



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 788 – 19 de agosto de 2014

¿Se esconde un plan tras la baja forzada de tasas?

Jorge Vasconcelos

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



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

Resumen

¿Se esconde un plan tras la baja forzada de tasas? ¹

Una de las principales señales de política económica de la última semana fue la reducción de un punto porcentual en las tasas de las Lebac, títulos emitidos por el Banco Central con los que se absorbe la liquidez de los bancos. Esto le baja la referencia que utilizan las entidades para remunerar a sus depositantes. No es que esas tasas estén elevadas en términos reales, ya que los plazos fijos mayoristas rinden 18,2 puntos porcentuales por debajo de la inflación. O sea, habiendo ya una tasa muy negativa en términos reales, el gobierno parece querer profundizar ese fenómeno. Caben dos interpretaciones frente a esta movida: a) los funcionarios intentan salir de la recesión con medidas voluntaristas, que habrán de alimentar más a la inflación y a la brecha cambiaria que al nivel de actividad; b) esta es la punta del iceberg de una serie de decisiones que intentan lograr un "overshooting" (sobre-reacción) en la cotización del "dólar blue" para después desembocar en un desdoblamiento cambiario y la creación de un segmento financiero libre. Este segundo escenario luce más racional, pero para diferenciarse del frustrado "plan primavera" de la última parte de la gestión de Alfonsín, requeriría algún tipo de compromiso fiscal por parte del gobierno, además de una confianza en el funcionamiento del mercado cambiario/financiero que hasta ahora no ha exhibido.

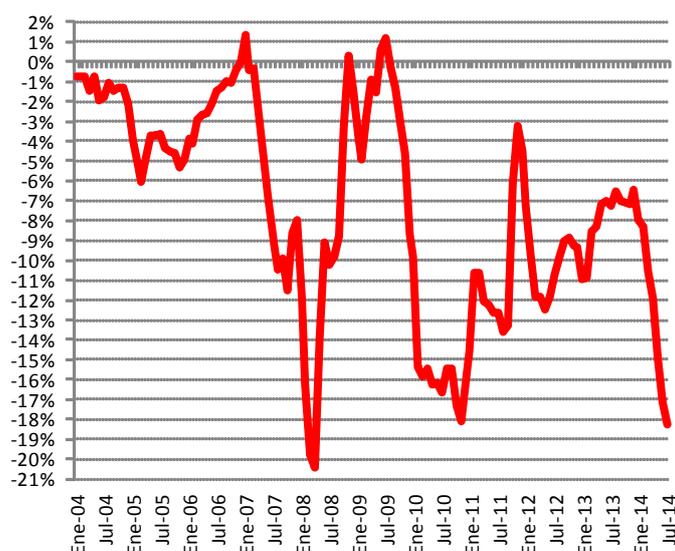
Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea. Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5160632. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2º 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 ieralcordoba@ieral.org

¹ Nota publicada en el diario La Voz del Interior del 17 de Agosto de 2014

Las tribulaciones judiciales en Nueva York forman una madeja que luce cada día mas enredada. Si alguien apostó a que el gobierno pasaría a ser más prudente en el frente interno mientras el externo siguiera abierto, ya sabemos como le fue. En el plano fiscal, el gasto primario del sector público nacional, que venía aumentando en un andarivel algo por encima de 40 % interanual en términos nominales, aceleró el ritmo en junio a 56,5 % interanual (a mediados de ese mes se conoció que la Corte Suprema de los Estados Unidos no revisaría el fallo de Griesa). Y si los manuales recomiendan endurecer la política monetaria cuando la fiscal se hace más expansiva, no es eso precisamente lo que ocurrió, dado el impulso bajista decidido para las tasas de las Lebacs. A esto se suma la reciente denuncia encuadrada en la ley antiterrorista a una empresa estadounidense que se presentó en quiebra y el lanzamiento de un proyecto de reforma de la Ley de Abastecimiento que ha provocado la reacción unánime de las distintas cámaras empresariales. Esta última iniciativa difícilmente contribuya a mejorar el clima de negocios: si avanza en el Congreso, en las empresas habrá temor a intervenciones arbitrarias, dado el diagnóstico oficial que la inflación no deviene de la política fiscal y monetaria sino de la manipulación de los precios. En cambio, si el proyecto se frena en el Parlamento o termina saliendo con muchas modificaciones, entonces será una señal de fuerte debilitamiento del Ejecutivo y de dificultades crecientes para alinear a la “tropa propia”, complicando la gobernabilidad.

