



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 35 - Edición N° 748 – 23 de septiembre de 2013

¿Puede evitarse que las reservas sigan cayendo?

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



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

Resumen

¿Puede evitarse que las reservas sigan cayendo?¹

El nivel de reservas del Banco Central está cayendo a un ritmo de entre 7 y 8 mil millones de dólares por año y ese plano inclinado se proyecta hasta 2015. Para el gobierno, esto significa un riesgo elevado, porque este escenario implica una economía con las defensas cada vez más bajas y la posibilidad de que cualquier mala noticia genere una turbulencia severa, incluso bastante antes del traspaso del poder. Para los miembros de la oposición o del oficialismo que se presumen con chances presidenciales para 2015, recibir un Banco Central sin poder de fuego también sería negativo, al limitar las opciones para encarar los desafíos de ese momento. El problema está en que, mientras subsistan los controles cambiarios, cualquier política que intente estabilizar el nivel de reservas deberá apoyarse en un ajuste significativo de las importaciones, sinónimo de una recesión. Para evitar ese extremo, la Argentina podría usar como referencia la experiencia de Brasil en 1999, cuando el tipo de cambio fue de 1,20 a 1,90 reales por dólar en un régimen de flotación y el PIB y el empleo pasaron a recuperarse rápidamente y en forma significativa. El secreto brasileño de entonces fue lograr el retorno de los capitales al país, lo que evitó un ajuste mayor.

¹ Nota publicada en el diario Perfil, el día 21 de septiembre de 2013

¿Puede evitarse que las reservas sigan cayendo?

El problema de las reservas no deja indiferente al gobierno. Hay señales de preocupación y, al parecer, gestiones ante el gobierno chino para conseguir fondos frescos a cambio de futuras exportaciones, como lo hicieron Ecuador y Venezuela en su momento.

Mientras tanto, se ha apelado a acelerar el ritmo de devaluación del peso en el mercado oficial, que pasó de 2,2 % en julio a 3 % en agosto. Sin embargo, la brecha entre el "blue" y el oficial se amplió, desde algo menos de 50 % a principios de julio a 62 % actualmente (150 % si se mide con el "dólar soja" de 3,74 pesos)

Como ya lo mostró la frustrada inversión de la minera brasileña Vale, por encima de cierto nivel la brecha cambiaria desalienta la entrada de capitales genuinos al país, al tiempo que pone en movimiento arbitrajes que terminan restando reservas (ver al respecto el artículo de marzo de este año, "Mercado cambiario: tarde o temprano habrá que unificarlo")

Con tipos de cambios múltiples y brecha cambiaria elevada, más allá de eventuales créditos a cambio de futuras exportaciones, la única forma de recuperar reservas pasa por provocar una fuerte devaluación del peso en el mercado oficial. Como las exportaciones tardan en reaccionar, el grueso del ajuste se traslada al nivel de actividad, con una recesión que recorta la necesidad de importaciones. Para mejorar por esta vía las cuentas externas en 10 mil millones de dólares, se requiere una caída del PIB del orden de 3 a 3,5 %. Una receta nada recomendable.

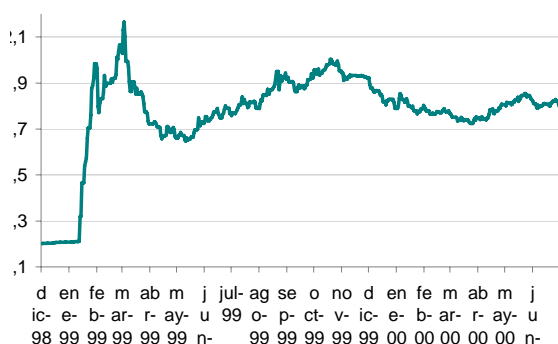
Tratando de evitar ese camino, pero a su vez reconociendo que ya no puede seguir utilizando el tipo de cambio como ancla frente a la inflación, el gobierno ha encarado la opción gradualista, pero es muy difícil que se logren reconstituir reservas. Al anticipar los agentes económicos el posible recorrido del tipo de cambio, pueden acentuarse las presiones inflacionarias y ampliarse la brecha cambiaria por efecto de una caída en la demanda de dinero.

