



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 44 - Edición N° 1077 - 14 de Noviembre de 2022

### Una política económica que desafía la ley de la gravedad

Jorge Vasconcelos

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

Las empresas están sufriendo la doble coacción de un gobierno que pretende que limiten sus remarcaciones al 4,0 % mensual y congelen por 120 días los precios de una canasta de 1400 productos de primera necesidad, en un contexto en el que tipo de cambio, salarios y tarifas están indexados por encima del 6,0 % mensual y el aprovisionamiento de insumos es una tarea frustrante. Las autorizaciones a importar salen en cuenta gotas, por lo que las compras al exterior podrían empezar a caer al 20 % interanual, cuando hasta hace pocas semanas venían variando a un ritmo similar, pero con signo positivo. No sorprende que la noticia de paros temporales de plantas industriales comience a hacerse rutina. La política de gasto público, que entre agosto y octubre mostró claras señales de moderación, está jaqueada desde adentro de la coalición oficialista, por lo que no es seguro que pueda mantenerse como ancla. Mientras tanto, el control de la expansión monetaria depende en forma excluyente de la capacidad del Banco Central de seguir colocando Leliq (instrumentos de deuda) entre los bancos a ritmo exponencial, a costa del crédito al sector privado, cada vez más caro y escaso.

BROKERS / ACAP

**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)

## Una política económica que desafía la ley de la gravedad<sup>1</sup>

Las empresas están sufriendo la doble coacción de un gobierno que pretende que limiten sus remarcaciones al 4,0 % mensual y congelen por 120 días los precios de una canasta de 1400 productos de primera necesidad, en un contexto en el que tipo de cambio, salarios y tarifas están indexados por encima del 6,0 % mensual y el aprovisionamiento de insumos es una tarea frustrante. Las autorizaciones a importar salen en cuenta gotas, por lo que las compras al exterior podrían empezar a caer al 20 % interanual, cuando hasta hace pocas semanas venían variando a un ritmo similar, pero con signo positivo. No sorprende que la noticia de paros temporales de plantas industriales comience a hacerse rutina. La política de gasto público, que entre agosto y octubre mostró claras señales de moderación, está jaqueada desde adentro de la coalición oficialista, por lo que no es seguro que pueda mantenerse como ancla. Mientras tanto, el control de la expansión monetaria depende en forma excluyente de la capacidad del Banco Central de seguir colocando Leliq (instrumentos de deuda) entre los bancos a ritmo exponencial, a costa del crédito al sector privado, cada vez más caro y escaso.

La consigna de no devaluar el peso de un salto para evitar un pico inflacionario tiene cada vez más costos y menos beneficios. De hecho, la inflación persiste en el andarivel del 7,0 %, a juzgar por los datos de octubre suministrados por la Dirección de Estadística de CABA, mientras proliferan devaluaciones encapsuladas, que dan lugar a múltiples versiones de tipo de cambio.

Se está produciendo un desdoblamiento cambiario de hecho, con cada vez más sectores incentivados a usar sus "dólares-billete" para operar, por lo que los precios de los bienes y servicios involucrados están pasando a copiar la trayectoria de alguna variante de tipo de cambio libre (CCL; MEP), prescindiendo de la referencia del oficial. El tema es que la obsesión por contener el encarecimiento de la canasta familiar por métodos no genuinos puede llevar a una segmentación cambiaria por la cual las exportaciones de los productos de "la mesa de los argentinos" queden atrapadas en una paridad cada vez más desfasada de la inflación. Es una vía que acumularía más atraso cambiario de cara al recambio presidencial de fin de 2023 y, por ende, profundos desequilibrios a resolver por la próxima gestión.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 13 de Noviembre de 2022

**Compras netas de divisas al sector privado**  
(en millones de u\$s)

	Compras netas de divisas
ene-22	-136,6
feb-22	-186,7
mar-22	275,0
abr-22	161,2
may-22	784,0
jun-22	948,6
jul-22	-1.282,1
ago-22	-520,9
sep-22	7.874,0
oct-22	-443,2

