

Entre la retórica y los hechos

Informe Mensual Febrero

Viernes 07 de marzo de 2014

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

El cambio regulatorio de la posición neta en moneda extranjera de los bancos y la abrupta suba implementada en las tasas de interés le permitieron al Gobierno controlar la corrida cambiaria autoinflingida: se estabilizaron las reservas, bajó el dólar informal y se moderaron las expectativas de depreciación. Mirando hacia adelante, y aun sin acceder a financiamiento externo, el Gobierno no debería tener mayores inconvenientes para mantener el nivel actual de reservas internacionales en el Banco Central. El “auxilio” cambiario lo darán la soja, las menores salidas por turismo y autos, y la caída en las importaciones por la recesión.

Con la estabilización de las reservas la economía perderá el principal mecanismo de absorción monetaria, lo que obligará a un mayor esfuerzo en materia de esterilización si se quiere sostener la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria. Con un frente fiscal que sigue sin dar ninguna señal de moderación, el peso de la absorción monetaria recaerá en el sistema financiero. El excedente de liquidez generado por el cambio regulatorio y la evolución diferencial de los préstamos en relación a los depósitos debería ser más que suficiente para absorber el incremento en el stock de Letras del Banco Central. Y el mayor costo cuasifiscal asociado no representa, al menos en el corto plazo, un problema.

Mirado en perspectiva, no se puede soslayar que el Gobierno tomó distintas decisiones que meses atrás parecían impensadas pero que la economía requería. El problema que se plantea es que esta incipiente (y parcial) racionalización de la política económica no es acompañada desde el discurso oficial: la estrategia antiinflacionaria se limita a los “Precios Cuidados” y a culpar a los empresarios, y no hay ninguna señal de moderación del frente fiscal. Así, el autismo del discurso oficial fuerza al Gobierno a sobrereactuar las decisiones de política económica para poder aplacar la incertidumbre

del sector privado. Esto implica que el ajuste se termina realizando de la peor manera, ya que profundiza el costo en términos de actividad económica, destrucción de empleo y caída del salario real, sin intentar siquiera coordinar las expectativas inflacionarias del sector privado.

El Gobierno no debería sobreestimar la tranquilidad cambiaria actual. Debajo de esa aparente calma, la economía se encamina a una recesión que puede profundizarse, y la carencia de un plan antiinflacionario creíble con un ancla fiscal hará que buena parte de las ganancias de competitividad asociadas al salto devaluatorio se evaporen con celeridad.

Domando la crisis autoinflingida

La decisión del Gobierno de convalidar un salto devaluatorio en un contexto en el cual la inflación venía acelerándose fuertemente provocó una corrida de magnitud sobre las reservas del Banco Central: entre el 23-Ene y el 3-Feb el drenaje fue de **US\$ 190 M diarios**. **La corrida cambiaria sólo pudo ser controlada cuando Fábrega logró convencer a CFK de tomar dos decisiones puntuales:** 1) poner en vigencia una regulación bancaria que estaba suspendida desde 2005¹ para obligar a los bancos a vender buena parte de sus activos en dólares, y 2) implementar una suba abrupta en las tasas de las letras del BCRA (LEBAC) con el propósito de presionar al alza las tasas pasivas ofrecidas por los bancos.

En el primer caso, **se limitó al 30% de la Responsabilidad Patrimonial Computable la posición neta en moneda extranjera de los bancos** (dólares, bonos en dólares y futuros), porcentaje que se reduce al **10% en el caso particular de las posiciones activas en el mercado de futuros de divisas**. Después de haberle permitido al sistema bancario una enorme ganancia de capital como consecuencia del salto devaluatorio², **el cambio regulatorio obliga a los bancos a desprenderse de activos dolarizados por un monto total que estimamos en unos US\$ 6.000 M antes de finalizar abril**.

El efecto sobre el mercado cambiario fue inmediato. Si bien el impacto directo de la modificación regulatoria sobre las reservas del Banco Central es mínimo (dado que prácticamente la totalidad de las tenencias de dólares físicos de los bancos ya se contabilizaban como re-

¹ Comunicación "A" 5536 del BCRA.

