



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACPA

Año 37 - Edición N° 818 - 30 de Marzo de 2015

### ¿Gradualismo o shock?; dejemos que la realidad opine

Jorge Vasconcelos

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

## ¿Gradualismo o shock?; dejemos que la realidad opine<sup>1</sup>

El discurso de las distintas fuerzas partidarias parece ofrecer muchas opciones respecto de cómo seguir con la política económica. Desde aplicar “más de lo mismo” en 2016 hasta un tratamiento de shock, pasando por el meneado gradualismo, el menú luce amplio, como si la realidad admitiera tantas variantes. El problema está en que corregir los desequilibrios del sector externo, recuperando dinamismo exportador, que los capitales vuelvan a ingresar y que las reservas del Banco Central se tonifiquen, ninguno de esos objetivos podrá lograrse si, simultáneamente, no se avanza en el equilibrio interno, que requiere reducir el déficit fiscal, dejar de utilizar la emisión monetaria como fuente de financiamiento del Estado y recuperar el rol del peso como reserva de valor. O sea, la realidad ofrece mucho menos margen que los discursos. Los defensores del “statu quo”, e incluso del gradualismo, deberían ser capaces de demostrar que la economía argentina está en condiciones de seguir esquivando esas responsabilidades, ya que el 2015 está poniendo en evidencia el agotamiento del actual esquema. Hacer “poco” o “nada” frente a los desbalances implica asumir, para un futuro no lejano, el riesgo de un fuerte desborde inflacionario y/o de una profundización de la recesión.

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° (en trámite) 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](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

<sup>1</sup> Nota publicada el 29 de marzo en diario La Voz del Interior

La clave para determinar la sustentabilidad de la política económica pasa por auscultar la magnitud del déficit fiscal, los mecanismos para financiarlo y el impacto que esto tiene sobre el sector externo de la economía. El rojo presupuestario del sector público nacional ha marcado un constante ascenso en los últimos años y en 2015, con gastos que siguen aumentando a un ritmo superior al de los ingresos genuinos, el desequilibrio estimado por IERAL será de 200 mil millones de pesos, sin contar recursos extraordinarios. A esa cifra hay que agregarle los intereses y los vencimientos de capital de la deuda pública. La necesidad de financiamiento del Tesoro será este año de unos 400 mil millones de pesos, contabilizando todos los ítems, incluyendo los pagaderos en moneda extranjera.

El Banco Central aportará poco más de dos tercios de esa cifra, sumando pesos y dólares, ya que las reservas no puede expresarse más de lo previsto y para la emisión hay límites legales (el techo estaría en unos 165 mil millones de pesos). El año pasado ya se insinuó un “festival de bonos” para cubrir necesidades del Tesoro que no podían ser atendidas desde el Central y este año este fenómeno se habrá de profundizar. De allí que no deba sorprender que esta última semana hayan debutado los “Bonac”, con vencimiento en marzo y setiembre de 2016, en una colocación inicial de 5000 millones de pesos, que habrá de repetirse muchas veces en el año, en una rutina que el gobierno pretende quincenal.

El tamaño del déficit fiscal y la ausencia de crédito externo están generando un movimiento de pinzas en detrimento del sector privado, quitando progresivamente financiamiento a las actividades productivas y... restando argumentos a los partidarios del statu quo.

Obsérvese que, en los últimos 15 meses, el stock de depósitos en el sistema bancario aumentó 188 mil millones de pesos y el de las Lebacs (la deuda de corto plazo del Banco Central) lo hizo en 174 mil millones de pesos. De cada 100 pesos de nuevos depósitos, 92,5 fueron aplicados a financiar al fisco (las Lebacs se colocan como contrapartida de los pesos que se emiten a favor del Tesoro). La cuenta anterior no es exacta, porque también hay tomadores individuales de Lebacs y parte del aumento del stock de esos títulos es por reinversión de intereses. Pero el orden de magnitud sí lo es y el corolario es contundente: el crédito al sector privado está pasando a ser un residuo, con lo que esto implica desde el punto de vista del nivel de actividad y del empleo.

A menudo el cepo cambiario es citado como una derivación de la falta de dólares. Sin embargo, también cumple un rol clave para asegurar pesos excedentes en el sistema, permitiendo al estado “cazar” financiamiento en ese “zoológico”. Para constatar la proliferación de mecanismos no genuinos, ahora el Banco Central ha comenzado a

vender dólares baratos a marzo de 2016 en el mercado de futuros (Rofex). Esta es una forma de acotar una eventual suba de las tasas de interés. En enero de 2014, con la devaluación, operaciones de este tipo contratadas a lo largo de 2013 significaron un costo cuasifiscal de unos 5.000 millones de pesos. ¿Cuál será la factura de 2016?

La otra cara del cepo, la vinculada con el sector externo, no es menos dañina. Las restricciones cambiarias están detrás de la implosión del comercio exterior argentino, que aleja la posibilidad de obtener divisas genuinas de exportación, y también mantienen al país al margen de los flujos de capitales, ya que ningún inversor acepta cambiar sus dólares a 8,80 pesos cuando el mercado los valúa a 12,80.

Así, no debe extrañar que se proyecte para este año un nivel de exportaciones 20 mil millones de dólares inferior al registrado en 2011. En términos porcentuales, la caída de las ventas al exterior de nuestro país está duplicando la merma experimentada por países como Chile y Perú, que también están sufriendo el deterioro de sus términos de intercambio.

Para comenzar a revertir el deterior del sector externo no hay dudas que habrá que buscar un tipo de cambio de equilibrio. Y esa conclusión lleva a las siguientes: en la segunda parte de 2013 el gobierno ya experimentó con el gradualismo y terminó en la devaluación de enero de 2014. Esto a su vez sirvió para constatar que, sin programa de estabilización, la inflación se fagocita en pocos meses cualquier ajuste cambiario.

El problema está en que, viniendo de un rojo de 6 puntos del PIB (el estimado para este año), cortar de raíz la emisión monetaria por motivos fiscales no será sencillo, ya que habrá que limar subsidios y sincerar tarifas de gas y de electricidad. Pero si este tipo de medidas quedara pendiente en el arranque del próximo gobierno, entonces las expectativas de inflación no podrán ser abatidas: el déficit fiscal estará en un nivel difícil de financiar, por lo que persistirá el riesgo de más emisión monetaria, mientras que los agentes económicos descontarán que el alza de tarifas ha sido sólo postergada, no suprimida. Esto hará que las tasas de interés suban, en lugar de bajar. En un horizonte de dos a tres años, claramente los escenarios de "más de los mismo" y/o de "gradualismo" son los que conllevan el riesgo de más inflación y menor nivel de actividad.

Respecto de las restricciones cambiarias, hacer "nada" para el próximo gobierno no es una opción, suponiendo que el peso llegue tan sobrevaluado como hasta ahora al 10 de diciembre. En pocos días habría una huida del peso, una pérdida adicional de reservas y un aumento de la brecha cambiaria. Por lo tanto, o bien se unifican de movida los tipos de cambio o bien se formaliza un mercado financiero, que coexista por un tiempo con un segmento comercial, cuya cotización, de todos modos, también tendrá que ser actualizada. Esta certeza lleva al punto anterior: si la devaluación del peso es inevitable, hay que evitar a toda costa el escenario de enero de 2014, y la única forma de hacerlo es con un programa consistente de estabilización.