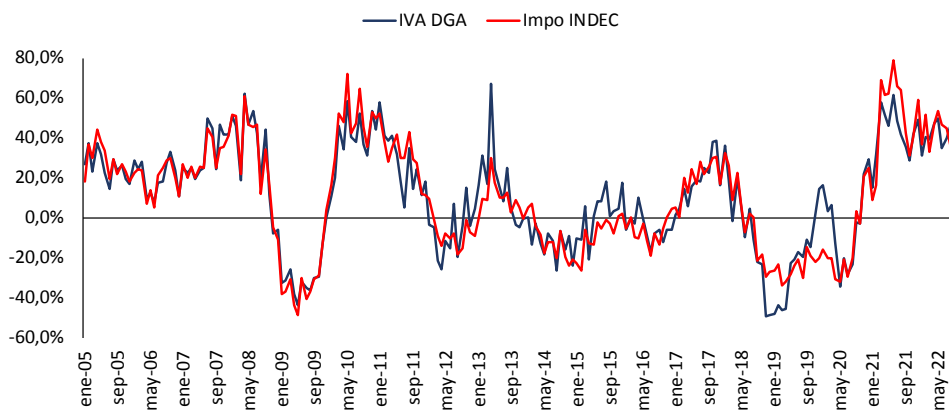
Fuente: IERAL basado en BCRA.

Las reservas netas del BCRA hicieron un piso en agosto, contabilizando apenas 1,2 mil millones de dólares (menos de una semana de importaciones). La recomposición posterior, apoyada en el "dólar soja", está permitiendo transitar las primeras semanas de noviembre con un stock de reservas netas en el orden de los 3,9 mil millones. Este número se apoya también en desembolsos netos positivos de organismos entre una fecha y otra, al tiempo que las medidas de setiembre tuvieron un elevado costo, por la violenta expansión monetaria originada en la diferencia de tipos de cambio al cual compraba y vendía divisas el Banco Central.

El nivel de las reservas luce más como un techo que como un piso, ya que en octubre el Banco Central volvió a ser vendedor neto de divisas en sus operaciones con el sector privado, por un monto de 443 millones de dólares y en lo que va de noviembre el rojo supera los 700 millones.

En el tablero de control hay variables contradictorias: si el objetivo del Central fuera llegar a fin de año con reservas netas del orden de los 4,0 mil millones de dólares, dado que en enero hay vencimientos de deuda externa por 1,2 mil millones de dólares, resulta inexorable un estricto racionamiento de las autorizaciones a importar, aun computando nuevos desembolsos netos de los organismos internacionales de aquí a diciembre.

Crecimiento Recudación IVA DGA vs Importaciones  
(Var % i.a)

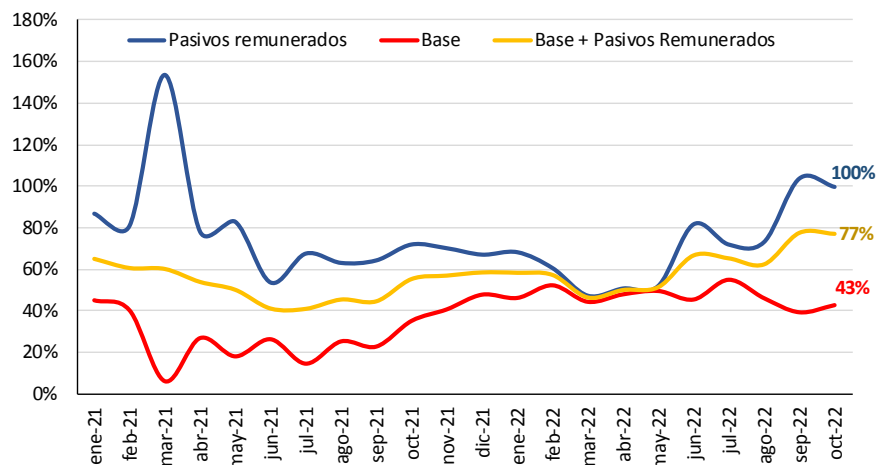


Fuente: IERAL en base a Secretaría de Ingresos Públicos, INDEC y BCRA

Después de la acumulación de operaciones de setiembre, el ritmo de las exportaciones es muy inferior en este último tramo del año, por lo que el margen disponible para liberar divisas a favor de las importaciones se comprime de forma inédita. El año pasado, el promedio mensual de las importaciones de noviembre y diciembre fue de 6,0 mil millones de dólares. Este año, en setiembre las compras al exterior fueron de 6,9 mil millones y en octubre puede estimarse que todavía han superado los 6,0 mil millones. Sin embargo, para "cuadrar" los números, es posible que el "frenazo" para noviembre y diciembre implique una merma de compras al exterior del orden del 20 %, tanto respecto de octubre como de iguales meses de 2021.

