



INFORME DE COYUNTURA

El pago de la deuda con reservas se constituye en un rasgo más de la debilidad del modelo

La reciente iniciativa del Gobierno nacional de utilizar u\$s 6.500 millones de dólares de las reservas para hacer frente al pago del endeudamiento es aceptar por parte de la administración económica que lejos de hacerse fuerte en el marco de la recuperación económica esperada para el año próximo se constituye en un claro síntoma del agotamiento del actual modelo y de las necesidades de efectuar urgentes correcciones al mismo.

Staff de Reporte

Económico

Lic. Alejandro Banzas

(Economista Jefe)

Economistas y

Profesionales

Lic. Cecilia Alvis

Lic. Sergio Burlando

Lic. Lorena Fernandez

Lic. Federico Grasso

Dr. José M. Krause Mayol

Sr. Xavier Lambruschini

Contacto

info@reporte

En efecto, **REPORTE ECONÓMICO** procedió a efectuar un análisis comparativo acerca del pago con reservas que planea el gobierno y el momento en que decidió similar operación para afrontar la cancelación de sus obligaciones con el FMI. Si efectuamos un ejercicio de simulación que nos permita comparar la propuesta actual del gobierno con la misma experiencia aplicada en el 2006, nos arrojaría los siguientes hechos estilizados:

En aquella oportunidad, la situación fiscal era mucho más sólida que la actual y se producían ingresos de capitales que permitan la política de acumulación de reservas. A fin del 2005, las reservas totalizaban u\$s 28.100 millones de dólares y el uso de u\$s 9.500 millones de dólares para pagarle al Fondo implicó una reducción del 33% del stock total, alcanzando el 3 de enero del año 2006, unos u\$s 18.580 millones de dólares. En aquel momento, la Base Monetaria representaba unos \$54.710 millones de pesos que sumado al saldo de las cuentas corrientes y cajas de ahorro del sector privado, acumulaban un total de \$ 99.552 millones de pesos. En consecuencia, con un stock de u\$s 18.580 millones de dólares se debía enfrentar una masa de pesos con posibilidad potencial de presionar la compra de dólares, llevando a una cotización implícita de \$5,37.

En aquella oportunidad el dólar se ubicaba en \$ 3,03, por lo tanto la brecha entre el "dólar implícito de conversión" y el dólar de pizarra era de un 76,6%. Las reservas internacionales al 11/12/2009 informadas por el BCRA totalizaban u\$s 47.555 millones de dólares. El uso de u\$s 6.500 millones para hacer frente al pago de los compromisos llevaría a las reservas a un stock de u\$s 40.986 millones. Del mismo modo, si conformamos a cuanto asciende el total de la Base Monetaria y los saldos de caja de ahorro y cuentas corrientes el mismo sería de \$200.948 millones de pesos, lo cual nos tstaría dando un dólar implícito de \$4,90 un 8,7% por debajo de los valores registrados para el momento de pago de la deuda con el FMI.

Bajo un contexto de menor incertidumbre que en la primera parte del año 2009, el saldo de la balanza comercial estimado por analistas privados para el año próximo (u\$s 14.700 millones de dólares) resultaría un colchón de divisas sustantivo para hacer frente a una posible salida de capitales que por algún motivo exógeno al modelo, pudiera ocurrir y para que el BCRA recupere parte de las reservas utilizadas en el pago, en condiciones "normales".

En consecuencia podríamos afirmar que el grado de riesgo desde un enfoque meramente de cobertura monetaria sería menor al que el gobierno afrontó al momento de pagar al FMI con reservas. Pero cual es el verdadero problema que hace que hoy no sea recomendable hacer frente al pago de la deuda con reservas. Pasamos a detallar:

