

## DOCUMENTO DE TRABAJO

### **“Circuito Dólar-Tasas cuasi-fijos e Inflación en baja: las claves de la recuperación electoral del Oficialismo”**

por Flavio Buchieri



DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 6, AÑO II  
Centro Escuela de Gestión y Negocios, Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad Nacional de Entre Ríos  
Gral. Justo José de Urquiza 552, E3100FEN Paraná, Entre Ríos  
Teléfono: +54 0343 422 2172 int. 2114  
Mail: [escuelagestionynegocios@fceco.uner.edu.ar](mailto:escuelagestionynegocios@fceco.uner.edu.ar)

## **1. Introducción.**

El clima de “estabilidad macroeconómica” que se vive, por lo menos desde Marzo del presente año y hasta la actualidad, ha sido el resultado de haber encorsetado la economía desde lo monetario, cambiario y fiscal para que dicho contexto permitiera la recuperación de la competencia electoral del oficialismo. Y lo ha conseguido!!!. A menos de dos semanas de producirse las PASO es innegable el aporte que dicho esquema ha tenido sobre la performance electoral de la fórmula Macri-Pichetto (en adelante, fórmula M-P) la cual, según la mayoría de los sondeos de opinión pública que pululan por los principales medios gráficos y audiovisuales del país, estaría en una paridad técnica, desde lo estadístico, con la principal fórmula de la oposición de cara a las próximas elecciones presidenciales. No es menor el “mérito” que el Gobierno ha conseguido, más cuándo se mira hacia atrás y luego de “habérsele escapado de las manos” el control del dólar y, con él, la tasa de inflación, de interés y de actividad económica, entre otras variables de relevancia, a partir de Marzo del año pasado.

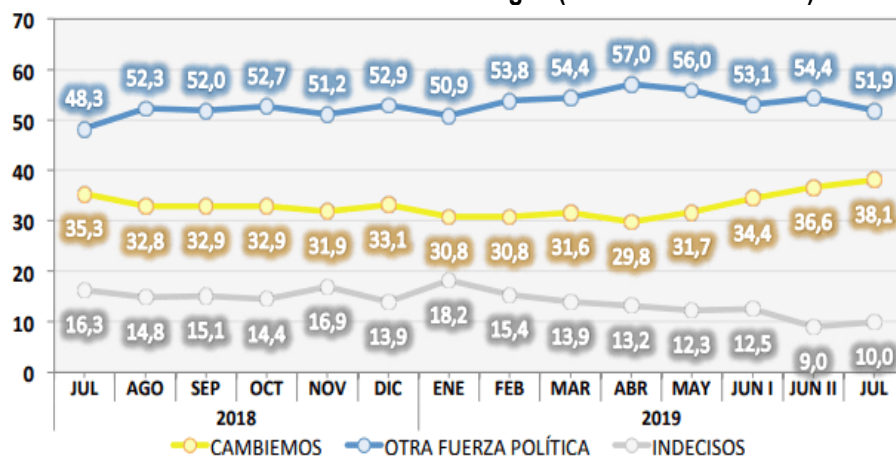
No es oportuno este espacio para presentar un análisis sociológico y/o electoral exhaustivo del actual cuadro político del país. De cuán cuestionadas están las experiencias de gobierno del oficialismo como de la fórmula Fernández-Fernández (en adelante fórmula F-F). O del escaso rol gravitante del resto de la oposición. Sí está claro que el desempeño macroeconómico reciente, aun cuando el mismo es de corto plazo y con resultados perversos en materia de actividad económica, empleo-desempleo y pobreza, entre otros, le han permitido al Gobierno descontar la enorme diferencia que ya en Marzo de este año tenía con el principal opositor, permitiéndole sembrar la esperanza de que, con la enorme publicidad a su disposición, puede hasta “llegar a ganar en primera vuelta”. Euforias descontroladas aparte, la disciplina comunicacional del gobierno ha acompañado con efectividad esta idea del veranito económico en marcha. Y si el “voto vergüenza” hace su juego, el resultado de las PASO primero y la primera vuelta después podrían resultar mitológicas para lo que es el credo electoral dominante: en recesión, el gobierno de turno no tendría re-elección!!!.

