

Devaluación no...¿hasta cuándo?

Informe Mensual Febrero

Martes 05 de marzo de 2013

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA

(5411) 4862-8992

www.lggsa.com.ar

contacto: info@lggsa.com.ar

Editorial

La economía continúa mostrando los problemas para crecer que adelantamos. Sin embargo, estas últimas semanas la atención estuvo centrada en otros lugares. Por un lado, en Nueva York, por el litigio con los *holdouts*. Por el otro, en el Congreso, con el tratamiento legislativo del memorando de entendimiento con Irán y el discurso presidencial de apertura de las sesiones ordinarias. En ambos casos, un acuerdo que muestra más costos que beneficios para el Gobierno y las reformas a implementar en la Justicia (elección por voto popular de los miembros del Consejo de la Magistratura, acotar los efectos de las medidas cautelares, creación de nuevas Cámaras de Casación, etc), se perciben nuevos avances del “vamos por todo”: un reposicionamiento externo para suplir la ausencia de Chávez y un mayor control populista de otros poderes.

Lo curioso es que el rumbo elegido depara cada vez menos novedades positivas. El ritmo inflacionario y la disparada del dólar informal reforzaron la incertidumbre, justo en medio de una negociación salarial compleja. La respuesta del Gobierno fue la de anunciar un congelamiento de precios por 60 días (aunque sin lista de precios de referencia). A pesar de que ya ha recurrido en otras ocasiones a estos mecanismos, en esta oportunidad la medida parece más apuntada a contener las demandas de los representantes gremiales. En especial, si tenemos en consideración la presión que ha habido desde la propia presidencia para que empresarios emblemáticos en las negociaciones paritarias no dieran aumentos más allá de los pretendidos por el oficialismo.

Más allá de paliativos ineficaces y de corto plazo, el problema de fondo es la pérdida de competitividad generada por la alta inflación más una brecha cambiaria que se va ampliando. La implementación del cepo cambiario le permitió al Gobierno contener el drenaje de reservas internacionales del Banco

Central, pero al costo de acelerar el agotamiento de la fase “popular” del atraso cambiario, pasando de la falsa sensación de bonanza por el mayor poder de compra en dólares al bajo crecimiento, al estancamiento del salario real y a la menor generación de empleo. Parte de este proceso comenzó a evidenciarse en 2012, y todo indica que el atraso cambiario se profundizará en 2013.

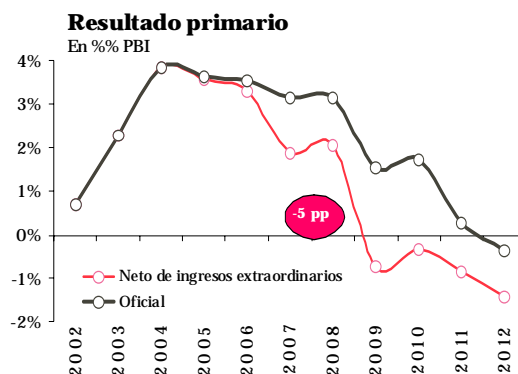
Hasta ahora, el Gobierno se ha resistido a implementar una corrección cambiaria de magnitud y nada indica que esta visión se modifique en el corto plazo. El problema es que en el contexto actual se están pagando casi todos los costos asociados a una devaluación pero sin disfrutar de ninguno de sus beneficios. ¿Hasta cuándo puede durar este proceso? La aspiración del Gobierno es llegar a las elecciones sin mayores cambios que puedan afectar el humor popular. Ahora bien, pasadas las elecciones legislativas, agotada la fase popular del atraso cambiario, con menor margen en materia fiscal y una economía poco dinámica, vale la pena preguntarse si la corrección cambiaria no puede venir impuesta por las circunstancias.

¿Cuál es la magnitud del atraso cambiario?

El enorme colchón cambiario que dejó la mega devaluación del peso luego del colapso de la Convertibilidad fue uno de los principales activos que heredó la gestión económica kirchnerista. De hecho, el tipo de cambio real competitivo fue el pilar principal del modelo económico kirchnerista, que **posibilitó la generación de los superávits gemelos (externo y fiscal).**

Ya sea por la progresiva normalización de la economía o bien por los persistentes errores de gestión económica, **lo cierto es que estos pilares se fueron erosionando progresivamente y hoy ya no existen más.** Como analizamos en detalle en el Informe Mensual de Enero, **el enorme crecimiento del gasto público hizo que ya en 2009 el resultado primario** (neto de los ingresos extraordinarios derivados del superávit cuasifiscal “virtual” del BCRA y las rentas de la cartera del FGS de la ANSES) **empezar a moverse en terreno negativo.** El empeoramiento de la posición fiscal, que era entendible en 2009 debido a la necesidad de ponerle un piso a la caída de la actividad económica como consecuencia de la crisis financiera internacional, no sólo no se revirtió en los años posteriores de fuerte crecimiento económico sino que se profundizó. Así, **por primera vez en 16 años el 2012 cerró con un déficit primario que estimamos fue del 0,3% del PBI y que, en caso de descontarse los ingresos extraordinarios, se transforma en un desequilibrio equivalente al 1,4% del PBI.**

