



AGENDA ECONÓMICA 11

AL RITMO DEL DÓLAR: EL IMPREVISIBLE CAMINO
A OCTUBRE

Abril 2019



Observatorio
de Coyuntura Económica
y Políticas Públicas

Claves

- *Todos los datos de actividad económica, ingresos y empleo presentan caídas. El deterioro del mercado laboral es el peor desde la gran crisis de 2001/02.*
- *El gobierno nacional apuesta a contener el precio del dólar para estabilizar la situación previo a las elecciones. Como complemento, dispuso un conjunto de medidas adicionales para recuperar el consumo, pero cuya eficacia dependerá de la evolución del tipo de cambio.*
- *En los últimos tres eventos electorales (2013, 2015 y 2017) la economía se recuperó de recesiones en el año anterior con medidas expansivas, sin embargo, la profundidad de la recesión actual es mayor por lo que la recuperación no será tan sencilla.*
- *La estabilidad cambiaria no está asegurada. El BCRA hoy no cuenta con las herramientas de intervención para enfrentar una fuerte demanda diaria de divisas, ni un nivel de fuga de capitales superior a los 10.000 millones de dólares.*

1- La economía en terapia intensiva

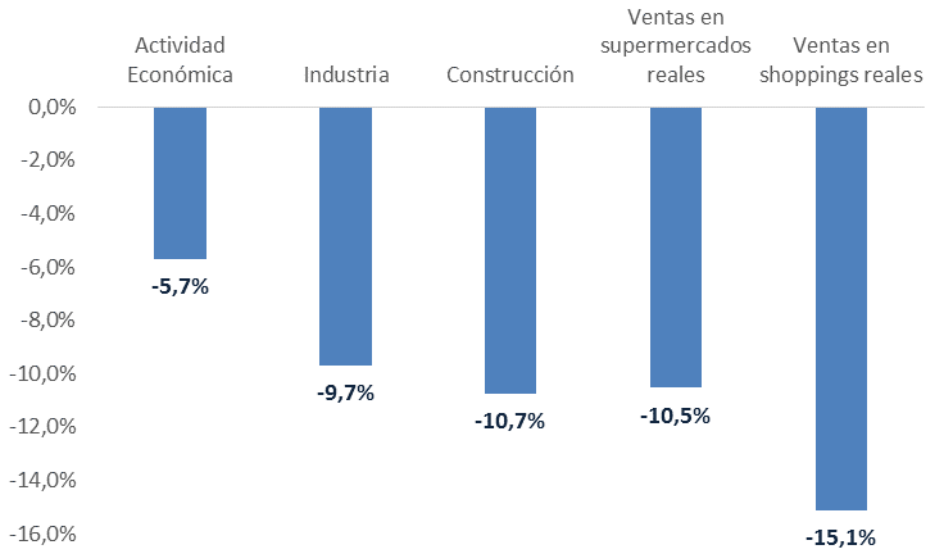
Todas las variables se mueven al ritmo del dólar. Desde la imagen de Macri en las encuestas hasta la actividad económica, la inflación y la pobreza. Por eso no es casual que la decisión política del gobierno sea estabilizar cuanto antes el tipo de cambio.

En la devaluación de 2018 se encuentra el germen inmediato de la actual situación. La disparada del dólar, cuyo precio subió un 103% desde abril del año pasado, es el principal factor detrás de la aceleración de la inflación, que pasó de un 25,5% en abril de 2018 a 54,7% interanual, según el último dato disponible (marzo 2019).

La inflación de los últimos doce meses le ganó la carrera a los aumentos salariales por varios cuerpos. A febrero, el salario registrado presenta un 11,0% menos de poder adquisitivo que un año atrás. A lo largo de la gestión de Macri la caída del salario real registrado es de 17,8%.

Esta caída del poder adquisitivo también alcanzó a las jubilaciones y prestaciones sociales (aunque la AUH logró compensar con el aumento de marzo). En conjunto, la pérdida de ingresos reales sigue impactando fuertemente en la demanda y con ello en la actividad económica y el empleo. Las ventas en supermercados y en shoppings, representativas del consumo privado, se retrajeron en términos reales un 10,5 y 15,1%. La actividad económica se encuentra muy golpeada y en febrero anotó su novena baja consecutiva: -5,7% interanual. Esto a su vez es muy relevante para explicar el aumento del desempleo, que en el cuarto trimestre marcó 9,1%, 1,9 p.p. por encima del mismo periodo del año anterior. Este salto es el mayor desde la gran crisis de 2002. Por su parte, la cantidad de trabajadores registrados en enero se ubicó en 12,1 millones, 263.378 menos que un año atrás.