Expuesta esta breve introducción, vamos a presentar, someramente y desde un sondeo en particular que hemos consultado en situaciones previas de este año, el cuadro electoral posible en la actualidad y el desempeño macro coyuntural que lo sostiene. Al final, nuestras conclusiones y algunos aportes a lo que han sido en estos días los temas de discusión pública, en materia económica, que seguramente se van a considerar, con más detalle, luego de las PASO y cuando, desde allí, comience la verdadera batalla mediática de las principales fórmulas electorales hoy en danza.

## **2. El Cuadro Electoral Actual: Nación vs. Provincia de Buenos Aires.**

Como hemos venido presentando desde el Documento de Trabajo N° 6, la última encuesta de Synopsis -que se realizó a mediados de Julio del presente año- arroja los resultados que a continuación se exponen a nivel nacional y que muestran el cuadro de paridad estadística entre las dos principales fórmulas presidenciales, en un contexto de alta polarización del electorado (más del 80%) entre las mismas.

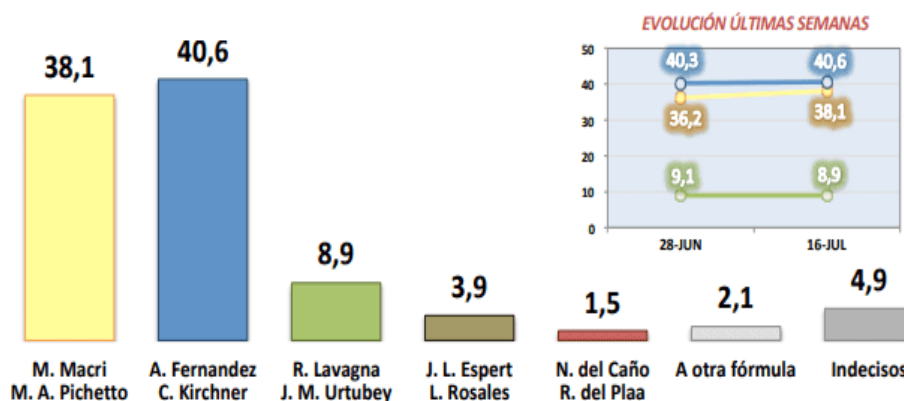
GRÁFICO 1: Evolución Nivel de Imagen (Julio/2019-Julio/2018)



FUENTE: Synopsis Consultora.

GRÁFICO 2: Resultado de las PASO si se hubieran realizado en Julio/2019

JULIO 2019 - TOTAL PAÍS - (ESCENARIO PRIMARIAS)



FUENTE: Synopsis Consultora.

GRÁFICO 3: Resultado del Ballotage (Segunda Vuelta) si se hubiera realizado en Julio/2019

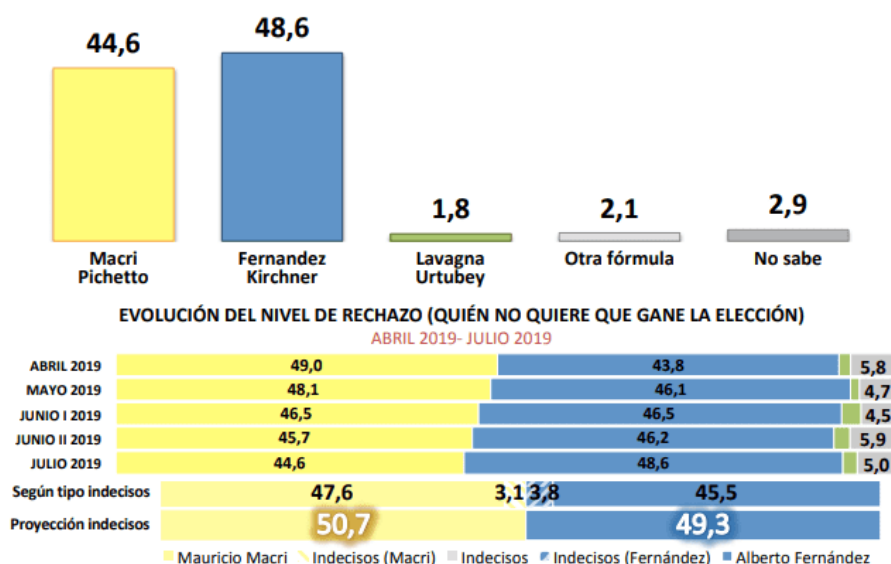


FUENTE: Synopsis Consultora.