- ✓ El problema consistiría en que las reserva del BCRA se envían a la Tesorería y se produce una necesidad de recomposición de reservas por parte del BCRA vía emisión de pesos para comprarlos dólares en el sector privado. En un contexto inflacionario y con tendencia al crecimiento en el nivel de precios, esta jugada no luce atractiva y contribuiría a un escenario de mayor tensión inflacionaria.
- ✓ El crecimiento en el nivel de precios no solo deteriora el salario real de los trabajadores sino que debilita un tipo de cambio real multilateral que es otro de los pilares del actual modelo económico.
- ✓ La utilización de este mecanismo, lejos de los discutibles pretextos utilizados allá por 2006 en la búsqueda de mayor grados de libertad para los hacedores de política respecto del FMI es una señal de las enormes dificultades que atraviesa el gobierno para ganar la confianza de los acreedores externos a la hora de buscar financiamiento.
- ✓ El nudo del problema radica en que el gobierno no admite un reordenamiento de la política fiscal y continúa exacerbando la expansión del gasto por encima de su capacidad de ingresos. Por lo tanto, nadie se anima a prestarle a alguien que no racionaliza las urgencias y los momentos negativos del ciclo económico.

Asumir la necesidad de recomponer la ingeniería fiscal es más prudente que dilapidar alegremente las reservas en un contexto mundial aún no disipado totalmente.

EJERCICIO DE SIMULACIÓN

REPORTE ECONÓMICO procedió a efectuar un ejercicio de simulación (Ver cuadro 1) a los efectos de poder comparar como el BCRA puede afrontar el retiro de u\$s 6.500 millones de dólares para constituir un "Fondo del Bicentenario para el Desendeudamiento y la Estabilidad" y confrontarlo con la experiencia pasada de pago al FMI.

Dicha estrategia consistió en utilizar las reservas del BCRA para afrontar la cancelación de deuda con el FMI fue aplicada en enero del año 2006, bajo la conducción económica de Felisa Miceli, y el principal argumento utilizado por el gobierno fue la liberación de los compromisos y el control que en materia de auditoría ejerce habitualmente el organismo internacional.

En aquel momento, también se planteó con firmeza por parte de quienes se oponían a la medida que se podía ver "debilitada" la posición monetaria del ente rector y un cambio negativo en las expectativas sobre el valor del tipo de cambio. A la luz de los resultados, el dólar quedó planchado (ver cuadro 1) y las reservas se recuperaron rápidamente. Quizás el dato relevante sobre aquella medida no estuvo por el costado monetario del enfoque sino en un entorno de la economía sustantivamente favorable que jugó a favor de una rápida recuperación de las divisas utilizadas bajo un entorno de mayor fortaleza política y con un crecimiento de la economía mundial a todo vapor.

La brecha del 11% más, que la economía pagó para evitar las tradicionales revisiones del FMI, fue el resultado de una tasa de interés del 15% en bonos colocados a Venezuela, en tanto el organismo internacional financiaba al 4%. Esta medida que fue ampliamente cuestionada tuvo como atenuantes la sustentabilidad política de la independencia económica, en el marco de un cambio de paradigma respecto a las políticas de la década del noventa.

Pero en realidad, hoy la situación es distinta. En primer lugar, el ciclo económico en la actualidad no es el mismo de aquel momento. En 2006, el mundo crecía a tasas por encima del 4%, mientras que hoy el mundo cae un 2,5% después de transitar un año de una de las crisis económicas financieras más duras de la historia económica mundial. La Argentina transitaba en aquella situación un momento de crecimiento importante y moderada inflación, aunque ya se percibían las primeras tensiones en materia de precios. Hoy la realidad es muy distinta, si bien el 2010 aparece con claras intenciones de dejar atrás la recesión sufrida en el 2009, la incertidumbre política sumado a un alto nivel de gasto que no vislumbra ceder y un cuadro inflacionario en ciernes preocupante, puede abrir el debate sobre la necesidad de afrontar deuda con reservas debilitando la relación del tipo de cambio.

Tal como puede observarse en el cuadro precedente, el tipo de cambio potencial ante una conversión de todos los pesos disponibles con las reservas utilizables ubicaría al tipo de cambio en valores de \$4,90 lo que generaría una brecha del 28,7% respecto al valor actual del tipo de cambio.

