



IERAL

Fundación
Mediterránea

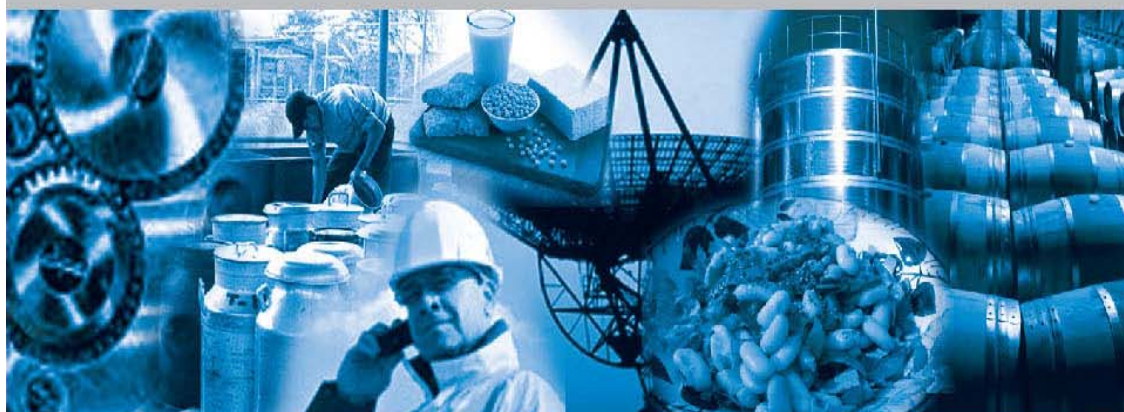
Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 777 – 12 de Mayo de 2014

Ante el dolor del ajuste; ¿paciencia o ansiedad?

Jorge Vasconcelos

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

Ante el dolor del ajuste; ¿paciencia o ansiedad?¹

Por un lado, el empleo en la industria cayendo 1,2 % interanual en el primer trimestre, contracción de 1,9 % interanual en los puestos de la construcción, datos seguramente peores aunque todavía imprecisos para trabajadores del comercio y de ciertos servicios. Por otro, la información originada en los juzgados comerciales comienza a incorporar nombres conocidos en el listado de firmas que presentan concurso preventivo (Guido Guidi, Coviare, EMEGE), mientras que una calificadora (Moody´s) acaba de alertar acerca del alto riesgo de liquidez que presentan 16 de 21 grandes empresas analizadas, incluida YPF. Esta catarata de malas noticias le plantea un dilema al gobierno. Puede reaccionar con “paciencia”, esperando que la desaceleración de la inflación permita un rápido descenso de la tasa de interés sin impacto significativo sobre el mercado paralelo del dólar. O puede ser ganado por la “ansiedad”, escenario en el cual aumentan las chances de un desdoblamiento del mercado de cambios, mediante la apertura de un segmento financiero. Esto podría permitir bajar más agresivamente la tasa de interés apostando a que la brecha cambiaria no se dispare, debido al efecto compensador de la eventual entrada de capitales. Pero la implementación de una medida de estas características no es sencilla: hay plazos fijos del sector privado por 260 mil millones de pesos, los pasivos del Banco Central han aumentado a tal ritmo que hoy, para rescatarlos con los 28 mil millones de dólares de sus reservas necesitaría una paridad cercana a los 20 pesos, cuando a fin de 2013 esa relación daba 15 pesos.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea. Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5160632 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 en el diario La Voz del Interior del 11 de Mayo de 2014

La decisión de principios de año, de devaluar y subir las tasas de interés para evitar que las reservas siguieran cayendo está pasando la factura sobre el sector real de la economía. Este fenómeno es agravado por el hecho que, al terminarse la era de la tasa de interés negativa en términos reales, ahora la elevadísima presión tributaria se siente sin amortiguación sobre las espaldas de las empresas y también por la falta de competitividad de algunas franjas de la actividad manufacturera, que no logran sustituir con más exportaciones lo que el mercado interno deja de comprar. La pregunta es si existen medidas que permitan, al mismo tiempo, aliviar la recesión y seguir recomponiendo reservas. Con poca credibilidad y sin señales de ataque efectivo al desbordante déficit fiscal, parece difícil lograr ambos objetivos a la vez, por lo que cada uno es factible a costa del otro: medidas fiscales y monetarias que intenten revertir la caída del nivel de actividad tendrían como consecuencia una ampliación de la brecha cambiaria y, por esa vía, estarían frustrando el propósito de seguir recomponiendo reservas. A la inversa, el único instrumento que funciona actualmente para lograr mayor afluencia de dólares al Central es el del “garrote monetario”, con los efectos que esto tiene sobre el nivel de actividad.

