



IERAL

Fundación  
Mediterránea

BROKERS / ACPA

## Revista Novedades Económicas

Año 46 - Edición N° 1094 - 22 de Enero de 2024

### Se necesita Plan B, si la inflación no se ajusta a las pautas

Jorge Vasconcelos

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

Con casi todos los frentes abiertos, y a seis semanas de haber asumido, el gobierno debería comenzar a cerrar los trámites legislativos, negociando con la "oposición responsable" los puntos pendientes y factibles de aprobación, sabiendo que los márgenes de la votación en el Congreso son muy estrechos. En el plano de la macro, sería necesario contemplar un "Plan B" en caso que la inflación se siga revelando ante las pautas cambiarias y monetarias de cortísimo plazo. Si el deslizamiento del dólar oficial al 2,0 % mensual no logra anclar las expectativas, claramente no es una opción acelerar la devaluación y dejar el resto del programa tal cual está. En ese momento, partiendo de la base de éxitos (aunque sea parciales) en el Congreso y ante la Corte, habría que salir del régimen del "blend", en dirección a una menor dispersión de los tipos de cambio de comercio exterior y hacer explícita una pauta para la evolución nominal del gasto público. Sería una forma de reconocer que, bajo las condiciones actuales, no se puede confiar todavía en una única ancla cambiaria y/o monetaria para hacer aterrizar las expectativas de inflación, debiendo recurrirse a un esquema de "anclas múltiples" que se refuercen entre sí.

**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

## Se necesita Plan B, si la inflación no se ajusta a las pautas<sup>1</sup>

Con casi todos los frentes abiertos, y a seis semanas de haber asumido, el gobierno debería comenzar a cerrar los trámites legislativos, negociando con la "oposición responsable" los puntos pendientes y factibles de aprobación, sabiendo que los márgenes de la votación en el Congreso son muy estrechos. En el plano de la macro, sería necesario contemplar un "Plan B" en caso que la inflación se siga revelando ante las pautas cambiarias y monetarias de cortísimo plazo. Si el deslizamiento del dólar oficial al 2,0 % mensual no logra anclar las expectativas, claramente no es una opción acelerar la devaluación y dejar el resto del programa tal cual está. En ese momento, partiendo de la base de éxitos (aunque sea parciales) en el Congreso y ante la Corte, habría que salir del régimen del "blend", en dirección a una menor dispersión de los tipos de cambio de comercio exterior y hacer explícita una pauta para la evolución nominal del gasto público. Sería una forma de reconocer que, bajo las condiciones actuales, no se puede confiar todavía en una única ancla cambiaria y/o monetaria para hacer aterrizar las expectativas de inflación, debiendo recurrirse a un esquema de "anclas múltiples" que se refuercen entre sí.

En este primer trimestre, la recesión, con una caída del PIB que podrían alcanzar al 5,0 % interanual, junto con un ajuste fiscal basado en factores transitorios, están ayudando al control de las variables macro, pero es necesario ampliar el horizonte. Pasar en limpio el presupuesto 2024 del sector público nacional con guarismos creíbles sobre cómo habrá de eliminarse el déficit, podría constituirse en una de las anclas más firmes, pero depende también de apoyo del Congreso, dónde se juega 1/3 del ajuste fiscal. Existe terreno de convergencia entre legisladores del oficialismo y los representantes de gobiernos provinciales junto con otras bancadas. La parte fiscal de la ley ómnibus y la restitución del impuesto a las ganancias podrían ser prenda de negociación y, al reforzarse los recursos de coparticipación por esta vía, los gobernadores tendrían menos incentivos para sumarse a La Rioja.