El superávit en cuenta corriente se evaporó como consecuencia de la progresiva pérdida de competitividad de la economía y el acelerado proceso de deterioro de la balanza comercial energética en los últi-

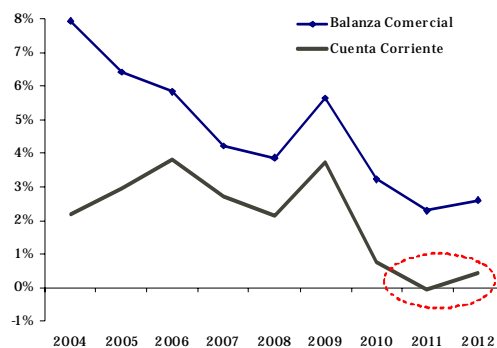


mos 6 años (equivalente a US\$ 9.000 anuales)¹. Debido a esta secuencia, **en 2011 el saldo en cuenta corriente se volvió nulo y el Gobierno se vio obligado a implementar las trabas comerciales para evitar que este deterioro se profundizara, con el consecuente impacto sobre las reservas internacionales del BCRA.** El 2012 cerró con un superávit del 0,4% del PBI, pero las trabas comerciales implementadas impactaron sobre la actividad económica que registró un crecimiento nulo.

La apreciación del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) tuvo un rol central en la evaporación del superávit externo y en la caída de las reservas internacionales. Naturalmente, era esperable que en paralelo con la recuperación de la economía el Peso se apreciara paulatinamente desde los bajísimos niveles alcanzados en el período 2002-04. **El problema es que este proceso que debía darse de forma progresiva como consecuencia del crecimiento de la economía y la mejora en la productividad, se produjo aceleradamente y de forma espuria como consecuencia de un desinterés explícito del Gobierno en materia inflacionaria,** que comenzó a hacerse evidente a partir del 2007 con una inflación que se ubicó persistentemente por encima del 20%.²

El proceso de apreciación del TCRM no se dio de forma continua. Después de haberse mantenido relativamente estable en el período 2003-07, **hacia el cierre del año 2008 se aprecia un 20% ia como consecuencia del efecto combinado del salto inflacionario** (que en nov-08 era del 24% ia) y de la leve apreciación del Tipo de Cambio Nominal decidida por NK para “castigar” al sector agropecuario en el marco del prolongado conflicto. Así, **el**

La evaporación del Superávit Externo
(% del PBI, 2004-12)



Fuente: LCG en base a INDEC

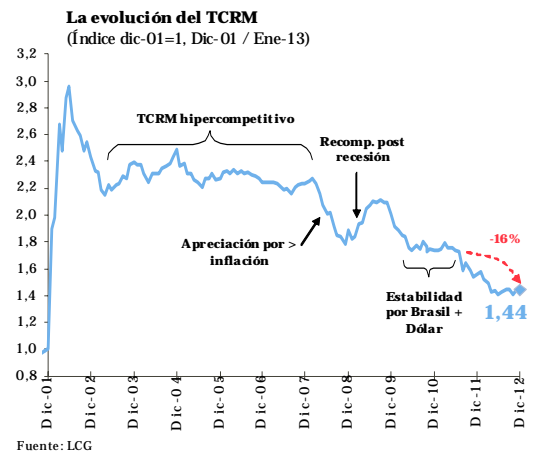
¹ Se pasó de un superávit de US\$ 5.900 M en 2006 a un déficit de US\$ 3.100 en 2012.

² La única excepción fue el 2009, ya que debido a la pronunciada desaceleración de la actividad económica (que cayó 3,5%) el año cerró con un crecimiento interanual de los precios del 15%.

TCRM se ubicó en 1,79 en nov-08 (se toma como base para la elaboración del índice dic-01=1).

Cuando parecía que la apreciación real del Peso era un proceso inevitable, **la profundización de la crisis internacional y la recesión que provocó en la economía doméstica en 2009 (con una caída del PBI del 3,5%) representó un bálsamo en materia cambiaria.** Debido a la abrupta desaceleración de la actividad económica, **el Gobierno pudo combinar una pronunciada depreciación del Tipo de Cambio Nominal** (que en la comparación interanual tocó un máximo del 27% en ago-09) **con una suba de precios que se desinfló 16 pp** (entre el máximo de 28% ia en may-08 y el mínimo de 12% en jul-09). Como resultado de ello, el TCRM se depreció un 17% y en nov-09 se ubicó en 2,10, prácticamente el mismo valor que el existente en ago-07. **El shock positivo en materia de competitividad significó un nuevo impulso para la economía, que volvió a crecer fuerte en 2010 y 2011.**

Con una inflación que volvió a ubicarse persistentemente por encima del 20% y un tipo de cambio nominal que se depreció al 5% anual, los problemas asociados al fortalecimiento del Peso volvieron a emerger. Si bien parte de esta dinámica se observó en el primer semestre de 2010 (el TCRM se ubicó en 1,75 en ago-10, 13% por debajo del valor de igual mes del año anterior), **existieron dos factores externos que beneficiaron a la Argentina y permitieron esconder debajo de la alfombra el problema del atraso cambiario:** el súper Real en Brasil y la devaluación mundial del dólar con respecto al resto de las monedas. **Estos factores le permitieron a la economía “importar” competitividad del exterior para compensar la pérdida asociada a la alta inflación:** así, entre ago-11 y ago-10 el TCRM de nuestro país se mantuvo prácticamente constante (se apreció apenas un 1,3% ia).