La recuperación electoral del oficialismo es clara y consistente cuando se toma en consideración el nivel más bajo de imagen positiva del Presidente Macri, la cual aconteció en Enero-Febrero del presente año, con 30.8%. Desde allí no ha parado de crecer a un promedio de 1.5 puntos porcentuales por cada mes transcurrido, arribando, para el pasado mes de Julio, al 38.1%. Por su parte, la ex – Presidente, Cristina Fernández de Kirchner (en adelante, CFK), alcanzó el valor más alto en Abril del presente año (57%) para luego iniciar una caída que la posiciona en Julio de este año en torno al 51.9%. Por otro lado, si las PASO se hubieran realizado en dicho mes, la fórmula F-F se habría impuesto por 40.6% frente al 38.1% que habría obtenido la fórmula M-P, contexto que realizadas hipotéticas elecciones presidenciales en el mismo mes habrían conducido a una segunda vuelta, resultando ganador la fórmula M-P por el 50.7% frente al 49.3% que habría obtenido la fórmula F-F.

El resultado de la segunda vuelta es consustancial con el nivel de rechazo que generan los principales candidatos. Así, mientras Macri evoluciona positivamente, reduciendo en casi 4.5 puntos porcentuales su nivel de rechazo entre Abril y Julio del presente año, CFK aumenta su propio nivel de rechazo en poco más de 5 puntos. Así, se evidencian 4 puntos de diferencia entre ambos candidatos pero a favor de Macri y con un bajo nivel de indecisos. Proyectados los mismos, se arriban a los valores expuestos en el párrafo previo y que expresan la intención del gobierno: perder en primera vuelta para luego, ganar en segunda vuelta, repitiendo lo ocurrido en las elecciones del año 2015.

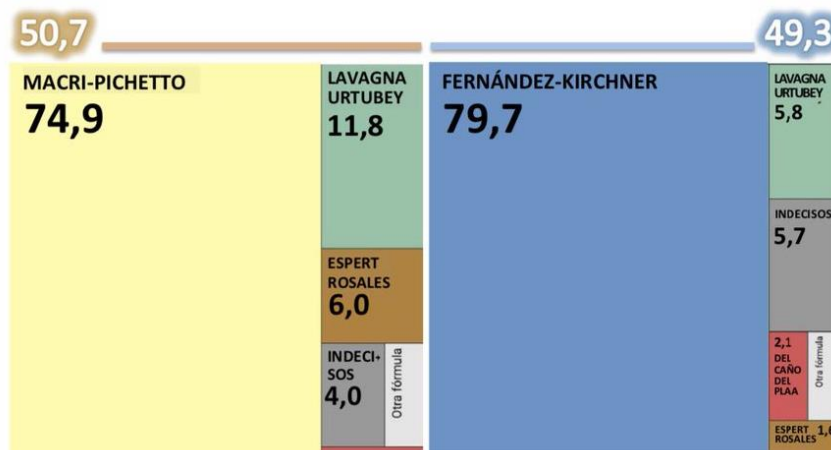
**GRÁFICO 4: Nivel de Rechazo, Principales Candidatos, Julio/2019**



FUENTE: Synopsis Consultora.

Ahora bien, y en un escenario de segunda vuelta, cómo se alimentarían las dos principales fórmulas del resto del espectro electoral?. Synopsis lo expone en el siguiente Gráfico mostrando que del 50.7% que votaría a la fórmula M-P, el 74.9% del total provendría de su núcleo de votantes cautivo o duro mientras que el 11.8% serían votos que previamente habrían ido a la fórmula Lavagna-Urtubey más un 6% provendrían de quienes antes votaron por Espert-Rosales, restando un 4% adicional proveniente de indecisos. Por otro lado, del monto que obtendría la fórmula F-F (49.3%), su núcleo duro de votantes aportaría el 79.7% del total mientras que Lavagna-Urtubey le proporcionarían un 5.8% más un 5.7% restante, que tendría origen en los indecisos. Esto mostraría que la mayor parte de los votos de Lavagna-Urtubey y la totalidad de los votos de Espert-Rosales irían a parar a la fórmula M-P mientras que una mayor parte de los indecisos se inclinaría por la fórmula F-F.

**GRÁFICO 5: Procedencia de Votantes en el Ballotage, Principales Candidatos, Julio/2019**



FUENTE: Synopsis Consultora.

