



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

BROKERS / AQAF

Año 37 - Edición Nº 825 - 22 de Junio de 2015

Esos antipáticos mercados

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Esos antipáticos mercados¹

En los últimos meses se había armado una jugosa “bicicleta financiera” alentada por el propio gobierno para aportar calma a la transición electoral, por la cual grandes inversores podían colocar fondos en pesos a una tasa de entre el 27 y el 29 % anual en títulos públicos (BONAC) o del Banco Central (Lebacs) y cubrirse contra una devaluación a través de seguros de cambio ofrecidos por la propia autoridad monetaria a través del ROFEX, a un costo del orden de 17 % anual. Pero esos contratos cubren el riesgo de un salto en la paridad del mercado oficial de cambios, no ante una disparada del dólar billete. Por lo tanto, la “bicicleta” funciona si se prevé la unificación del mercado de cambios para 2016, tal como han planteado algunos de los candidatos de la oposición, pero no da garantías si subsisten los controles y se amplía la brecha cambiaria. Así, se da la paradoja de que este mecanismo (muy costoso para el estado en caso de una devaluación) se activa cuando el mercado ve posible un triunfo de la oposición y deja de cumplir su objetivo si los operadores adjudican mayor chance electoral al oficialismo. Esto es lo que hemos visto en los últimos días, y podría repetirse en caso que subsista la incertidumbre acerca de la política económica que habrá de aplicarse a partir del 10 de diciembre.

La pérdida de interés en los seguros de cambio que sólo cubren frente a una devaluación en el mercado oficial se superpone en el tiempo con la cercanía del vencimiento del BODEN 15. Este es un título que amortiza totalmente el capital el 3 de octubre, pagando “dólares-billete” en ese momento, que puede adquirirse en pesos en el mercado local. De allí que no sea extraño que la operatoria de este bono esté adquiriendo volumen, su precio esté subiendo (en pesos) y, con ello, esté arrastrando al llamado “dólar-blue”. De sostenerse esta tenencia, habría impacto también sobre las expectativas de inflación.

Así, la estrategia oficial para lograr calma financiera está siendo víctima del propio curso de los acontecimientos políticos.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº (5225373) ISSN Nº 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2º piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

¹ Nota publicada el 21 de junio en diario La Voz del Interior

En realidad, mantener aquietado el mercado de cambios es una tarea difícil, ya que las señales del frente externo distan de ser positivas. Aunque oficialmente la Argentina conserva un superávit de comercio exterior de 421 millones de dólares para el primer cuatrimestre, la denominada "Base usuaria" del Instituto de Estadísticas (de acceso más restringido) muestra que las exportaciones serían 1.659 millones de dólares menores a las publicadas. Por ende, habría un déficit comercial de 1.238 millones de dólares en lo que va del año. Por otro lado, está la referencia brasileña: si nuestra moneda hubiera copiado la devaluación del real desde 2011 (teniendo en cuenta la diferencia de inflación) entonces la paridad oficial debería estar cerca de 14 pesos por dólar, en lugar de los 9 pesos actuales. Asimismo, las reservas del Banco Central apuntan a terminar el año en unos 27 mil millones de dólares, lo que implica divisas realmente disponibles por unos 12 mil millones. Y nada garantiza que la negociación con los "fondos buitres" vaya a ser rápida, que es lo que permitiría acceder al financiamiento externo en forma relativamente abundante.

El gobierno puede mostrar su disgusto con el comportamiento del "dólar blue", pero el problema está en la paridad del mercado oficial, que ha quedado desfasada de los costos internos. Aunque el escenario político aliente en los operadores la idea de continuidad, manejar la brecha no es tan sencillo y, su eventual ampliación, además de reavivar expectativas de inflación y de devaluación, es una mala noticia para la dinámica del comercio exterior y de las inversiones, que ya de por sí se ha deteriorado.

Teniendo en cuenta los datos de la Base Usuaría, pueden extrapolarse exportaciones para 2015 a sólo 57 mil millones de dólares, una merma de nada menos que 27 mil millones respecto de 2011. Por el lado de la inversión, ya se sabe que la brecha cambiaría atenta contra nuevos proyectos, ya que los emprendedores se resisten a cambiar sus dólares al tipo de cambio oficial. Pero no se trata sólo de eso, el problema tiene que ver con el propio diseño de la política económica, tal como hoy está planteado.

Cuando se acentuaron los controles, a fin de 2011, no había escasez de divisas, ya que las reservas se ubicaban en 46 mil millones de dólares. La función de esas medidas fue ampliar el margen de libertad de la política fiscal y monetaria, manteniendo su sesgo expansivo pero, al mismo tiempo buscando obstruir los canales de fuga: a) que el exceso de pesos no terminara canjeándose por los dólares del Central, ya que eso haría subir la tasa de interés, contrarrestando el estímulo inicial; b) que el exceso de demanda no derivara en exclusivo aumento de las importaciones, sino en un mix que incluyera bienes y servicios domésticos.

Cuatro años después, los controles cumplen otra función, la de postergar los ajustes, pero sin que esta situación pueda prolongarse demasiado.

El corolario es que, desde 2011, el consumo aumentó, pero como la inversión se contrajo (12,5 % a precios constantes) y las exportaciones cayeron más que las importaciones, el resultado fue que el PIB se mantuvo estancado a lo largo del período y los precios relativos se movieron en la dirección contraria al incentivo de inversiones y exportaciones. Más recientemente, el deterioro de los indicadores de empleo puede comenzar a afectar la propia dinámica del consumo. Para volver a crecer, quienes deberían tirar del carro son la inversión y las exportaciones, ya que el gasto público está en el límite y promover el consumo por mecanismos no genuinos impulsa más la inflación que el nivel de actividad.

Las inversiones, para reactivarse, necesitan que exista rentabilidad. Actualmente, tanto en la industria como en el campo los indicadores de resultado operativo/facturación se encuentran en los mínimos de la última década, desalentando proyectos y limitando su financiamiento. Pero, a su vez, no podrá recuperarse rentabilidad sin reducir impuestos, llevando al mismo tiempo el tipo de cambio a un nivel de equilibrio y quitando las trabas al comercio exterior, lo cual también ayudaría a revivir las exportaciones.

Si los funcionarios, ante la turbulencia del mercado, buscan “matar al mensajero”, están desconociendo la vinculación que existe entre la parte financiera y la real de la economía.

En otros tiempos, esa conexión daba buenas noticias y, por lo tanto, no era objetada. Obsérvese al respecto lo que ocurrió entre fin de 2003 y fin de 2007, cuando el precio de las acciones en la bolsa se duplicó y el Merval pasó de 1000 a 2000 puntos. Esa ola tuvo su expresión en la economía real, ya que en ese período la tasa de inversión pasó de 16 % a 22 % del PIB y el empleo privado formal de 3,8 a 5,6 millones de personas.

Por cada 100 puntos que subió el Merval, la tasa de inversión se incrementó en más de medio punto porcentual en términos del PIB y se crearon 180 mil puestos de trabajo adicionales. La conexión que existe entre la valuación que tienen las empresas en un país y su predisposición a invertir y a generar empleos fue demostrada por el economista James Tobin (premio Nobel 1981) con un enfoque bien keynesiano, y se conoce como la famosa “Teoría Q”.