

CEMUPRO

Informe de Coyuntura - 20/03/2019

Nueve tormentas no son mala fortuna: hay que cambiar el rumbo económico

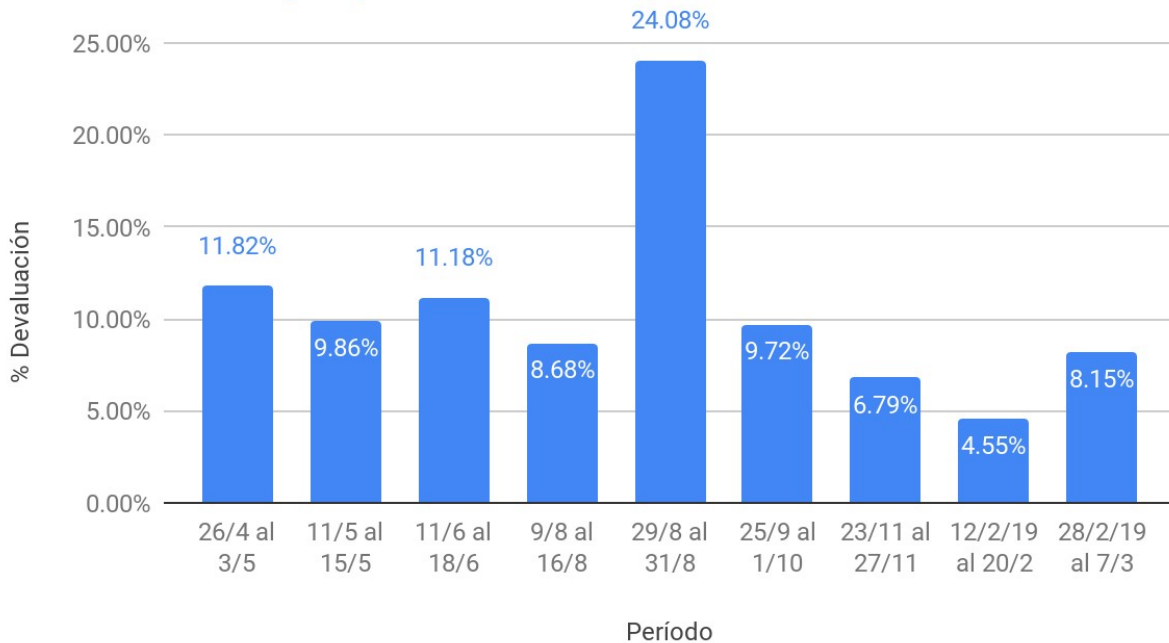
El jueves 7 de marzo se vivió una tensa jornada de inestabilidad cambiaria y financiera, con devaluación del 4% en un solo día (y del 8% en cuatro días) que llevó el dólar a un pico de \$43,41 en promedio, disparó el riesgo país hasta los 783 puntos y desencadenó una caída en la bolsa de valores durante los tres días siguientes.

Abundan los análisis sobre las causas particulares de esta nueva disparada; pero lo cierto es que, desde la primera devaluación importante del año pasado, ocurrida a fines de abril, esta es la disparada número nueve del dólar. Se consideran aquí sólo los saltos de la divisa superiores al 4,5%, que se inician el 26 de abril de 2018 cuando el dólar pasa de \$20.56 a casi \$23 (\$22.99) en sólo tres ruedas. Las sucesivas devaluaciones en periodos cortos (en algunos casos, corridas cambiarias) se sintetizan en el gráfico siguiente.

CEMUPRO

Centro de
Estudios
Municipales y
Provinciales

Devaluaciones por períodos cortos, 2018-2019



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA (Tipo de Cambio Minorista, promedio vendedor).

Todo esto nos lleva a admitir que, en lugar de buscar explicaciones *ad hoc* de cada subida del dólar, debemos buscar una explicación sistémica. En otras palabras: un barco puede encontrarse con una o dos tormentas en su camino, pero si se encuentra con nueve, ya no es mala fortuna, sino que el itinerario fue erróneamente planificado, y por tanto se requiere un cambio de rumbo.

Las causas fundamentales de cada una de las últimas subas del dólar son, en esencia, las mismas: el modelo económico incrementa la vulnerabilidad externa de la argentina, lo que explica que la devaluación de Argentina, por caso entre el 31/12/2018 y el 06/03/2019 haya sido del 7,8%, mientras que el real brasileño en el mismo periodo se apreció un 1,3%. Por vulnerabilidad externa se entiende, principalmente, la falta de dólares estructural de nuestra economía, que no genera la cantidad suficiente para hacer frente a sus compromisos, principalmente para pagar importaciones y vencimientos de deuda. Esa falta de divisas durante 2011-2015 se cubrió con liquidación de reservas y “cepo” que redujo la salida; y durante 2016-2019 con endeudamiento externo, primero con el mercado internacional y luego con el FMI, ante la imposibilidad de seguir emitiendo deuda a tasas razonables, por el aumento del riesgo país.