En la Provincia de Buenos Aires, el distrito electoral provincial más importante -y que aún resta por definir su futuro Gobernador-Vicegobernador- muestra diferencias con respecto al resto del país y que son las que preocupan al Gobierno Nacional ya que la elección de las máximas autoridades de la Provincia se definen en la primera vuelta. Así, se pueden observar, siguiendo a Synopsis, los siguientes resultados posibles:

- María Eugenia Vidal (en adelante, MEV) obtendría cinco puntos más que Mauricio Macri en la Provincia de Buenos Aires (40.5% vs. 35.6%) si la primera y única vuelta hubiese sido en Julio pasado. Sin embargo, perdería frente a Axel Kicilloff por 2 puntos porcentuales, situación de empate técnico o dentro del margen de error de la medición.
- Para que esta situación se concrete, MEV necesitaría que dicha diferencia con Macri provenga del corte de boletas porque la imagen negativa del segundo la afectaría. Dicho corte provendría de votantes mayoritariamente de Espert y, en menor medida, de Lavagna.
- Por otro lado, la diferencia que obtendría la fórmula F-F sobre la de M-P, en dicha Provincia, sería de 8.6%, ganando el ballotage con una diferencia de casi 5 puntos a favor de los primeros.

Los resultados antes expuestos muestran que M-P deberían efectuar una muy buena elección en otros distritos como en Ciudad de Buenos Aires, Córdoba, Mendoza y Santa Fe juntos para más que compensar la totalidad de la diferencia en contra que conseguiría la fórmula F-F en Buenos Aires, dejando así un saldo para el resto del país.

### 3. La Macro anestesiada y el problema de las LELIQs.

Aún con los números fiscales no del todo buenos (se espera un déficit primario del 0.9% del PBI para todo el año, con un déficit total de 3.6% -sin contar con el déficit cuasi-fiscal del BCRA, que arroja otro 4-5%-), la fuerte restricción fiscal y el apretón monetario que permite sólo variaciones estacionales en la Base Monetaria (pero sin variación total hasta el presente, de cerca de \$ 1.35 billones), la macro viene navegando por un clima de calma cambiaria, facilitada por la excelente cosecha registrada -de más de 140 millones de toneladas, cuya liquidación ronda ya casi el 70%- , y tasas de interés para las Letras de Liquidez (en adelante, LELIQs) que rondan el 60%, manteniéndose bajo control casi 1.3 billones de pesos que, bajo un aflojamiento no medido de las mismas, impactarían de lleno en la cotización del tipo de cambio.

Las expresiones de los últimos días vertidas por el candidato Alberto Fernández sobre el manejo de las LELIQs bajo su eventual gobierno ha generado algún reajuste al alza en el tipo de cambio aunque aún es muy pronto para esbozar una opinión sobre el impacto definitivo, situación que podría requerir definiciones luego de las PASO en función al resultado que allí se obtenga. De cualquier modo, el recupero de corto plazo está dentro del rango promedio de \$ 45 por dólar con el cual el BCRA parece estar cómodo y dispuesto a sostener, entre otros, con la venta de futuros de dólar y, si lo requiriese, un nuevo aumento de las tasas de las LELIQs, tal cual ocurrió en los últimos días, superando así el techo del 60% que imperaba en los últimos dos meses.

