

El comienzo del año está dentro de lo esperado en materia financiera y, por ahora, no hay escenarios que permitan pensar en una crisis. Por **Alejandro Banzas**

El sistema financiero ante el nuevo contexto

Comenzó 2014 con mucho ruido. A la devaluación del peso de 23% en tan solo 30 días, que fue acompañada de una merma en las reservas de US\$ 2.850 millones, se le sumó el incremento en las tasas de interés y el traslado a precios de la suba del dólar, que preocupa al conjunto de los actores sociales.

La reacción del Gobierno, aceptando el pedido de corrección del mercado sobre el valor del tipo de cambio, causó un fuerte impacto en los propios seguidores del modelo, que se dividieron entre quienes vieron que los sectores concentrados de la economía lograron su cometido, aprovechando la debilidad del Gobierno, y quienes defendieron a rajatabla todas las medidas desde su clásico pragmatismo.

Desde la puesta en vigencia de "la flexibilización del cepo", el resultado acumulado es de 492.000 operaciones validadas por un monto de US\$ 250 millones. Entre los principales bancos que vendieron dólares bajo esta modalidad, se encuentran las entidades privadas, cuyas cinco primeras concentran el 60% de las mismas.

Para la visión gubernamental, volver a ofrecer dólares para atesoramiento es un primer paso en dirección a su liberación total. Para ello, serán necesarias varias condiciones que aún están muy lejos. En primer lugar, sería deseable un stock de intervención en el mercado cambiario sostenido por una mayor acumulación de reservas. La especulación del equipo económico es haber alcanzado un valor de la divisa en torno a los \$8, y a partir de entonces conseguir una mayor oferta de dólares por parte de los exportadores (de la cosecha sin liquidar y, sobre todo, de la que está pronta a salir), que le

permita recobrar tranquilidad y certidumbre al conjunto de las variables macro.

¿Qué más falta?

La realidad indica que la distorsión en el mercado cambiario no es un tema aislado y obedece en primer término al fuerte crecimiento del nivel de precios, y al desalineamiento entre la política fiscal y monetaria. En efecto, durante 2013 la expansión de la base monetaria alcanzó a \$69.845, con una expansión del sector público de \$94.082 millones que fue compensado con la contracción que produjo la venta de dólares del BCRA. Con datos al mes de enero del año en curso, si bien la tendencia se revierte, en el sentido de que hay una contracción de la base monetaria de \$13.339 millones, la misma es el resultado de la continua venta de dólares que impacta en la caída de las reservas. Al mismo tiempo, continúa el sector público siendo un factor de expansión de la base monetaria, alcanzando en el primer mes del año unos \$8.515 millones.

La cuestión fiscal no es menor. A enero, según la información disponible de la AFIP, la recaudación alcanzó un crecimiento anual del 37,5%. Este número confirma que más allá del cierre anual del nivel de actividad, la inflación es creciente. Del otro lado del sector fiscal, el gasto público continúa creciendo a paso firme de la mano del conjunto de subsidios. Este totalizó a lo largo del 2013 4,9% del PBI, unos \$ 145.000 millones de los cuales el 64% corresponderían al sector energético. Nada parece indicar que habrá cambios de fondo que permitan albergar esperanzas sobre una reducción de este gasto en algunos casos regresivos y por consiguiente una menor necesidad

de financiamiento espurio del BCRA al Tesoro.

Bancos

En este escenario, el sistema financiero como primer impacto sufrió una suba de tasas de interés, que tuvo como objetivo mantener los pesos sobrantes en los bancos, de modo que no se vuelquen a dólares y, en menor medida, a bienes, con la consecuente presión sobre los precios. Los datos a enero arrojaron un crecimiento moderado de los depósitos del sector privado del 1,9%, con un resultado dispar sobre cada uno de los agregados: suba del 0,6% de los saldos de cuentas corrientes, caída del 1,5% en cajas de ahorro y un incremento del 2,2% en depósitos a plazo fijo. En este último caso, las tasas de interés treparon hasta alcanzar en algunos casos el 25% anual.

