

La economía luego de la solución del problema con los holdouts

DOMINGO CAVALLO*

31 de marzo, 2016

Resumen

El gobierno implementó muy bien la primera fase de su programa de “normalización económica”. Un paso clave fue el progreso hacia la solución del largo litigio con los holdouts. Esto incluye las negociaciones constructivas y los acuerdos ya firmados con el 90% de quienes tenían reclamos judiciales ante los tribunales de Nueva York y la ley recientemente aprobada que deroga la “Ley Cerrojo” y la “Ley de Pagos Soberanos”.

En el muy corto plazo, la economía enfrenta el “*tradeoff*” clásico entre desempleo e inflación. En este plano dos fuerzas se enfrentan.

Por un lado, las reformas estructurales implementadas y la depreciación del tipo de cambio van a incrementar la productividad y reestablecer la rentabilidad y competitividad en muchos sectores. Esto va a alentar la inversión y las exportaciones y permitirá que la economía se recupere. Ya hay algunas evidencias anecdóticas de recuperación en sectores productores de bienes comercializables internacionalmente, que se beneficiaron de la devaluación.

Por otro lado, el gobierno está aplicando una política anti-inflacionaria basada en fuertes restricciones fiscales y monetarias, mientras ajusta hacia arriba las tarifas públicas que quedaron congeladas por más de una década y dieron lugar a costosos subsidios fiscales. Las restricciones macroeconómicas y los ajustes de precios

relativos están provocando caídas de los salarios reales, reducción del consumo y aumento de la desocupación. Todos estos efectos eran inevitables.

Recién cuando este completado este proceso de sinceramiento de la estructura de precios relativos y el gobierno haya recuperado el acceso al crédito será posible discernir el nivel al que llegará el tipo de cambio.

Después de resolver el problema de los holdouts, y de completar los ajustes tarifarios imprescindibles, pensamos que el gobierno va a virar gradualmente hacia una política fiscal más relajada (caracterizada por reducciones tributarias y una recuperación de los gastos de capital) mientras mantiene la política monetaria restrictiva. El gobierno va a aumentar la colocación de deuda para financiar el déficit fiscal y reducir de esa forma la emisión monetaria del Banco Central para financiamiento del Tesoro.

Ésta es la correcta combinación de políticas, fiscal y monetaria para derrotar un escenario de estanflación que ya lleva 4 años, pero recién se podrá implementar cuando el tipo de cambio se estabilice sin necesidad de que las tasas reales de interés sean exageradamente elevadas.

A partir de ese momento, la política monetaria todavía restrictiva combinada con política fiscal expansiva va a resultar en una apreciación del tipo de cambio real. Si el gobierno deja que el tipo de cambio real se aprecie vía la caída del tipo de cambio nominal (\$/U\$) más que por aumento de precios, la dinámica cambiaria puede terminar siendo una buena noticia para la coyuntura. La apreciación va a mejorar los salarios reales y, en consecuencia, va a reforzar el consumo privado. La estabilidad (o la apreciación) del tipo de cambio nominal va a mantener baja la expectativa de inflación y reducirá la inflación de los bienes comercializables.

Una vez que la inflación haya convergido a la meta, el Banco Central ya no necesite esterilizar expansión monetaria destinada al Tesoro y la economía se haya recuperado, el gobierno debería modificar la combinación de políticas macroeconómicas relajando la monetaria y haciendo más restrictiva la fiscal

(idealmente por la recuperación de la recaudación impositiva y por restricción del endeudamiento y el gasto de las provincias).

Este cambio en la combinación de políticas macroeconómicas va a ser necesario para evitar que el déficit cuasi fiscal se transforme en un dolor de cabeza para el Banco Central. Pero también para evitar que el gobierno nacional se transforme en un competidor por el crédito al sector privado y para evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio real.

Continuamos siendo optimistas sobre la habilidad del equipo económico para manejar una transición económica difícil y del Presidente Macri para asegurar gobernabilidad y apoyo a las reformas.

