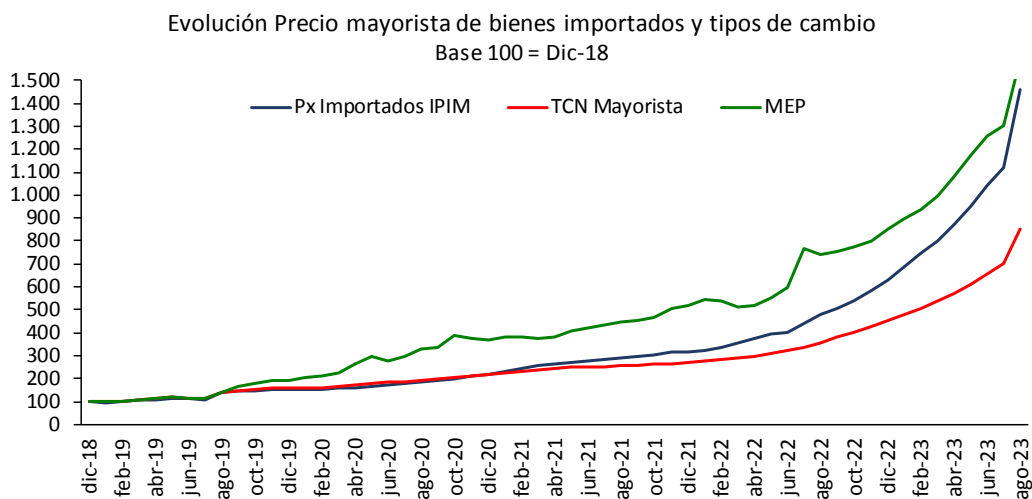
Es en general lo que ocurre cuando se acelera la inflación. Obsérvese que la variación del IPC del trimestre junio-agosto escaló al 161,0 % anualizado de acuerdo a los datos del INDEC, mientras que el índice de precios mayoristas anualizado trepó al 253,8% para igual período. Estas cifras eran a diciembre de 2022 de 91,0 % y 97,1 %, respectivamente, por lo que el cambio de ritmo se mide por una diferencia de 70

¹ Una versión reducida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 24 de Septiembre de 2023

puntos porcentuales para el IPC y de 156,7 puntos para mayoristas, verificada entre diciembre de 2022 y agosto de 2023.

La cercanía de las elecciones, en ese nuevo contexto, disparó las “medidas compensatorias” anunciadas por el gobierno. Desde la suba del mínimo no imponible en Ganancias hasta el reintegro del IVA, pasando por distintos tipos de bonos y refuerzos de planes sociales. Son bálsamos cortoplacistas, porque al no existir mecanismos de financiación genuinos, terminan siendo fagocitados por mayor inflación y tendencia a la ampliación de la brecha cambiaria.

Cierto es que se incluyen en el menú instrumentos que buscan posponer la irrupción de los efectos colaterales. Por un lado, se intensifican los controles y/o congelamientos temporales de precios y, por el otro, se derivan reservas del Banco Central a alimentar la oferta en el mercado de los dólares libres (MEP), de modo de evitar que la brecha cambiaria se escape demasiado por encima del 100 %. Pero estos mecanismos terminan acentuando la “estanflación”, porque derivan en retracción de la oferta, con la escasez consiguiente. Los dólares de las reservas que se usan en el MEP restan divisas para el pago de importaciones, con cadenas productivas que se frenan y/o precios dolarizados al “blue”.