Gráfico 1. Indicadores de actividad económica y consumo.



Fuente: *elaboración propia en base aINDEC*

Las estrategias destinadas a contener el dólar, como el aumento de la tasa de interés al nivel más elevado en términos internacionales, y el ajuste de gasto público pactado con el FMI, contribuyen a deteriorar aún más el estado de la economía. Tras el intento de bajar de la tasa de Leliqs en febrero hasta 44%, hoy estas letras del BCRA destinadas a los bancos se ubican en 67%. El objetivo es que estas tasas se trasladen a los plazos fijos para desincentivar la dolarización, una estrategia muy costosa que no siempre da resultado y ha requerido medidas adicionales.

El dólar aún continúa registrando importantes fluctuaciones diarias. La economía argentina es muy frágil, con una oferta de divisas que se frena apenas crecen las expectativas de devaluación y una demanda que se acelera a la par. Así, cualquier episodio adverso en el contexto internacional o mínimas bajas en la tasa de interés impactan en Argentina muy por encima de lo que lo hacen en otros países de la región. En esta dinámica contribuye el acuerdo entre el gobierno y el FMI: el Banco Central se encuentra atado de manos al no poder vender reservas internacionales para frenar aumentos del dólar. Por eso, compras no significativas pueden disparar el tipo de cambio y con eso alterar al conjunto de la economía.

El gobierno es consciente de esta debilidad y su objetivo número uno en materia económica parece ser la estabilidad del dólar. Asimismo, anunció algunas políticas en pos de una recuperación económica antes de las elecciones, las cuales sostenemos que sólo podrán tener efectividad si el dólar se mantiene estable.

2 - Objetivo: estabilidad

El pilar del plan del gobierno es la estabilidad del dólar. Con esta premisa como condición necesaria, también propone algunas medidas extras para alcanzar una estabilidad (¿y una leve recuperación?) antes de octubre.

1- Estabilidad del dólar: como medida principal el gobierno ha fijado el techo de la banda en \$51,45. Esto quiere decir que el BCRA intervendrá vendiendo reservas internacionales en caso de que la cotización de la divisa supere esta cifra. Además, aún dentro de la banda el Tesoro Nacional venderá USD 60 millones diarios por un total de USD 9.600 M con un claro fin cambiario, ya que el monto representa tres veces las necesidades de financiamiento en pesos. Asimismo, desde principio de año el gobierno está usando las herramientas que tiene a su alcance para estabilizar el precio de la divisa y mantenerla lo más cercano al piso de la banda. La tasa de la Leliq, referencia (aunque no lineal) para las tasas de los depósitos y los créditos, se ubica en el nivel más alto del mundo (67%), tanto en términos nominales como reales, a fines de desincentivar la dolarización. El BCRA interviene vendiendo dólar futuro para alentar la demanda de este instrumento en detrimento de dólares. La judicializada política cambiaria (Causa del Dólar Futuro) está permitida en el acuerdo con el FMI aun cuando el tipo de cambio este dentro de la banda. También el Banco Nación ha vendido dólares para calmar la cotización en las últimas semanas.

2- Recuperación del salario real entre abril y octubre: en los presentes meses se están desarrollando las negociaciones paritarias. Esto no alcanzará para recuperar lo perdido el año pasado, pero sí a que el poder adquisitivo mejore entre hoy y octubre, en caso que el dólar se mantenga estable y la inflación se desacelere.

3 - Líneas de crédito subsidiadas: en el marco de una tasa de interés en niveles exorbitantes, que solo se reducirá en la medida que se calme el mercado cambiario, el gobierno planea realizar un conjunto de líneas de crédito subsidiadas para impulsar el consumo. En abril ya anunció una ampliación de la línea de Créditos Argenta, ahora créditos ANSES. Estos créditos dirigidos a jubilados y titulares de la Asignación Universal por Hijo tendrán una tasa en torno al 50%, muy inferior al nivel de mercado, y con un tope que duplica al anterior. Estas líneas fueron muy exitosas en 2017 y el gobierno vuelve a apelar a ellas. Asimismo, se dispondrán descuentos de entre 10 y 15% en diversos sectores para jubilados y beneficiarios de políticas de ingreso. Por último, se ampliarán los créditos Procrear y créditos para conexiones de los hogares a red de gas natural.