La economía luego de la solución del problema con los holdouts

El gobierno implementó muy bien la primera fase de su programa de "normalización económica". Las reformas se centraron principalmente en restablecer el funcionamiento normal de la economía, incluyendo la liberalización del Tipo de Cambio, la apertura comercial externa, la eliminación de los impuestos a las exportaciones agrícolas e industriales. Además, ya está en marcha el ajuste de tarifas de los servicios públicos (comenzando con la electricidad y, próximamente, el gas y transporte público)

Un paso clave fueron los avances para resolver los litigios de larga duración con los holdouts. Esto incluye las negociaciones constructivas y los acuerdos ya firmados con el 90% de quienes tenían demandas judiciales en los tribunales de los EE.UU. y la ley, recientemente aprobada, que deroga la "Ley Cerrojo" y la "Ley de Pagos Soberanos" (que fueron usadas como argumentos para respaldar la decisión de aplicar la cláusula pari-passu). La misma ley también establece la autorización del Congreso para aumentar la emisión de deuda por más de 12 mil millones de

dólares, siempre y cuando la Corte de Apelaciones ratifique la decisión de Griesa de levantar el embargo inmediatamente después de la liquidación.

Este es un paso clave para normalizar la deuda pública, actualmente en default técnico, evitando los riesgos de la aceleración de los bonos reestructurados. Se requiere crédito externo para evitar un fuerte ajuste fiscal inicial, mientras se sostiene un nivel aceptable de inversión pública en infraestructura.

El apoyo de la comunidad internacional a las reformas locales ha sido muy bueno. La visita de los presidentes de los EE.UU., Francia y el Primer Ministro de Italia son claras señales de apoyo a las reformas emprendidas por el nuevo gobierno. El cambio de voto de los EE.UU. en las instituciones financieras internacionales permitirá nuevos desembolsos del Banco Mundial para financiar parte del denominado "Plan Belgrano", un ambicioso plan de infraestructura para impulsar la región del norte del país

La resolución del problema con los holdouts y la normalización de la deuda pública es la piedra angular para recuperar el acceso a los mercados globales de capital, tanto del gobierno y como del sector privado. Desde el default, las empresas argentinas perdieron acceso al crédito en forma dramática. Han financiado sus inversiones mediante la retención de las ganancias y el ahorro interno mientras que la intermediación financiera como porcentaje del PBI es el más bajo de la región.

El problema de la deuda era, en cierto sentido, el más fácil de resolver. Sin embargo, la solución completa para los problemas económicos y sociales de la Argentina requiere, tareas mucho más difíciles de lograr: la eliminación de las distorsiones de precios relativos, la consolidación fiscal y conseguir suficientes inversiones eficientemente asignadas para eliminar los cuellos de botella que impiden el crecimiento económico. No obstante, todas estas metas se conseguirán más rápido si Argentina recupera el crédito público.

Las reformas en curso permitirán una alineación gradual de los precios nacionales e internacionales que llevarán a una mejor asignación de recursos. La

normalización de la deuda pública y el acceso al crédito externo reducirá sustancialmente la tasa de interés a largo plazo para el soberano, las provincias y, más importante, para el sector privado. La reducción de la inflación va a mejorar la asignación de recursos y aumentar el ahorro interno y la inversión. El ajuste de tarifas de energía aumentará el suministro, moderará la demanda y, con el tiempo, reducirá las importaciones de energía.

En nuestra opinión, estas medidas darán lugar a una mejora significativa de la productividad total de los factores. Y estas mejoras impulsarán la inversión privada y las exportaciones

Hasta ahora, la combinación de los ajustes de precios relativos y la política económica contractiva para mantener la inflación bajo control y reducir el traslado de la depreciación a la inflación ha tenido un impacto negativo en el empleo y la producción. Estimaciones privadas registraron una contracción del PBI cercana al 2% año a año para el primer trimestre (véase abajo).

La economía enfrenta en el corto plazo la disyuntiva clásica entre el desempleo y la inflación. En nuestra opinión, éste va a ser el núcleo de los debates económicos y políticos del 2016. Sin embargo, dos fuerzas opuestas chocan. Por un lado, hay un argumento de respuesta positiva del lado de la oferta: las reformas estructurales ya aplicadas aumentan la productividad de los factores mientras que la depreciación del tipo de cambio, recupera la rentabilidad y la competitividad en muchos sectores. Esto debería alentar las inversiones y las exportaciones que impulsarán la recuperación económica. Hay evidencias anecdóticas de recuperación rápida en algunos sectores de la economía, en particular, los productores de bienes para el comercio exterior que se beneficiaron con la devaluación.