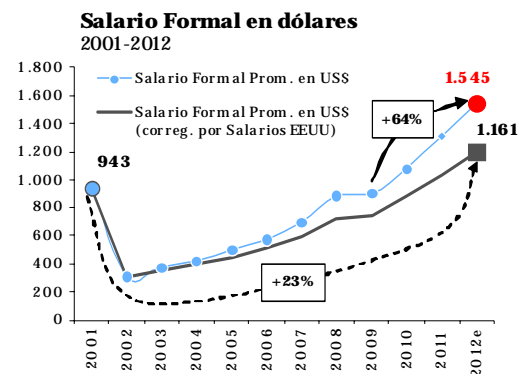


Pero estos factores coyunturales no iban a durar por siempre. Con el cambio de ciclo de la política cambiaria implementado por las autoridades brasileñas hacia fines de ago-11 y el progresivo fortalecimiento del dólar, **el problema del deterioro de la competitividad asociado al diferencial inflacionario con el resto del mundo se puso rápidamente en evidencia:** en apenas 4 meses (entre ago-11 y dic-11) el TCRM se apreció 11% y cerró el 2011 ubicándose en 1,54.

Si bien estos factores exógenos permitieron postergar, al menos en el corto plazo, el problema asociado al atraso cambiario y su impacto sobre la actividad económica, **distinta fue la percepción del sector privado:** con un TCR bilateral contra el dólar apenas un 15% por encima del existente a fines de la Convertibilidad y un tipo de cambio nominal que se deslizaba con cuentagotas, desde el 2T-11 el sector privado aceleró notablemente el ritmo de dolarización de carteras (que promedió US\$ 2.500 M mensuales hasta oct-11) y presionó fuerte sobre las reservas del BCRA. **El Gobierno mantuvo el *statu quo* hasta las elecciones presidenciales de octubre, y en lugar de implementar la alternativa más lógica** (devaluar y moderar en serio el ritmo de expansión de la política fiscal) prefirió restringir el acceso al MULC para la compra de dólares con destino atesoramiento, limitó las importaciones para tonificar el superávit comercial y redujo prácticamente a cero los giros de Utilidades y Dividendos para limitar el drenaje de reservas internacionales.

Por si no fuera suficiente con el acelerado proceso de apreciación real del Peso, **una política de ingresos muy expansiva en el bienio 2010-11 le imprimió una dinámica insostenible al costo laboral argentino y profundizó la pérdida de competitividad de la economía:** los salarios formales crecieron por encima de la inflación, y con un tipo de cambio nominal que se depreció ape-

nas 5% anual **el salario promedio en dólares aumentó nada menos que 44% en apenas 2 años**. Obviamente, esta suba generó una fiebre de consumo en materia de durables y contribuyó a la sensación de bonanza económica que caracterizó la discusión electoral en 2011, pero al costo de poner a la economía al borde del atraso cambiario. Así, **el salario promedio formal en dólares es hoy un 64% superior al de 2001**, porcentaje que es del **23% en caso de corregir por la evolución del salario promedio en los EEUU**.



Fuente: LCG en base a SIPA y estimaciones propias.

El cepo cambiario permitió atenuar el drenaje de las reservas internacionales del BCRA (que así y todo cayeron 12% desde oct-11). **Pero al costo de provocar el estancamiento de la economía y profundizar la apreciación real del Peso: el TCRM se fortaleció un 7% adicional en 2012 y cerró el año apenas 43% por encima del valor de dic-01, lo que implica un pesado lastre para una economía que fue progresivamente perdiendo su dinamismo y se volvió cada vez más dependiente de fuentes extraordinarias.**

Ahora bien, **ante la evidencia de un incipiente atraso cambiario cabe preguntarse cuál sería un valor “razonable” para el TCRM**. En la visión del Gobierno, puede plantearse que la comparación contra diciembre de 2001 es inadecuada ya que desde ese momento el precio internacional de la soja se multiplicó 3,4 veces y los Términos de Intercambio de nuestro país se incrementaron 45% y se ubican en máximos históricos. **Si bien es cierto que ante semejante shock externo positivo el TCRM “de equilibrio” debería ser más bajo hoy que en 2001, no es menos cierto que hay una serie de factores específicos de nuestra economía que permiten matizar esta cuestión.**

En primer lugar, se debe distinguir entre el equilibrio macro y el equilibrio micro. Un valor del TCRM

que deja la cuenta corriente con un saldo neutro (sin necesidad de implementar trabas a las importaciones), no necesariamente es compatible con el equilibrio micro del mercado de trabajo, tanto en términos de la generación de empleo como así también con la estructura salarial que caracteriza a nuestro país.

