

La realidad muestra que los superávits gemelos se agotan y se angostan las posibilidades de obtener un financiamiento genuino. Por **Alejandro Banzas**

El programa monetario y la fuga de capitales

▶ En el primer trimestre del año, el BCRA cumplió con las metas del programa monetario. La tasa de crecimiento del M2 alcanzó a 4,8%, apenas 0,5 puntos por debajo del escenario base que para el mes de marzo señalaba un total, en promedio para el M2, de \$265.514 millones. Corresponde señalar que el programa contempla una expansión para el año 2011 de 29,2%, y la próxima meta es alcanzar \$281.499 millones, lo que equivale a un crecimiento del 6%.

La política llevada a cabo por la autoridad monetaria mantuvo el mismo comportamiento caracterizado por la compra de divisas, que generó la expansión monetaria que luego se esteriliza con la colocación de letras (Lebac y Nobacs). Si tomamos la base monetaria amplia del mes en curso suma \$168.375 millones, lo que equivale al tipo de cambio actual a U\$S 40.968 millones, contra un nivel de reservas de U\$S 52.000 millones. Si medimos el saldo total promedio de las cajas de ahorro y de las cuentas corrientes del sector privado más los depósitos a plazo fijo hasta 59 días de plazo, el monto arrojaría un equivalente en dólares de 41.937 millones de dólares, con lo cual las reservas del BCRA alcanzan la cobertura de una sustantiva porción de los pesos depositados en los bancos.

Si bien esta mirada sería más propia de la época del 1 a 1, no es menos cierto que el BCRA opera como garantía de última instancia, con lo cual uno no debe perder de vista que la autoridad monetaria tiene la facultad –a diferencia de la convertibilidad– de proveer los pesos necesarios a los fines que se considere oportuno. El exceso de oferta de dólares que mantiene



EL PROGRAMA MONETARIO SE CUMPLIRÁ SIN PROBLEMAS EN EL ESCENARIO ACTUAL.

nuestra economía juega un rol determinante a la hora de sustentar la fortaleza del modelo económico y en particular del financiero.

El último informe del BCRA señala que “entre los factores que explicaron el crecimiento trimestral de los agregados monetarios en pesos (M3) continuaron destacándose las compras de divisas del Banco Central, en el marco de su régimen de flotación administrada del tipo de cambio y el crecimiento del crédito del sector privado, cuyo desempeño durante el primer trimestre resulta compatible con el proyectado en el escenario base del programa monetario 2011”.

El promedio de tasa de interés abonada por la autoridad monetaria y que representa el costo de la esterilización de los pesos emitidos es del 12,7% a un año en el caso de las Lebac y, en Nobac, del 1,7% por sobre el valor de la tasa Badlar que a lo largo del primer trimestre del año se ubicó en promedio en el 11,2%.

A pesar de este esfuerzo monetario las reservas han disminuido unos millones como producto de

que la economía continúa drenando dólares hacia fuera. En consecuencia, si bien la economía enfrenta desde el enfoque macro un momento consistente, no es menos cierto que la fuga de capitales conspira decididamente contra una menor capacidad de acumulación de dólares que tiene la economía en un momento de menos superávit comercial. De hecho, a lo largo del presente año algunos analistas han estimado el mismo en valores cercanos a los U\$S 16.000 millones. Quizás el único lado “positivo” de la noticia consiste en que este comportamiento produce menos tensión en la política monetaria del BCRA debido a que será necesaria una menor compra de dólares y, en consecuencia, una menor emisión de pesos.

Por lo tanto, resulta preocupante saber si estos movimientos son propios –y ya esperados– de un traspaso de mando presidencial que genera alguna turbulencia o si es definitivamente un sendero inevitable para un modelo que no se regenera. A decir verdad, en la medida en que la fuga de capitales se mantenga más allá de la resolución del acto electoral, las presiones sobre el tipo de cambio serán mayores y el reacomodamiento al alza de los precios podría conspirar con medidas tendientes precisamente a disminuirla.

La realidad muestra que los superávits fiscal y comercial se agotan, y se angostan las posibilidades de obtener un financiamiento genuino que no sea utilizando los fondos de la Anses y las utilidades del BCRA. Esto que muchas veces el Gobierno manifiesta que no es preocupante y que está claramente permitido, no deja de arrojar in-

certidumbre con el manejo discrecional de los fondos de la Anses incorporando al portafolio de inversión del Fondo de Garantía Solidario activos que rinden por debajo de la inflación real, licuando en el largo plazo parte de los fondos aplicados en estos instrumentos.

Perspectivas

La pregunta habitual en estos casos es si podrá cumplir el BCRA con las metas del programa monetario. Y la respuesta, bajo un escenario similar al actual para lo que resta del año, augura el cumplimiento del programa sin demasiadas dificultades, salvo el estacional mes de diciembre.

El segundo semestre juega claramente a favor, porque la incertidumbre electoral produciría a priori salida de capitales y menor demanda de crédito, mientras que la demora en los acuerdos salariales en varios sectores de la actividad económica produce un retraimiento en el consumo. A su vez, es de esperar que se lentifique la demanda de crédito del sector privado por motivos de precaución hacia el segundo semestre del año, con lo cual los factores tradicionales de expansión del agregado monetario tenderán a disminuir.

Por lo tanto, el programa monetario no debería tener dificultades de cumplirse hacia el final del presente año, pero atendiendo que a tasas de crecimiento esperadas por encima del crecimiento esperado del PIB nominal. La desaceleración del ritmo de crecimiento de los factores de expansión no sólo contribuirá a cumplir con el programa sino también a una desaceleración modesta del consumo y del nivel de precios.