Por el otro lado, el argumento de la respuesta positiva por el lado de la oferta, choca con el argumento de los efectos recesivos del lado de la demanda. Hasta ahora el gobierno viene aplicando una política anti-inflacionaria que combina restricciones monetarias y fiscales. La tasa de interés de las LEBACS a 30 días

subió al 38% (empujando las tasas reales de interés hacia territorio positivo por primera vez en más de 10 años) y la expansión de la base monetaria bajo del 40% en 2015 a 28% en 2016. El gasto primario del gobierno creció 23% en los dos primeros meses (una caída del 10% en términos reales). La moderación en el gasto público fue necesaria para reducir el financiamiento monetario del Banco Central al tesoro hasta tanto el gobierno pueda colocar deuda en los mercados. La demanda agregada esta también siendo afectada por la caída en el consumo privado debido a la baja en los salarios reales después de la devaluación y los aumentos de tarifas, además de la baja de las exportaciones industriales a Brasil.

La tensión entre las tendencias recesivas en el corto plazo y expansivas en el largo plazo se va a reflejar en la curva de rendimiento. La tasa de interés de corto plazo (en pesos) se mantendrá alta en términos reales mientras que la tasa de interés de largo plazo (en dólares) va a caer en niveles no vistos desde mediados de los 90'. La demanda de consumo va a seguir baja (dominada por la tasa de corto plazo) mientras que la demanda de inversión se va a recuperar, empujada por la reducción de la tasa de interés de largo plazo y las nuevas reglas de juego.

Una rápida reacción de la inversión del sector privado para compensar la contracción del consumo privado y del gasto del gobierno sigue siendo la llave del éxito de la estrategia oficial en 2016. Las fuerzas recesivas van a dominar a las fuerzas expansivas en el primer semestre, pero nosotros pensamos que la economía se va a estabilizar y va a comenzar a crecer durante la segunda parte del año.

Después de la resolución del problema de los holdouts y la normalización de la deuda pública, el gobierno se va a mover gradualmente hacia una combinación de política monetaria que seguirá siendo restrictiva, pero con política fiscal más relajada (conducida por reducciones tributarias y una recuperación del gasto de capital). El gobierno va a aumentar la colocación de deuda para reducir la expansión monetaria del Banco Central destinada a financiar al Tesoro.

Ésta es la combinación correcta para superar el escenario de estanflación que ya lleva cuatro años.

Nosotros creemos que una política monetaria restrictiva combinada con una política fiscal más laxa (financiada con emisión de deuda externa) va a provocar una apreciación del tipo de cambio real. Si el gobierno permite que la apreciación real se produzca a través de la caída del tipo de cambio nominal (\$/U\$S), en lugar de a través del aumento de los precios, la dinámica del tipo de cambio puede ser una buena noticia para la coyuntura. La estabilidad (o apreciación) del tipo de cambio nominal va a mantener bajas las expectativas de inflación y va a reducir la inflación de los bienes comercializables internacionalmente.

En el corto plazo, este es un enfoque razonable para reducir la inflación sin afectar excesivamente el nivel de la actividad económica y el empleo. Las exportaciones agrícolas se van a recuperar de cualquier forma gracias a la nueva estructura impositiva y los menores obstáculos a las importaciones más que por el nivel a corto plazo del tipo de cambio real. Las exportaciones industriales van a depender más del nivel de actividad económica en Brasil que del tipo de cambio real bilateral.