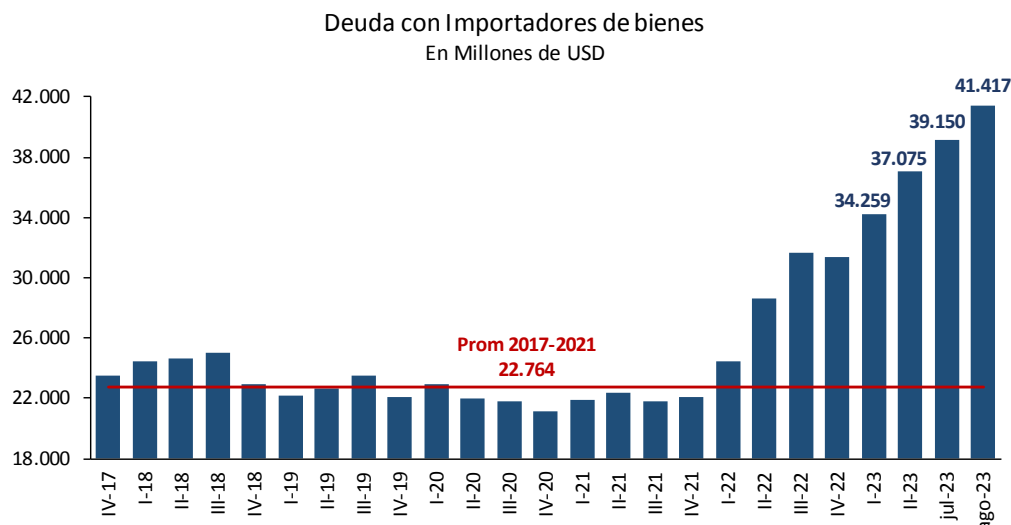


Fuente: IERAL en base a INDEC, BCRA y Ámbito

Obsérvese que, con base en diciembre de 2018, mientras la cotización del dólar oficial subió 750 % hasta agosto 2023, el precio de los productos importados medidos por el Índice Mayorista lo hizo un 1360 %. Esa diferencia de 610 puntos se explica por las restricciones a importar y la dificultad para acceder al mercado oficial. De hecho, los precios de los productos importados pasaron a copiar de cerca la trayectoria del dólar MEP, que subió 1491 % desde fin de 2018, mientras ítems relevantes del IPC se rezagan cada vez más.

Para que la corrección de precios relativos tan distorsionados no genere fagonazos inflacionarios cada vez más impactantes, deberá hacerse como parte de un plan consistente de estabilización, que regenere la demanda de pesos y abra espacio a una gradual recuperación de las reservas del Banco Central. En este sentido, una eventual dolarización de la economía va a contramano de los dos objetivos mencionados: se

trataría de un escenario de repudio a la moneda local y, al mismo tiempo, de riesgo de default para la deuda de más de 40,0 mil millones de dólares por importaciones impagas.



Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC

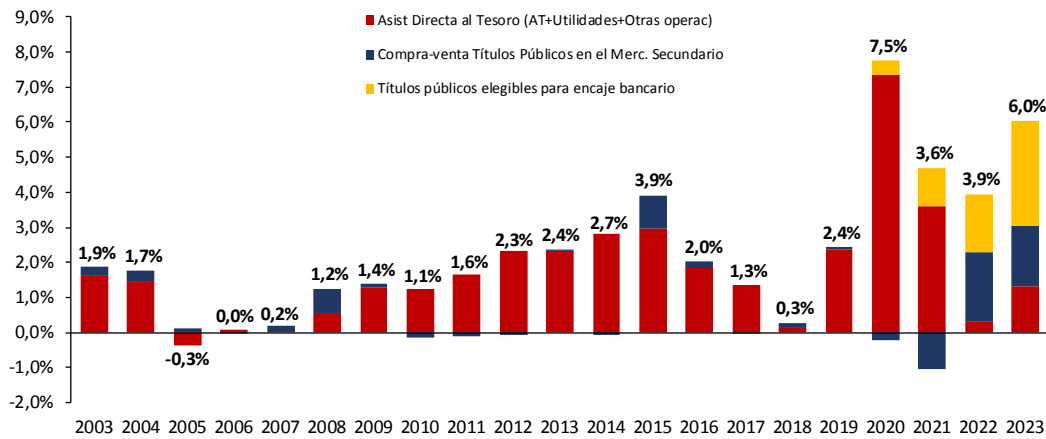
Obviamente, por los números reseñados, tampoco es opción para 2024 seguir con las políticas que nos trajeron hasta aquí, dominadas por los cepos, con una pérdida de reservas brutas de casi 17 mil millones de dólares en lo que va de 2023, vertical aumento del endeudamiento de comercio exterior, caída del PIB superior al 3,0 % y una inflación que apunta a arañar el 200 % interanual a fin de año.

Aunque para 2024 pueda esperarse un superávit comercial del orden de los 17,0 mil millones de dólares, sólo una fracción podrá destinarse a recomposición de reservas, dados los compromisos existentes del gobierno, con los organismos, con bonos del Tesoro que vencen con privados (unos 4,3 mil millones) y también las demandas básicas de divisas del sector privado, por fuera de las importaciones.

De allí la conveniencia de subrayar que las cuentas externas son el reflejo de los equilibrios o desequilibrios internos, y que no se puede aspirar a un superávit de la cuenta corriente del Balance de Pagos con un sector público persistentemente deficitario.

