



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 41 - Edición N° 977 – 25 de Marzo de 2019

Menos pesos, más dólares, pero con plazos que se acortan

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

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

Menos pesos, más dólares, pero con plazos que se acortan ¹

Jorge Vasconcelos

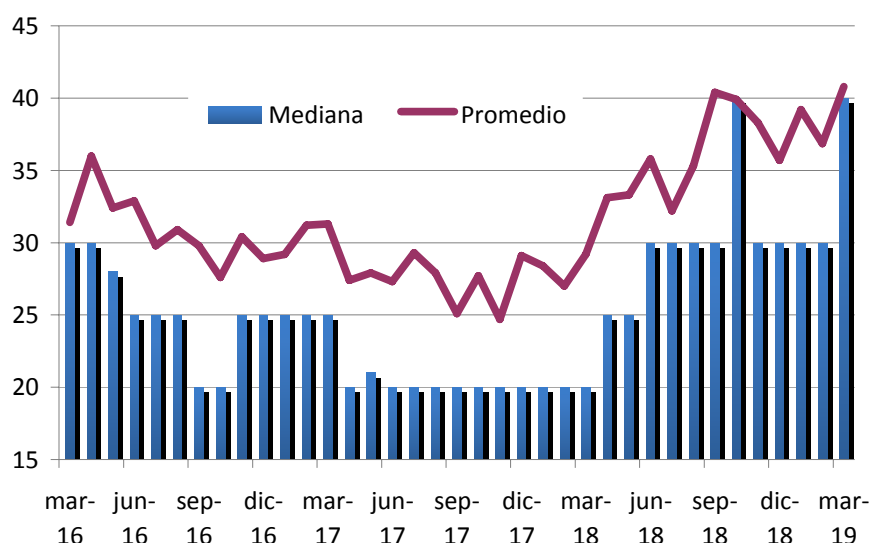
El restyling del programa acordado entre el gobierno argentino y el FMI, anunciado formalmente el lunes 18 de marzo, no sólo incluye la autorización al Tesoro para vender 9,6 mil millones de dólares, comenzando en abril con un cupo de 60 millones diarios, sino también límites más estrictos para la emisión de pesos por parte del Banco Central, buscando anclar las expectativas de inflación. El rediseño del plan ocurre en un contexto ambivalente. Por un lado, a diferencia de octubre, cuando el esquema comenzó a aplicarse, hay evidencias de que el nivel de actividad dejó atrás el piso de la crisis pero, al mismo tiempo, la inflación no cede y marzo amenaza con igualar o superar el guarismo de febrero, con expectativas que se han deteriorado en este plano, y un mercado cambiario y financiero que ya comenzó su cuenta regresiva en términos políticos, de cara a las PASO de agosto.

¹ Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 24 de marzo de 2019

El restyling del programa acordado entre el gobierno argentino y el FMI, anunciado formalmente el lunes 18 de marzo, no sólo incluye la autorización al Tesoro para vender 9,6 mil millones de dólares, comenzando en abril con un cupo de 60 millones diarios, sino también límites más estrictos para la emisión de pesos por parte del Banco Central, buscando anclar las expectativas de inflación. El rediseño del plan ocurre en un contexto ambivalente. Por un lado, a diferencia de octubre, cuando el esquema comenzó a aplicarse, hay evidencias de que el nivel de actividad dejó atrás el piso de la crisis pero, al mismo tiempo, la inflación no cede y marzo amenaza con igualar o superar el guarismo de febrero, con expectativas que se han deteriorado en este plano, y un mercado cambiario y financiero que ya comenzó su cuenta regresiva en términos políticos, de cara a las PASO de agosto.

El relajamiento prematuro de la política monetaria entre mediados de enero y de febrero, sin que en ese momento hayan existido indicios claros de desaceleración de la inflación, constituye un “error no forzado” cuyas consecuencias el gobierno todavía está pagando. Por un lado, deterioró la credibilidad de la política antiinflacionaria y, por el otro, alimentó la volatilidad del mercado cambiario, con lo que esto implica en la Argentina.

