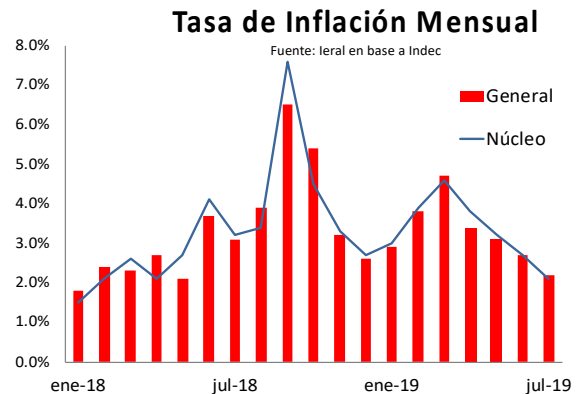
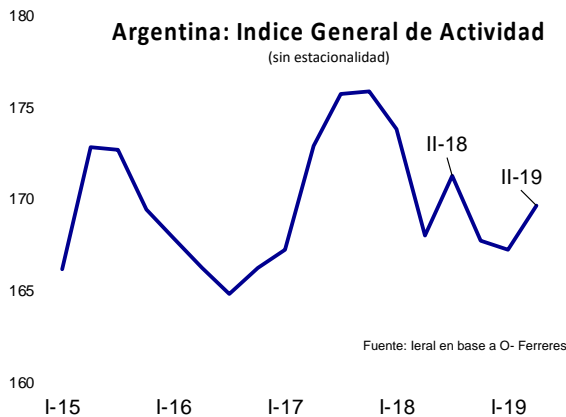


El escenario económico post-Paso

Gustavo Reyes
Agosto 2019

Habiendo pasado casi dos semanas laborables de las elecciones Paso, el escenario económico hacia fin de año continúa con pocas certezas y muchas incógnitas.

Entre las pocas certezas se puede afirmar que la economía de nuestro país se volvió bastante más pobre luego las caídas brutales en el precio de los bonos, en el valor de las acciones de las empresas (en algunos casos superiores al 50%) y con el desplome del peso. Por otro lado, tampoco hay pocas dudas que en el corto plazo el proceso de leve reactivación económica con descenso de la tasa de inflación que se había iniciado hace 4 meses, finalizó abruptamente para pasar a un escenario totalmente opuesto.



Entre las principales incertidumbres se destaca, la magnitud que puede alcanzar la actual crisis económica y el efectivo poder que tendrán las políticas económicas del gobierno para amortiguar y sobrellevar estas fuertes turbulencias. Los resultados de estas políticas no sólo afectarán el nivel de vida de los argentinos durante el resto del 2019 sino también probablemente condicionarán el accionar económico del 2020.

Las medidas económicas

Luego del colapso de los mercados, el gobierno se mostró activo en materia de políticas económicas y diseñó un paquete de medidas (básicamente fiscales) a fin de compensar el impacto inflacionario de la fuerte suba en el tipo de cambio.

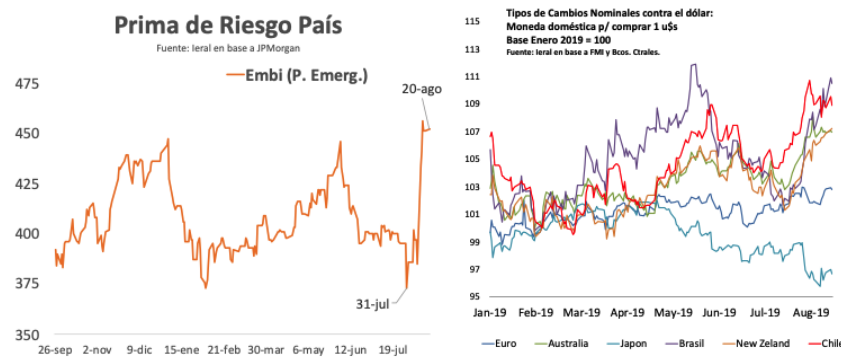
¿Pueden reactivar la economía las medidas anunciadas?

✓ Aumentan piso de Ganancias	✓ Aumento Becas de estudios	✓ Suspensión Aportes Personales	✓ Suba de Asignaciones
✓ Aumento de Salario MVM	✓ IVA 0 Alimentos	✓ Rebaja temporal Monotributo	✓ Bono Empl. Públicos
✓ Plan de pago para PyMes	✓ Congelan por 3 meses precio combustibles		✓ Congelan Tasa Cred. UVA

Más allá de algún beneficio sectorial puntal, estas medidas difícilmente cambien en el corto plazo el clima recesivo en el que se sumergió la economía en las últimas semanas. El origen de este cambio abrupto es la enorme incertidumbre acerca de cómo va a llegar la economía a las elecciones de octubre y cómo va a continuar de ahí en más. Dados los resultados de las recientes elecciones Paso, el gobierno actual poco puede hacer por ahora para reducir el segundo interrogante pero no sucede lo mismo con el primero de ellos.