Al respecto, hay que tener en cuenta que, con la aceleración inflacionaria del segundo semestre de 2022, el gobierno licuó gastos y, con el dólar soja (la primera versión) mejoró ingresos, reduciendo el déficit fiscal de modo temporal. De hecho, la asistencia directa e indirecta del BCRA al Tesoro en 2022 fue equivalente a 3,9 % del PIB, casi la mitad de los guarismos de 2020.

Expansión Monetaria para Financiar al Tesoro Nacional
En % del PIB Anual

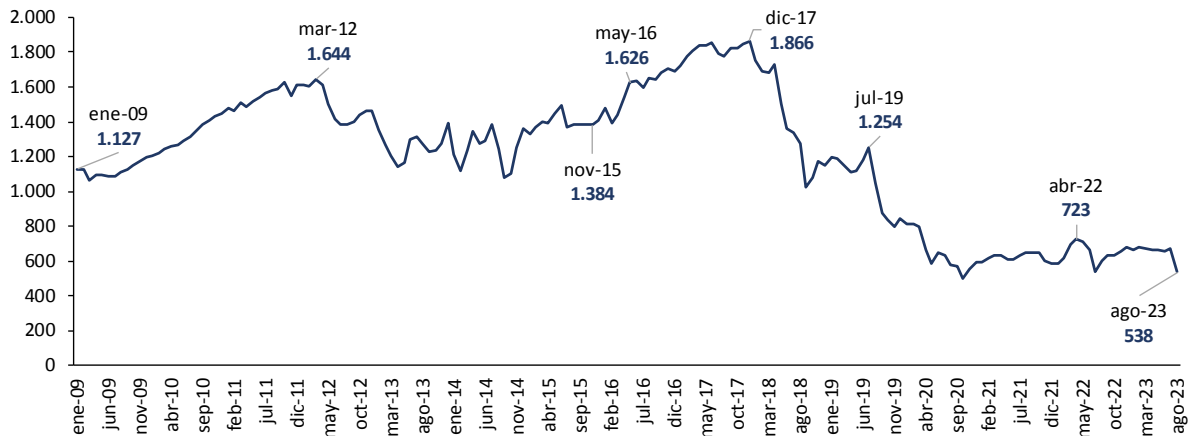


* 2023 dato anualizado a partir del acumulado hasta el 13-sep-23
Fuente: IERAL en base a BCRA

La situación es ahora mucho más grave porque, en medio de la aceleración inflacionaria, el déficit fiscal apunta a ampliarse, por lo que habrá un fuerte incremento de la emisión de pesos. Computando los mecanismos directos (Adelantos transitorios y otros) e indirectos (compra de bonos en el mercado secundario por parte del BCRA, baja de encajes para que el sistema financiero haga otro tanto), puede estimarse que la expansión monetaria de origen fiscal en 2023 habrá de alcanzar el equivalente a 6,0 % del PIB en 2023, o sea 2,1 puntos por encima del año pasado.

La comparación con 2019 también es elocuente. No fue casualidad que aquel, que también fue un año de transición electoral, estuviera cerca del equilibrio de la cuenta corriente del balance de pagos: el flanco fiscal lucía contenido, ya que había ingresos genuinos de 98 pesos por cada 100 de gasto del gobierno nacional. En cambio, en 2023 se estarán registrando sólo 85 pesos de ingresos genuinos por cada 100 de gasto.

Salario Privado Registrado en Dólares
En USD constantes de ago-23 al tipo de cambio CCL



Fuente: IERAL en base a OEDE, BLS y Ámbito

Ahora bien, con salarios formales en dólares libres del orden de los 500 dólares, recortados a la mitad de los vigentes en 2015 y 2019, se prueba que el sector privado ya hizo el ajuste. Sin embargo, hasta ahora, se trata de “austeridad inútil”, ya que no ha habido corrección de los desequilibrios externos, con una cuenta corriente del balance de pagos deficitaria en más de 17,0 mil millones de dólares en 2023, siendo ésta la explicación de la imposibilidad de recuperar reservas para el Banco Central. Salarios en dólares en el piso y muy elevado déficit externo es el peor de los mundos, y allí nos ha llevado la política económica en vigencia. Ahora no se trata de ajuste, sino de responsabilidad fiscal, y de una política monetaria y cambiaria consistente con un retorno a la estabilidad. Esto sólo podrá lograrse con operaciones quirúrgicas, en tiempo y forma, formalizando al mismo tiempo el funcionamiento bimonetario de la economía. Lo demás son slogans de campaña.