

## Al borde de una crisis cambiaria

■  
*Detención en de reservas, ajuste del tipo de cambio y mayor control de la oferta monetaria permitieron eludir temporalmente una crisis económica sobre fines de enero iniciada por un aumento descontrolado del dólar paralelo y de expectativas de inflación.*

■  
*El cambio en la estrategia del gobierno no respondió a un plan de mediano y largo alcance, sino que conformó una sucesión de reacciones impuestas por la presión de acontecimientos diarios, con un claro liderazgo por parte de las autoridades del Banco Central*

■  
*Los cambios operados en la política gubernal han permitido ganar un poco de tiempo pero, si el sector público no acierta una estrategia efectiva para reducir las expectativas de inflación, su efecto de estabilización resultará transitorio, diluyéndose con rapidez.*

**E**l comienzo del año encontró al país al borde de una nueva crisis macroeconómica. Los cambios drásticos en la política monetaria posibilitaron que la amenaza no llegue a concretarse. Las medidas adoptadas por la nueva conducción del Banco Central, enfocadas en tres frentes: reservas, tipo de cambio y oferta monetaria, lograron el objetivo de interrumpir la pérdida de reservas y estabilizar la brecha cambiaria

Con respecto a las reservas, su nivel fue apuntalado con cambios normativos que forzaron una liquidación anticipada de los sectores financiero y exportador de productos primarios. Posteriormente, se agregó el aumento del 20 al 50% en la fracción de depósitos en dólares en entidades bancarias que deben ser transferidas al Banco Central en concepto de reservas. El resultado se reflejó en la evolución del nivel de reservas. De acuerdo a los datos del Banco Central, al 27 de diciembre, las reservas ascendían a 30.828 millones de dólares. Casi un mes después, al 30 de enero, habían descendido casi un 10% ubicándose en 27.822 millones. Durante el mes de febrero disminuyeron levemente revertiéndose la tendencia en los primeros días de marzo.

En lo referente al tipo de cambio, se pasó de una política de devaluaciones periódicas (con un promedio del 0,4% diario entre el 23 de diciembre y 20 de enero) a otra de shock con un fuerte ajuste del tipo de cambio oficial dispuesto entre el martes 21 y jueves 23 de enero (la tasa promedio de devaluación de estos dos días fue del 7,7%). Este ajuste repentino en la cotización permitió retrotraer poder adquisitivo del tipo de cambio a los niveles de julio de 2011 (para el cálculo se utilizó la tasa de inflación medida por consultoras privadas y no se computó la inflación externa, aunque este último efecto no tendría mayor incidencia debido a la recesión en países desarrollados).

El tercer cambio significativo fue la reducción en el ritmo de expansión de la oferta monetaria a partir de absorción de fondos a través de la colocación de títulos emitidos por el Banco Central a tasas de interés comparables a las proyecciones privadas de inflación. Al promediar el mes de enero, la base monetaria (conformada por el dinero circulante y los depósitos de entidades financieras en el BCRA) se aproximaba a los \$37.500 millones. Al finalizar febrero se ubicaba en torno a los 34.500 millones. Durante este tiempo el stock de letras del Banco Central (LEBACS) aumento de 100

mil millones a 140 mil millones de pesos. Esta absorción creciente de fondos requirió de un aumento sustancial de rendimientos, tal como lo refleja la evolución de la tasa de interés pagada por LEBACs a 90 días desde el 15% a casi el 29% en el período señalado.

De esa forma, la detención en la caída del nivel de reservas, el ajuste del tipo de cambio y el mayor control de la oferta monetaria permitieron eludir temporariamente una situación de crisis económica sobre fines de enero iniciada por un aumento descontrolado del tipo de cambio paralelo y de expectativas de inflación.

Estas medidas fueron complementadas por otras que contribuyeron a contener el deterioro de expectativas. La necesidad imperiosa de buscar nuevas fuentes de financiamiento externo para amortiguar el impacto del ajuste en la balanza de pagos finalmente impuso la concreción de la reformulación del índice de precios al consumidor, lo que significó el comienzo del fin de la política de negación del problema inflacionario (los resultados del índice de precios en la meses siguientes definirán si se trata o no de un cambio permanente). Además de ello, la urgente necesidad de inversiones para contener los efectos de la crisis en el abastecimiento energético, condujo al gobierno a reconocer una indemnización con la petrolera Repsol por la expropiación de su participación accionaria en YPF.

Como se señaló antes, el principal logro de este conjunto de medidas fue detener una crisis inminente y de muy alto costo económico y social. El cambio de estrategia no respondió a un plan de mediano y largo alcance, sino que conformó una sucesión de reacciones impuestas por la presión de acontecimientos diarios, con un claro liderazgo por parte de las autoridades del Banco Central.

Estos cambios han permitido ganar tiempo, pero si el gobierno no acierta una estrategia efectiva para reducir las expectativas de inflación, instaladas por encima del 4% mensual en los primeros meses del año, su efecto de estabilización resultará transitorio. Por otra parte, las medidas adoptadas conllevan importantes costos en términos de aceleración de inflación, caída del nivel de actividad y generación de “déficit cuasifiscal”.