Una dinámica de estas características tiene severos efectos colaterales, por lo que el gobierno tendrá que prestarle especial atención tanto a lo que ocurra con la disponibilidad de insumos, por el riesgo de parálisis de plantas industriales, como al impacto de la escasez sobre los precios, porque cada vez más productos pasan a usar el dólar libre como referencia. El desdoblamiento cambiario de hecho no ha completado las estaciones por recorrer.

Base Monetaria y Pasivos Remunerados\*  
(Var.% i.a de saldos a fin de mes)



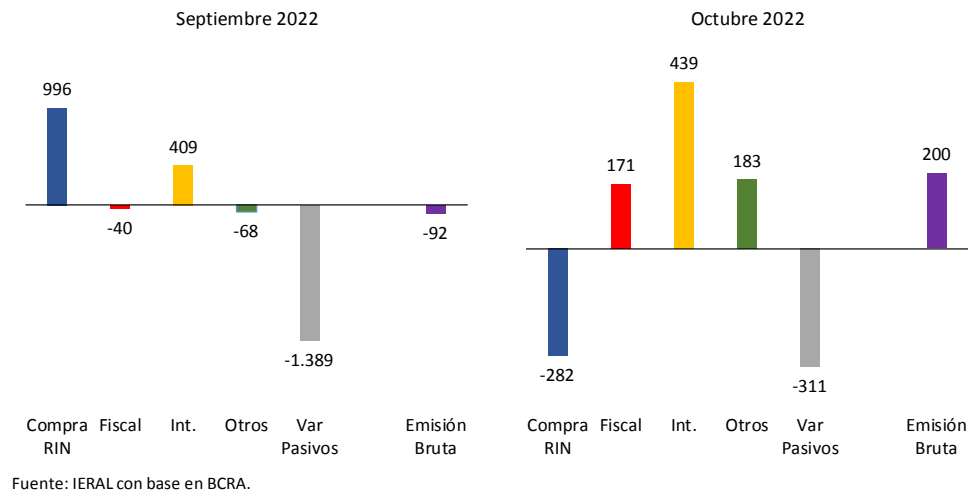
Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC.

\*Al 31-oct-22

Asimismo, pese a las limitaciones a la emisión de pesos por transferencias directas del Banco Central al Tesoro, la expansión monetaria de este año con efecto inflacionario se acerca a un piso del 80 %. La base monetaria amplia (incluye pasivos remunerados del BCRA), en las últimas mediciones marca una variación interanual de 77,0%, en un contexto de caída de la demanda de dinero y de recomposición de variables que se habían atrasado en la primera parte del año, caso del tipo de cambio oficial, los salarios y las tarifas.

En el sendero angosto en el que transcurre la política económica no están contemplados los accidentes. Desde una acentuación de la sequía hasta una crisis en el oficialismo por la falta de resultados, pasando por dificultades para hacer el "roll over" de los vencimientos de deuda interna del Tesoro, con episodios como el que le costó el puesto al ex ministro Guzmán. Ya se vio en julio pasado que el fracaso de una licitación del Tesoro gatilla automáticamente más emisión de pesos del Central (para comprar bonos que el mercado no demanda) e inmediata ampliación de la brecha cambiaria.

Factores de explicación de la Base Monetaria  
(en miles de millones de pesos)



Al respecto, hay que tener en cuenta que, de los 13,5 millones de millones de pesos de deuda interna que vencen entre noviembre y agosto (fecha de las PASO), hay 5,4 en manos privadas, de los cuales 1,3 necesitan ser refinanciados en enero y febrero. La dinámica fiscal de aquí hasta entonces será decisiva respecto de la posibilidad de un "roll over" rutinario o de nuevas turbulencias en ciernes.

En octubre el Banco Central habría intervenido en el mercado secundario de bonos del Tesoro, para sostener las paridades, por una cifra del orden de los 183 mil millones de pesos, superior a la asistencia directa al gobierno, contabilizada en 171 mil millones. Si a esos factores de expansión se agrega el taxi de las Leliq (intereses por 439 mil millones en octubre), se tiene un combo desafiante. Y las señales de política económica que pueden desactivar las inquietudes no son precisamente las originadas en congelamientos infructuosos de precios.

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° (en trámite). 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)