En otras palabras, dado que la demanda global continua baja debido a la crisis en Brasil y a la baja del crecimiento en China nosotros pensamos que un recupero de las exportaciones conducido por un tipo de cambio real muy depreciado es poco probable. En consecuencia, la combinación de políticas macroeconómicas que nosotros prevemos para los próximos meses parece adecuada para enfrentar el escenario estanflacionario. Y en particular para reducir la inflación que actualmente asciende al 35-40% anual a causa de los ajustes de precios relativos y la inflación inercial. La agencia oficial de estadísticas INDEC ha dejado de publicar el índice de precios al consumidor, antes totalmente distorsionado. Pero existen

estimaciones no oficiales, de las cuales, la más confiable es la publicada por PriceStats.¹

En una segunda etapa del programa económico, el gobierno debería ajustar gradualmente la combinación de políticas macroeconómicas. Una vez que la inflación haya convergido a la meta, el Banco Central haya reducido la necesidad de esterilizar la expansión monetaria destinada al tesoro y la economía se haya recuperado, el gobierno debería modificar gradualmente la combinación de políticas macroeconómicas. Deberá relajar la política monetaria (reduciendo las tasas de interés de corto plazo) y hacer más restrictiva la política fiscal (idealmente por la recuperación de la recaudación de impuestos no distorsivos y la restricción del gasto y del endeudamiento de las provincias).

Este cambio en la combinación de política macroeconómica será necesario para evitar que el déficit cuasi fiscal se transforme en un dolor de cabeza para el Banco Central. También para evitar que la demanda de crédito del gobierno desplace al sector privado y la apreciación del tipo de cambio real sea excesiva.

Nosotros continuamos siendo optimistas sobre la habilidad del equipo económico para manejar la transición económica y del Presidente Macri para asegurar gobernabilidad y respaldar las reformas.

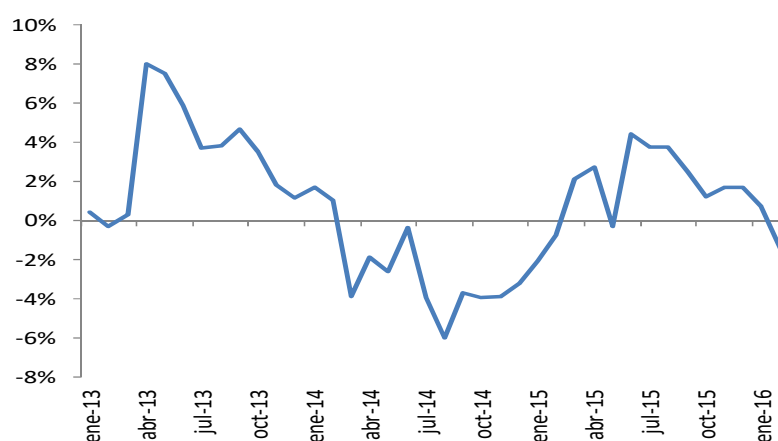
Restricción monetaria, restricción fiscal, economía enfriada

La mezcla de políticas macroeconómicas ha afectado la actividad económica a principios de 2016. De acuerdo con el índice de actividad OJF (una estimación privada), la economía se contrajo un 1,6% a/a (año a año) en febrero y acumula un descenso del 0,4% a/a en los dos primeros meses del año. La actividad económica ha disminuido desde mediados de 2015, pero la caída se aceleró después de

¹ Para más información sobre esta data e índices ver (Cavallo, 2013), (Cavallo and Rigobon, 2016), (Cavallo, 2016a) y (Cavallo, 2016b).

diciembre, en respuesta a la devaluación, los ajustes en los precios relativos (tarifas) y una política económica contractiva.