4 - Fiscales: en términos fiscales el gobierno adelantó el aumento de la Asignación Universal por Hijo: en marzo se incrementó un 46%, cuando la ley (reformulada por el propio macrismo) estipulaba un aumento de 11,8% que se escalonaría a lo largo del año. Otra medida en este sentido ha sido, tras los aumentos de tarifas de principio de año, la instauración de tarifa plana en el gas. Esto quiere decir que en los meses más fríos las tarifas se pagarán con un descuento del 20% (entre mayo y septiembre), que luego será compensado en los meses de verano (a partir de diciembre), tras las elecciones. En cuanto a la electricidad, transporte y peajes se suspenden los aumentos para el resto del año.

5- Acuerdo de precios: en el marco del programa Precios Cuidados se lanza el congelamiento de precios de 64 productos “esenciales” por seis meses en supermercados. El acuerdo con las empresas apunta a que se abastezcan 2.500 puntos de venta adheridos en todo el país. Será controlado por 350 fiscalizadores. También se negoció un precio de referencia para determinados cortes de carne en el Mercado Central.

Cuadro 1. Medidas preelectorales y condicionantes

Tipo de política	Medidas	Condicionante
Cambiaria	<ul style="list-style-type: none"> * Congelamiento de banda cambiaria * Tasas de interés muy elevadas para bancos * Política activa para el aumento de tasa de plazos fijos * Venta de dólar futuro 	Contexto internacional, riesgo preelectoral y falta de herramientas de intervención
Ingresos	* Recuperación salarial entre marzo y octubre	La posibilidad de éxito dependerá de la desaceleración de la inflación, la cual a su vez depende del dólar.
Crediticia	<ul style="list-style-type: none"> *Ampliación de créditos ANSES * Regreso de cuotas sin interés 	La tasa de interés de los restantes créditos seguirá en niveles muy elevados mientras se mantenga la incertidumbre cambiaria
Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> *Aumento anticipado de AUH * Instauración de tarifa plana de gas *Procrear 	La recuperación del poder adquisitivo por esta vía directa e indirecta podrían ser poco relevantes si no desacelera la inflación
Precios	* Congelamiento por seis meses de 60 productos	La inercia inflacionaria sigue siendo muy alta y afectará al conjunto de precios de la economía. La estabilidad en el precio de estos productos estará sujeta a la capacidad de fiscalización y a que no se registre un incremento brusco de costos.

3- Escenarios económicos de cara a octubre

¿Es posible que el gobierno alcance la estabilidad del dólar y una leve recuperación de cara a octubre?

El presidente del BCRA afirma que las necesidades de divisas estarían cubiertas. Por un lado, para los vencimientos de capital e intereses se dispone de los dólares prestados por el FMI al tesoro. En cuanto al sector privado, espera que haya un superávit de USD 5.000 millones en su cuenta corriente y estima la dolarización de carteras en USD 7.000 millones. Así, la dolarización no sería un problema ya que el tesoro dispondrá de 9.600 millones de dólares del préstamo del FMI para cubrir esa demanda. Sin embargo, es preciso remarcar algunos aspectos que no auguran un camino tan simple para el dólar y el resto de las variables de cara a octubre.

1- Limitación política para intervenir ante movimientos bruscos.

Actualmente, la estrategia de intervención del BCRA acordada con el FMI incluye tres aristas: ventas de USD 60 diarias por parte del Tesoro Nacional, absorción de pesos vía Leliqs y ventas de reservas internacionales por hasta USD 150 millones si el dólar supera el techo de la banda (\$51,5). Esta estrategia parece absolutamente insuficiente para frenar movimientos bruscos del tipo de cambio si se acelera la demanda. Por caso, en 2018 el BCRA llegó a vender USD 1.472 millones en un solo día para cubrir la diferencia entre oferta y demanda de dólares. Entre el 24 de abril del y el 31 de agosto de 2018 se vendieron más de USD 150 millones en 18 jornadas distintas.

2- La estimación del BCRA es optimista.