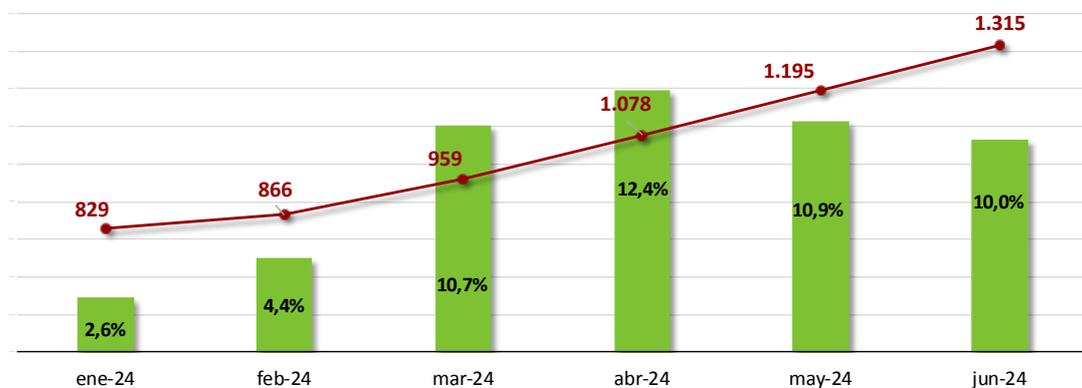
La herencia del 10 de diciembre obligaba a una devaluación del peso como la registrada en el arranque de la actual gestión, pero no había que engañarse respecto a las consecuencias: la economía del presente está en las antípodas de 2001/2002, cuando un salto del tipo de cambio de 1 a 4 pesos por dólar (después se estabilizó en torno a 3.0) tuvo mínimo impacto sobre la inflación. La variación del IPC a diciembre de 2002 terminó siendo de 41,0 % interanual, con un pico en abril de ese año de 10,4 % mensual. En 2001/02 se conjugaron una altísima tasa de desempleo y muy elevada capacidad ociosa en las empresas (con inversiones previas que la habían modernizado), la ausencia de mecanismos de indexación y un gasto público que, en términos del PIB, era la mitad del actual, contando las tres jurisdicciones.

---

<sup>1</sup> Una versión reducida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 21 de Enero de 2024

No contemplar las diferencias entre 2001 y 2024 puede llevar a diagnósticos y recetas equivocadas. Es el caso de las cuasimonedas. Al lanzar el BOCADE, el gobierno de La Rioja invocó la experiencia de veinte años atrás, pero la situación actual no tiene punto de comparación con el 2001, cuando las cuasimonedas se emitieron en un contexto deflacionario y de extrema iliquidez. En las provincias en las que eventualmente se vuelvan a aprobar este tipo de bonos, habrá un impacto inflacionario adicional al del devaluado peso y, para el sector privado, habrá un deterioro de rentabilidad ya que los impuestos nacionales y el pago a proveedores “transfronterizos” no podrá hacerse con el bono local. O sea, a mayor emisión de títulos como el de La Rioja, menores incentivos habrá para empleos del sector privado.

Evolución Contratos Dólar Futuro al 16-Ene-24  
 \$/USD y Var % mensual esperada



Fuente: IERAL en base a Matba-ROFEX y BCRA

La devaluación de mediados de diciembre pasado fue acompañada de una política fiscal y monetaria más estricta, para acotar el impacto inflacionario. Sin embargo, subsisten generadores de emisión monetaria; los números fiscales se pueden cuadrar al instante pero no sostenerse en el tiempo; los mecanismos indexatorios aportan inercia. Tampoco el Central tenía reservas como para aspirar a un ancla cambiaria creíble, en un partido de ajedrez en el que “las negras también juegan”, por lo que los resultados no necesariamente reflejan las intenciones del gobierno.

La fluidez del escenario obliga a un monitoreo permanente de la coyuntura, no sólo por la suerte de leyes y decretos en el Congreso y la Justicia. Hay una tensión permanente entre el objetivo de licuar pasivos en pesos y recuperar reservas del Banco Central, que se contiene por las restricciones que subsisten para que las empresas accedan a dólares financieros y comerciales (pago de importaciones). Sin embargo, es un delicado equilibrio asediado por múltiples amenazas, por caso, si el guarismo de inflación de enero queda más cerca de 25 % que de 20 %.