De modo de no "exagerar" en el análisis, se optó por no considerar en el stock de reservas los aportes a las mismas de parte del Banco de Basilea (BIS) ni se neteó de los aportes de los bancos en las cuentas corrientes en el BCRA. De haber optado por esa modalidad las reservas netas de préstamos y otros alcanzarían un total de u\$s u\$s 31.500 millones de dólares aproximadamente ampliándose el valor del tipo de cambio potencial implícito en \$6,38 con una brecha respecto al valor nominal del dólar del 67,4% muy similar al observado al momento de efectuar el pago al FMI.

Por último, debemos afirmar en honor a la verdad que el BCRA deberá aplicar instrumentos de absorción de pesos a través de las letras que emite o con una suba de encajes para evitar un exceso indeseable de moneda que contribuya a alimentar la demanda de bienes en un contexto por demás inflacionario.

En síntesis, **REPORTE ECONÓMICO** considera que resulta prioritario dar señales efectivas en materia de política fiscal de modo de evitar debilitar la posición de reservas en un entorno de crisis internacional aún de dudosa resolución. La búsqueda de financiamiento del exterior requerirá de otro tipo de señales más realistas con la delicada situación que atraviesan las finanzas internas y no recurrir a las "joyas de la abuela" tal como se hizo en la década del noventa con las privatizaciones de empresas públicas.

Cuadro 1. Ejercicio de Simulación sobre cobertura de los pesos circulantes respecto al stock de reservas.

Fecha	Reservas	Base Monetaria	Clas Ctes	C. de Ahorro	Pesos Convert	Dólar	Cobertura	Var % Cob vs Tc	Saldo Comerc.
31/12/2005	28.077	54.710	23.395	21.447	99.552	3,03	3,55	17,0	11.419
03/01/2006	18.580	54.823	23.090	21.818	99.731	3,04	5,37	76,6	s/d
31/12/2006	32.037	80.066	26.814	26.196	133.076	3,07	4,15	35,3	12.306
31/12/2007	46.166	98.979	35.396	34.137	168.512	3,14	3,65	16,2	11.171
31/12/2008	46.386	109.449	39.366	35.580	184.395	3,42	3,98	16,2	12.585
11/12/2009	47.555	119.104	43.522	38.322	200.948	3,80	4,23	11,2	14.000
Pago de deuda	40.986	119.104	43.522	38.322	200.948	3,81	4,90	28,7	14.700