Expectativas de inflación para los próximos 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Di Tella

Actuando en cierto modo detrás de los acontecimientos, hubo reacción cuando el dólar comenzó a subir, pero estas idas y venidas han hecho daño. La tasa de interés (Leliq), desde un piso de 44 % a mediados de febrero ahora se ubica en torno a 65 % anual. Como en el juego de la OCA, se volvió al nivel que tenía la tasa de interés a mediados de noviembre, con la gran diferencia que, a igual rendimiento de Leliq, ahora el dólar cotiza casi 5 pesos más que en aquel momento. Esto no ha sido gratuito en términos de

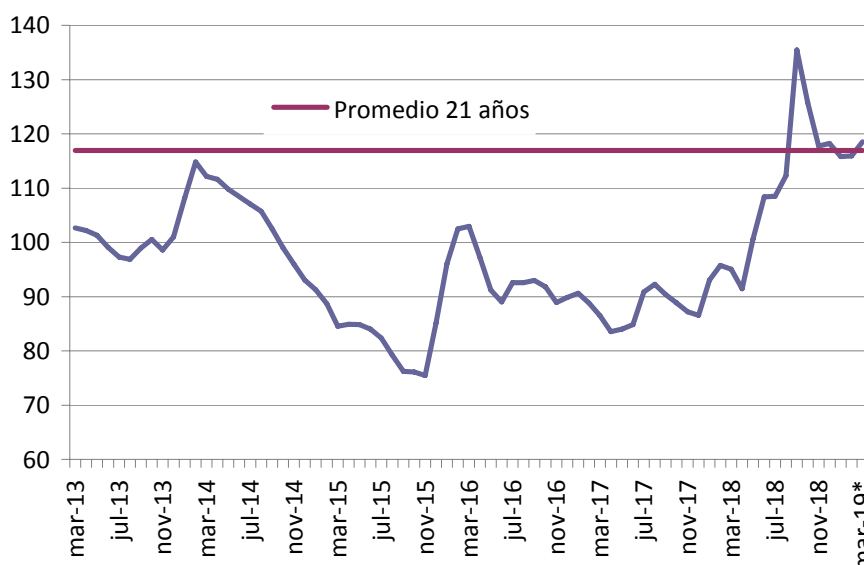
traspaso a precios de la devaluación y de expectativas de inflación, que han subido al 40 % anual, tal como mostró la última encuesta de la Di Tella. Muy inoportuno desde el punto de vista del oficialismo, ya que a mediados de noviembre faltaban 9 largos meses para las PASO, y ahora menos de cinco.

El programa acordado con el FMI, de todos modos, se está cumpliendo en un grado suficiente como para que en las últimas horas se anunciara un nuevo desembolso del crédito, de casi 10,9 mil millones de dólares. Y, además, pese a la tradicional resistencia del organismo a que las divisas aportadas por sus créditos se utilicen en el mercado cambiario del país, esta vez se habilitó al Tesoro a vender contra pesos la cifra de 9,6 mil millones de dólares, en licitaciones que arrancan en abril, a razón de 60 millones diarios.

Aunque positiva para las expectativas, esta operatoria no disimula que subsiste la amplia brecha entre el piso y el techo de la "zona de no intervención", del orden del 30 % y debe tenerse en cuenta que si el Tesoro le vende dólares a particulares, los pesos de contrapartida no serán esterilizados por el Banco Central. A su vez, si la divisa perforara el piso de la zona de no intervención, habría operaciones directas entre Hacienda y el BCRA y, en ese caso, habría emisión monetaria por hasta 2 % de la base (cierto es que este agregado se ha achicado un 20 % en términos reales en poco tiempo).

