

IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 41 - Edición N° 979 – 8 de Abril de 2019

### Ofrendas al dios dólar; ¿hasta dónde llegar?

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)

## Ofrendas al dios dólar; ¿hasta dónde llegar?<sup>1</sup>

Jorge Vasconcelos

A fin de setiembre de 2018 el gobierno pasó de un esquema de "metas de inflación" al más rudimentario control de la base monetaria y, a poco de andar, se pudo constatar que, en realidad, el nuevo régimen es más bien un híbrido en el que también importa lo que ocurra con el dólar, la inflación, las tasas de interés. Así, las sucesivas correcciones se explican por el desvío de esas variables respecto de la trayectoria esperada. La última novedad ha sido la decisión del BCRA de fijar un piso de 62,5 % para la tasa de política monetaria, de modo que los bancos mejoren el rendimiento que ofrecen por plazos fijos, que para grandes montos podría llegar al 50 %, buscando que los ahorristas no se tienten con el dólar. En el margen, esta medida podría ayudar al objetivo, en un momento en el que habrán de entrar a jugar también las ventas de 60 millones de dólares diarios por parte del Tesoro, sumado a un flujo esperado de agro-dólares que hacia junio podría alcanzar un pico de 128 millones de dólares diarios, que compara con 87 millones doce meses atrás. Son factores relevantes, pero con efectos limitados en caso de un deterioro de las expectativas, variable a seguir semana a semana en un segundo trimestre en el que se juega un partido decisivo para el futuro de la Argentina.

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 7 de Abril de 2019

A fin de setiembre de 2018 el gobierno pasó de un esquema de “metas de inflación” al más rudimentario control de la base monetaria y, a poco de andar, se pudo constatar que, en realidad, el nuevo régimen es más bien un híbrido en el que también importa lo que ocurra con el dólar, la inflación, las tasas de interés. Así, las sucesivas correcciones se explican por el desvío de esas variables respecto de la trayectoria esperada. La última novedad ha sido la decisión del BCRA de fijar un piso de 62,5 % para la tasa de política monetaria, de modo que los bancos mejoren el rendimiento que ofrecen por plazos fijos, que para grandes montos podría llegar al 50 %, buscando que los ahorristas no se tiente con el dólar. En el margen, esta medida podría ayudar al objetivo, en un momento en el que habrán de entrar a jugar también las ventas de 60 millones de dólares diarios por parte del Tesoro, sumado a un flujo esperado de agro-dólares que hacia junio podría alcanzar un pico de 128 millones de dólares diarios, que compara con 87 millones doce meses atrás. Son factores relevantes, pero con efectos limitados en caso de un deterioro de las expectativas, variable a seguir semana a semana en un segundo trimestre en el que se juega un partido decisivo para el futuro de la Argentina.

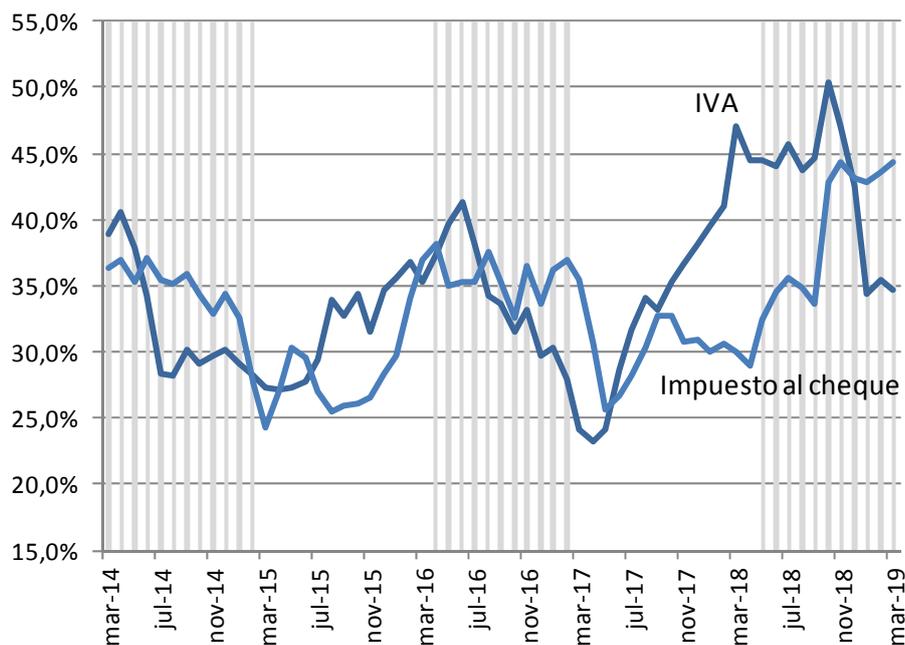
Por la importancia de las semanas por venir, en los medios se multiplican las ideas destinadas a “convencer” al staff del FMI acerca de las ventajas de un Central más activo en el mercado cambiario, interviniendo de modo más agresivo y sin esperar a que el dólar llegue al techo de la “zona de no intervención”. El gobierno ya avisó que no participa de esta movida pero, además, hay que tener en cuenta que la suerte que corran el precio del dólar, la inflación y el nivel de actividad depende de la política económica hasta cierto punto, con un centro de gravedad que se habrá de ir desplazando en función de lo que se espere para el próximo período presidencial. El “riesgo país”, actualmente en 753 puntos, está inflado en más de 250 puntos por la incertidumbre electoral: esa prima es de 553 puntos para Ecuador, un país con fundamentos económicos más débiles que los de la Argentina.