En segundo lugar, también presiona por un TCRM más depreciado un contexto en el cual **la balanza comercial se ha transformado en la única fuente de divisas de la que dispone la economía y con un Banco Central que necesita dólares para cumplir con el pago de los servicios de la deuda.** Por último, pero no por ello menos importante, **no se puede soslayar que en los últimos años ha tenido lugar un notable aumento de la presión impositiva** (tanto a nivel provincial como nacional, al cual debe sumarse el efecto asociado a la imposibilidad de ajustar los balances por el efecto de la inflación)³, **que también impacta sobre los márgenes de rentabilidad.** Y las empresas exportadoras operan con niveles de informalidad mucho más bajos que en el promedio de la economía.

Con todas estas cuestiones en mente, es posible establecer algunos rangos de referencia que permiten cuantificar cuál es la magnitud del atraso cambiario. **Si se quisiera recuperar la competitividad promedio del bienio 2006/07** (un valor de 2,26 del TCRM, que generó un superávit en cuenta corriente superior al 3% del PBI), **el tipo de cambio oficial debería ubicarse hoy en \$/US\$ 7,75:** 54% por encima del valor actual y prácticamente el mismo valor que tiene hoy el dólar en el mercado informal.

Si en cambio se quisiera alcanzar un TCRM de 2, que fue el existente a fines de 2009 luego de la acentuada depreciación que siguió a la crisis financiera internacional, **el tipo**

³ Tomando la recaudación nacional, la presión tributaria se duplicó con respecto al 2001.

de cambio oficial debería depreciarse casi un 40% para ubicar en **\$ 6,90**, que fue prácticamente el valor con el que cerró el dólar *blue* el 2012. Por último, **si la intención fuera volver al TCRM de 1,74 existente en el 1T-11** (previo al salto discreto en la dolarización de carteras), **se requeriría un tipo de cambio oficial de \$ 6**: precisamente el valor que Moreno vaticinó para fines de este año, en línea con los pronósticos del sector privado.

Dependiendo del margen de competitividad que se quiera recuperar, el tipo de cambio oficial debería depreciarse hoy entre un 20% y un 55%. Ahora bien, hasta tanto el Gobierno no anuncie un plan consistente y creíble en términos de lucha contra la inflación la cuestión de la competitividad se presenta como un “blanco móvil”, ya que la percepción que tiene el sector privado con respecto al valor “razonable” del tipo de cambio se modifica mes a mes como consecuencia de los vaivenes del *blue* y una inflación que muestra signos de acelerarse. Si el Gobierno persiste en “mantener todo como hasta ahora”, el problema del atraso cambiario irá acumulando más presión hacia el interior de la olla. Por lo pronto, la prescindencia del Gobierno con respecto a la evolución del tipo de cambio informal es un factor de perturbación adicional sobre el dilema cambiario.

¿Cuál es la magnitud del atraso cambiario?

Para recuperar un TCRM de...		El TCN debe ser...	Depreciación
<i>2001=1</i>	Periodo	\$/US\$	Var %
2,26	2006/07	7,75	54%
2,00	Dic-09	6,90	37%
1,74	1T-2011	6,00	19%

Al ritmo del *blue*

Desde principios de año el tipo de cambio informal acumula un alza del 15%. **A los factores estacionales que hacían previsible una mayor presión en el mercado *blue*** (demanda por turismo en el exterior, cobro de aguinaldo, exceso de pesos en circulación por el salto de la emisión en diciembre, etc), **se sumaron el desatino de la AFIP que en lugar de relajar restringió aún más las autoriza-**

ciones de ventas al tipo de cambio oficial para turismo y la inexplicable prescindencia del Gobierno, que sólo pareció dispuesto a intervenir a través de canales informales una vez que la divisa rozó los \$ 8. Intervención que pudo ponerle un techo pero resultó insuficiente para inducir a una caída de magnitud en la cotización. De hecho, **pese a la intervención oficial, sin el aguinaldo y con una menor demanda por turismo, el tipo de cambio informal sigue moviéndose en un rango de \$ 7,70-7,90: esto demuestra que los factores estacionales sólo aceleraron un proceso que responde esencialmente a razones estructurales.**

Lo llamativo es que el Gobierno actúa como si el *blue* no le preocupara: ya sea porque piensa que se trata de un mercado pequeño no representativo, porque supone que no tiene mayor impacto sobre las expectativas inflacionarias o bien porque lo pensó como una forma de “castigar” a los que no gustan del modelo, **lo cierto es que a diferencia del pasado no intervino activamente para revertir la suba y aquietar las aguas. Más allá de la visión complaciente del Gobierno** (de hecho, casi no hubo funcionarios que se refirieran al tema), **la disparada del *blue* y la ampliación de la brecha con respecto al tipo de cambio oficial** (hoy en torno al 55%) **genera distintos daños colaterales sobre la economía que sería un error subestimar.**