Gráfico 1: Actividad Económica. a/a % cambio

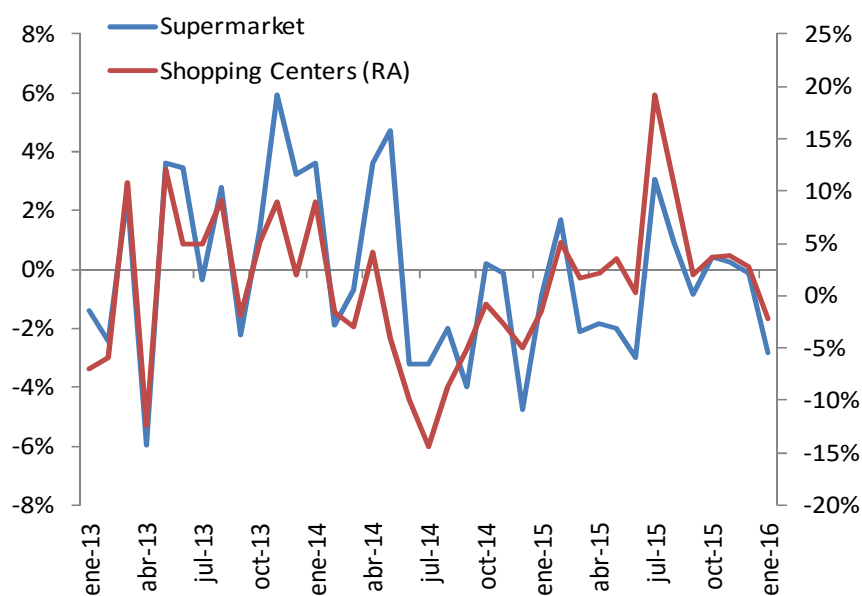


Fuente: OJF.

Del lado de la demanda, el consumo privado se redujo. Medido en términos reales, las ventas de supermercados se contrajeron un 2,8% a/a en enero (últimos datos disponibles) mientras que el gasto en los centros comerciales disminuyó 2.2% a/a. Otros indicadores de consumo mostraron una dinámica similar. El volumen de ventas al por menor de acuerdo con CAME (una organización de PYME) se redujo de 2.3% a/a en enero y 4,5% a/a en febrero, después de un ligero aumento en 2015 (+ 2,1% a/a). Por otra parte, la tasa de crecimiento de los créditos de consumo (tarjetas de crédito, préstamos personales y préstamos para automóviles) se está

desacelerando en términos tanto nominales como reales, debido a la menor demanda de crédito y el aumento de las tasas de interés.

Gráfico 2: Ventas reales en supermercados y centros comerciales. Cambio a/a %



Nota: Las ventas nominales deflactados por IPC-CABA.

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de GCBA e INDEC.

La reducción de los salarios reales, las altas tasas de interés y un retroceso de las expectativas están afectando a los gastos del hogar. Hasta que los resultados de las negociaciones salariales entre los sindicatos y las empresas entran en juego, el

consumo privado se mantendrá débil. Este fenómeno ocurre cada año aproximadamente en el mismo periodo (la mayor parte de las negociaciones salariales se inicia en marzo / abril), pero se ha alargado en el año 2016 debido al efecto de la devaluación y el aumento de la factura de la luz sobre la inflación (+ 31% a/a en los dos primeros meses, un 8,3% desde diciembre). Por otro lado, suavizar el consumo a través de la deuda se ha vuelto más difícil debido al aumento de las tasas de interés después de la devaluación. La erosión de la confianza también aumentó la precaución en las decisiones de gasto, especialmente teniendo en cuenta que el desempleo se ha convertido en una amenaza.

Por desgracia, algunos indicadores muestran que la inversión aún no se está acelerando. Los envíos de cemento (en relación a la construcción) cayeron un 10% a/a en febrero y el 9% a/a en los dos primeros meses del año. El "índice Construya" (una estimación de la actividad de la construcción privada) se movió en la misma línea, con una desaceleración en febrero que se ha transformado en caída absoluta. El gobierno espera que el panorama cambie sustancialmente en la segunda mitad de 2016, teniendo en cuenta que el problema con los holdouts se resolverá y que será absorbido el impacto inicial de los ajustes macro. En este sentido, el flujo de inversión extranjera directa será un factor importante.

Las exportaciones muestran signos de recuperación gracias a la producción agrícola, pero el panorama no es demasiado alentador. Según el índice del volumen de las exportaciones aumentó 25% a/a en febrero (+ 23% a/a acumulativa) con un gran impulso de los productos primarios (+ 91% a/a) y manufacturas de origen agropecuario (+ 42% a/a). La devaluación y la eliminación de los impuestos a la exportación proporcionan suficientes estímulos para aumentar el volumen de las exportaciones agrícolas.