Por el lado de los préstamos al sector privado, la tasa de crecimiento alcanzó al 2,9%. Entre las líneas más dinámicas sobresalieron en el primer mes del año los adelantos en cuentas corrientes (+3,1%) y los documentos (+1,8%) entre el segmento a empresas, mientras que por el lado del consumo, hubo subas de 5,9% en los saldos de tarjetas de créditos y del 1,2% en los personales. Finalmente, una mirada sobre los préstamos con garantía real indicó que los préstamos hipotecarios crecieron 2,3% y los prendarios, 1,5%.

Con estos datos, el comienzo del año está dentro de lo previsto en materia financiera. Si bien en un marco de creciente nivel de precios, estos valores son negativos en términos reales, aporta cierta "tranquilidad" pues indica que no hay una salida masiva de depósitos del sistema bancario, y se mantiene un ritmo de financiamiento,

que aún no manifiesta síntomas preocupantes en materia de menor nivel de actividad económica.

Los desafíos

La coyuntura nos indica que las tensiones que atraviesa la economía son producto de un desequilibrio fuerte de los precios relativos, el cual manifiesta nuevos desafíos a partir de la reciente devaluación. Corregir las distorsiones implica la necesidad de equilibrar el déficit fiscal de casi cinco puntos del PIB, que ya es muy difícil financiar. El otro desafío es salarial: si la economía logra reducir el déficit y morigerar las paritarias, es probable que el año 2014 pueda ser un año de recesión económica que permita avizorar un 2015 más razonable, y que pueda apuntalar un año electoral sobre bases más sólidas, con el consecuente éxito para una democracia que continúa caminando sobre la cornisa en materia de cohesión social.

El Gobierno no tiene margen para no deberá optar por ajustar por cantidad. Si nos guiamos por lo hecho hasta aquí, es probable que opte por lo primero. En consecuencia, en el mercado laboral preferirá sacrificar algo de salario para evitar al que aumentaría el desempleo. Si bien esto no deja de ser una mirada macro, deberá poner énfasis en apuntalar a aquellos sectores que están en una situación crítica, dado que vienen sufriendo menor nivel de actividad en los últimos dos años, y en aquellos que serán afectados por la devaluación, ya sea por insumos importados como aquellos que verán dificultados de obtener financiamiento a tasas razonables con su imposibilidad de pagar precios, básicamente del segmento pyme.

El comienzo del año está dentro de lo esperado en materia financiera y, por ahora, no hay escenarios que permitan pensar en una crisis. Por **Alejandro Banzas**

El sistema financiero ante el nuevo contexto

Comenzó 2014 con mucho ruido. A la devaluación del peso de 23% en tan solo 30 días, que fue acompañada de una merma en las reservas de US\$ 2.850 millones, se le sumó el incremento en las tasas de interés y el traslado a precios de la suba del dólar, que preocupa al conjunto de los actores sociales.

La reacción del Gobierno, aceptando el pedido de corrección del mercado sobre el valor del tipo de cambio, causó un fuerte impacto en los propios seguidores del modelo, que se dividieron entre quienes vieron que los sectores concentrados de la economía lograron su cometido, aprovechando la debilidad del Gobierno, y quienes defendieron a rajatabla todas las medidas desde su clásico pragmatismo.

Desde la puesta en vigencia de "la flexibilización del cepo", el resultado acumulado es de 492.000 operaciones validadas por un monto de US\$ 250 millones. Entre los principales bancos que vendieron dólares bajo esta modalidad, se encuentran las entidades privadas, cuyas cinco primeras concentran el 60% de las mismas.

Para la visión gubernamental, volver a ofrecer dólares para atesoramiento es un primer paso en dirección a su liberación total. Para ello, serán necesarias varias condiciones que aún están muy lejos. En primer lugar, sería deseable un stock de intervención en el mercado cambiario sostenido por una mayor acumulación de reservas. La especulación del equipo económico es haber alcanzado un valor de la divisa en torno a los \$8, y a partir de entonces conseguir una mayor oferta de dólares por parte de los exportadores (de la cosecha sin liquidar y, sobre todo, de la que está pronta a salir), que le

permita recobrar tranquilidad y certidumbre al conjunto de las variables macro.

¿Qué más falta?