En los últimos meses cada vez más voces advierten sobre la vulnerabilidad externa del país, no tanto para este año, pero sí para 2020/2021. Entre ellos, los economistas Diego Giacomini (Economía y

CEMUPRO

Centro de
Estudios
Municipales y
Provinciales

Regiones), José Urtubey (UIA) y recientemente la prestigiosa revista Forbes. Incluso Michael Hasenstab, vicepresidente ejecutivo y jefe de inversiones de Franklin Templeton Investments, uno de los principales fondos de inversión del mundo, en enero de este año sugirió que Argentina podría, como plan B, realizar una reestructuración ordenada de deuda como hizo Ucrania en 2015, con aval del FMI.

Ante este escenario, el FMI adelantó fondos de 2020 a 2019 para robustecer la posición argentina, pero ello implica que no contaremos con esos recursos el año que viene, y nada hace suponer que a estos niveles de riesgo país la Argentina pueda tomar deuda adicional en el mercado internacional. En cualquier caso, tomar deuda a las altas tasas vigentes podría correr el problema a un futuro cercano, pero también podría ser visto como una señal de debilidad por los mercados internacionales, que se desprenderían de los bonos de deuda argentinos ante la posibilidad de default, lo cual incrementaría el riesgo país aún más, y volvería rápidamente inaplicable dicha estrategia.

En el frente interno, el acuerdo con el FMI impide a la autoridad monetaria intervenir en el mercado cambiario a menos que el dólar llegue al techo de la banda, actualmente en \$50,62, lo que implicaría convalidar una devaluación de alrededor del 20% desde los niveles actuales. Por ello, el ministro Dujovne trajo de Nueva York el permiso del FMI para que el Tesoro Nacional (y no el BCRA) pueda vender 9.600 millones de dólares del acuerdo *stand by*, a razón de 60 millones por día, desde abril hasta prácticamente fin de año. La gran incógnita es si dicho monto alcanzará para contener el dólar, siendo que dicho monto es mayor al de algunos meses del año pasado, pero inferior por ejemplo a las ventas realizadas durante agosto y septiembre de 2018, meses de fuerte devaluación. Además, este año se agrega la presión alcista por dolarización de carteras que se produce en años electorales, y que ya muestra signos de haber iniciado.

Dada la poca capacidad de intervención directa del BCRA en el mercado cambiario, la principal política elegida para contener el dólar fue la tasa de interés y la absorción monetaria, aún al costo de castigar la producción real al punto de llevar al cierre a 4.787 empresas pymes sólo entre 2016 y 2017. El problema es que dicha política es una medida de emergencia, pero nunca puede ser una política de largo plazo: primero por el alto costo sobre la economía real, y segundo porque la propia dinámica del modelo implica una emisión constante para pagar los altos intereses, con lo cual se agrava el problema que la política quiere solucionar: la cantidad de pesos circulantes con posibilidad de demandar dólares, y por tanto incrementar su precio. A falta de datos consolidados para 2018, el caso de 2017 es por demás ilustrativo: el BCRA pagó intereses por las LEBAC por \$ 209.576 millones, equivalente a USD 11.165 millones al tipo de cambio de fin de ese año (\$ 18,77). Así, sobre una base monetaria de partida que fue de 827.419 millones de pesos en enero de 2017, la emisión ese año por pago de intereses de LEBACS incrementó la base monetaria en un 25%. En síntesis, la política de tasas altas puede ser efectiva a corto plazo, pero resulta contraproducente (y con daños colaterales) si se mantiene en el mediano plazo.

Por ello, es necesario un cambio de rumbo en la política económica que tome en cuenta este diagnóstico. Entre las medidas urgentes que debieran tomarse está la reducción del stock de LELIQS, para que el stock de pesos restantes no represente una amenaza a la estabilidad cambiaria del país, y su reemplazo por instrumentos de vencimiento más largo y tasa de interés menor. Asimismo, debieran reimplementarse controles a la entrada y salida de capitales especulativos, como encajes y plazos mínimos de permanencia en el país, que alimentan esta inestabilidad y aprovechan las altas tasas para hacer la “bicicleta financiera”. Posteriormente, pero no con menos urgencia, deben realizarse esfuerzos por incrementar las exportaciones argentinas, hoy insuficientes. Cada peso que el gobierno gaste en incrementar las exportaciones podrá momentáneamente incrementar el déficit fiscal, pero contribuirá a incrementar la actividad económica y a cerrar el déficit externo, que es el verdadero problema que enfrentamos.

--



Francisco Barberis Bosch. Lic. en Economía, docente investigador de la UN-MDP. Director del CEMUPRO sede Mar del Plata.

CEMUPRO

Centro de
Estudios
Municipales y
Provinciales