En primer lugar, **cada disparada del *blue* eleva el valor “razonable” que espera el sector privado**, además de convalidar las compras realizadas en los meses previos a un precio que no se anticipaba retrasado. **Si a principios de 2013 se esperaba un tipo de cambio informal en torno a 8,6 diciembre⁴, la suba registrada implica que en apenas dos meses ya se recorrió casi el 60% de la**

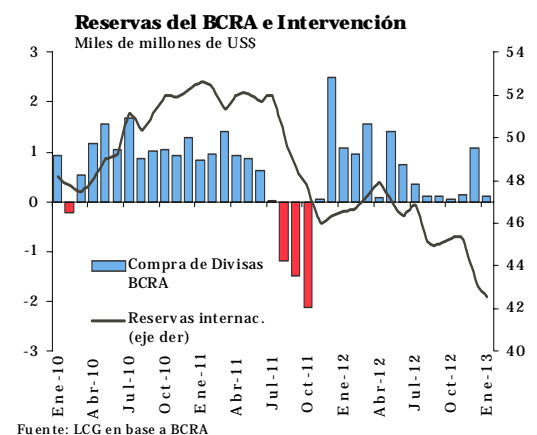
⁴ Este cálculo partía de asumir una depreciación del 20% ia dic/dic del tipo de cambio oficial y un suave incremento de la brecha con el informal al 45%.

suba esperada para todo el año. Sin una corrección a la baja, es natural que el precio esperado para el dólar informal se mueva al alza.

En segundo lugar, **el salto de la brecha con respecto al tipo de cambio oficial también afecta la expectativa de depreciación del tipo de cambio oficial**, a la vez que abona las dudas con respecto a una eventual corrección cambiaria abrupta. Asimismo, y contrariamente a la creencia del Gobierno, **parte de la suba del dólar informal se filtra sobre los precios domésticos**, tanto por la indexación de distintos mecanismos contractuales de la economía como por la incertidumbre referida a cuál será el costo de reposición. Naturalmente, **esta secuencia y la falta de señales claras del Gobierno exacerbaban la expectativa de inflación del sector privado, justo en las vísperas de una negociación salarial que luce por demás compleja.**

Pero también impacta sobre el consumo privado y la evolución de las reservas del BCRA. Si luego del salto discreto del dólar informal se esperan mayores correcciones a futuro, **aquellos tenedores de dólares con voluntad de consumir postergarán sus decisiones a la espera de recibir un mejor precio⁵.** Por otra parte, **la ampliación de la brecha y la expectativa de una mayor depreciación del tipo del tipo de cambio oficial hacen que los productores agropecuarios tengan más incentivos a postergar la liquidación de la cosecha.** Contrariamente a la creencia generalizada, la postergación de parte de la liquidación de la cosecha no incide en el corto plazo sobre el tipo de cambio informal, pero sí presiona sobre las reservas internacionales del BCRA (que en lo que va del año cayeron US\$ 1.500 M). De hecho, **si el sector privado asume que el tipo de cambio informal se seguirá depreciando, es esperable que cuando se inicie la**

⁵ De hecho, este efecto aplica también para las decisiones de inversión en empresas PYMES, que tienden a financiarse con recursos propios y operan con mayores niveles de informalidad.

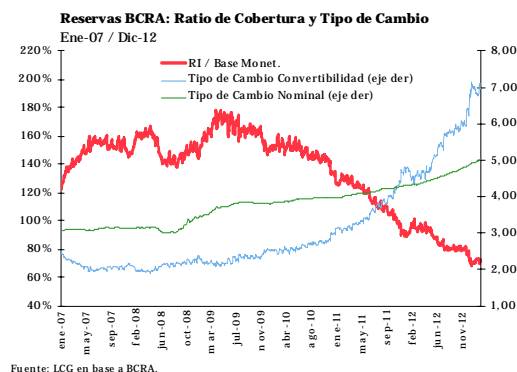


liquidación de la cosecha gruesa haya más presión sobre el dólar *blue*, ya que los productores destinarán parte de los pesos que recibirán a comprar dólares en el mercado informal (pesos que antes iban a comprar máquinas, automóviles o departamentos).

Finalmente, **la suba de la expectativa del dólar informal presionará sobre las tasas de interés**. Pese a que las tasas de interés reales siguen siendo muy negativas (-9% para los depósitos a plazo mayoristas), el cepo cambiario possibilitó que los depósitos a plazo del sector privado crezcan al 50% ia. Si el sector privado modifica al alza la previsión de depreciación del tipo de cambio informal, las tasas de interés ajustarán de forma inmediata. Si bien esto puede ser deseable desde la macro (ya que las tasas reales se volverían menos negativas), difícilmente será bienvenido por el Gobierno debido al posible impacto sobre la actividad económica.