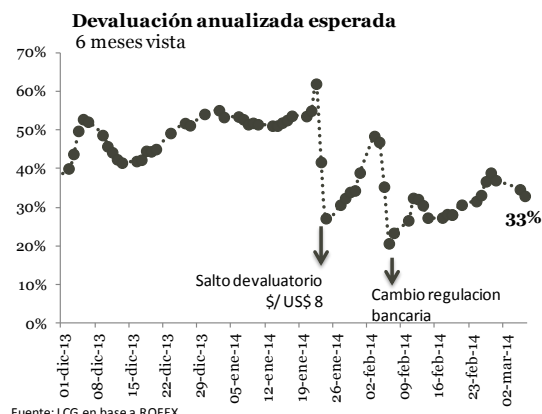
² En el pasado, cuando ocurrían saltos devaluatorios era práctica habitual obligar a los bancos a liquidar la posición neta en moneda extranjera al valor previo a la devaluación.

servas brutas)³, permitió una caída abrupta en la cotización del dólar futuro y ayudó para estabilizar el nivel de reservas. La depreciación esperada por el mercado se venía acelerando los días posteriores al salto devaluatorio y llegó a ubicarse en torno al 50% (6 meses anualizada), lo que implicaba un dólar a \$ 10 hacia fines de julio. Luego del cambio regulatorio, la depreciación esperada bajó al 20%. Como era de esperar, el impacto también fue positivo con respecto a la cotización del contado con liquidación y del denominado “dólar bolsa”.

Por otro lado, la agresiva suba implementada en las tasas de interés de las LEBAC (que terminaron ubicándose cerca del 30%, permitiendo una mayor esterilización de base monetaria para sacarle liquidez a la plaza) impactó sobre las tasas pasivas de los bancos y contribuyó a quitarle presión al dólar informal. Aun cuando las tasas siguen ubicándose por debajo de la inflación esperada, provocaron una baja significativa en el dólar informal que actualmente se ubica en torno a los \$/US\$ 11, reduciendo la brecha cambiaria al 40%.

Así, puesto ante una crisis cambiaria de magnitud el Gobierno terminó por permitir un salto significativo en las tasas de interés –que Kicillof se había resistido sistemáticamente a implementar-, lo que posibilitó estabilizar el nivel de reservas a la espera del ingreso de los dólares de la liquidación de la cosecha gruesa.

Este cambio de opinión es un buen ejemplo de cómo funciona el mecanismo de toma de decisiones hacia el interior del Gobierno: recién cuando la situación en el mercado estuvo al borde de las llamas se decidió a cambiar de estrategia monetaria. El cambio no fue la consecuencia de la elaboración de un plan integral para contener la inflación –



³ En todo caso, lo que permitió es un aumento de las Reservas Netas del Banco Central (y, consecuentemente, de su margen de intervención).

en el cual la suba de tasas resultaría un eslabón más-, **sino que fue el resultado de la emergencia cambiaria**. Así, el Gobierno combina la retórica inflamada para explicar las razones de la inflación de enero (empresarios inescrupulosos, conspiraciones mediáticas, etc) mientras que **sobreactúa implementando distintos componentes de un ajuste tradicional (devaluación, suba de tasas de interés, mayor absorción monetaria, caída del salario real, etc)**.

Sin poder coordinar las expectativas del sector privado con un plan integral y tomando decisiones espasmódicas ante las urgencias cambiarias, el ajuste forzado implementado por el Gobierno profundizará la caída de la actividad económica y la destrucción de empleo. Esta costosa estrategia no es suficiente para generar certidumbre con respecto a la dinámica inflacionaria. **Y el sector privado duda de cuán sostenibles resultarán políticamente las medidas implementadas**, máxime si el nivel de reservas se mantiene estabilizado pero los efectos de la recesión se vuelven palpables para el común de la gente.

La estabilización de reservas...

Pese a que el cambio regulatorio que obligó a los bancos a vender sus activos en dólares tendrá efecto transitorio (hasta finales de abril), permite capear los meses más complicados en materia de divisas para llegar al inicio de la liquidación de la cosecha gruesa. Y mirando hacia adelante, **aun sin acceder a fuentes de financiamiento externo el Gobierno no debería tener mayores problemas para estabilizar la dinámica de las reservas en lo que resta de 2014**. Las razones son variadas: cosecha récord, mayores

incentivos a la liquidación, encarecimiento relativo del turismo, modificación impositiva a los automóviles, e impacto de la recesión sobre las importaciones⁴.

Las perspectivas son favorables para el sector agrícola. Después de una cosecha de soja que totalizó 49,3 M de toneladas en 2013, se espera que este año alcance un récord de 54 M (+9,5% ia). Con un escenario de precios no tan negativo como el anticipado en los últimos meses (algunas complicaciones climáticas en Brasil levantaron los precios *spot* y futuro de la soja que se ubican en torno a los US\$/ton 500), **sólo el complejo sojero aportará US\$ 2.000 M adicionales en 2014.**

Otro aspecto clave en materia cambiaria son los mayores incentivos que brinda la política económica a la liquidación de la cosecha. En 2013, el efecto combinado de expectativas de devaluación elevadas y tasas de interés fuertemente negativas incentivaban la retención de la cosecha como forma de “ahorrar” en dólares. **La situación es muy distinta este año:** la moderación de las expectativas de depreciación bajaron sensiblemente el costo de la cobertura contra una eventual depreciación del peso, a la vez que tasas de interés más cercanas al 30% representan un destino atractivo para los pesos que reciben los productores cuando venden la cosecha. Así, **el ritmo de liquidaciones del CIARA-CEC reflejó el cambio de incentivos:** después de varios meses en rojo, **el promedio diario liquidado creció 69% ia en febrero.**

El aporte de divisas de la balanza comercial se verá fortalecido también por la menor demanda neta del

⁴ Otro aspecto que muy probablemente afectará negativamente a las importaciones es la normativa no escrita de la Secretaría de Comercio de condicionar la aprobación de las DJAI contra la obtención de financiamiento externo o con casas matrices, máxime en un contexto de incertidumbre cambiaria. El propósito de esta decisión es morigerar el impacto de corto plazo de las importaciones sobre las reservas del Banco Central.

