



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 41 - Edición N° 974 – 25 de Febrero de 2019

### Tasas y dólar, en la búsqueda de un nuevo equilibrio

Jorge Vasconcelos

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Tasas y dólar, en la búsqueda de un nuevo equilibrio<sup>1</sup>

Jorge Vasconcelos

Más allá del lapsus presidencial, el Banco Central tiene que haber detectado que, después del alentador 2,6 % de diciembre, la tasa de inflación habría de encontrar una fuerte resistencia a perforar el andarivel de 3 % mensual en la primera parte de 2019. Por eso sorprendió la velocidad con la que bajó la tasa de interés de política monetaria (Leliq) desde principios de año, más de 15 puntos porcentuales hasta el piso de mediados de febrero. La autoridad monetaria recién modificó esa postura cuando el precio del dólar comenzó a repuntar, mostrando mayor sensibilidad al tipo de cambio que a la inflación. Ahora, con tasas en 49 % y dólar en torno a 40 pesos, podría abrirse un período de menor volatilidad, pero quizá conviviendo con una inflación en torno o superior al 3 % mensual hasta entrado el segundo trimestre. La tasa de interés (Leliq) subió 5 puntos en una semana, pero aun así se ubica 10 puntos por debajo de mediados de diciembre, y el precio del dólar ha quedado 5 % por encima de aquella fecha. Con expectativas de inflación que pueden corregirse al alza, habrá dificultad para cerrar acuerdos salariales por doce meses, pero pueden firmarse convenios de menor plazo y actualización posterior. Esta modalidad puede ayudar a recuperar consumo, ya que se complementaría con jubilaciones y planes sociales subiendo al 3,8 % mensual en el segundo trimestre y provincias con políticas salariales acordes al año electoral. Además, aunque la tasa de interés nominal haya vuelto a subir, en términos reales es un tercio de la observada en la última parte de 2018. Para no obstaculizar la salida de la recesión, el combo debe incluir menor volatilidad del tipo de cambio hasta mediados de año, si es que el proceso electoral lo permite.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5353931. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° 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

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicado originalmente en el diario La Voz del interior el 24 de Febrero de 2019

Más allá del lapsus presidencial, el Banco Central tiene que haber detectado que, después del alentador 2,6 % de diciembre, la tasa de inflación habría de encontrar una fuerte resistencia a perforar el andarivel de 3 % mensual en la primera parte de 2019. Por eso sorprendió la velocidad con la que bajó la tasa de interés de política monetaria (Leliq) desde principios de año, más de 15 puntos porcentuales hasta el piso de mediados de febrero. La autoridad monetaria recién modificó esa postura cuando el precio del dólar comenzó a repuntar, mostrando mayor sensibilidad al tipo de cambio que a la inflación. Ahora, con tasas en 49 % y dólar en torno a 40 pesos, podría abrirse un período de menor volatilidad, pero quizá conviviendo con una inflación en torno o superior al 3 % mensual hasta entrado el segundo trimestre. La tasa de interés (Leliq) subió 5 puntos en una semana, pero aun así se ubica 10 puntos por debajo de mediados de diciembre, y el precio del dólar ha quedado 5 % por encima de aquella fecha. Con expectativas de inflación que pueden corregirse al alza, habrá dificultad para cerrar acuerdos salariales por doce meses, pero pueden firmarse convenios de menor plazo y actualización posterior. Esta modalidad puede ayudar a recuperar consumo, ya que se complementaría con jubilaciones y planes sociales subiendo al 3,8 % mensual en el segundo trimestre y provincias con políticas salariales acordes al año electoral. Además, aunque la tasa de interés nominal haya vuelto a subir, en términos reales es un tercio de la observada en la última parte de 2018. Para no obstaculizar la salida de la recesión, el combo debe incluir menor volatilidad del tipo de cambio hasta mediados de año, si es que el proceso electoral lo permite.

Después de la devaluación y recesión de 2016, uno de los factores que permitió la posterior recuperación de la actividad fue la rápida desaceleración de la inflación, que pasó a 24,8 % a fin de 2017. Esa referencia puede haber sido tomada para elaborar el presupuesto de 2019 y las proyecciones que incluye el acuerdo con el FMI.

Sin embargo, la experiencia de 2017 no es fácilmente extrapolable a 2019: a) el traspaso a precios de la devaluación de 2016 fue muy rápido, ya que la variación del IPC (41,0 %) fue equivalente a 2/3 de la suba del tipo de cambio (61,5 %), quedando muy poco residuo para 2017; b) asimismo, las condiciones macroeconómicas y políticas de 2017 permitieron que ese año la variación del tipo de cambio haya sido de sólo 12,1 %.