Argentina: Brecha cambiaria con el dólar CCL\*

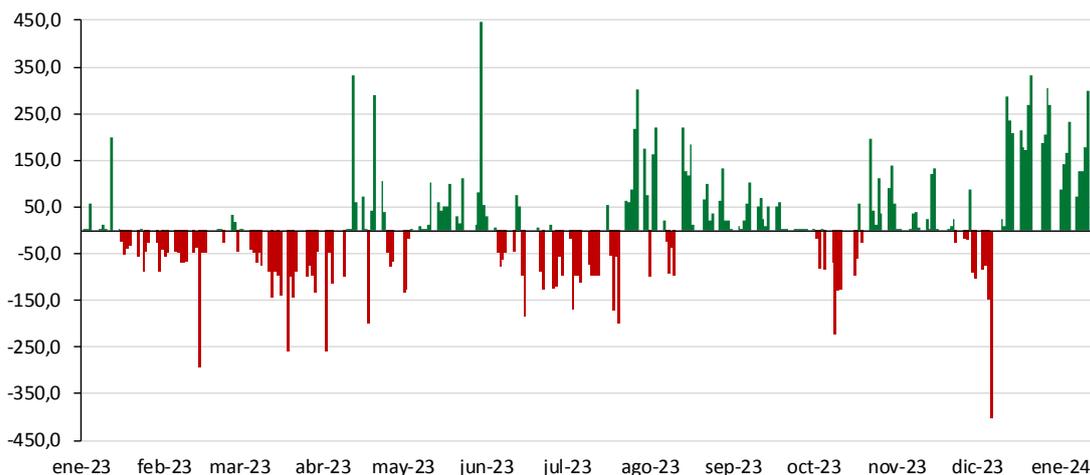


\*Al 16-Ene-24

Fuente: IERAL en base a BCRA y Ámbito Financiero

**Reservas del BCRA:** el Central acumula compras de divisas por US 1.734 millones en 2024 y USD 4.630 millones desde el cambio de gobierno. El dato es alentador, pero hay que tener en cuenta que la demanda de dólares de importadores sigue cuotificada; en las primeras semanas se agolparon los incentivos a la liquidación de los exportadores, porque el deslizamiento del tipo de cambio oficial al 2,0 % mensual no se habrá de modificar en los inmediatos; mientras, la ampliación de la brecha cambiaria aparece como el mal sustituto de esa modesta pauta.