Producción agropecuaria

Estimación 2014

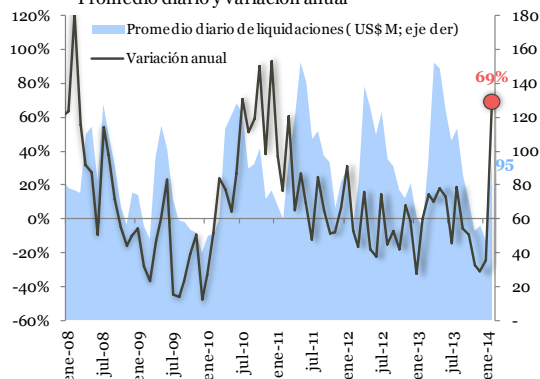
	2013		2014 e	
	Producción	Precio	Producción	Precio*
	Mill. de Tns.	US\$/ Tn.	Mill. de Tns.	US\$/ Tn.
Soja	49,3	539	54,0 ↑	494 ↓
Maíz	26,5	261	24,0 ↓	180 ↓
Trigo	9,3	250	10,5 ↑	223 ↓

Fuente: LCG en base a USDA (proyecciones de feb-14).

* Precio promedio de contratos futuros a mar-ago 2014

Liquidaciones CIARA

Promedio diario y variación anual



Fuente: LCG en base a CIARA

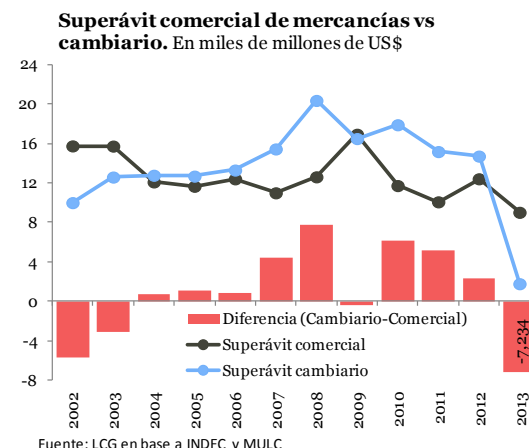
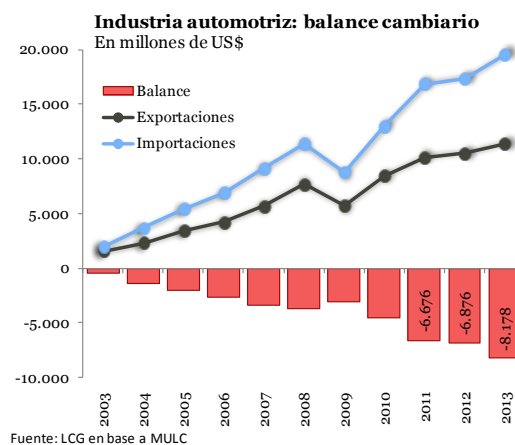
sector automotriz. Después de haber alcanzado un desequilibrio récord de US\$ 8.200 M en 2013, esperamos que el impacto asociado al cambio impositivo, la devaluación, la caída del salario en dólares y la menor demanda brasileña achiquen el desequilibrio a US\$ 6.400 M. **Esto implicaría un “aporte” neto interanual de divisas del sector automotriz por US\$ 1.800 M.**

Teniendo en cuenta estos factores puntuales y la “contribución” que la recesión tendrá en materia de importaciones (esperamos una caída del 5%, con un crecimiento del 3% de las expo), **el superávit comercial crecerá fuertemente este año y totalizará US\$ 14.700 M. Pero el aporte de divisas asociado a este superávit comercial dependerá crucialmente de lo que suceda en materia de financiación de importaciones y exportaciones.**

Debido al atraso del tipo de cambio, la mayor expectativa de devaluación y el cepo, **el superávit cambiario de mercancías** (esto es, el ingreso efectivo de divisas) fue US\$ 7.200 M inferior al registrado en el Intercambio Comercial (US\$ 1.800 M vs US\$ 9.000 M). **Este diferencial contrasta notablemente con lo sucedido en los últimos años** (en el período 2004-12 el superávit cambiario fue, en promedio, US\$ 3.000 M superior al comercial)⁵ y para encontrar una brecha similar hay que remontarse hasta 2002-03.