Los vencimientos de deuda pública externa no son significativos en lo inmediato, pero de pagarse el Cupón-PIB a fin del año próximo, habría necesidad de 14 mil millones de dólares entre 2014 y 2015. Esto en un escenario internacional no del todo

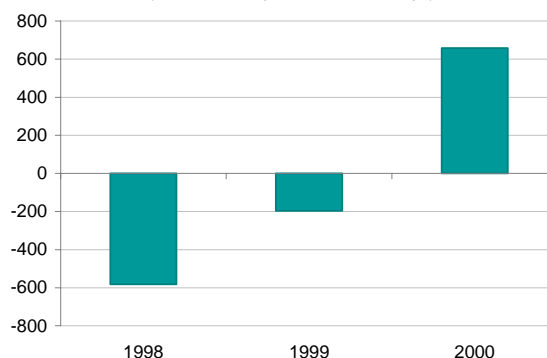
confortable. Si bien puede esperarse un mundo más dinámico en 2014, estará la Espada de Damocles de la suba de tasas en los Estados Unidos, cuyos efectos nunca pueden ser minimizados. El precio de la soja, por su parte, apunta a una caída interanual de 11 % entre una cosecha y otra, de acuerdo al mercado de futuros. Aunque los plazos procesales se estiren, en algún momento del año próximo puede haber un desenlace del juicio con los llamados “fondos buitres”. También habrá que estar atentos a un eventual giro de la política económica en Brasil después de las presidenciales de octubre de 2014. En el plano interno, el presumible cambio en las relaciones políticas de fuerza después del comicio del 27 de octubre puede derivar en pulseadas fiscales entre gobernadores, intendentes y el gobierno nacional, con resultado abierto y riesgo de mayor emisión del Banco Central para cubrir los baches.

Brasil 1999-2000

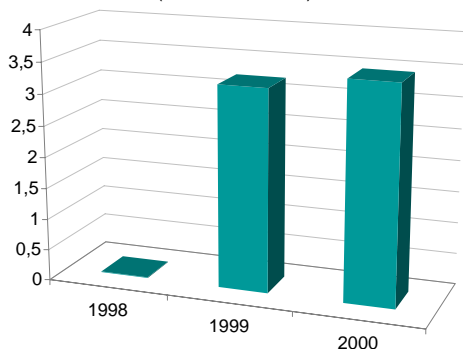
Devaluación 1999



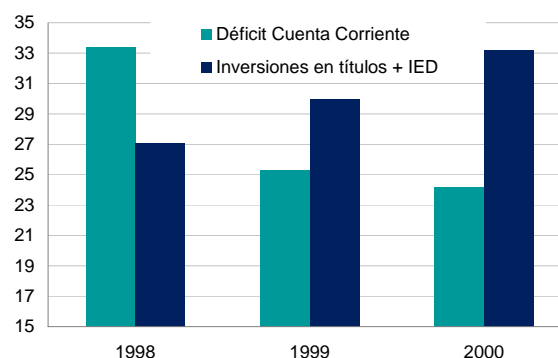
Empleo Formal
(en miles de puestos de trabajo)



Sector Público: Resultado Primario
(como % del PIB)



Déficit de Cuenta Corriente e Inversión
miles de millones de US\$



Fuente: Banco Central de Brasil

Con reservas por 35 mil millones de dólares, que cubren entre 5 y 6 meses de importaciones, la Argentina debería recordar que es mejor “prevenir que curar”.

En esa línea, es válida la experiencia de otro país que cuando llegó a 35 mil millones de dólares de reservas (equivalentes a 8 meses de importaciones) tuvo que dar un giro de 180 grados en su política cambiaria. Estamos hablando de Brasil en enero de 1999, cuando dejó flotar el real.

Luego de algunas semanas de incertidumbre, finalmente la paridad se estabilizó en torno a 1,90 reales por dólar (desde 1,20 a fin de 1998). El ancla antiinflacionaria dejó de ser el tipo de cambio y, sin embargo, la tasa de inflación no se disparó, e incluso en el año 2000 había descendido a 6 por ciento anual. Esto como resultado de la autonomía conferida al Banco Central y de una estricta política fiscal, que llevó el superávit primario de cero en 1998 a más de 3 % del PIB en muy poco tiempo. En empleos, la diferencia fue de 1,2 millones de personas, entre los puestos destruidos en 1998 y los creados en el año 2000.

Las reservas del Banco Central de Brasil se estabilizaron y después comenzaron a recuperarse sin necesidad de un ajuste recesivo en las importaciones. El déficit de cuenta corriente se corrigió en forma moderada, de 33 a 26 mil millones de dólares entre 1998 y 1999 e incluso las reservas comenzaron a repuntar, todo derivado de una inversión extranjera directa que mantuvo su trayectoria y de las inversiones de cartera, que aportaron una diferencia de 3,2 mil millones de dólares, entre la fuga de 1998 y los ingresos de 1999.

Es cierto que algunas cosas serían más complejas en la Argentina. Por caso, para mejorar las cuentas fiscales no hay otra opción que recortar subsidios y subir tarifas de servicios públicos. Pero sería peor esperar a un contexto de menos reservas y/o mayor turbulencia en los mercados.

La otra peculiaridad tiene que ver con el hecho que estaríamos partiendo de una situación de controles y elevada brecha cambiaria. Para que la inversión externa y los capitales de argentinos ayuden a recuperar rápidamente el nivel de actividad, no hay otra opción que apuntar a la convergencia y unificación de lo que hoy son tipos de cambios múltiples. Sin embargo, con políticas consistentes no sería necesario hacer todo en un único acto.