Tipo de cambio real multilateral

Índice con base 17-12-15=100

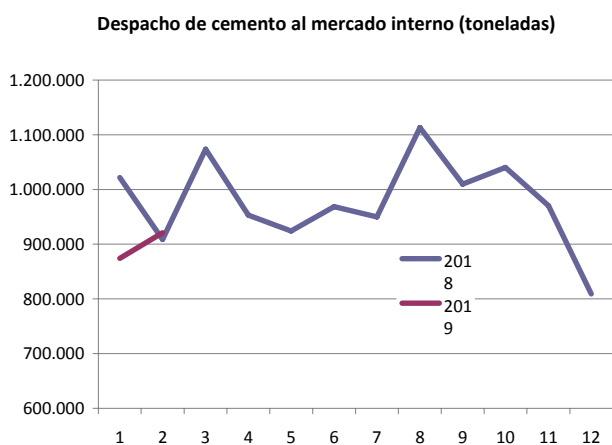


*promedio hasta 19 de Marzo

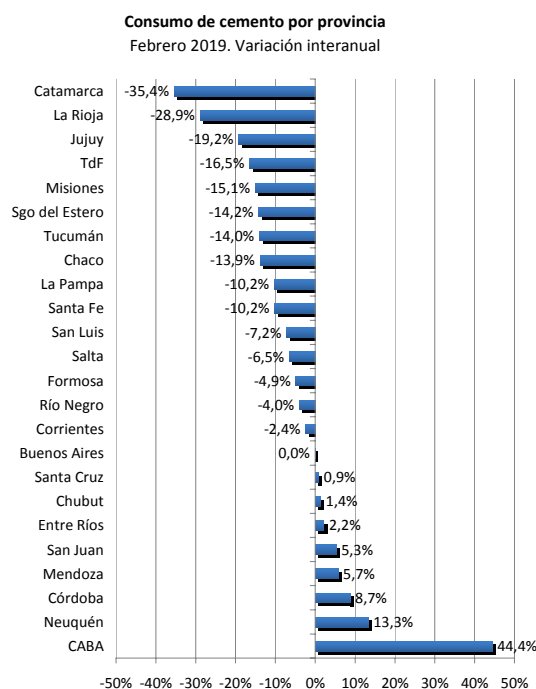
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Los pesos que le faltan al Tesoro para pagos en moneda local equivalen a 3 mil millones de dólares. Es decir, del total a ofrecer en el mercado, hay 6,6 mil millones que tienen un rol más “cambiarío” que “fiscal”. Si hubiera ventas directas al Banco Central (debajo del piso de la “banda”), éste reforzaría sus reservas, ganando poder de fuego para intervenir a posteriori. Pero ese mecanismo sólo se activaría por encima de la zona de no intervención, tras un fuerte salto del dólar hasta un precio que hoy es de 50,65 pesos, y que se irá ajustando al 1,75 % mensual a partir de abril.

En un año sin elecciones, el mercado cambiario no debería experimentar sobresaltos, con un tipo de cambio real cerca del promedio de dos décadas. Sin embargo, la economía no podrá evitar entrar en “modo electoral”, de la mano de la definición de candidaturas y de las encuestas.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

Asoman en este escenario dos notables paradojas:

- Una de las peculiaridades de esta crisis es que, pese a todo, las finanzas provinciales han estado protegidas, a diferencia de otros episodios (cuasi-monedas!!). En parte, esto ha ocurrido por decisión del gobierno nacional, que aumentó transferencias y quitó discrecionalidad. Así, para este año electoral los oficialismos de cada jurisdicción lucen bien plantados, y habrán de impulsar obra pública y actualizar sueldos a buen ritmo. De hecho, en febrero ya 9 provincias habían salido del terreno negativo en la variación interanual del consumo de cemento. Una buena para el gobierno nacional por el lado del nivel de actividad, pero al costo de una posible disminución de las chances de Cambiemos en cada provincia en la que es oposición (19 de 24)

- La segunda paradoja tiene que ver con el eventual fortalecimiento de un nuevo espacio para las presidenciales, de la mano de Alternativa Federal. Si esta opción pasara a ser un “tercero en discordia”, esto podría ayudar a que inversores y ahorristas perciban menos chances de escenarios disruptivos para la economía después de octubre, alejando riesgos de cepos y default. Ese impacto sería ambivalente, ya que por un lado acotaría las turbulencias del mercado cambiario (positivo para el gobierno) pero, por otro lado, debilitaría la estrategia electoral del oficialismo, basada en la polarización.