



Análisis de coyuntura. Mundo económico.

Por Nicolás Dujovne

Lic. En economía, UBA.
Dujovne.nicolas@gmail.com
[@nicodujo](https://twitter.com/nicodujo)



Desde 2010 las reservas internacionales del Banco Central cayeron cerca de USD 7.000 millones de dólares, al pasar desde USD 52.000 millones hasta USD 45.000 millones en la actualidad. El fenómeno subyacente a la caída de las reservas es el de una economía que habiendo convergido a un nivel cercano al de pleno empleo y habiendo agotado ya su superávit de la cuenta corriente del balance de pagos no normalizó su política monetaria y financiera, manteniendo el mismo esquema que aplicaba cuando el tipo de cambio real se encontraba subvaluado y sobran los dólares comerciales.

La inflación, las tasas de interés reales negativas y el uso de las reservas para pagar la deuda externa fueron aumentando la salida de capitales y el apalancamiento del Banco Central, que vio deteriorado su balance hasta niveles similares a los de 2003. Entonces, una de las contraccaras del “desendeudamiento” del Tesoro que ha generado una disminución en el ratio de deuda a PBI hasta menos del 45% de los cuales no más de 18% corresponde a deuda con bonistas privados ha sido el aumento en el apalancamiento financiero del Banco Central. Ello puede apreciarse observando los ratios que muestran el nivel de las reservas en relación a distintos agregados monetarios. Por ejemplo, las reservas que representaban en 2008 un 110% de la base monetaria más Lebacs cayeron hasta 77% de ese agregado en 2011. Muy parecido al 75% de 2003, “el inicio”.

Con tipo de cambio flotante, no existen ratios de “cobertura” ni tipos de cambio de “convertibilidad”. Pero hay niveles en los que los tenedores de pesos pueden comenzar a estar incómodos. Con un Gobierno acostumbrado a no pagar costos y a que la voluntad triunfe sobre la técnica no llama la atención que la épica se haga cargo de la política cambiaria.

Luego de las últimas medidas que imponen fuertes restricciones al acceso al mercado de cambios será más difícil que el sector privado integrado por individuos y pymes se abastezca de dólares en el mercado formal de la economía al ritmo que lo hacía hasta la semana pasada. Gran parte de su demanda comenzará a ser canalizada a través del mercado informal, donde veremos una ampliación de la brecha entre los tipos de cambio del "contado con liquidación" y del tipo de cambio informal en relación al mercado formal.

¿Es este esquema igual al de Venezuela? No. En ese país existen tipos de cambios múltiples formales, y los dólares financieros deben ser comprados en el mercado paralelo, que no es ilegal, pero donde el Banco Central interviene poco y donde la brecha con el tipo de cambio comercial supera el 60%.

Sin embargo, la percepción de que el próximo paso de la Argentina puede ser ese, provocará un enorme incremento de los riesgos percibidos de convertibilidad y transferencia, es decir, de la capacidad de las empresas y personas de respetar sus contratos en moneda extranjera y de poder entregar divisas en la Argentina y el extranjero. Como consecuencia de este fenómeno, la oferta de divisas para financiar el comercio exterior argentino y para suscribir deuda de empresas locales caerá drásticamente generando una escasez de divisas mayor que la disminución en la demanda de dólares que podrían generar los controles impuestos a partir del mes pasado.

Tengamos en cuenta que en 2011 el sector privado recibió financiamiento comercial o colocó deuda financiera por un monto neto total cercano a los USD 12.000 millones. ¿Cuánto de ello se perderá? Bastante.

Si bien la Argentina ya tenía un mercado de divisas informal, luego de las medidas del 28 de octubre ha cambiado el tamaño de ese mercado, y al final de cada día hemos comenzado a mirar primero el cierre del "paralelo" para luego mirar lo ocurrido con el "oficial". En ese contexto, la estabilidad de la demanda de pesos y de la tasa de inflación han sido desafiadas. ¿Es lo mismo tener depósitos en pesos ahora que hace un mes? Claramente no. Hasta las últimas medidas la certeza de poder comprar dólares al vencimiento del plazo fijo a un tipo de cambio no muy distinto al existente al momento de pactar el depósito proveían a los depositantes de algunas certezas que han dejado de existir.

La tasa de inflación se verá desafiada desde dos veredas opuestas. La menor voluntad de mantener pesos en el bolsillo que generará el aumento en la desconfianza debería provocar un aumento en el ritmo inflacionario. Por el otro. El impacto recesivo que se generará por los mismos motivos presionará hacia abajo el ritmo de aumento de los precios. El resultado es incierto, pero podríamos apostar a que probablemente hayamos comprado un menor nivel de actividad con una tasa de inflación similar a la actual.

Tener tipo de cambio fijo y pagar sus costos sin aprovechar los beneficios es una muestra de pobreza técnica. En ese sentido, las restricciones anunciadas recuerdan un poco la inutilidad del anuncio de Cavallo en 2001, lanzando el Factor de Empalme y la Convertibilidad Ampliada. Allí, se reconocía que el peso se encontraba sobrevaluado sin aportar ninguna solución para ello. En este caso, el Gobierno sale a proclamar que le faltan dólares y que se propone recuperarlos con métodos que ya han fracasado en los años '80.

Con tipo de cambio flotante, a veces se puede flotar. Y dicha alternativa hubiera sido superadora, puesto que no habría afectado el flujo de financiamiento a la Argentina, a la vez que podría haber servido para instalar el tipo de cambio nominal en un nivel en el que pudiera moverse en dos direcciones. Una vez logrado ello, las tasas de interés bajarían y la salida de capitales disminuiría. ¿Era ese tipo de cambio muy distinto que el actual? Probablemente no.

Lamentablemente, las elecciones de política económica del Gobierno, refuerzan nuestra visión de que a la Argentina le costará mucho crecer por encima de 2% en 2012, y crecen los riesgos de que ese 2% ya no sea una meta alcanzable. El apretón fiscal provocado por la suba de tarifas en un año de vacas flacas, la incertidumbre provocada por las últimas medidas y la caída en los precios de exportación pintan un panorama no muy alentador. Para crecer más rápido, el Gobierno deberá derrumbar la salida de capitales con un programa macroeconómico consistente. Todavía no hay señales de que ese sea el curso a seguir. ■