

Hay voces que minimizan los efectos del dólar marginal. Basta que miren el sector de la construcción y su efecto cascada en sectores vinculados. Por **Alejandro Banzas**

# Se agotan los tiempos para encauzar la macro

La inconsistencia macroeconómica es un dato de la realidad. En lo que va del 2013, las reservas han retrocedido casi US\$ 3.500 millones a pesar de los augurios de un año mejor en término de acumulación de divisas. El motivo que sustentó dicha afirmación era, por un lado, una mayor oferta de dólares producto de una mejor cosecha y un sostenido nivel de precios de los commodities y, por otro, la menor necesidad de hacer frente a acreedores externos. Si bien es cierto que ambos supuestos continúan vigentes—dado que sus efectos deberían sentirse en los próximos trimestres—, no deja de llamar la atención la falta de reacción de parte del Gobierno ante los múltiples objetivos que debería corregir y lo poco ha hecho hasta ahora. Repasemos de forma ordenada los temas de agenda que hacen a las necesidades de encauzar un modelo productivo que está siendo castigado desde adentro. En el plano fiscal no se registran medidas contundentes en la búsqueda de encauzar el déficit creciente de las cuentas públicas. Aquellas medidas anunciadas tiempo atrás en relación a un ordenamiento del conjunto de subsidios a la oferta y a la demanda, pareciera ya no ser parte de la agenda del Gobierno. La puesta en debate de una reforma fiscal tampoco está en la mesa de discusión. Sectores que aún mantienen claras ventajas impositivas continúan siendo privilegiados de un modelo fiscal que aún adolece de cambios más progresivos. Sin política anticíclica, la recaudación continúa a merced del ciclo económico y, claro está que ante un nivel de actividad que se



## LA POLITICA CAMBIARIA ES LA MADRE DE TODAS LAS BATALLAS Y SI HAY ALGO QUE NO SOBRE SON LOS DOLARES

consolida en tasas por debajo del 3% anual, poco es lo que se puede esperar más que ajustar las cuentas vías mayor inflación. El plano monetario gira en torno a la emisión de pesos para cubrir los desfases antes mencionados de las cuentas públicas. Un dato que resulta alentador es la contracción de la base monetaria, que en lo que va del año registra unos \$ 12.000 millones, un claro contraste con los más de \$ 84.000 millones de expansión del 2012. Si la comparación la efectuamos contra el mismo período del año anterior, también se observa una mayor contracción monetaria en relación con los \$3.072 millones del mismo período del año anterior, como consecuencia de la menor compra de divisas de parte del BCRA. En efecto, mientras en dicho período se expandió la base monetaria en unos \$20.751 millones, la expansión en lo que va del año actual apenas alcanzó a \$885 millones. También la asistencia al Tesoro disminuyó y, consecuentemente, la necesidad de emisión en lo que va del año, ya que incluso la ten-

dencia tuvo una reversión y los datos indican que se produjo una contracción de \$ 584 millones, mientras que un año atrás dicha esterilización fue de \$2.735 millones. La menor asistencia al Tesoro es un dato positivo aunque aún exiguo. Tanto el año pasado como el actual, el sector financiero continúa como el mecanismo habitual de absorción, siendo la diferencia los instrumentos utilizados: mientras que en el 2012 se utilizó la política de pases, hoy son las letras del BCRA las que son aplicadas por parte de la autoridad monetaria para contraer el exceso de pesos, aunque a un costo mayor. Mientras que el año pasado las Lebac en promedio se ubicaban en 13,1% anual para doce meses, en el 2013 treparon al 15,2%.

### La gran batalla

La política cambiaria es la madre de todas las batallas. El cepo instaurado a principios de noviembre de 2011, y cada vez más estricto, es simultáneo con una pérdida de reservas por más de US\$ 7.200 millones. Si bien bajó la salida de capitales que se produjo en ese año, continúa siendo preocupante, dado que si hay algo que no sobran precisamente son los dólares. La aparición de un creciente dólar marginal obedece, entre otras causas, a esta escasez de divisas en el marco de una economía que no logra reducir sensiblemente la tasa de inflación, el principal fogueo de la mayor demanda de dólares. Actualmente, las expectativas replican lo sucedido allá por el 2011, cuando los agentes económicos esperaban de parte de las autoridades una corrección del tipo de cam-

bio y, en consecuencia, las mismas se acentuaron en la medida en que el Gobierno se manifestaba en antípodas de esa medida. La administración estimaba que aún el valor del dólar iba a ser su aliado a la hora de combatir el alza de precios, y en la actualidad migró hacia la contención de la balanza salarial—una salida a la ortodoxia con culpa—, al tiempo que intenta aplicar una vez más controles de precios que ya fracasaron durante esta administración. La agenda es abultada para los tomadores de política económica y la realidad indica que con Hernán Lorenzino, Guillermo Moreno y Axel Kicillof poco es lo que ofrece el Gobierno y ni siquiera se observa coordinación en sus políticas. No se conoce que algún think tank esté elaborando medidas de fondo y estructurales para poner fin a un escenario que cada día empeora. Hay un horizonte preocupante, aunque no estamos ni cerca de repetir historias pasadas de la Argentina... en la medida que tome el toro por las astas, y se agotaran ideas creativas, por ejemplo un reordenamiento fiscal por el lado del gasto y los ingresos, y una política monetaria más prudente en sostener los desfases fiscales y la recuperación de reservas—incluso con asistencia del exterior que permita una salida más ordenada del cepo cambiario. Hoy se escuchan voces que minimizan los efectos del dólar marginal, pero cierto es que las restricciones pactadas fuertemente en la economía real, y a los que aún logran, basta que miren el sector de la construcción y su efecto cascada en sectores vinculados.



