



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 37 - Edición N° 823 - 1 de Junio de 2015

La brecha cambiaria, un test crucial para el plan 2016

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

La brecha cambiaria, un test crucial para el plan 2016 ¹

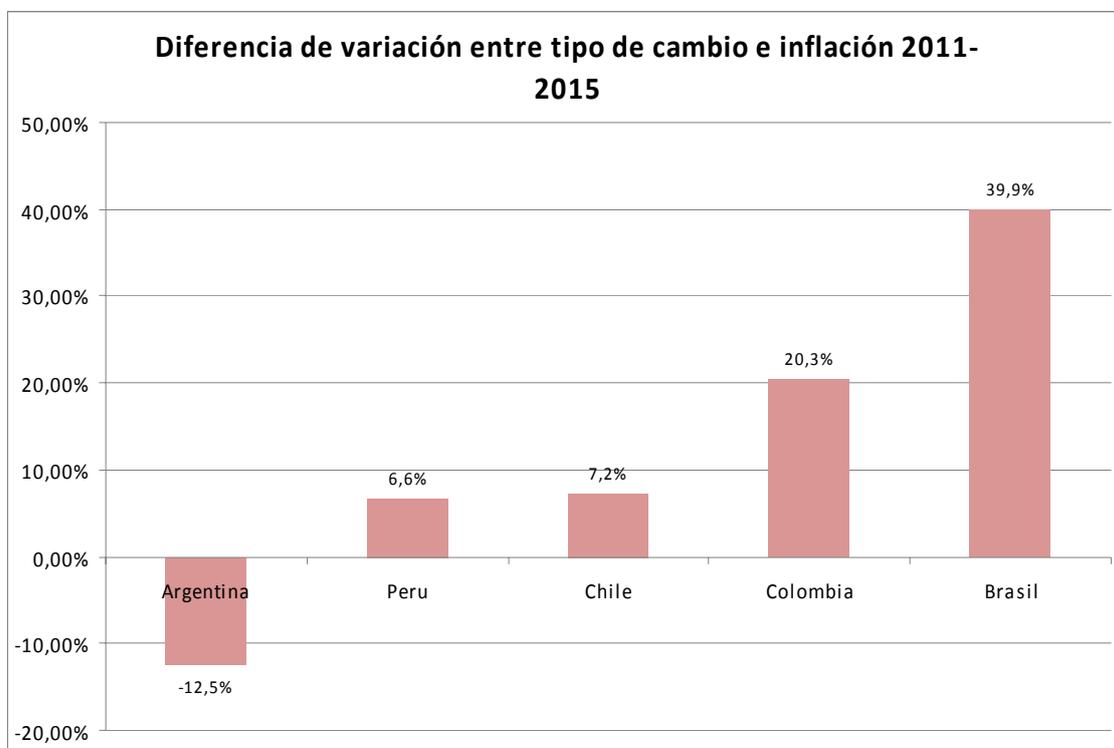
En los recurrentes debates sobre la conveniencia del shock o del gradualismo como terapia para la economía a partir de diciembre, suele quedar en segundo plano la cuestión de la brecha cambiaria que, en realidad, es clave para medir el resultado de esa política. Existen múltiples motivos para presumir que el más exitoso de los planes será aquel que logre eliminar o reducir al mínimo la diferencia entre el dólar paralelo y el oficial, debido a su impacto sobre el sector externo, el nivel de actividad y las expectativas de inflación. Más allá de los rótulos que se apliquen a la política económica, si el próximo año subsistiera una brecha cambiaria significativa, la recuperación de las exportaciones sería más lenta, el ingreso de capitales seguiría frenado y la evolución futura de la inflación quedaría bajo un signo de interrogación. Desde que se acentuaron los controles, a fin de 2011, se advierte una marcada correlación entre la magnitud de la brecha, la evolución de las reservas del Banco Central y la marcha del nivel de actividad, por lo que no parece posible salir del estancamiento sin resolver las distorsiones del mercado cambiario.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° (5225373) ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

¹ Nota publicada el 30 de mayo en diario Perfil

La elaboración de los planes para 2016 está condicionada por la frustrante experiencia de la devaluación de enero de 2014 y por la preocupación por el impacto social de las medidas que finalmente se tomen.

Sin esperar a los hacedores de política, el deterioro del sector externo es cada vez más serio, con exportaciones de bienes que este año apuntan a los 62,5 mil millones de dólares; 21,5 mil millones por debajo de 2011, el año en el que se introdujeron la mayoría de los controles actuales. Las exportaciones de servicios (turismo, informática, trabajos profesionales), por su parte, se proyectan este año a 12,5 mil millones de dólares, contra 15,6 mil millones de 2011. El superávit de la balanza comercial de bienes, que fue de 6,6 mil millones de dólares en 2014, tiende a cero en este 2015. Y eso que el nivel de importaciones se encuentra reprimido, en un andarivel 1,5 puntos del PIB por debajo del promedio registrado hasta 2011. La vía del endeudamiento externo está supeditada a un arreglo en el juzgado de Griesa, pero si éste ocurriera, habrá de insumir de arranque una masiva emisión de bonos, lo que habrá de acotar el volumen de fondos frescos que puedan obtenerse en forma simultánea. La vertiente de la Inversión Extranjera Directa depende de los precios relativos y de la flexibilización del cepo, lo que devuelve el análisis al punto de origen: sin un tipo de cambio que el mercado considere de equilibrio, los dólares tardarán en ingresar al país.