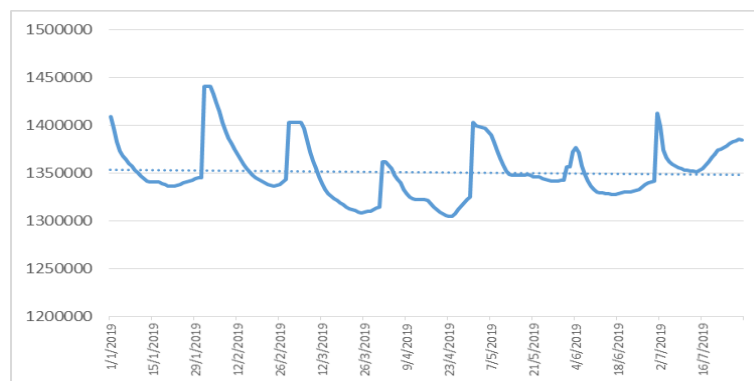
No es menor el debate que ya parece instalarse sobre el tratamiento que habría que darle a las LELIQs tras las elecciones de Octubre. Por ahora, el gobierno nada va a hacer al respecto ya que, entre las alternativas en danza para su solución, las más viables podrían requerir decisiones políticas de peso hoy no disponibles. Si el gobierno se viera obligado -ante una eventual corrida que podría producirse si el resultado electoral de las PASO difiera sustancialmente de lo previsto por los mercados- a generar un rescate de las mismas utilizando algún mecanismo de coerción como podría ser la implementación de una versión remixada del Plan Bonex de Diciembre de 1989, implicando un canje compulsivo de los depósitos a plazo fijo por un bono de largo plazo que cotizaría en el mercado con un fuerte descuento. Esto afectaría al gobierno y, por ende, podrían poner fuertemente en riesgo su competitividad en las próximas elecciones presidenciales. Ahora bien, alternativas a esta medida existen pero no abundan por lo que el nuevo gobierno que se instale en la Casa Rosada a partir del 10 de Diciembre del presente año va a tener que asignarle prioridad a su tratamiento. El mismo dependerá, por supuesto, del Plan Integral de Estabilización que deberá ofrecerle a la sociedad para estabilizar los precios y el mercado cambiario, logrando la reactivación de la economía.

Si a la estabilidad en la cotización del valor del dólar, por lo antes expuesto, se le suma la finalización del reajuste de tarifas (salvo los combustibles, que aumentaron un 2% en el inicio de Agosto), el resultado es una baja concomitante en la tasa de inflación, que podría rondar el 2.5% para Julio, situación que llevaría a estimar una tasa de inflación del 36% (para los pronósticos más optimistas; 40% promedio para el resto de las estimaciones) para todo el 2019, siempre y cuando los supuestos económicos y políticos de corto plazo no cambian sustancialmente. En un contexto de calma cambiaria, la baja en la prima de riesgo país contribuyó a la misma, ubicándose a fines de Julio en torno a los 783 puntos básicos. Adicionalmente, el stock de reservas internacionales no sólo acusó recibo del último desembolso del FMI sino también de la importante liquidación de los dólares provenientes de las exportaciones de commodities, que permitió mantener el superávit comercial por décimo mes. Estos dos factores alimentaron el mercado de cambios -que continuó financiando la dolarización de portafolios en marcha- manteniendo su nivel en torno a los US\$ 68.000 millones.

La calma cambiaria, de la mano de la baja de la inflación y con un mercado cambiario alimentado por el superávit comercial -que viene creciendo desde Septiembre del año 2018 aunque, claro está, magnificado por la importante liquidación de los dólares del campo-, ha permitido que los plazos fijos sigan fondeando el stock de LELIQs que, como vemos en el gráfico respectivo, muestra tendencia creciente por la capitalización de los intereses que estos títulos en manos del Banco Central generan. Si las expectativas de un salto en dólar más allá de un valor que compense el retorno real presunto obtenido por el juego tasa de inflación menos tasa de interés se concretan pues es posible que ingresemos en un sendero de mayores tasas, que conducirán a mayores presiones cambiarias, acelerando la necesidad de una solución a este tema.

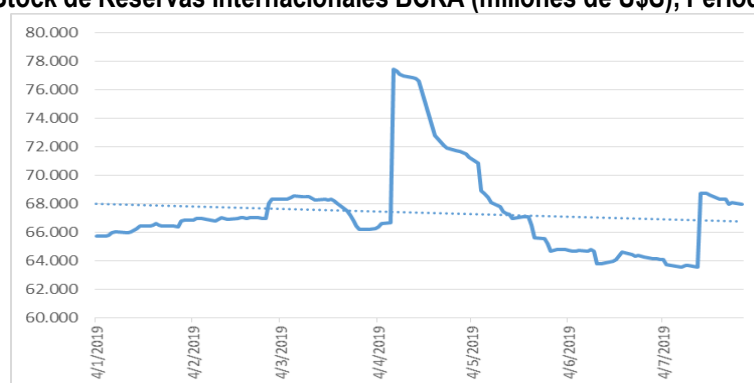
Los siguientes Gráficos muestran gran parte de la situación descripta en los párrafos previos.