La estimación presentada por el presidente del BCRA es optimista en dos aspectos. Por un lado, en el superávit de cuenta corriente del sector privado. Por el otro, por el nivel de dolarización. En relación a lo primero, nuestras estimaciones apuntan a un resultado más equilibrado dado por un superávit en bienes que es compensado prácticamente en su totalidad por un déficit en servicios e intereses de deuda. En relación a la dolarización, observamos que no se tienen en cuenta las potenciales fuentes para la misma. Actualmente el stock de plazos fijos en pesos ascienden a USD 28.000 millones, un 42,2% más (medidos en dólares) que antes de la suba de las tasas de interés. Esto significa una diferencia de USD 8.000 millones de dólares provocada por motivos especulativos, ya que en buena medida los plazos fijos reemplazaron a las Lebac como inversión en pesos. Asimismo, los no residentes aún poseen USD 27.400 millones en activos de deuda soberana en monea nacional plausibles de dolarización. Por último, los depósitos en dólares (a la vista y plazo fijo) ascienden a USD 26.700 millones. Un retiro de estos depósitos sería problemático para el mercado de cambios ya que los bancos comerciales solo disponen del 25% de estos dólares (por encaje), y en caso de retiro de depósitos deben demandar en el mercado de cambios la diferencia. Es decir, sin contar los nuevos flujos de ingresos potencialmente dolarizables, existe un importante stock que podría correr al dólar con fuertes impactos desestabilizadores.

Sin embargo, más allá de cuál es el techo de la potencial dolarización, creemos que la evolución de la misma dependerá especialmente de dos cuestiones. Por un lado, el riesgo electoral. Antes de cada elección la fuga de capitales tiende a recrudecerse. Tanto en los eventos electorales de 2011 como 2017 (excluimos 2013 y 2015 por las distintas regulaciones cambiarias) la dolarización se ubicó por encima de los USD 20.000 millones. Por otro lado, el contexto internacional. En los últimos meses el precio del dólar se movió al ritmo del mundo de manera exacerbada. Episodios de mayor incertidumbre a nivel internacional, generan entre otras cosas ventas de activos financieros de los países emergentes. Esta dinámica afecta especialmente a Argentina por su elevada fragilidad externa y su poca capacidad de intervención en el mercado de cambios. Por el contrario, un contexto internacional favorable contribuye a calmar el precio de la divisa, como se observó a principio de año.

3- La reactivación económica deberá enfrentar otras trabas que no existieron en los años electorales precedentes

- El acuerdo con el FMI: el objetivo de déficit cero tiene como principal damnificado el gasto de capital. En tanto, el incremento del gasto social hasta el momento se ampara en la cláusula del acuerdo que estipulaba el aumento del gasto en partidas sociales hasta el 0,3% del PIB en caso de deterioro social. ¿Será más flexible el FMI en las metas?

- Altas tasas de interés: mientras el BCRA no pueda utilizar otra herramienta de intervención, y/o si se acelera la fuga, seguirá en niveles muy elevados.

- La inercia inflacionaria: más allá del shock de precios que generan los aumentos de tipo de cambio y tarifas, parece estar consolidándose una nueva inercia inflacionaria superior a la que rigió en los últimos diez años. Según nuestras estimaciones, en los últimos diez años la inercia inflacionaria explica el 40% de la inflación (el resto se explica fundamentalmente por la evolución de tipo de cambio, tarifas y salarios). Desde mayo la inflación mensual promedia el 3,8% y en ningún caso fue inferior al 2,6%. Para encontrar un registro semejante hay que retrotraerse a 1991, año de hiperinflación.

- El deterioro de la masa salarial: la masa salarial sufrió un doble deterioro, la caída de salario y del empleo. Si bien en un escenario de estabilidad del tipo de cambio y desaceleración de la inflación los ingresos reales pueden aumentar habrá que ver cuál es el poder de compra que alcanzan.

-Utilización de la capacidad instalada: la utilización de la capacidad instalada está en su nivel más bajo que desde 2002. Si bien esto facilita una rápida reacción de la producción ante aumentos de la demanda, vuelve casi imposible el desarrollo de nuevas inversiones.

A modo de conclusión, observamos que la estabilidad macroeconómica y las posibilidades de recuperación están atadas fundamentalmente a la evolución del dólar. Dada la elevada fragilidad

en el mercado de cambios (dado por la potencial fuga de capitales) creemos que para llegar con un dólar estable a octubre el gobierno deberá modificar las reglas de intervención en el mercado de cambios nuevamente. Solo en ese marco las medidas dispuestas por el gobierno podrían generar una mejora parcial del bienestar de cara a octubre. Aun así, las medidas serán insuficientes para que la economía argentina real vuelva a niveles previos a la devaluación de 2018.