Varios factores explican el menor ingreso efectivo de divisas asociado al superávit comercial, **siendo el más relevante la cancelación de anticipos y prefinanciamientos de exportaciones que llevaron a cabo los exportadores de cereales y oleaginosas:** parte de los embarques realizados durante 2013 fueron aplicados en la cancelación de los

⁵ De hecho, aun con la crisis financiera en 2009 los superávit cambiario y comercial fueron muy similares (el primero resultó US\$ 400 inferior).



ingresos de cobros anticipados y prefinanciaciones de años anteriores⁶. A su vez, se observó un cambio en el origen del financiamiento, sustituyéndose el externo en moneda extranjera (-45% ia) por el doméstico en moneda local (+21% ia)⁷. Finalmente, la mayor incertidumbre cambiaria afectó también la modalidad de cobro y pago de las transacciones comerciales: los ingresos por anticipos y prefinanciaciones de las exportaciones representaron el 34% de los cobros (17 pp menos que en 2012); en tanto que los pagos anticipados o al contado de las importaciones se elevaron al 25% del total (+4 pp ia). Con todo, **en 2013 los ingresos por exportaciones representaron apenas el 91% del total exportado** (el nivel más bajo desde 2006⁸) **en tanto que los pagos por importaciones equivalieron al 99% del total adquirido**, por lejos el porcentaje más alto de los últimos 10 años (87% promedio).

Principales fuentes y usos de las reservas internacionales

En millones de US\$

	2012	2013	2014	Var ia
1. Oferta (Sup. Com. de mercancías)	14.673	1.790	7.228	5.437
Complejo sojero	17.911	20.654	22.695	2.041
Energía	-2.463	-6.383	-7.008	-625
Ind. Automotriz	-6.876	-8.178	-6.381	1.797
2. Demanda	15.920	13.473	13.269	-204
Vencimientos de deuda en US\$ (netos)*	7.625	3.799	5.205	1.406
¿Cupón del PBI?	2.987	0	2.768	2.768
Acuerdo Repsol (Pago intereses)**	0	0	504	504
Turismo	4.667	8.708	2.500	-6.208
Dolarización	3.404	-397	1.560	1.957
¿Club de París?	0	0	2.000	2.000
¿Utilidades y dividendos?	225	1.363	1.500	137
Oferta neta (1-2)	-1.247	-11.683	-6.041	5.641

Fuente: LCG

* Neta de vencimientos Intra sector público y Organismos Internacionales.

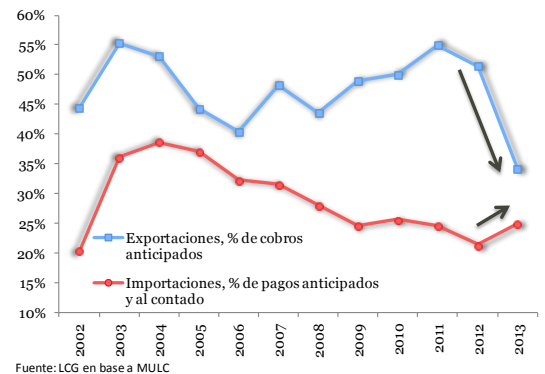
** Asume la venta de la cartera inicial a los precios actuales, y la consecuente emisión de la parte correspondiente de la cartera remanente

⁶ El stock de deuda se redujo en un 40% respecto del nivel de dic-12 (-US\$ 2.000 M).

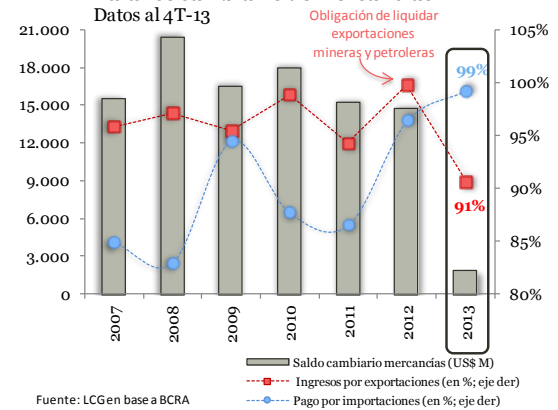
⁷ Para intentar revertir esta dinámica, a principios de noviembre el BCRA restringió el financiamiento local en pesos para empresas exportadoras de cereales y oleaginosas (Comunicación "A" 5493).

⁸ Aun cuando en oct-11 se obligó a las empresas petroleras y cerealeras a liquidar el 100% de las divisas por exportaciones.