**GRÁFICO 6: Base Monetaria (millones de pesos), Período 2/1-30/7/2019**



FUENTE: Elaboración propia en base a [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

**GRÁFICO 7: Stock de Reservas Internacionales BCRA (millones de U\$S), Período 2/1-29/7/2019**



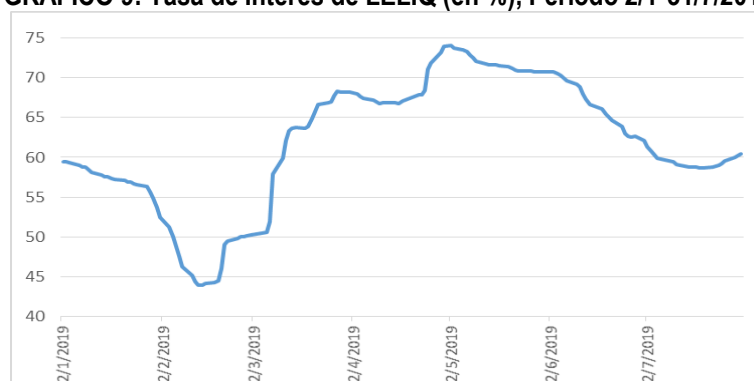
FUENTE: Elaboración propia en base a [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

**GRÁFICO 8: Cotización del Tipo de Cambio (pesos por dólar), Período 2/1-31/7/2019**



FUENTE: Elaboración propia en base a [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

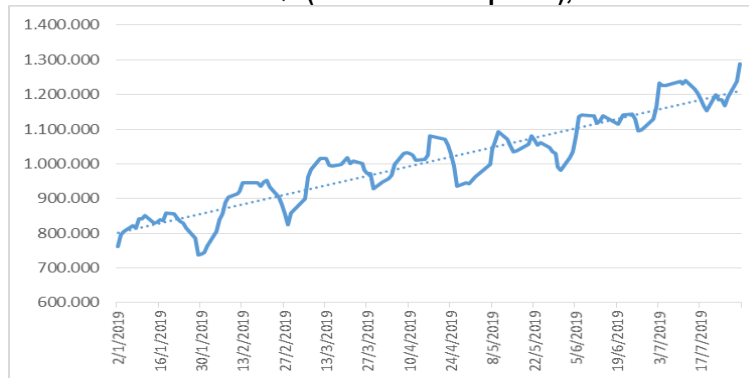
**GRÁFICO 9: Tasa de Interés de LELIQ (en %), Período 2/1-31/7/2019**



FUENTE: Elaboración propia en base a [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

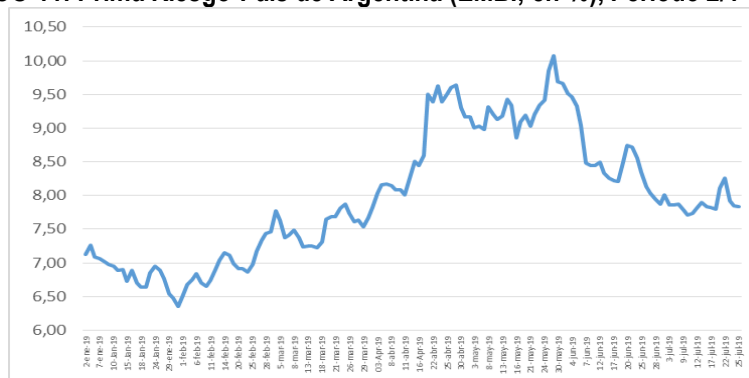


**GRÁFICO 10: Stock de LELIQs (en millones de pesos), Período 2/1-30/7/2019**



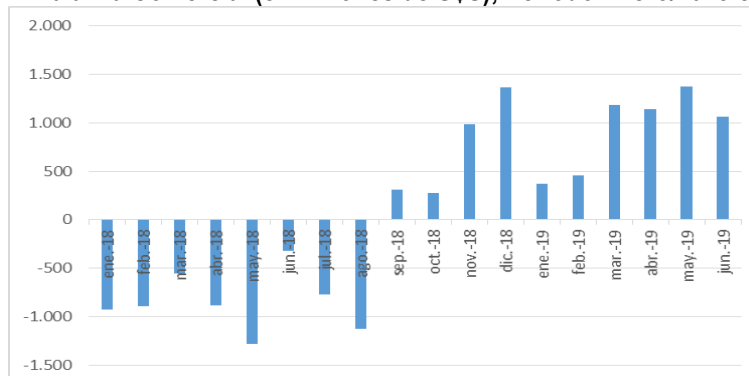
FUENTE: Elaboración propia en base a [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