El paquete de medidas expansivas anunciadas la semana pasada no reducen la incertidumbre cambiaria que reina en los mercados y en alguna medida, pueden exacerbarla ya que ponen en duda el cumplimiento de las metas fiscales comprometidas con el FMI y por lo tanto, el futuro desembolso que el organismo internacional tiene previsto para los próximos meses de septiembre y diciembre (u\$s 5.4 y u\$s 1 mil millones respectivamente). Para evitar estas especulaciones, el nuevo ministro de Hacienda aseguró en su primer conferencia de prensa que: *“las medidas de la semana pasada ...no ponen en riesgo el alcance de las metas fiscales para este año porque están autofinanciadas por la mayor recaudación que tendremos en los próximos 5 meses”*¹

A las condiciones políticas inciertas y al contexto de alta devaluación e inflación se le suma una coyuntura financiera internacional complicada. Todo esto se traduce en un combo muy desafiante para el mercado cambiario. De esta forma, la clave para tranquilizar a los mercados no pasa ni por medidas fiscales para reactivar la economía ni por los cambios de nombres en el ministerio de Hacienda sino por el accionar efectivo que el Banco Central demuestre que tiene para afrontar esta tormenta.



El accionar del Banco Central

Las corridas cambiarias se fundamentan en una gran incertidumbre acerca del futuro valor del peso (la depreciación esperada a un año en el mercado de futuros pasó del 52% a casi el 100%). Este temor a una fuerte depreciación de la moneda es lo que hace que la gente se refugie en activos alternativos y líquidos como el dólar. Para devolver la calma al mercado, el accionar del Banco Central es clave.

Teniendo en cuenta esto, el presidente del BCRA, una semana después del colapso de los mercados volvió a hablar públicamente el martes 20 de agosto² inmediatamente

¹ <https://www.youtube.com/watch?v=qKNd3HxaSVI>

² <https://www.youtube.com/watch?v=bphbdIUmr1E>

después de la asunción del nuevo ministro de Hacienda. En la misma precisó algunos detalles del accionar futuro de la autoridad monetaria en términos de la actual crisis:

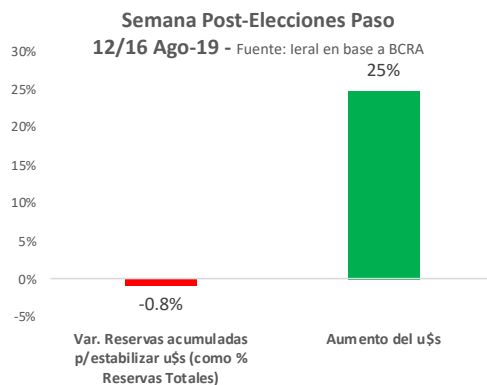
- *“las reservas internacionales son esencialmente para moderar la volatilidad del Tipo de Cambio y garantizar la estabilidad del sistema financiero”*
- *“no se utilizarán reservas internacionales para contener cotizaciones de activos financieros alejadas de sus fundamentals”*
- *“...amplio consenso que el tipo de cambio es ahora muy competitivo”*

Estas definiciones resultaron complementarias a las que minutos antes había realizado el nuevo ministro de Hacienda acerca de la cuestión cambiaria:

- *“el presidente me dió un mandato central: garantizar la estabilidad del tipo de cambio como objetivo de primer orden”*
- *“estabilizar el tipo de cambio es lo mejor que podemos hacer por las familias”*
- *“el tipo de cambio está largamente por encima de su valor de equilibrio”*

De estas definiciones surge claramente, que las autoridades económicas consideran que el tipo de cambio no se encuentra en niveles atrasados y que están dispuestas a utilizar sus reservas para estabilizar las fluctuaciones en el precio de la divisa que no se originen en cambios en las variables que lo determinan en el mediano plazo (precios y tasas de interés internacionales, riesgo de países emergentes, etc.).

De acuerdo a estas palabras, el Banco Central parecería haber entrado en una nueva etapa respecto de la estrategia cambiaria de la primer semana post elecciones Paso donde permitió que el tipo de cambio subiera un 25% con una muy tibia intervención en el mercado cambiario (entre los 5 días, vendió solamente menos del 1% de sus reservas brutas para estabilizar el tipo de cambio).



La pregunta obvia que surge de este contexto es si el BCRA tiene o no suficientes reservas para cumplir este objetivo. Si bien el poder de fuego de la autoridad monetaria siempre es limitado (ya que depende en cierta medida del grado de pánico que tenga el mercado), eso no significa que no sea importante.