Anticipos y prefinanciación de exportaciones vs. Pago anticipado y al contado de importaciones. En % del total



Balance cambiario de mercancías



Así, aun asumiendo un escenario muy conservador en el cual se mantienen los porcentajes “atípicos” de liquidación de impo y expo del 2013, el superávit de mercancías aportará de mínima US\$ 5.400 M adicionales al mercado cambiario durante este año.

La disponibilidad de divisas se verá beneficiada también por el encarecimiento relativo del turismo debido al salto devaluatorio y al mantenimiento del recargo del 35% para los consumos en el exterior (y pagos de pasajes y paquetes turísticos). Tomando la cotización del dólar “turista” (\$ 10,65) el Tipo de Cambio Real Multilateral implícito sería similar al existente en 2004 (2,40, con base dic-01=1), año en el cual la balanza de turismo fue superavitaria en US\$ 130 M. Aun cuando existen distintas razones que hacen que los saldos de la balanza turística no sean totalmente comparables (el costo de la percepción no es parejo por individuo⁹, los egresos por turismo en los años pre cepo están algo subestimados¹⁰ y el dólar “turista” no rige para los extranjeros - lo que implica menores ingresos-), **esperamos que el desequilibrio de la balanza turística se reduzca a US\$ 2.500 M en 2014.** Teniendo en cuenta que el déficit fue de US\$ 8.700 M en 2013 (+87% ia), en la comparación año contra año el turismo “aportaría” US\$ 6.200 M al balance cambiario.

Así, aun asumiendo que se paga el cupón del PBI (US\$ 2.800 M), se mantiene la autorización de comprar dólares para atesoramiento (con un impacto anual estimado de US\$ 1.600 M), se autoriza un monto similar al de 2013 para el giro de Utilidades y dividendos al exterior (US\$ 1.500 M), se pagan

⁹ Obviamente, para los trabajadores en relación de dependencia de sueldos elevados (o los autonómicos de altos ingresos), el costo asociado a la percepción del 35% es únicamente financiero ya que se puede deducir de la liquidación anual de Ganancias (y/o Bienes Personales).

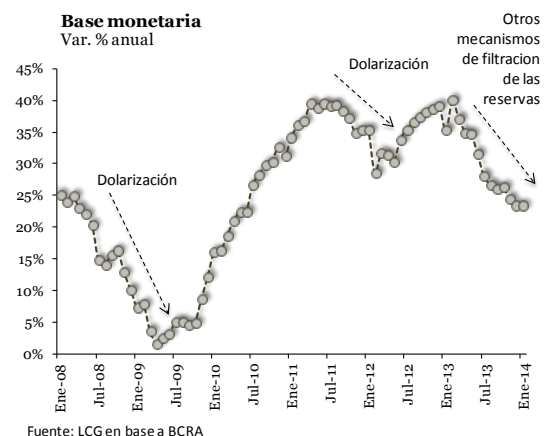
¹⁰ Dado que la compra de divisas de particulares con destino al turismo se computaba como dolarización (formación de activos externos).

los intereses de los títulos a emitir por el acuerdo con Repsol (US\$ 500 M) y se destinan US\$ 2.000 M a un eventual acuerdo con el Club de París, **la oferta neta de divisas por los rubros considerados en el mercado cambiario sería US\$ 5.600 M superior a la registrada el año pasado.**

En resumen, **el Gobierno no debería tener mayores inconvenientes para estabilizar las reservas en torno a los niveles actuales.** Revertir la dinámica contractiva de 2013 (año en el cual las reservas cayeron US\$ 12.700 M) era indudablemente una prioridad para la economía; **pero removido el principal “mecanismo” de absorción monetaria será necesario un gran esfuerzo por parte del Banco Central en materia de esterilización para evitar un salto en el ritmo de crecimiento de la base monetaria.**

...obliga a un mayor esfuerzo monetario

Los mecanismos alternativos de dolarización surgidos en 2013 (turismo, importación de autos de alta gama, etc) **profundizaron el drenaje de reservas pero brindaron una gran “ayuda” en materia de absorción monetaria:** el Banco Central pasó de emitir \$ 41.000 M en 2012 para comprar divisas al sector privado a absorber \$ 32.300 M en 2013 por la salida de reservas. Así, la variación interanual absoluta del impacto monetario por compra de divisas fue de \$ 73.300 M (19% de la base monetaria a dic-13). Como consecuencia de ello **el ritmo de crecimiento de la base monetaria desaceleró del 38% ia (dic-12) al 23% ia a fines de 2013, aun cuando la emisión pa-**



ra financiar al Tesoro se duplicó con respecto a 2012 y totalizó \$ 94.000 M (3,3% del PBI).