Compras Netas diarias del BCRA  
En Millones de USD

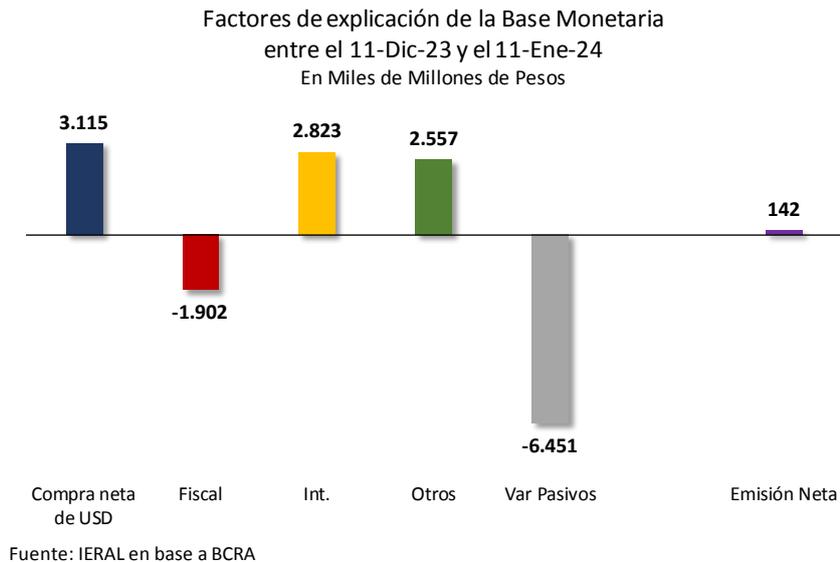


Fuente: IERAL en base a BCRA

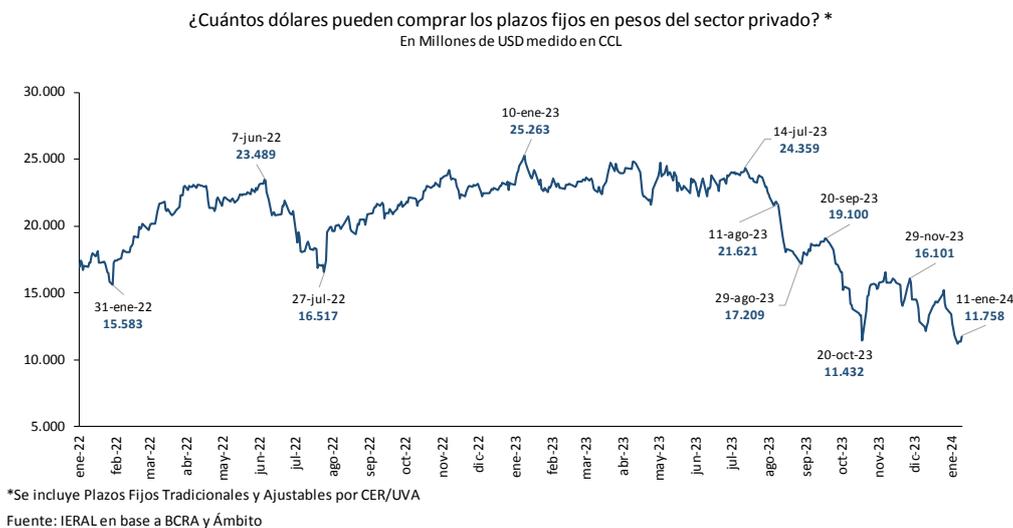
En lo que va del 2024, el "blend" de tipo de cambio de exportación pasó de 841,5 pesos por dólar a 897,9 en el último dato. Se trata de una variación de 6,7 %,

conseguida por una ampliación de la brecha cambiaria de 20,4% a 48,4% (el 20 % de las exportaciones se liquidan por el CCL).

Obviamente, esta trayectoria abre interrogantes acerca del ritmo al que se seguirán recuperando reservas y cómo habrá de llegar el esquema cambiario a abril, el mes en el que el gobierno espera que ingresen a raudales los agrodólares. En este sentido, la brecha cambiaria opera como el "canario de la mina", que pone en alerta al campamento cuando falta el oxígeno.



**Emisión y esterilización:** En lo que va de la nueva gestión, la emisión bruta de pesos por parte del BCRA alcanzó a \$6.6 billones, por lo que la expansión de la base monetaria se pudo contener en torno al 2,0 % mensual sólo por un incremento sostenido de los Pasivos Remunerados, que desde el 7 de diciembre pasado se han incrementado en 32,1 %. Esto porque de cada 100 pesos que se emiten, todavía 77 pesos son retirados por la emisión de títulos del Central (antes Leliq, ahora pases).



**¿Exceso de pesos?** Existen distintos indicadores para medir hasta qué punto el “exceso de pesos” puede complicar el manejo de la macro. Una de las formas más simples de seguir este fenómeno es valuar los plazos fijos en pesos del sistema en dólares a la paridad del mercado libre, y este indicador muestra un achicamiento significativo del “exceso de pesos”, ya que a la cotización del CCL, estos depósitos equivalen ahora a 11,7 mil millones de dólares, una merma de 25 % respecto de fin de noviembre.