En contraste, las exportaciones industriales cayeron un 10% a/a en términos reales, debido a los menores envíos de autos a Brasil y productos metálicos básicos (tales como tubos sin costura, debido a la caída en el precio del petróleo y su

impacto en sectores relacionados). Además, las ventas de combustible externos permanecen en una tendencia a la baja (-38% a/a en volumen). De cara al futuro, el débil desempeño de la demanda externa y los precios internacionales relativamente estables (con riesgos a la baja) va a compensar el efecto positivo proporcionado por la devaluación, la eliminación de las restricciones a la exportación y los impuestos a la exportación.

El enigma fiscal

El gobierno de Cristina Fernández dejó una pesada carga fiscal que la nueva administración está tratando de revertir gradualmente. En concreto, las cuentas fiscales terminaron 2015 con un déficit primario del 5,4% del PIB, que se extiende hasta el 7% cuando se considera la consolidación de la deuda flotante, una adecuada contabilidad de los ingresos y gastos y el costo fiscal de las promesas electorales hechas por el presidente Macri. En perspectiva, este es el peor desempeño fiscal en décadas. El gobierno ha propuesto reducir el déficit primario de 0,3% del PBI durante cuatro años, a partir de un ajuste de 2,3 puntos porcentuales del PBI en 2016 (basado en los recortes de gastos) y 1,5 puntos por año después (a través de un aumento del crecimiento).

2016 ha comenzado con una política fiscal muy apretada. De acuerdo con datos oficiales, los dos primeros meses del año terminó con un déficit primario positivo de \$ 17,9 mil millones y un déficit global (neto de los pagos de intereses sobre la deuda pública y de los ingresos del BCRA y ANSES) de 22.7 millones de dólares. La mejora es notable: el déficit primario (en general) se redujo en 3,5 mil millones de pesos (ascendió a \$7,1 mil millones). En esencia, esto sucedió porque el gobierno prácticamente congeló el gasto público, con la excepción de las pensiones de los jubilados y los salarios de los empleados públicos. El freno en el crecimiento del gasto es aún más notable en transferencias corrientes (subsídios sociales y

económicos y las transferencias discrecionales a las provincias) y los gastos de capital, dos elementos que registraron fuertes caídas en términos reales.

Tabla 1: cuentas fiscales .Millones de \$ y el cambio a/a%

| Item | 2015 | 2016 | % change |
|-------------------------------------|----------------|----------------|------------|
| Revenues (ex ANSES and BCRA) | 172.389 | 220.274 | 28% |
| Tax receipts | 98.798 | 124.102 | 26% |
| Social Security | 67.555 | 88.070 | 30% |
| Non-tax receipts | 4.173 | 4.769 | 14% |
| Others | 1.863 | 3.333 | 79% |
| Primary Expenditure | 193.822 | 238.199 | 23% |
| Consumption | 39.649 | 47.522 | 20% |
| Social Security | 69.517 | 97.158 | 40% |
| Current Transfers | 53.506 | 57.587 | 8% |
| Others | 8.427 | 11.351 | 35% |
| Capital Expenditure | 22.722 | 24.582 | 8% |
| Primary Balance | -21.433 | -17.925 | - |
| Interest payments on debt | 14.850 | 11.686 | -21% |
| Incomes from ANSES | 6.428 | 6.878 | 7% |
| Incomes from BCRA | 0 | 0 | - |
| Overall Balance | -29.856 | -22.734 | - |

Fuente: Ministerio de Economía

A pesar de la mejora, es difícil confirmar la tendencia actual en las cuentas fiscales. Por un lado, debido a que parte de la mejora se debe al impacto de las reorganizaciones ministeriales que según las propias estimaciones del gobierno se revertirán en los próximos meses. Por otra parte, debido a que hay algunos gastos no pagados que no aparecen en el balance fiscal base caja de los dos primeros meses, tendrán un impacto en las cuentas fiscales en los próximos meses.

Hasta ahora, el gobierno ha mostrado voluntad política para recortar los subsidios económicos. El Ministerio de Energía estima que el aumento de las tarifas eléctricas en marcha en febrero generará un ahorro fiscal de 4 mil millones de dólares (alrededor de 0,9% del PBI). Todavía hay espacio para más recortes: de acuerdo con ASAP (un centro de estudios local), los subsidios a la producción y distribución de energía (electricidad y gas) superaron el 3% del PBI en 2015 y los subsidios para el transporte ascendieron a 1% del PBI. La reducción total de las subvenciones de este año puede ser descartada debido a razones políticas, económicas y sociales, pero el gobierno ha señalado claramente que el proceso continuará una vez se recupere el crédito público.