Con la estabilización de las reservas prevista para 2014 desaparecerá el principal mecanismo de absorción monetaria: proyectamos que el BCRA deberá emitir \$ 37.000 M para la compra de divisas al sector privado. Es por ello que si el Gobierno quiere sostener la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria, deberá buscar nuevos mecanismos de absorción. Básicamente, **deberá disminuir la emisión para financiar al Tesoro o bien aumentar sensiblemente la esterilización vía emisión de Letras del Banco Central (LEBAC).**

El alivio monetario difícilmente vendrá por el lado fiscal. Aun siendo muy optimistas y asumiendo un crecimiento del gasto primario del 32% (lo que implicaría una contracción del 2% en términos reales, la primera desde que el kirchnerismo está en el poder)¹¹ y del 36% de los ingresos totales, **la emisión requerida para financiar al Tesoro totalizaría \$ 109.500 M** (16% más que en 2013).

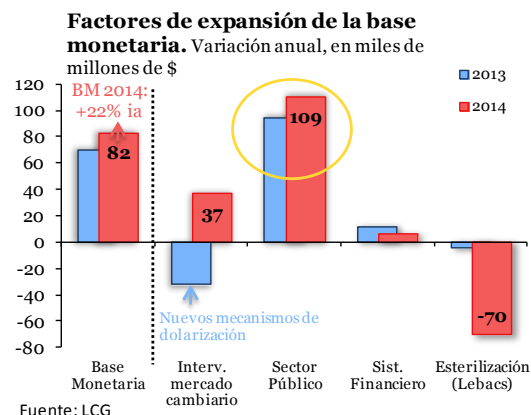
Programa financiero en \$
2013-2014

	2013	2014	2013	2014
	\$M		% PBI	
Necesidades de financiamiento	76.092	109.485	2,7%	3,0%
Déficit Primario (sin ing. extraordinarios)	57.365	73.866	2,0%	2,0%
Asistencia Financiera a Provincias	0	10.000	0,0%	0,3%
Vencimientos de deuda en \$ neto ISP	18.727	25.619	0,7%	0,7%
Fuentes de financiamiento (emisión)	94.082	109.485	3,3%	3,0%
Cuasifiscal	34.881	72.000	1,2%	1,9%
Adelantos Transitorios BCRA (incremento)	54.870	37.485	1,9%	1,0%
Otros	4.331	0	0,2%	0,0%
Margen remanente	17.989	0	0,6%	0,0%

Fuente: LCG

¹¹ Por lo pronto, el crecimiento del gasto primario registrado en enero (+44% ia), deja en claro que el “modo ajuste” que el Gobierno adoptó luego del salto devaluatorio sigue sin afectar a la política fiscal.

Con el cambio de signo de la compra de divisas al sector privado y una monetización para auxiliar al Tesoro que se mantendrá elevada, **la única fuente de absorción monetaria disponible que le queda al Gobierno es una mayor emisión de Letras del Banco Central. Si el objetivo es que la base monetaria termine el año creciendo en torno al 22% ia, se requiere una absorción neta vía LEBAC de \$ 70.000 M (consistente con un aumento de \$ 102.000 M en su stock a dic-14).** Esta estrategia de absorción plantea dos preguntas: ¿está en condiciones el sistema financiero de absorber un aumento de semejante magnitud en el stock de LEBAC?; ¿es sostenible para el BCRA el costo asociado a la mayor esterilización?



Por lo pronto, el cambio de la normativa regulatoria (Comunicación “A” 5536) que obliga a vender el excedente de la posición neta en moneda extranjera **implica liquidar activos dolarizados antes de abril por un monto que estimamos en \$ 48.000 M.** Adicionalmente, el escenario combinado de caída de la actividad económica y suba pronunciada de la tasa de interés generará una desaceleración significativa en el ritmo de crecimiento de los préstamos al sector privado. Aun cuando la magnitud de la recesión fue mayor (y la suba de tasas resultó sólo momentánea), lo sucedido en 2009 sirve como listón de comparación: en aquel año el ritmo de crecimiento de los préstamos al sector privado desaceleró 36 pp (pasando del 43% ia al 7% ia). También desaceleraron fuerte los depósitos, ya que la incertidumbre cambiaria y la inexistencia del cepo permitieron un salto en la dolarización de carteras.



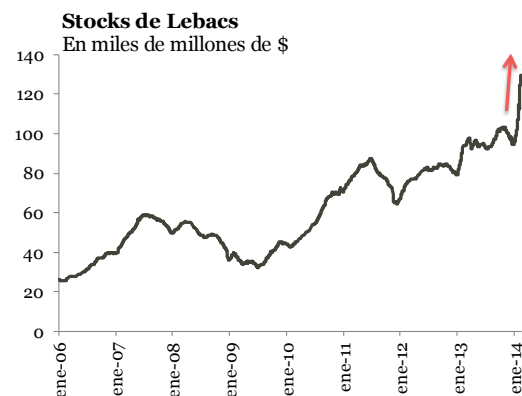
La situación en materia de depósitos luce muy distinta en 2014: con la suba de las tasas de interés implementada y prácticamente vedada la posibilidad de dolarizarse, los depósitos privados deberían mantener el ritmo de crecimiento actual (+28% ia). Como consecuencia de ello, **si se asume que los presta-**

mos terminan el año creciendo al 18% ia, los bancos contarían con un colchón adicional de liquidez de \$ 53.000 M.