**GRÁFICO 11: Prima Riesgo-País de Argentina (EMBI; en %), Período 2/1-30/7/2019**



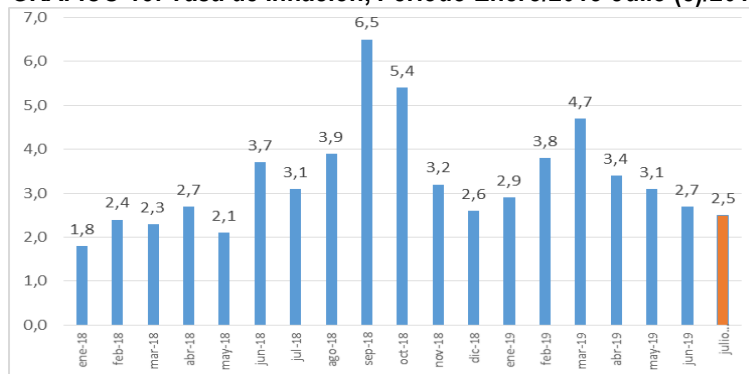
FUENTE: Elaboración propia en base a [www.invenomica.com.ar](http://www.invenomica.com.ar)

**GRÁFICO 12: Balanza Comercial (en millones de U\$S), Período Enero/2018-Junio (e)/2019**



FUENTE: Elaboración propia en base a [www.indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar)

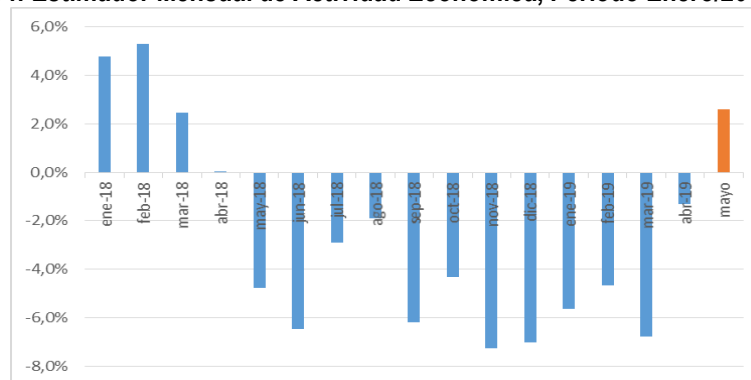
**GRÁFICO 13: Tasa de Inflación, Período Enero/2018-Julio (e)/2019**



FUENTE: Elaboración propia en base a [www.invenomica.com.ar](http://www.invenomica.com.ar).

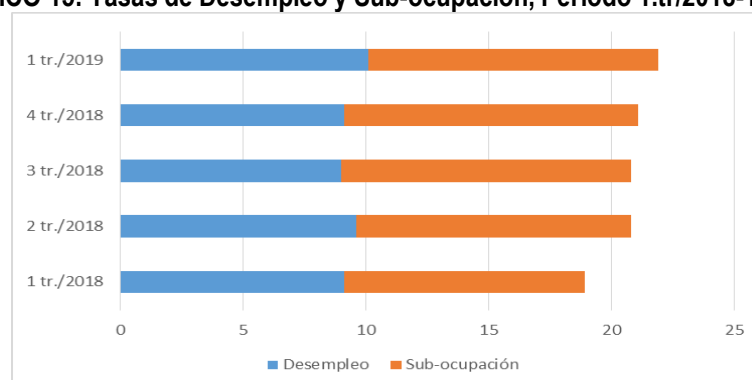


**GRÁFICO 14: Estimador Mensual de Actividad Económica, Período Enero/2018-Mayo/2019**



FUENTE: Elaboración propia en base a [www.indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar)  
Referencias: Serie Variación (%) respecto de igual período del año anterior

**GRÁFICO 15: Tasas de Desempleo y Sub-ocupación, Período 1.tr./2018-1.tr./2019**



FUENTE: Elaboración propia en base a [www.indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar)