La realidad indica que la distorsión en el mercado cambiario no es un tema aislado y obedece en primer término al fuerte crecimiento del nivel de precios, y al desalineamiento entre la política fiscal y monetaria. En efecto, durante 2013 la expansión de la base monetaria alcanzó a \$69.845, con una expansión del sector público de \$94.082 millones que fue compensado con la contracción que produjo la venta de dólares del BCRA. Con datos al mes de enero del año en curso, si bien la tendencia se revierte, en el sentido de que hay una contracción de la base monetaria de \$13.339 millones, la misma es el resultado de la continua venta de dólares que impacta en la caída de las reservas. Al mismo tiempo, continúa el sector público siendo un factor de expansión de la base monetaria, alcanzando en el primer mes del año unos \$8.515 millones.

La cuestión fiscal no es menor. A enero, según la información disponible de la AFIP, la recaudación alcanzó un crecimiento anual del 37,5%. Este número confirma que más allá del cierre anual del nivel de actividad, la inflación es creciente. Del otro lado del sector fiscal, el gasto público continúa creciendo a paso firme de la mano del conjunto de subsidios. Este totalizó a lo largo del 2013 4,9% del PBI, unos \$ 145.000 millones de los cuales el 64% corresponderían al sector energético. Nada parece indicar que habrá cambios de fondo que permitan albergar esperanzas sobre una reducción de este gasto en algunos casos regresivos y por consiguiente una menor necesidad

de financiamiento espurio del BCRA al Tesoro.

Bancos

En este escenario, el sistema financiero como primer impacto sufrió una suba de tasas de interés, que tuvo como objetivo mantener los pesos sobrantes en los bancos, de modo que no se vuelquen a dólares y, en menor medida, a bienes, con la consecuente presión sobre los precios. Los datos a enero arrojaron un crecimiento moderado de los depósitos del sector privado del 1,9%, con un resultado dispar sobre cada uno de los agregados: suba del 0,6% de los saldos de cuentas corrientes, caída del 1,5% en cajas de ahorro y un incremento del 2,2% en depósitos a plazo fijo. En este último caso, las tasas de interés treparon hasta alcanzar en algunos casos el 25% anual.

Por el lado de los préstamos al sector privado, la tasa de crecimiento alcanzó al 2,9%. Entre las líneas más dinámicas sobresalieron en el primer mes del año los adelantos en cuentas corrientes (+3,1%) y los documentos (+1,8%) entre el segmento a empresas, mientras que por el lado del consumo, hubo subas de 5,9% en los saldos de tarjetas de créditos y del 1,2% en los personales. Finalmente, una mirada sobre los préstamos con garantía real indicó que los préstamos hipotecarios crecieron 2,3% y los prendarios, 1,5%.

Con estos datos, el comienzo del año está dentro de lo previsto en materia financiera. Si bien en un marco de creciente nivel de precios, estos valores son negativos en términos reales, aporta cierta "tranquilidad" pues indica que no hay una salida masiva de depósitos del sistema bancario, y se mantiene un ritmo de financiamiento

que aún no manifiesta síntomas preocupantes en materia de menor nivel de actividad económica.

Los desafíos

La coyuntura nos indica que las tensiones que atraviesa la economía son producto de un desequilibrio fuerte de los precios relativos, el cual manifiesta nuevos desafíos a partir de la reciente devaluación. Corregir las distorsiones implica la necesidad de equilibrar el déficit fiscal de casi cinco puntos del PIB, que ya es muy difícil financiar. El otro desafío es salarial: si la economía logra reducir el déficit y morigerar las paritarias, es probable que el año 2014 pueda ser un año de recesión económica que permita avizorar un 2015 más razonable, y que pueda apuntalar un año electoral sobre bases más sólidas, con el consecuente éxito para una democracia que continúa caminando sobre la cornisa en materia de cohesión social.

El Gobierno no tiene margen para no deberá optar por ajustar por cantidad. Si nos guiamos por lo hecho hasta aquí, es probable que opte por lo primero. En consecuencia, en el mercado laboral preferirá sacrificar algo de salario para evitar al que aumentar el desempleo. Si bien esto no deja de ser una mirada macro, deberá poner énfasis en apuntalar a aquellos sectores que están en una situación crítica, donde vienen sufriendo menor nivel de actividad en los últimos dos años, y en aquellos que serán afectados por la devaluación, ya sea por insumos importados como aquellos que verán dificultados de obtener financiamiento a tasas razonables con su imposibilidad de bajar precios, básicamente del segmento pyme.