Todo esto ocurre en un mundo que ya vive la era del dólar fuerte, con precios de materias primas bien por debajo de los picos y la expectativa de un último trimestre en el que comiencen a subir las tasas de interés en los Estados Unidos.

El nuevo escenario se expresa en monedas más devaluadas en toda la región, excepto en la Argentina. Tomando como referencia fin de 2011, en Chile y Perú la variación del tipo de cambio hasta el presente ha superado a la inflación por un 7 %, en Colombia la diferencia fue de 20 % y de 40 % en Brasil. En cambio, en nuestro país fue la inflación la que le ganó a la variación cambiaria, por un 12 %.

Si la Argentina quisiera igualar la "competitividad cambiaria" alcanzada por Brasil en el período, entonces la paridad oficial debería ser de 14,3 pesos por dólar, en lugar de 9. Sin embargo, no conviene replicar todos los pasos dados por el gobierno de Dilma, ya que el ajuste externo está siendo cruento porque se ha intentado seguir, hasta el último minuto, con una política fiscal expansiva. Para evitar un desborde inflacionario tuvieron que aceptar una fuerte suba de la tasa de interés, con los efectos recesivos que esto tiene.

En lugar de copiar a Dilma, mejor miremos al Brasil de 1999. En aquel entonces sobrevino una brusca devaluación del real, de 1,20 a principios de año a más de 2,0, pero como el gobierno aplicó simultáneamente una firme política fiscal (el superávit primario mejoró en 3 puntos del PIB), la suba inicial de la tasa de interés se revirtió rápidamente y el PIB no sólo no cayó en 1999 (aumentó 0,5 %) sino que se sentaron las bases para un crecimiento vigoroso en el 2000, de 4,4 % anual.

¿Es posible una devaluación sin recesión en la Argentina de 2016? Es temerario asegurarlo por la magnitud de los desequilibrios. Pero también es cierto que todo lo que se haga a medias tendrá un costo elevado en materia de expectativas de inflación, que seguirán alimentadas por la percepción de ajustes pendientes para el tipo de cambio y las tarifas. Y si después de la implementación de las primeras medidas las expectativas de inflación no bajan, tampoco lo hará la tasa de interés, con lo que la recuperación del nivel de actividad será más difícil. Además, los 3,7 mil millones de dólares que los chacareros tienen en los "silo-bolsa" demorarán en volcarse al mercado, al igual que exportaciones de servicios que hoy no pasan a través del Banco Central.

Si las restricciones cambiarias de 2016 no son demasiado diferentes de las de 2015, entonces subsistirá una diferencia apreciable entre el oficial y el paralelo y se percibirá poca predisposición del gobierno a atacar el problema fiscal. En una época en la que se asignaba menos importancia al asunto, en el artículo "Mercado de cambios: tarde o temprano habrá que unificarlo" publicado en marzo de 2013, se subrayaban los efectos negativos de la brecha, por los malos incentivos que introducen. Ahora, esos mecanismos se potencian por la coexistencia con un real brasileño a una paridad de

3,15 con el dólar y por el deterioro en los términos de intercambio, que han caído un 14 % respecto de aquel momento.

Cuando se enfrenta una caída de los términos de intercambio, deja de ser una buena idea utilizar al gasto público como instrumento contracíclico. De por sí, ese fenómeno deteriora los precios internos de los bienes que exportamos (desincentivando su producción) y, además, reduce el saldo de la balanza comercial. Si a ese efecto le sumamos, como respuesta, una expansión del gasto público por encima de los ingresos fiscales (y, para financiarlo, mantenemos a los pesos cautivos a través del cepo) multiplicamos el impacto inicial, ya que se estimulan adicionalmente las importaciones y se deteriora más aún el tipo de cambio real (porque siguen subiendo los precios de los bienes y servicios locales). Como demostró Rudiger Dornbusch en un trabajo de 1980, en esos casos la respuesta adecuada es incentivar el ahorro, que en el sector público significa recuperar el superávit primario. Siguiendo esta recomendación, habría impacto positivo sobre la balanza de comercio exterior y mejoraría la competitividad cambiaria. En la medida en que los controles al cambio permanezcan por demasiado tiempo, las señales de precios seguirán difusas y la reacción de la economía será más parecida a la de Brasil en 2015 que en 1999.