Como se observa, **los costos de la disparada del dólar informal no son menores**. Ahora bien, la pregunta a responder es si existen razones estructurales en materia de competitividad para justificar el valor actual del *blue*. En el apartado anterior vimos que ese valor en el tipo de cambio oficial implicaría retrotraer el TCRM al promedio existente durante el período 2006/07: si bien obviamente luce excesivo (y muy arriesgado de implementar en el contexto actual), tampoco se trata de un valor sin criterio de razonabilidad. Por lo pronto, **hay un dato objetivo de la macro**: el esquema de utilizar sistemáticamente reservas internacionales para pagar los vencimientos de la deuda y una emisión monetaria que crece al 40% no es sostenible mucho más allá del corto plazo. Más allá del desenlace final, anticipar el *timing* de la secuencia no es una tarea sencilla, **pero sí se observan algunos indicios claros de la magnitud del deterioro que ha tenido lugar en los últimos meses y que, lejos de revertirse, todo indica que se profundizará en 2013**. El ratio de cobertura de las reservas de la ba-

se monetaria se redujo sensiblemente en los últimos 2 años, pasando de respaldar el 140% de la base al 70% en la actualidad. Así, **el tipo de cambio de convertibilidad** (esto es, el tipo de cambio que hace que las reservas internacionales igualen la base monetaria), **que era de \$ 3,10 a principios de 2011, se ubica actualmente en torno a los \$ 7.** Y asumiendo una expansión de la base monetaria del 40% en 2013, cerraría el año por encima de los \$ 9. Más allá de que la utilización de estos indicadores es un resabio de la Convertibilidad y no determinan el valor del tipo de cambio en la práctica, lo cierto es que sirven para graficar el acelerado proceso de deterioro que está sufriendo la moneda doméstica como consecuencia del combo caída de reservas y emisión creciendo al 40%.



Paliativos que no funcionarán

Como vimos, **la economía acumula un problema creciente de atraso del TCRM y una brecha cambiaria que se va ampliando progresivamente. La implementación del cepo cambiario le permitió al Gobierno contener el drenaje de reservas internacionales del Banco Central, pero al costo de acelerar el agotamiento de la fase “popular” del atraso cambiario:** una vez que se termina la falsa sensación de bonanza asociada a la suba del salario en dólares, al consumo de durables y al turismo en el exterior, la apreciación real empieza a mostrar su rostro más antipático (bajo crecimiento de la actividad económica, menor generación de empleo, estancamiento del salario real, etc). **Dado que parte de esta transición empezó a evidenciarse en 2012, vale la pena como piensa el Gobierno revertir esta situación.**

De acuerdo a las reacciones oficiales de las últimas semanas, **parece evidente que CFK terminó por convencerse de que debe enfrentar dos desafíos en materia económica: que la economía tiene un problema incipiente en materia de competitividad laboral y que la inflación se está acelerando.**

Que se empiece a reconocer estos inconvenientes no implica que también se tome conciencia de la magnitud de los mismos. Puesto en otras palabras, para un funcionario plantearle a CFK que existe un problema serio en materia de atraso cambiario es equivalente a derrumbar el castillo de naipes que se montó con respecto a la evolución de los precios domésticos en los últimos años (que en la percepción presidencial posiblemente se ubique en algún lugar intermedio entre el 11% registrado por el INDEC para el 2012 y el 25% de las mediciones alternativas).

Así, la movida del Gobierno se ha centrado en apuntar todos los cañones a cerrar una pauta salarial lo más cercana posible al 20% (que incluyó llamados directos de CFK a aquellos empresarios que concedieron subas superiores)⁶, incidir sobre las expectativas inflacionarias con un congelamiento de precios –en principio- por 2 meses con supermercados y cadenas de electrodomésticos que condicione los reclamos de los sindicatos, y acelerar marginalmente el ritmo de depreciación al 20% ya hacia finales de año (tal cual anunció Moreno recientemente). ¿Qué chances de éxito tiene este esquema?

Sin un anuncio creíble de que se moderará en serio la política fiscal y, consecuentemente, se desacelerará el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria (algo que claramente no esperamos que suceda en un año eleccionario), **la aspiración del Gobierno puede resultar contraproducente:**

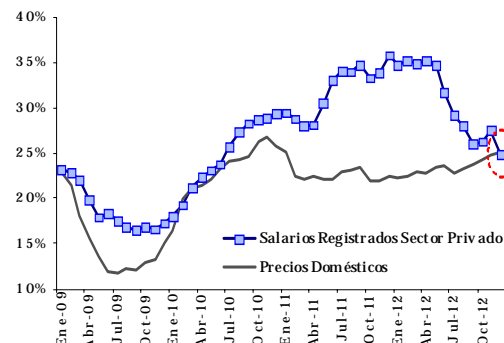
⁶ De forma similar a lo sucedido el año pasado, se intenta que la paritaria nacional docente (que terminó concediendo de forma unilateral un aumento salarial del 22% escalonado en tres etapas –marzo, agosto y diciembre-) actúe como valor de referencia para el resto de los acuerdos.

la caída del salario real originada por una inflación que se ubicará más cerca del 30% que del 20% indudablemente impactará sobre el consumo privado y la recuperación de la actividad económica, que viene bastante más lento de lo que muchos analistas anticipaban. De hecho, debido a la aceleración inflacionaria de los últimos meses el salario real de los trabajadores formales dejó de crecer en la comparación interanual. Se trata de una “frazada corta” para el Gobierno: la caída del salario real podrá morigerar las presiones inflacionarias, pero el precio a pagar será un crecimiento muy bajo de la economía.