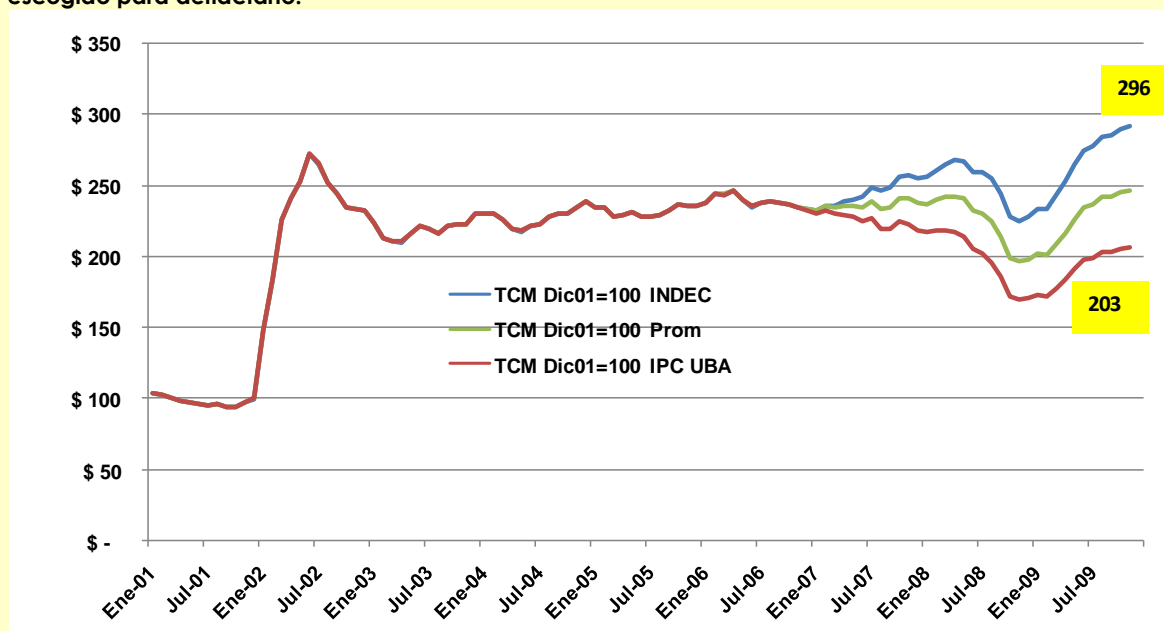
SITUACIÓN ACTUAL DEL TIPO DE CAMBIO MULTILATERAL

“

Este tema ya fue tratado en el último informe Financiero de REPORTE ECONÓMICO no obstante tratamos de volver a insistir en la necesidad de monitorear el comportamiento del TCRM a fin de poder distinguir los márgenes de acción y los grados de libertad de la política monetaria y fiscal hacia el futuro.

El valor del tipo de cambio se constituye en un punto de discusión permanente y conforma la piedra angular del modelo K desde el año 2003 en adelante. Siempre se mantiene vigente el debate sobre su atraso sobre la necesidad de una devaluación para mantenerlo actualizado y otros manifiestan la necesidad de anclarlo a fin de mantener a raya a la inflación. Con la reciente medida adoptada por el gobierno nacional de utilizar reservas para hacer frente a los pagos de deuda el tipo de cambio cobra mayor vigencia pues se constituye en la piedra angular en la discusión sobre la viabilidad de la medida y sus riesgos potenciales.

Gráfico N° 1. Evolución de los distintos tipos de cambio reales multilaterales según el índice de precios escogido para deflactarlo.-



Fuente: Elaboración propia.

En este marco **REPORTE ECONÓMICO** actualizó el valor del tipo de cambio real multilateral con la idea de poder deflactarlos por un valor más realista del IPC y no del tan vapuleado índice que elabora el INDEC. El gráfico señala claramente que a pesar de los distintos valores que surgen de aplicar distintos índices inflacionarios, se observa un repunte en el TCRM debido a las apreciaciones sufridas en las monedas de los principales países que comercian con nuestro país, en especial Brasil.

De igual modo **REPORTE ECONÓMICO** considera apropiado poner de relieve el estado de situación del valor actual del tipo de cambio en relación a los valores que éste mantuvo en el pasado reciente. Al mes de noviembre del 2009, el dólar se situó por encima de los valores del año 2008, con lo cual resulta un dato por demás revelador. De esta manera se puede afirmar que para que el TCRM se ubique en valores similares a los alcanzados en el mejor momento de crecimiento de la economía local y en particular del sector externo el mismo debería ubicarse en un rango de entre \$4,20 y \$4,50.

Es sabido que tras una devaluación fuerte como la registrada por nuestra economía a la salida de la crisis del año 2001/2002, se produce una recuperación de los precios de los distintos bienes y servicios por encima de la variación del dólar nominal, con lo cual se pierde el beneficio inicial de la devaluación y se reduce la competitividad de nuestros productos. Curiosamente, el pasaje a precios de nuestra devaluación inicial fue moderado y permitió a nuestro sector externo mantener niveles de rentabilidad significativos para aquellas actividades ligadas al comercio exterior.

Finalizando el año 2009, las perspectivas para el año 2010 lucen diferentes a las registradas en la primera parte del presente año. En efecto, la disminución de la salida de capitales puso un manto de piedad sobre las expectativas negativas que sobrevoló la economía local para dar paso a una recuperación lenta pero firme de la actividad económica sobre el final del corriente año y se abren expectativas alentadoras.