Asegurando la gobernabilidad y la reducción de los impuestos distorsivos es tener un impacto fiscal no despreciable. En sus primeros 100 días de gobierno Mauricio Macri ha eliminado los impuestos a la exportación de productos agrícolas (excepto la soja y sus derivados), productos regionales y la minería, el aumento de las asignaciones familiares e introdujo cambios en el impuesto sobre la renta. Mientras que la generosidad fiscal se basa en la necesidad de fortalecer la producción y las exportaciones y amortiguar el impacto del ajuste económico sobre el consumo privado, el costo fiscal se aproxima a 1,7% del PBI (0,8 en el caso de los impuestos a la exportación, 0,2 por incrementos y 0,7 por cambios en el impuesto a las ganancias).

Por otro lado, si el gobierno devuelve parte de los ingresos que actualmente financia la ANSES a las provincias, los ahorros obtenidos a través de recortes de gastos (2,3% del PBI) se revertirían.

Cerrar la disputa con los holdouts permitirá un cambio en la financiación del déficit. El gobierno espera que, con el país fuera del default selectivo, será capaz de recaudar fondos en una cantidad mayor y una tasa de interés algo más bajo (7-8% anual en dólares). En un mundo con rendimientos cercanos a cero, la inversión en bonos argentinos puede ser una buena alternativa, aunque el margen con respecto

a las economías emergentes se comprime (el riesgo país se sitúa actualmente en torno a 400pb (puntos básicos), en comparación con los 460pb de las economías emergentes). Por otra parte, hay que tener en cuenta que el hecho de dejar la categoría de "mercado fronterizo" aumentaría de forma casi automática la demanda de bonos argentinos por parte de algunos inversores institucionales. Las emisiones de deuda en el mercado exterior probablemente se complementen con los esfuerzos para recaudar fondos en pesos en el mercado interno, como ya ha ocurrido (a costa de desplazar la financiación al sector privado).

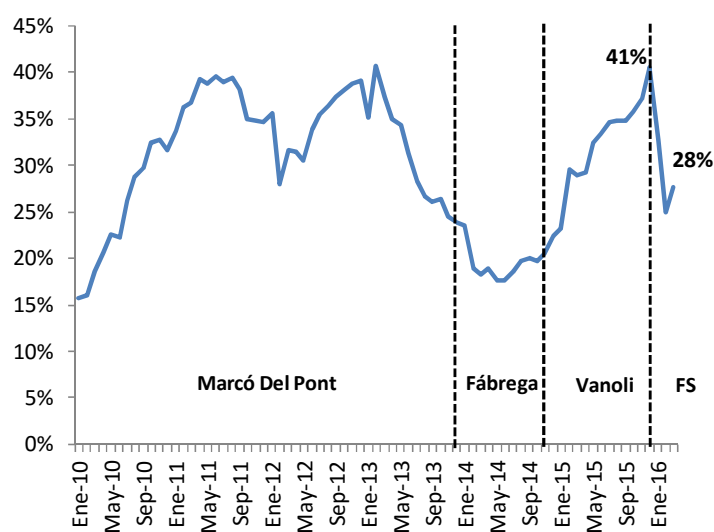
Sin embargo, el Tesoro seguirá necesitando asistencia financiera del Banco Central. Incluso si el gobierno puede recurrir a los mercados, el déficit es demasiado grande para ser cubierto únicamente con la deuda. Suponiendo que la proyección de déficit primario del Ministerio de Economía para el 2016 (4,8% del PBI) se financia a través de la deuda; el gobierno tendría que recaudar aproximadamente U\$S 22 mil millones. Dicha emisión de bonos públicos sería uno de los más grandes en décadas para una economía emergente. Por esta razón, se espera que el Banco Central continúe la emisión de dinero para ayudar a la Tesorería. El propio gobierno ha reconocido que se emitirán \$160 mil millones (alrededor del 2,3% del PBI) para cubrir el déficit fiscal. Hasta el momento, se han transferido solamente \$6 mil millones, pero las necesidades financieras del gobierno federal aumentarán a lo largo del año.