De forma similar, sin un abordaje integral de la cuestión inflacionaria el “acuerdo” de precios podrá generar alivio parcial temporario pero está condenado de antemano al fracaso. **Es muy probable que las presiones del Gobierno en materia salarial tengan tanto que ver con un motivo económico** (tratar de moderar la pérdida de competitividad y la inflación) **como con uno político** (terminar de doblegar al sindicalismo). Con esta lógica, el “acuerdo” de precios sería la herramienta para condicionar los reclamos sindicales, bajo la amenaza de ser catalogado como desestabilizador si no se muestra predisposición para acordar subas salariales en línea con la voluntad oficial.

Desde algunos sectores se interpretó que para darle algo de sustento al congelamiento de precios el Gobierno aumentó la absorción de circulante y moderó el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial. **En realidad, se trató de un maquillaje que no modifica el contexto general.** En el primer caso, si bien es cierto esterilizó vía pasivos con los bancos la mitad de la avalancha de pesos que tuvo lugar en diciembre (que fue de \$ 39.000 M), **se trata de un fenómeno estacional característico de los primeros meses del año:** en 2012 sucedió exactamente lo mismo, y el ritmo de crecimiento interanual de la base monetaria apenas

La carrera entre Salarios y Precios
(Var. % ia, Ene-09 / Oct-12)



Fuente: LCG en base a INDEC.

se desaceleró (pasó del 38% ia al 36,5% en la actualidad). **Y la moderación en la tasa anualizada de devaluación** (que se redujo del 23% de dic-12, al 16% promedio en el primer bimestre de 2013) **tiene una incidencia muy baja en la expectativa futura del tipo de cambio**, que depende mucho más de la disparada del *blue* y la brecha con respecto al dólar oficial.

Más allá de los controles del Gobierno y sus descoordinados intentos en materia de lucha contra la inflación, **todo indica que el atraso cambiario seguirá profundizándose en 2013**. ¿Hasta cuándo puede durar este proceso? La aspiración del Gobierno es llegar a las elecciones sin mayores cambios que puedan afectar el humor popular. **Ahora bien, pasadas las elecciones legislativas, agotada la fase popular del atraso cambiario, con menor margen en materia fiscal y una economía poco dinámica, vale la pena preguntarse si la corrección cambiaria no puede venir “impuesta por las circunstancias”**.

¿Devaluar o no devaluar?

Para responder esta pregunta, debe destacarse que implementar un esquema exitoso que permita revertir la pérdida de competitividad de la economía requiere inevitablemente de un abordaje integral. **Sin un ámbito de discusión amplio sobre la situación de la macroeconomía hacia el interior del Gobierno, difícilmente se pueda avanzar en este sentido**: lejos de funcionar como un equipo, las distintas cabezas del equipo económico (Kicillof, Moreno, Marcó del Pont, Echegaray) operan de forma autónoma tratando de emparchar los problemas que se van presentando y reportan directamente a CFK.

La figura con más peso en el diseño de la política económica (Kicillof) es un férreo opositor de las correcciones cambiarias de magnitud: no sólo porque en su visión implican bajar el salario de los trabajadores, sino porque traen aparejadas enormes transferencias de recursos a los grupos económicos exportadores. En este enfoque, **el abordaje del problema asociado al atraso cambiario debe abordarse de forma selectiva, no sólo a través de un desdoblamiento cambiario entre uno financiero y otro comercial, sino también con la utilización de tipos de cambio diferenciales para cada sector exportador en función de su nivel de competitividad.**

En el primer caso, **en un contexto de escasez de divisas cuesta entender las razones por las cuáles todavía no se implementó:** un tipo de cambio financiero formal permitiría no sólo darle poder de fuego en serio al BCRA para intervenir en dicho mercado y acotar las fluctuaciones en su cotización (que muy probablemente quedaría por debajo del actual valor del *blue*), sino que también terminaría con el injustificable subsidio que reciben aquellos que desean vacacionar en el exterior. **En el segundo caso, luce muy complejo de implementar.** Aun obviando los problemas de administración y la discrecionalidad asociada, **la alta dependencia de nuestra estructura productiva a las importaciones deja un margen de maniobra muy acotado:** excluyendo los bienes importados que entran en el proceso productivo y aquellos sujetos a acuerdos comerciales, apenas el 11% de las importaciones son bienes de consumo “prescindibles” que podrían ingresar al país con un tipo de cambio más elevado para promover la sustitución local.⁷

Si bien la opinión de CFK en materia de competitividad resulta difícil de encasillar (hacia fines de 2007 y