Más allá de lo expuesto, el principal aspecto a tener en cuenta es que la economía, por impulso del campo, habría salido de la recesión en Mayo del presente año ya que, según datos del INDEC, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) aumentó 2,6% respecto de Mayo del año 2018, mientras que subió 0,2% en comparación con abril de este año. Sin embargo, a esto se agrega que en los primeros cinco meses del año la actividad económica muestra una caída del 3,1% respecto de igual período del año anterior. Esta recuperación está explicada por un aumento del 45.9% del sector agrícola-ganadero, que se explica por la importante cosecha registrada. Ahora bien, esta performance positiva, de repetirse, no alcanzaría a generar un crecimiento de la actividad económica para el año y que, según estimaciones del propio FMI, arrojaría un nivel de -1.3%. Es lógico pensar que el resultado electoral de las PASO primero y las elecciones generales de Octubre luego (más un eventual ballottage si lo hubiera) podrían alterar las estimaciones efectuadas ya que quien termine siendo ungido Presidente definirá la trayectoria a seguir luego de su asunción el 10 de Diciembre de este año como en su tránsito a dichas contiendas electorales.

### 3. Conclusiones: Con la mira en las PASO.

La economía está operando en “modo avión” en términos macroeconómicos, esperando que las PASO convaliden las expectativas que tiene el Gobierno Nacional, resultado que va a determinar la dinámica político-electoral y, por supuesto, económica, de cara a las elecciones de Octubre. Amén de esta visión, parece claro que quien domine las mismas así como la diferencia entre el primer y segundo lugar, particularmente, serán los factores claves para conducir dicha dinámica. Y es de esperarse que

dicha contienda genere cambios en el electorado de cara tanto a la verdadera campaña electoral que a partir de las PASO se desplegará como del juego estratégico que cada actor desarrolle.

Sí es un hecho no contrastable que el supuesto miedo que los mercados le tienen a la fórmula F-F es, por ahora, un hecho publicitario aunque la propia conformación de dicho espacio genera dudas, en muchos casos, justificadas. Tras las PASO es probable que el resultado electoral al que se arribe obligue a definiciones más fuertes de todos los contendientes con lo cual, y sabiendo que el margen de maniobra para aplicar políticas populistas es casi nulo, una redefinición electoral de los dos principales espacios políticos acentuaría aún más la polarización en marcha. Esto favorecería al Gobierno ya que el tránsito a lo que espera sea el resultado de la segunda vuelta es más factible.

Como dice un viejo refrán: “hay que pagar para ver”. Sólo faltan menos de dos semanas para ello.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, A. (1989): “Politics and Business Cycles in Industrial Democracies”, *Economic Policy*, 8.
- Buchieri, F., Perticarari, N., Mancha Navarro, T. y Pereyra, A. (2016), “Macroeconomía: Un Enfoque Latinoamericano”. ECOE Ediciones.
- Buchieri, F. y Finucci Curi, I. (2019): ““El Plan “Llegar a Octubre (como sea!!!)” ¿alcanza o ya hay que pensar en otras medidas?” . Documento de Trabajo N° N° 5. Centro Escuela de Gestión y Negocios, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Entre Ríos.
- Buchieri, F. y Finucci Curi, I. (2019): “Cristina, una vez más, lo hizo!!!. Análisis Político y Económico de la pre-fórmula presidencial Fernández-Fernández”. Documento de Trabajo N° N° 6. Centro Escuela de Gestión y Negocios, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Entre Ríos.
- Calvo, G. (1987): “On the Costs of Temporary Policy”. *Journal of Development Economics*, 27. 1-2.
- Cuadrado Roura, H. y Otros (2015): “Introducción a la Política Económica”. Mc Graw Hill Editores.
- De Pablo J. C. (2008): “Política Económica con debilidad política”, Criterio.
- De Pablo J. C. (2018): “Política Económica Práctica: 4 Episodios Ilustrativos”, Reproducido de Contexto; Suplemento a la entrega No. 1.513.
- De Pablo, J. (2016): “Política Económica y Toma de Decisiones, 2012-2015”. Mimeo. Disponible en <https://www.juancarlosdepablo.com/articulos.php>
- Ferreres, O. (2010): “Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2010”. Edición Bicentenario. El Ateneo y Fundación Norte y Sur.
- Rapoport, M. (2010): “Las Políticas Económicas de la Argentina: Una Breve Historia”. Editorial Booket.
- Synopsis Consultora (2019): “Evolución del Clima de Opinión”. Julio.