Con la liquidez generada por el cambio regulatorio y el crecimiento diferencial esperado de los depósitos en relación a los préstamos, los bancos no deberían tener mayores inconvenientes para absorber \$ 102.000 M adicionales de LEBAC (máxime con una tasa de interés que ronda el 29% anual). Por lo pronto, en lo que va del año el stock de LEBAC ya se incrementó en \$ 34.500 M.

En todo caso, las dudas con respecto a esta estrategia pasan por el costo cuasifiscal que tendrá para el BCRA el aumento en el stock de LEBAC y las mayores tasas de interés, y por el eventual desalineamiento que pueden empezar a mostrar las tasas pasivas de los bancos y las de las LEBAC. **Si bien el efecto combinado de las mayores tasas de interés y el salto en el stock de LEBAC implicaría mayores egresos financieros por \$ 33.000 M para el BCRA, esto no representaría, al menos en el corto plazo, un problema en términos cuasifiscales.** Esto es así porque la “ganancia de capital” asociada al impacto del salto devaluatorio sobre los activos denominados en dólares del BCRA (reservas, letras intransferibles, etc) totalizaría \$ 174.000 M y sería muy superior al incremento de los egresos financieros. Estimamos que **el superávit cuasifiscal para el 2014 sería de \$ 89.100 M**, 24% por encima del generado en 2013¹².

Obviamente, la situación sería distinta a mediano plazo si no se modera el frente fiscal y se repite el salto en el stock de LEBAC, **pero es claro que en el horizonte de mandato de CFK la mayor esterilización no representa un**



Fuente: LCG en base a BCRA

Resultado cuasifiscal del BCRA
En miles de millones de \$

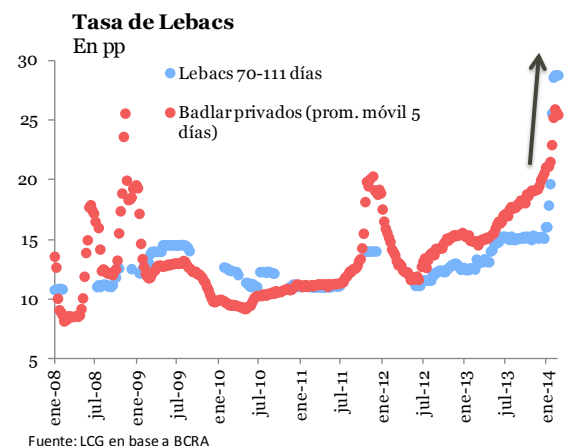
	2011	2012	2013 e	2014 e
1. Resultado operativo	-9,2	-11,8	-15,7	-49,5
Resultado Financiero	-9,0	-9,7	-12,0	-44,9
Ingresos	4,0	3,4	3,1	3,1
Egresos	-13,0	-13,2	-15,1	-48,0
Negociación de futuros	1,5	0,0	-1,0	-2,0
Otros	-1,7	-2,1	-2,7	-2,7
2. Diferencia de cotización	16,5	43,2	87,7	138,6
Reservas y Letras intransferibles	21,3	51,5	109,4	173,2
Otros	-4,8	-8,3	-21,7	-34,6
Resultado Cuasifiscal (1+2)	7,3	31,3	72,0	89,1

Fuente: LCG en base a BCRA y estimaciones propias

¹² Estimamos que en 2013 el superávit cuasifiscal del Banco Central totalizó \$ 72.000 M (que se transferirá al Tesoro durante 2014).

problema en términos cuasifiscales. Y si el Gobierno quisiera quitarle liquidez a la plaza pero a un costo nulo, siempre tiene disponible la alternativa de subir los encajes bancarios¹³.

Tasas de interés pasivas más en línea con la inflación y la devaluación esperada son requisitos indispensables para mantener controlado al *blue* y presionar a la baja a la brecha cambiaria, como ha quedado en evidencia en la última semana. El tema es que dada la abundancia de liquidez que dispondrá el sistema financiero en 2014, la incógnita es cuánto tiempo pasará hasta que los bancos empiecen a bajar las tasas de interés por depósitos del sector privado y se incremente la brecha con respecto a la ofrecida por las LEBAC (aumentando, de paso, el margen de intermediación de los bancos en un contexto de menores colocaciones de préstamos).