⁷ Ver el Informe Mensual de Junio 2012 “El futuro como excusa”, para un análisis más detallado al respecto.

con un TCRM muy competitivo se mostraba a favor de una mayor depreciación, más recientemente convalidó un acelerado proceso revaluatorio), **lo cierto es sus referencias públicas al denominado “Club de los devaluacionistas” dejan traslucir la influencia de las ideas de Kicillof en esta cuestión.** Por lo pronto, **no habiendo aprovechado el momento indicado para una corrección cambiaria** (luego del aplastante triunfo en las elecciones presidenciales y cuando la expectativa de depreciación del sector privado era de apenas 15%) **resulta impensado que si la brecha cambiaria no se amplía esté dispuesta a implementar una depreciación de magnitud justo en las vísperas de las cruciales elecciones legislativas de octubre. Y tampoco parece estar en su cabeza implementarla inmediatamente después de las elecciones:** si ese fuera el caso, **¿qué sentido tendría poner tanto celo en el número de la pauta salarial, si la corrección del salario real se daría de forma automática por la devaluación?**

Ahora bien, la reticencia que viene mostrando CFK de implementar una corrección cambiaria de magnitud no quiere decir que la misma no termine siendo impuesta por las circunstancias (por ejemplo si la brecha cambiaria se sigue ampliando) o bien como una forma de hacerse de recursos genuinos para financiar el aumento sostenido del gasto público. **Cuesta encontrar motivos para justificar la situación actual, ya que el Gobierno está pagando prácticamente todos los costos asociados a una devaluación** (mayor presión inflacionaria, caída del salario en dólares, etc) **pero sin disfrutar de ninguno de sus beneficios** (impulso a la actividad por el salto en la competitividad, aumento de la balanza comercial, mejora de la posición fiscal por los mayores ingresos del Tesoro, etc).

Se pueden identificar dos factores que pueden hacer cambiar la percepción de CFK en materia cambiaria.

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

El primero se vincula al espejo cambiario que representa Venezuela: si la devaluación del 46% recientemente implementada por el gobierno venezolano resulta exitosa (traslado acotado a los precios domésticos, reducción de la brecha cambiaria, impulso a la actividad económica, etc), **es de esperar que CFK empiece a considerar la posibilidad de una corrección cambiaria.** Por lo pronto, la variación del tipo de cambio informal en Venezuela fue menor que la registrada por el oficial, por lo que la brecha cambiaria se redujo del 365% al 265%.

El segundo es mucho más relevante: dado que el Gobierno está “largo” en dólares (tiene mucho más ingresos que egresos atados al dólar), **un salto del tipo de cambio oficial permitiría aumentar sensiblemente los recursos del Tesoro.** Más del 20% del total de la recaudación proviene de impuestos que gravan el comercio exterior (unos US\$ 34.000 M en 2013): esto implica que cada \$ 0,10 adicionales de depreciación el Tesoro recibe \$ 3.500 M por mayores ingresos. Así, **si el tipo de cambio promedio del 2013 es un 10% superior al esperado** (de \$/US\$ 5,93 en lugar de 5,39)⁸, **el Tesoro percibiría este año \$ 18.000 M adicionales por mayor recaudación.** De forma similar, el superávit cuasifiscal “virtual” del BCRA sería \$ **45.000 M** superior bajo el mismo escenario supuesto (que podría ser transferido recién en 2014). Así, **una devaluación 10% superior a la esperada implicaría mayores recursos anuales para el Gobierno Nacional por \$ 63.000 M.**

¿Podrán los mayores recursos fiscales torcer a voluntad de CFK? Como mencionamos anteriormente, mirando la coyuntura de corto plazo cuestan encontrar motivos por los cuales el Gobierno se decida a implementar una corrección cambiaria en el 2013: además del malhumor de cara

⁸ Este supuesto implicaría una depreciación anual promedio para el 2013 del 30%.

a las elecciones, está asegurado el financiamiento en Pesos (vía el margen remanente de Adelantos Transitorios y el superávit cuasifiscal del BCRA) y el año parece relativamente despejado en materia cambiaria. Con el salto de la cosecha (aun con las dificultades climáticas de los últimos meses) y el no pago del cupón del PBI, la economía dispondrá de unos US\$ 12.000 M adicionales que podrá destinar a relajar los controles a las importaciones, autorizar algunos giros de utilidades y dividendos al exterior y sostener el nivel de reservas internacionales.

Ahora bien, **pasada la liquidación de la cosecha gruesa el sector privado empezará a preguntarse cómo hará el Gobierno para enfrentar la restricción externa en 2014, sin los beneficios “de única vez” que estarán presentes este año, con mayor atraso cambiario y una elevada brecha cambiaria.** Así, el Gobierno deberá abordar nuevamente al dilema que le planteó la economía hacia finales de 2011: corregir el tipo de cambio para intentar recuperar competitividad e impulsar la actividad económica o endurecer los controles y profundizar el atraso cambiario. **Con un margen de maniobra mucho menor, difícilmente el Gobierno tome el mismo camino que en aquel momento.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.