La devaluación de enero determinó un salto en la tasa de inflación, imponiendo un nuevo piso en las expectativas de crecimiento de los precios superior al 30% anual. El efecto más directo surge del inmediato aumento en el precio de insumos y productos finales procedentes del exterior. Estos aumentos generan un efecto en cadena de subas de precios, de magnitud variable de acuerdo a las condiciones de demanda. Transcurridos dos meses, los precios al consumidor acumularon un crecimiento cercano al 9%. Si bien cabe esperar que en los próximos meses el impacto del ajuste en el tipo de cambio tienda a diluirse (de hecho, el índice de marzo presentará un efecto de arrastre estadístico significativamente menor al de febrero), y que la fuerte absorción de recursos monetarios junto a la retracción del consumo, reduzcan la presión inflacionaria, persiste una expectativa de inflación firmemente instalada en niveles elevados.

El freno de la actividad resulta inevitable en el corto plazo. El impacto inmediato se da a través del freno financiero por restricción del crédito reflejado en el fuerte aumento de las tasas de interés, al que se le suma la reducción de la masa salarial, tanto por efecto del retraso del salario frente al avance de los precios como por una menor demanda de empleo. A ello hay que agregar situaciones puntuales de algunos sectores, como el automotriz, motivado por cambios en el régimen impositivo de la actividad pero que tienen una fuerte repercusión sobre el resto de la actividad económica.

A partir de un notable aumento de rendimientos de sus títulos de deuda, el Banco Central ha podido absorber una parte importante de la masa monetaria. La disminución de recursos monetarios contribuye a descomprimir tanto la demanda de divisas como de bienes, pero tienen una contrapartida de un riesgoso aumento en el pasivo de la entidad. En otros términos, no es una estrategia que se pueda sostener en forma indefinida, dado que anticipa una creciente necesidad de emisión futura para cancelar la deuda y por esta razón, requiere de rendimientos cada vez mayores, lo que a su vez acelera el ritmo de crecimiento de pasivos de la entidad monetaria.

Dos factores son determinantes del tiempo disponible para avanzar con un plan de reducción de la inflación: la liquidación de divisas generadas por las exportaciones del complejo agroindustrial y el efecto de la inflación sobre el tipo de cambio oficial.

La estabilidad del tipo de cambio oficial, sumado a la recuperación importante en la cotización de la soja en los primeros meses del año, marca una importante diferencia con respecto a la situación anterior a la devaluación, durante los cuales, la certeza de aumentos periódicos en el tipo de cambio oficial desalentaba la liquidación de divisas. Más allá de este cambio de condiciones, el productor agrícola mantiene su renuencia a vender su producción una vez que ha cubierto sus necesidades de financiamiento para el siguiente ciclo productivo. De todas formas, cabe esperar que no se modifique la fuerte recuperación en la oferta de divisas que caracteriza al segundo trimestre del año.

La mejora en la competitividad de exportaciones y freno a las importaciones generada por la devaluación, con el transcurso de los meses, se ve erosionada por la elevada inflación. Si se mantiene estable la cotización oficial del dólar, a un ritmo promedio de inflación en el rango que va de 3 a 4% mensual, al promediar el año, el tipo de cambio real estaría próximo a retornar al punto de partida (previo a la devaluación). Antes de que esto suceda, las expectativas de devaluación comenzarán a presionar sobre el tipo de cambio a partir de una mayor demanda en el mercado no oficial, con el agravante de darse en un contexto de menor ritmo de ingreso de divisas por exportaciones del complejo agrícola y mayor giro de fondos al exterior por los vencimientos de deuda pública en moneda extranjera.

La principal asignatura pendiente para modificar las expectativas de inflación es la reducción del déficit fiscal. La tasa de expansión del gasto público de enero, superior al 40%, no representa una señal alentadora. Iniciado marzo, el gobierno ha intentado dar un primer paso, hasta ahora sin éxito, buscando acuerdo salariales para empleados estatales con ajustes en torno al 25% anual, muy inferior a la tasa de inflación proyectada para el año con un piso del orden del 30% anual.

El paso crítico consiste en la modificación del régimen de subsidios a las tarifas de energía, en un contexto de alta inflación y debilitamiento de la demanda de empleo. La sustitución de subsidios por aumentos de tarifas permitiría una reducción significativa en el crecimiento del gasto público. En forma paralela, el encarecimiento del precio final de la energía, al desalentar el consumo de electricidad y gas, permitiría un mejor balance de la demanda con la oferta energética, al tiempo que contribuiría a mejorar el ingreso neto de divisas al retrasar el ritmo de crecimiento en la importación de combustible. Cabe agregar que, la posibilidad de recuperar acceso a fuentes de financiamiento del exterior, si bien no parece cercana, de concretarse, le permitiría al gobierno dosificar el esfuerzo por mejorar el resultado fiscal.

Transcurrido el primer bimestre del año, persiste el alto nivel de inflación e incertidumbre porque faltan señales claras sobre la decisión del gobierno para

corregir sus crecientes desequilibrios fiscales. Es posible que el anuncio en el cambio de régimen de subsidios haya sido relegado, a la espera de que finalice el proceso de negociación salarial que involucra al estado, las empresas y agrupaciones sindicales. El riesgo de esta estrategia es que la inflación se acelere, se extienda el plazo de negociaciones y se profundice la caída del nivel de actividad. Mientras tanto, crecerá la inquietud en torno a la evolución del tipo de cambio y es posible que resurjan tensiones cambiarias a medida que se aproxime la finalización de la temporada de liquidación de exportaciones. ■