Los costos de la sobreactuación

Mirado en perspectiva, no se puede soslayar que el Gobierno tomó distintas decisiones que meses atrás parecían impensadas pero que la economía requería: devaluación, tasas de interés más en línea con la inflación, acuerdo con Repsol, elaboración de un IPC creíble, intentos iniciar una negociación con el Club de París, pago de sentencias en el CIADI, coordinación de las negociaciones salariales, etc. Aun cuando estas medidas no se encuentran enmarcadas dentro de un plan integral, no es menos cierto que son todos pasos en el sentido correcto para tratar de normalizar la macro.

¹³ De hecho, cuesta entender por qué no se avanzó todavía en este sentido. Una probable explicación es que desde el BCRA no se quiera sumar una nueva modificación regulatoria contraria a los bancos luego del referido a la posición neta en moneda extranjera.

El problema que se plantea es que esta incipiente (y parcial) racionalización de la política económica no es acompañada desde el discurso oficial. Por ejemplo, el Gobierno sigue sin hacer ningún anuncio creíble en materia antiinflacionaria, que por segundo mes consecutivo mostrará en febrero una variación en torno al 4%: la única estrategia parecen ser el programa “Precios Cuidados” y culpar al afán de lucro de los empresarios como principal causa de la inflación (ahora reconocida en los índices oficiales). De forma similar, sigue haciéndose el desentendido en materia de política fiscal con un gasto primario que creció 44% ya en enero, y posterga sistemáticamente el retiro progresivo de los subsidios energéticos (quizás esperando primero cerrar las negociaciones paritarias).

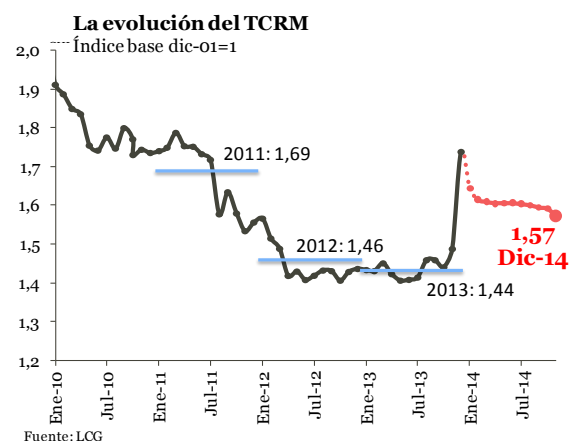
Así, el autismo del discurso oficial fuerza al Gobierno a sobreactuar las decisiones de política económica para poder aplacar la incertidumbre del sector privado, como sucedió por ejemplo con la negociación salarial docente encarada por el Gobierno Nacional y que complicó el inicio de las clases. Esto implica que **el ajuste se termina realizando de la peor manera, ya que profundiza el costo en términos de actividad económica, destrucción de empleo y caída del salario real, sin intentar siquiera coordinar las expectativas inflacionarias del sector privado.**

Y, más allá de la tranquilidad cambiaria de las últimas semanas, **se mantienen las dudas con respecto a dos aspectos claves de la política económica: 1) cuán viables resultan políticamente los niveles actuales de las tasas de interés, y 2) cuán sostenible es el nuevo valor de referencia del tipo de cambio oficial en un contexto de aceleración inflacionaria y sin señales de moderación fiscal.**

Como mencionamos, la suba de tasas no fue concebida como una herramienta adicional en un plan integral que permita incentivar la demanda de pesos y contener la dinámica inflacionaria, sino que fue el resultado de una urgencia cambiaria. Tratándose de una decisión intempestiva, es lógico que se dude con respecto a la voluntad oficial de mantenerla en niveles elevados, máxime si la situación cambiaria sigue relativamente en calma y los costos del ajuste empiezan a palpase en la calle. **Si el Gobierno cae en la tentación de bajar las tasas de interés, es de esperar que más pronto que tarde el dólar informal vuelva a cobrar dinamismo.**

El otro factor de incertidumbre se relaciona con el impacto que la aceleración inflacionaria tendrá sobre la competitividad de la economía. **Si el tipo de cambio oficial retoma a partir de abril un sendero de depreciaciones del 1,5% mensual** (consistente con un tipo de cambio de \$/US\$ 9,13 hacia dic-14) y **se asume de forma optimista una inflación promedio del 34,5%**, el Tipo de Cambio Real Multilateral cerraría el 2014 en 1,57 (dic-01=1). Este valor es similar al existente a principios de 2012 e implicaría una ganancia de competitividad de apenas 6% con respecto a dic-13 (previo al salto devaluatorio).

Así, **el Gobierno no debería sobreestimar la tranquilidad cambiaria actual**: las medidas regulatorias implementadas y la mayor oferta de divisas esperada para este año disminuyen los riesgos de un nuevo episodio de *stress* cambiario como el sufrido en enero. **Pero debajo de esa aparente calma, la economía se encamina a una recesión que puede profundizarse, y la carencia de un plan antiinflacionario creíble con un ancla fiscal hará que buena parte de las ganancias de competitividad asociadas al salto devaluatorio se evaporen con celeridad.**



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.