Tasas de Interés Pasiva Real

Tasa BADLAR, promedio mensual - IPC (desde 2007 IPC San Luis)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/BCRA, INDEC, GCBA y Prov. San Luis

Ya se ha analizado aquí que hay decisiones de política económica del gobierno que no tienen una explicación fácil, ya que terminan perjudicando a la propia gestión oficial. En el pasado, el caso más claro fue la introducción de severos controles al cambio y al comercio exterior hacia fin de 2011, con las derivaciones conocidas que llegan hasta hoy. Por lo tanto, puede ocurrir que la aceleración del gasto público y el simultáneo aflojamiento de la política monetaria sean fruto de la convicción oficial que minimiza los riesgos inflacionarios que implica este mix de política económica. Y que el plan sea exactamente el que está a la vista.

Si fuera así, entonces la economía podría llegar a replicar en los meses venideros la pulseada de los mercados de fin del año pasado, que desembocó en la devaluación de enero y en la suba temporal de las tasas de interés. Un corolario de ese recorrido fue el pico inflacionario de principios de este año, con una suba del costo de vida de 4,8 % en enero y 4,4 % en febrero (según el índice de la Ciudad de Buenos Aires).

Hay dos diferencias preocupantes respecto de la experiencia de los últimos meses de 2013: a) ahora la economía y el empleo están en una situación mucho más frágil que la de agosto del año pasado; b) el cuadro fiscal se ha deteriorado y el uso de la emisión monetaria puede acentuar las presiones inflacionarias y devaluatorias.

Obsérvese que en 2013 la emisión del Banco Central a favor del Tesoro fue de 94 mil millones de pesos, pero con una clara diferencia estacional. En el período enero-julio las transferencias promediaron los 2,8 mil millones de pesos mensuales, mientras que en los últimos cinco meses de 2013 ese guarismo se multiplicó por 5,3, pasando a una cifra de 14,8 mil millones por mes. Este año, en el período enero-julio, la emisión monetaria con destino al Tesoro se ubicó en el andarivel mensual de los 5,2 mil millones de pesos, por lo que si se mantuviera la relación estadística de 2013, de aquí a diciembre deberíamos esperar un ritmo de transferencias del orden de los 27,6 mil millones de pesos por mes. Desde agosto se acumularían 138 mil millones.

Cuando se mide la incidencia de la emisión de origen fiscal sobre la base monetaria, como forma de aproximar las presiones inflacionarias, se llega a un número preocupante. El año pasado, el promedio mensual de emisión de 14,8 mil millones de pesos de agosto-diciembre significó el 4,5 % de la base monetaria de julio. Este año, el andarivel de los 27,6 mil millones por mes significaría una expansión mensual de 7 %, partiendo de la base monetaria de julio. Habrá un salto en las presiones inflacionarias o la necesidad de volver a subir las tasas de las Lebacs para absorber los excesos de liquidez.

La otra posibilidad, que sólo puede plantearse en términos de conjetura es que, para no modificar el nivel de las tasas nominales de interés en torno al 20 % anual, el gobierno termine aplicando un desdoblamiento cambiario, transformando lo que hoy es el “blue” en un tipo de cambio financiero, por el que se canalicen las operaciones de turismo, servicios, transporte, y también los movimientos de capitales (inversiones y préstamos). Un mercado cambiario de estas características tendría una cotización similar a la del actual “blue”, por lo que tendría más consistencia con las actuales tasas de interés. Puede encontrarse un antecedente en el llamado “plan primavera”, lanzado en 1988 por el gobierno de Alfonsín. La experiencia no salió bien, porque el ascendente déficit fiscal y cuasi-fiscal (el del Banco Central) potenció las expectativas inflacionarias. Es decir, un ensayo de estas características requeriría de todos modos de una efectiva ancla antiinflacionaria (la política fiscal) y aceptar que sea el mercado el que defina la cotización del dólar en el segmento financiero, para desvincularlo de la evolución de las reservas del Banco Central.

No hay información que anticipe un escenario de estas características. El bosquejo surge de buscar un hilo conductor de racionalidad entre el nivel actual de las tasas de interés y el resto de las variables económicas. Pero no deben olvidarse los requisitos de confianza en los mercados y de política fiscal para intentar este camino.