**Argentina: devaluación vs inflación**

Variación interanual. Diciembre de cada año\*

	2016	2017	2018
<b>Tipo de cambio</b>	61,5%	12,1%	115,3%
<b>IPC</b>	41,0%	24,8%	47,6%
<b>Precios regulados (CABA)</b>	86,9%	42,6%	55,8%
<b>Diferencia entre TC e IPC</b>	20,5	-12,7	67,7

\*En el caso de 2016 se toma Noviembre/Noviembre por la salida del CEPO cambiario

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC, BCRA y CABA

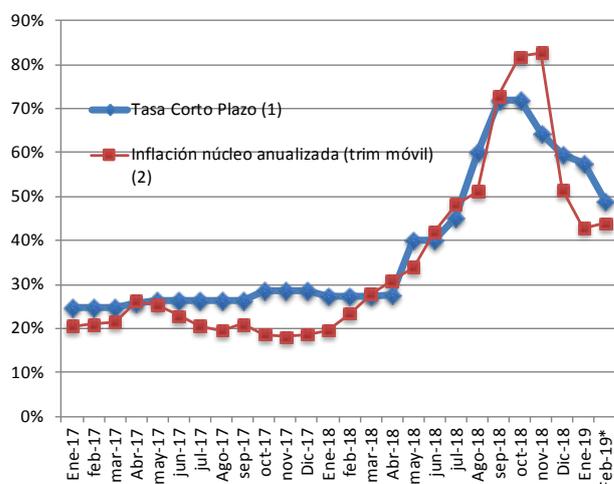
A diferencia de 2016, en 2018 la inflación (47,6 %) capturó sólo 41 % de la suba del dólar (115,3%). Queda margen para que otra fracción de la devaluación se traspase a precios en estos primeros meses de 2019, a lo que hay que sumar el ajuste de tarifas entre enero y abril, que por sí solo aportaría 1 punto mensual al índice. Esto en el contexto de una política monetaria que se relajó en forma sorprendente en el arranque del año, ya que "ex post" se advierte que, en lugar de mantener congelada la base monetaria en el nivel de diciembre, debería haber habido contracción -por razones estacionales- hasta mediados de marzo.

Recientes anuncios del Banco Central revierten ese relajamiento, aunque sin llegar a la dureza monetaria de los meses de octubre y noviembre pasados. Si esto se tradujera también en una estabilización del tipo de cambio, entonces podría esperarse que, luego de una meseta hasta abril, a partir de allí el sendero de desinflación continúe su camino.

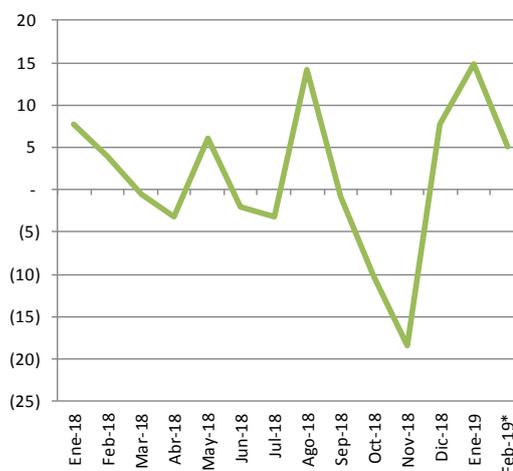
La pregunta es si la demora en la desinflación habrá de prolongar la recesión. Ya se ha subrayado la importancia de una inflación más cerca de 2 % que de 3 % para que el poder adquisitivo de los salarios comience a recuperar terreno en el margen, fenómeno clave para el consumo. Por ende, este escenario configura un obstáculo para la recuperación más firme del nivel de actividad.

Sin embargo, existen factores compensadores. Durante el segundo trimestre, jubilaciones y planes sociales estarán subiendo al 3,8 % mensual, mientras que en las provincias cada oficialismo habrá de impulsar una política salarial acorde al año electoral, con finanzas relativamente holgadas. Del lado del sector privado, para evitar confrontación y demoras, quizá lo recomendable sea acortar los plazos de los ajustes salariales, con revisión periódica. Se estaría perdiendo el "ancla salarial" pero, como política de transición, podría ser la más adecuada.

Argentina: Tasa de Política Monetaria e Inflación Núcleo anualizada



Argentina: Tasa de interés real (1) - (2)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y BCRA

Para que las expectativas de inflación no se disparen, el resto de los instrumentos es relevante. El esquema de control de la base monetaria podría hacerse más previsible para lo que resta del año, incorporando lo aprendido en el último período, al tiempo que las recientes turbulencias han mostrado que el Banco Central tiene poder de fuego, incluida la operatoria en el mercado de futuros. En la medida que los vencimientos de deuda pública se sigan refinanciando como hasta aquí, el Tesoro tendrá margen para apartar dólares originados en el crédito del FMI para poder volcarlos al mercado cuando la oferta de “soja-dólares” comience a debilitarse. Y esa partida podría superar los 5 mil millones de dólares.

En condiciones normales, el 2019 no es un año de “restricción externa” en el que la falta de dólares pueda trabar la marcha de la economía. De hecho, el panorama para las exportaciones y los precios de las commodities podría mejorar si la temida guerra comercial entre las potencias mundiales logra ser evitada, tal como indican señales recientes.