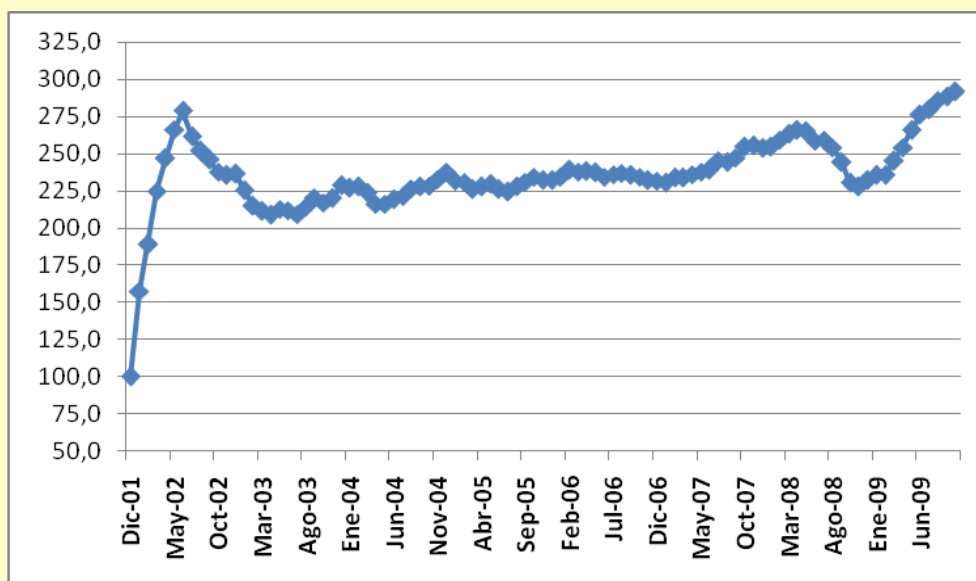
Todo parece indicar, que el año próximo se producirá una recuperación en materia de comercio exterior, donde se espera un incremento de las exportaciones y de las importaciones, lo que permitirá mantener un saldo de comercio exterior sustantivo (u\$s15.000 millones de dólares), apenas por debajo del proyectado para el año 2009. Por lo tanto, aquí se plantea el desafío de una economía con mayor oferta de dólares, en un escenario que no augura salida de capitales en el corto plazo pero que se dificulta con la utilización de reservas para el pago de la deuda. En consecuencia, dicha sobre oferta de dólares deberá ser absorbida por el BCRA incrementando las reservas y a su vez esterilizando los sobrantes de pesos que no demanden los particulares a través de mecanismos de esterilización.

Este sobrante de pesos, o bien pueden estimular una parte la compra de dólares, la compra de bienes o la inversión en títulos locales o acciones de empresas cotizantes. Todo ello dependerá de cómo sea recibida por el mercado las medidas que tomen el gobierno y los cambios que proponga el legislativo en temas emblemáticos.

En síntesis, el BCRA deberá dar señales claras de una política monetaria que en líneas generales no habrá de variar respecto al manejo llevado a cabo en la primera parte del ciclo exitoso de crecimiento, Mantener un valor del tipo de cambio acorde con los objetivos inflacionarios y de competitividad y prudencia en la acumulación de divisas son partes de los objetivos del BCRA para el año entrante. En tal sentido, despejar la incertidumbre sobre el futuro cambio de autoridades en el BCRA será un aporte interesante a favor de mayor racionalidad. La figura de Martín Redrado y de su directorio forma parte de un activo que el gobierno no debería desperdiciar, pero que se pondrá en el tapete en la medida que no demuestre mayor independencia en las decisiones, como es el caso puntual del reciente anuncio del gobierno.

Por último, podemos observar la información proveniente del BCRA que mide la evolución del tipo de cambio real multilateral ajustado por los índices de precios que publica el INDEC, de dudosa reputación. El mismo estaría sobreestimando el poder del actual valor del tipo de cambio, a diferencia con el ajustado por otro índice de precios como el realizado por REPORTE ECONÓMICO que nos permite vislumbrar un valor más realista a la hora de hablar del valor del dólar.

Gráfico 3. Evolución del Tipo de Cambio Multilateral que informa el BCRA con IPC Indec



Fuente: BCRA