En el empalme entre el segundo y el tercer trimestre se verá si el riesgo país pasa a ser consistente con fortalezas y debilidades de la Argentina, o se dispara a alturas inverosímiles. En uno u otro escenario, los artilugios que puedan ensayarse en el mercado cambiario no habrán de modificar gran cosa.

En un horizonte políticamente disruptivo, los factores técnicos habrán de perder fuerza. En la otra vereda, con una tasa de riesgo país dentro de los parámetros actuales, la lectura de la coyuntura admitirá matices, pero no doble interpretación. Es cierto que para este segundo trimestre se espera más inflación y menos reactivación, comparado con principios de año. Pero esa revisión, de todos modos, contempla una mejoría en ambos frentes respecto de los datos observados del primer trimestre. La secuencia no se ha interrumpido, aunque la inclinación de las curvas ha cambiado.

Dentro de estrechos márgenes, algunas medidas en danza podrían consolidar esa trayectoria. Por caso, el relanzamiento de "Ahora 12", por un tiempo predeterminado, alimentaría la demanda de bienes de consumo durable, aunque una eventual demora de implementación tendría el efecto opuesto.

### Argentina: Recaudación impositiva de IVA total e Impuesto al Cheque Variación interanual, promedio móvil 3 meses



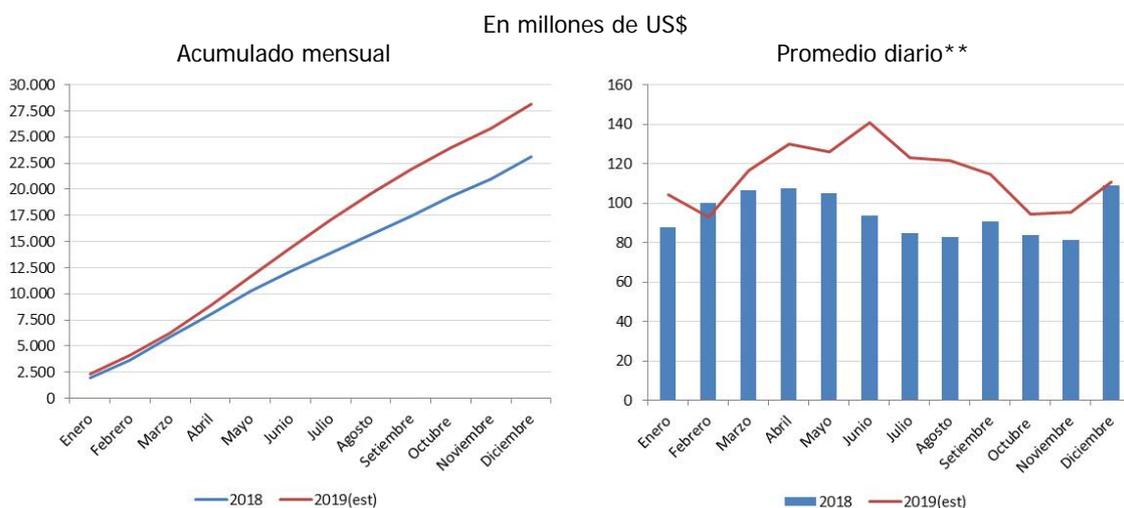
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Ingresos Públicos e INDEC

Los datos de recaudación, por su parte, han generado interrogantes, ya que los impuestos asociados al mercado interno caen 10 % interanual en términos reales en lo que va del año. Doble alerta, tanto por el nivel de actividad como por el cumplimiento de las metas fiscales. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en los procesos recesivos la recaudación de IVA, el tributo que más pondera, se debilita mucho más que las ventas. No sólo por el avance de la informalidad, sino también por la posibilidad de diferimiento en los pagos. Para seguir al sector real y predecir hacia dónde habrá de converger la recaudación de IVA hay que focalizarse en el "impuesto al cheque". Pues bien, en el primer trimestre de 2019 la recaudación de este tributo aumentó a un ritmo de 43,5 % interanual, mientras el IVA lo hizo al 35,5 %. Después de la recesión, esta brecha se habrá de invertir.

De igual modo, la caída de 19,7 % en la liquidación de agrodólares de marzo tampoco es un dato a extrapolar. Según Juan Garzón, de IERAL, este año el sector habrá de exportar 5 mil millones de dólares más que en 2018, con un flujo de divisas de junio a

agosto estimado en 128 millones de dólares/día, que compara con 87 millones un año atrás.

### Exportaciones de granos y principales derivados industriales 2018 (observado) y 2019 (estimadas)\*



\*Incluye envíos de soja, harina de soja, aceite de soja, biodiesel de soja, maíz, trigo, harina de trigo, girasol, aceite de girasol, harina de girasol, sorgo, maní (crudo y procesado), aceite de maní, cebada y alimento balanceado. \*\* Considerando días hábiles de cada mes.  
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Pero este año no se trata sólo del campo. Puede estimarse que en 2019 las exportaciones de bienes y servicios habrán de incrementarse un 10 % y, por su ponderación (20,5 % del PIB a precios constantes), aportarán 2 puntos porcentuales a la variación del PIB. Este movimiento se habrá de reforzar por la contribución también positiva sobre las cuentas nacionales de importaciones cayendo un 10 % (participan 28,9 % del PIB). En el corto plazo, se compensa con creces el deterioro de las inversiones.

Aunque menos perceptible por el lado del empleo que otras actividades, la dinámica del sector externo es clave para el crecimiento sustentable: por un lado, reduce la dependencia del endeudamiento y por el otro, tiene el poder de desactivar expectativas recurrentes de devaluación. Así, la tasa de interés local deja de necesitar aditivos para que los ahorristas se mantengan en pesos, y el círculo virtuoso puede abrirse paso. Pero esto es futurología, hasta que la incertidumbre electoral se disipe.