Frente a estas metas todavía contradictorias, hay funcionarios que apuestan a que la “paciencia” es la vía adecuada. Consideran que la inflación se seguirá desacelerando, lo que podrá permitir, en un futuro no lejano, una baja “natural” de la tasa de interés, de modo de aliviar la restricción crediticia.

Confían además que los dólares de la soja y un inminente acuerdo con el Club de París (mediante un pago inicial de 1.000 millones de dólares) aportarán mejoras en el frente externo, lo que podría cristalizarse en un retorno de la Argentina a los mercados internacionales. No hay mayor disposición al ajuste fiscal porque se cree que parte del déficit podrá ser financiado por la emisión de nueva deuda. Al mismo tiempo, se supone que la moderación de la inflación frenará la caída de los salarios en términos reales, poniendo un piso al retroceso de la demanda de consumo.

Sin embargo, no es tan sencillo que las expectativas de inflación bajen tanto como para abrir espacio a una caída sustancial de las tasas de interés, sin que esto repercuta en una suba del dólar paralelo. Dos factores definen un umbral elevado para la trayectoria esperada de la inflación, porque mantienen latente la amenaza de una caída en la demanda de dinero: a) la emisión monetaria con destino fiscal, que este año apunta a incrementarse un 50 % respecto de 2013; b) el tipo de cambio oficial a 8 pesos no conlleva ningún tipo de holgura en términos reales (el costo laboral unitario en dólares está 49 % por encima de principios de 2009), por lo que el “rebote” de la

paridad forma parte de la mayoría de los escenarios. Esta percepción se refuerza por el hecho que la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos muy probablemente comience a subir en el segundo semestre de este año, propiciando devaluaciones en monedas de emergentes, caso del real brasileño, que se ha apreciado en los últimos meses contra el dólar, hasta una paridad de 2,20, pero que perfectamente puede superar los 2,40 reales por dólar hacia fin de 2014.

Si las expectativas de devaluación/inflación no se moderan lo suficiente, entonces será difícil bajar en forma importante la tasa de interés sin efectos inmediatos sobre el nivel de la brecha cambiaria. De todos modos, cabe esperar que el gobierno mantenga este rumbo por lo menos hasta el fin del invierno.

¿Bajo que condiciones la “ansiedad” podría pasar a ser dominante?. Un vector que lleva en esa dirección es una caída del nivel de actividad y del empleo que no encuentre un piso en el transcurso de este segundo trimestre. Otro es una sucesión de hechos en el frente externo, incluida la marcha del juicio por la deuda en los Estados Unidos, que alejen en el tiempo la posibilidad de la Argentina de volver a endeudarse en los mercados internacionales a una tasa razonable.

En caso de malas noticias en estos frentes, el Banco Central pasará a recibir cada vez mayor presión para bajar las tasas de interés, como si fuera el responsable de la recesión. No sería la primera vez que un gobierno opere sobre las consecuencias (costo del dinero) en lugar de hacerlo sobre las causas (déficit fiscal).

Si el escenario de “ansiedad” se sobrepone al de la “paciencia”, ¿qué ocurrirá con la política monetaria y cambiaria?

Se puede conjeturar que, en ese caso, el gobierno podría desempolvar la idea de desdoblamiento del mercado de cambios, mediante la apertura de un segmento financiero, que incluya también las transacciones vinculadas al turismo. Por esta vía y si no hay errores de implementación, las tasas de interés podrían distenderse parcialmente. Esta salida podría ganar fuerza, además, porque hay bastante evidencia acerca de que una de las primeras medidas del próximo gobierno será la unificación del mercado de cambios, tal como funcionaba hasta octubre de 2011. Esto plantea un escenario convergente, y no divergente, para las distintas cotizaciones del dólar.

¿Habrán entrada de capitales si se avanza en esta dirección? Esta claro que ningún artilugio financiero tiene el poder de sustituir las tareas destinadas a recuperar el



*Fundación
Mediterránea*

equilibrio del sector externo ni del interno, que tienen que ver con la competitividad genuina y el reordenamiento fiscal.