Cada vez que aumenta el tipo de cambio, se licúa automáticamente el valor de los pesos y por lo tanto, aumenta el poder de fuego de las reservas del Banco Central. En la actualidad, la entidad monetaria posee un total de reservas brutas cercana a u\$s 59

mil millones de los cuales, un poco más de un tercio pueden ser utilizados libremente para enfrentar una corrida contra el peso.

En este tipo de crisis, la gente al huir del dinero doméstico termina reduciendo sus tenencias de pesos en términos del PBI. Esta conducta es la que se observó en todas las crisis que tuvo nuestro país como se muestra en el siguiente gráfico: por temor a la devaluación, la gente quiere menos pesos, se deshace de los mismos comprando dólares y por esta razón cae el cociente de pesos (M3 privado) en términos del PBI.



Si bien es imposible saber a cuánto podría caer la demanda de pesos en la actual crisis, un marco de referencia importante está dado por la disminución que tuvo durante una de las crisis más profundas que sufrió nuestro país como fue la 1989. A efectos de evaluar el poder de fuego del BCRA puede considerarse este caso hipotéticamente extremo: ¿qué sucede si la demanda de dinero cae a los niveles registrados en 1989? Si este fuera el caso, el BCRA debería utilizar un monto cercano a los u\$s 25 mil millones de dólares para retirar el excedente de pesos y canjearlos por divisas a un valor del tipo de cambio cercano a 60 \$/u\$s. En otras palabras, si la autoridad monetaria estuviese dispuesta a hacerlo, con su nivel actual de reservas netas podría afrontar una corrida importante contra el peso sin la necesidad de fuertes saltos en el tipo de cambio.

De esta forma se produce una situación extraña. Por un lado, mientras más sube el tipo de cambio, como los pesos que hay en el mercado pueden comprar cada vez menos dólares, la autoridad monetaria tiene cada vez mayor poder de fuego para tranquilizar el mercado. Sin embargo, por otro lado, mientras más sube el tipo de cambio, el mercado se pone más nervioso y la demanda de pesos puede caer aún más complicando la estabilidad de la economía y del sistema financiero.

Esta situación deja tres posibles cursos de acción que podría llevar adelante la autoridad monetaria en el transcurso hacia fin de año. Cada una de ellos tiene, no sólo implicancias muy diferentes para la evolución de las variables claves de la economía, sino también para la posible herencia con la cual comenzará el 2020. Dichas estrategias son las siguientes:

a) controlar el precio dólar, b) dejar flotar al tipo de cambio y c) control de cambios.

La primera estrategia supone una agresividad mucho mayor en la venta de reservas a la mostrada en la primera semana de la crisis y es probablemente la que pretendieron dar a entender tanto el presidente del BCRA como el nuevo ministro de Hacienda en las conferencias de prensa del pasado martes 20 de agosto. Las principales ventajas de esta estrategia son que la tasa de inflación y la tasa de interés no se espiralizan y por lo tanto, tampoco hay un desplome total del nivel de actividad económico. La principal desventaja es que el nivel de reservas podría caer en una magnitud demasiado fuerte, dejar a la autoridad monetaria muy débil y expuesta a grandes volatilidades.

La segunda estrategia ha sido un poco la que siguió el Banco Central en la primera semana de la crisis dado el bajo nivel de intervención que tuvo con las ventas de dólares y el fenomenal avance que registró el precio de la divisa (ver gráfico más arriba). La principal ventaja es que se preserva el nivel de reservas pero claramente exacerba el nivel de incertidumbre al permitir una fuerte devaluación del peso con el riesgo de que se espalice la tasa de inflación, colapse el nivel de actividad económica y el pánico pueda extenderse a los depósitos del sistema financiero.

Por último, la tercera opción es la de reinstalar restricciones en el mercado cambiario pudiendo o no incorporar la obligación de la liquidación de divisas por parte de los exportadores en plazos relativamente cortos. Esta estrategia implica desdoblamiento del mercado cambiario en diferentes tipos de cambio y el objetivo es resguardar el nivel de reservas y evitar una espiralización en la tasa de inflación al controlar el nivel del dólar relevante para las transacciones comerciales. La desventaja es un abrupto cambio en las reglas de juego y todos los problemas conocidos de la implementación de tipos de cambios múltiples.

La adopción de las diferentes estrategias y su timing obviamente va a depender de la profundidad de la crisis. En la medida que la misma pueda ser contenida, la probabilidad de que sólo se utilice la estrategia de controlar el dólar sin duda es alta. En el caso que la magnitud de la misma avance ya sea por incertidumbre política, desacuerdos con el FMI y/o volatilidad externa, la probabilidad de que se implemente alguna de las otras dos estrategias claramente aumenta.

De esta forma, la magnitud y duración de la crisis seguramente terminará decidiendo finalmente las distintas estrategias que asumirá la autoridad monetaria para afrontar las probables turbulencias a lo largo del resto del año.