Hay voces que minimizan los efectos del dólar marginal. Basta que miren el sector de la construcción y su efecto cascada en sectores vinculados. Por **Alejandro Banzas**

# Se agotan los tiempos para encauzar la macro

La inconsistencia macroeconómica es un dato de la realidad. En lo que va del 2013, las reservas han retrocedido casi US\$ 3.500 millones a pesar de los augurios de un año mejor en término de acumulación de divisas. El motivo que sustentó dicha afirmación era, por un lado, una mayor oferta de dólares producto de una mejor cosecha y un sostenido nivel de precios de los commodities y, por otro, la menor necesidad de hacer frente a acreedores externos. Si bien es cierto que ambos supuestos continúan vigentes—dado que sus efectos deberían sentirse en los próximos trimestres—, no deja de llamar la atención la falta de reacción de parte del Gobierno ante los múltiples objetivos que debería corregir y lo poco ha hecho hasta ahora. Repasemos de forma ordenada los temas de agenda que hacen a las necesidades de encauzar un modelo productivo que está siendo castigado desde adentro. En el plano fiscal no se registran medidas contundentes en la búsqueda de encauzar el déficit creciente de las cuentas públicas. Aquellas medidas anunciadas tiempo atrás en relación a un ordenamiento del conjunto de subsidios a la oferta y a la demanda, pareciera ya no ser parte de la agenda del Gobierno. La puesta en debate de una reforma fiscal tampoco está en la mesa de discusión. Sectores que aún mantienen claras ventajas impositivas continúan siendo privilegiados de un modelo fiscal que aún adolece de cambios más progresivos. Sin política anticíclica, la recaudación continúa a merced del ciclo económico y, claro está que ante un nivel de actividad que se



## LA POLITICA CAMBIARIA ES LA MADRE DE TODAS LAS BATALLAS Y SI HAY ALGO QUE NO SOBRE SON LOS DOLARES

consolida en tasas por debajo del 3% anual, poco es lo que se puede esperar más que ajustar las cuentas vías mayor inflación. El plano monetario gira en torno a la emisión de pesos para cubrir los desfases antes mencionados de las cuentas públicas. Un dato que resulta alentador es la contracción de la base monetaria, que en lo que va del año registra unos \$ 12.000 millones, un claro contraste con los más de \$ 84.000 millones de expansión del 2012. Si la comparación la efectuamos contra el mismo período del año anterior, también se observa una mayor contracción monetaria en relación con los \$3.072 millones del mismo período del año anterior, como consecuencia de la menor compra de divisas de parte del BCRA. En efecto, mientras en dicho período se expandió la base monetaria en unos \$20.751 millones, la expansión en lo que va del año actual apenas alcanzó a \$885 millones. También la asistencia al Tesoro disminuyó y, consecuentemente, la necesidad de emisión en lo que va del año, ya que incluso la ten-

dencia tuvo una reversión y los datos indican que se produjo una contracción de \$ 584 millones, mientras que un año atrás dicha esterilización fue de \$2.735 millones. La menor asistencia al Tesoro es un dato positivo aunque aún exiguo. Tanto el año pasado como el actual, el sector financiero continúa como el mecanismo habitual de absorción, siendo la diferencia los instrumentos utilizados: mientras que en el 2012 se utilizó la política de pasés, hoy son las letras del BCRA las que son aplicadas por parte de la autoridad monetaria para contraer el exceso de pesos, aunque a un costo mayor. Mientras que el año pasado las Lebac en promedio se ubicaban en 13,1% anual para doce meses, en el 2013 treparon al 15,2%.

### La gran batalla

La política cambiaria es la madre de todas las batallas. El cepo instaurado a principios de noviembre de 2011, y cada vez más estricto, es simultáneo con una pérdida de reservas por más de US\$ 7.200 millones. Si bien bajó la salida de capitales que se produjo en ese año, continúa siendo preocupante, dado que si hay algo que no sobran precisamente son los dólares. La aparición de un creciente dólar marginal obedece, entre otras causas, a esta escasez de divisas en el marco de una economía que no logra reducir sensiblemente la tasa de inflación, el principal fogueo de la mayor demanda de dólares. Actualmente, las expectativas replican lo sucedido allá por el 2011, cuando los agentes económicos esperaban de parte de las autoridades una corrección del tipo de cam-

bio y, en consecuencia, las mismas se acentuaron en la medida en que el Gobierno se manifestaba en antípodas de esa medida. La administración estimaba que aún el valor del dólar iba a ser su aliado a la hora de combatir el alza de precios, y en la actualidad migró hacia la contención de la balanza salarial—una salida a la ortodoxia con culpa—, al tiempo que intenta aplicar una vez más controles de precios que ya fracasaron durante esta administración. La agenda es abultada para los tomadores de política económica y la realidad indica que con Hernán Lorenzino, Guillermo Moreno y Axel Kicillof poco es lo que ofrece el Gobierno y ni siquiera se observa coordinación en sus políticas. No se conoce que algún think tank esté elaborando medidas de fondo y estructurales para poner fin a un escenario que cada día se hace peor. Hay un horizonte preocupante, aunque no estamos ni cerca de repetir historias pasadas de la Argentina... en la medida que tome el toro por las astas, y se agotaran ideas creativas, por ejemplo un reordenamiento fiscal por el lado del gasto y los ingresos, y una política monetaria más prudente en sostener los desfases fiscales y la recuperación de reservas—incluso con asistencia del exterior que permita una salida más ordenada del cepo cambiario. Hoy se escuchan voces que minimizan los efectos del dólar marginal, pero cierto es que las restricciones pactadas fuertemente en la economía real, y a los que aún logran, basta que miren el sector de la construcción y su efecto cascada en sectores vinculados.