La política monetaria bajo la lupa

El Banco Central ha cambiado su instrumento de política debido a la creciente dificultad en el control de los agregados monetarios. Hace unas semanas, el BCRA anunció que usaría la tasa de interés como una herramienta para controlar la inflación. Hasta entonces se había privilegiado el control directo de los agregados monetarios, lo que había permitido una reducción de \$ 107.4 millones en la base

monetaria (o el 17% de las acciones desde diciembre de 2015). El coste de esta absorción fue un notable incremento de la deuda a corto plazo, que ahora supera los \$ 420 millones, el 71% de la base monetaria. Además, hubo una reducción de la duración (48 días) y un aumento en la tasa de interés (por encima de 32%).

Gráfico 3: Base Monetaria. Cambio a/a%

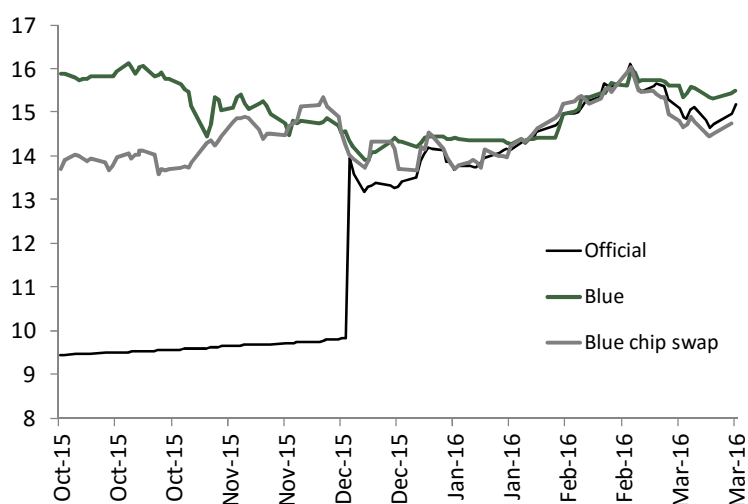


Fuente: BCRA.

El costo cuasi fiscal de la esterilización continúa aumentando teniendo en cuenta que el costo de los contratos de futuros del dólar y de la asistencia al Tesoro consiste en imprimir casi 190 mil millones de pesos. Consideramos que el cambio de instrumento se debe a la intención de no enviar señales contradictorias con respecto

a la política de lucha contra la inflación, ya que la tasa de expansión monetaria aumentaría casi inevitablemente en los próximos meses (hoy es 28% a/a).

Gráfico 4: Tasa de cambio nominal. \$/US\$



Fuente: BCRA y datos de Mercado.

Dado el cambio de instrumento de política monetaria, el tipo de cambio tendrá que flotar más libremente. El "trilema monetario" es una herramienta útil para entender los movimientos del tipo de cambio. Si la economía se mueve hacia una mayor apertura de la cuenta de capital (para financiar el déficit fiscal) y si el gobierno mantiene una política monetaria independiente (para reducir la inflación), a continuación, el tipo de cambio flotará necesariamente. En la medida en que el gobierno considera que el tipo de cambio amenaza con salir de una banda de

flotación razonable (\$/USD ¿14-16?) Se enfrentará más temprano que tarde al dilema de intervenir o no en el mercado de cambios.

No cabe duda que la política monetaria se está moviendo a lo largo de un desfiladero.

REFERENCIAS

- Cavallo, A., 2013. Online and official price indexes: Measuring Argentina's inflation. *Journal of Monetary Economics* 60(2) 152–165.
- Cavallo, A., Rigobon, R., 2016. The Billion Prices Project: Using Online Data for Measurement and Research. *Journal of Economic Perspectives* 30, 151–78.
- Cavallo, A., 2016a. Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers. *American Economic Review*. Forthcoming.
- Cavallo, A., 2016b. Scraped Data and Sticky Prices. *Review of Economics and Statistics*. Forthcoming.