



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 795 – 14 de Octubre de 2014

# Hasta que las reservas aguanten!

Jorge Vasconcelos

Edición y compaginación  
Karina Lignola y Silvia Ochoa



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Hasta que las reservas aguanten!<sup>1</sup>

En setiembre, el acceso a las divisas al tipo de cambio oficial se hizo cada vez más difícil para los importadores, porque la anterior conducción del Banco Central quería evitar que las reservas perforaran el piso de 28 mil millones de dólares. Como se analizó aquí hace dos semanas, los costos de aquella decisión fueron muy elevados, por los nuevos cuellos de botella para la actividad productiva (por la falta de piezas e insumos) y el ascenso de las expectativas inflacionarias, dado que el valor de reposición de las mercaderías importadas estaba comenzando a calcularse en función del llamado “dólar blue”. Al parecer, la flamante conducción del Banco Central está dispuesta a volver a la situación previa a setiembre en cuanto al ritmo de liberación de dólares para importadores, que era estricta pero no el extremo de las últimas semanas. Con este nuevo golpe de timón, las reservas podrían retomar la tendencia declinante, a un ritmo del orden de los 200 millones de dólares semanales, con un tipo de cambio oficial que, temporalmente, se rezagaría aún más frente a la inflación, afectando la competitividad exportadora. En este escenario, las industrias más dependientes de insumos importados y con saldo negativo de comercio exterior (automotriz, electrónica) podrían enfrentar dificultades crecientes.

---

<sup>1</sup> Nota publicada en el diario La Voz del Interior del día 12 de octubre de 2014

La ampliación de la brecha cambiaria fue el signo distintivo de setiembre, ya que la diferencia entre el llamado “dólar blue” y el tipo de cambio oficial pasó de 68 a 89 % entre la primer y la tercer semana. En lo que va de octubre, esa distancia se achicó pero, como los mercados están “bajo observación” de los funcionarios, no hay todavía consenso acerca de cuan genuino es ese movimiento. Aún con estas dudas, hubo dos decisiones que apuntaron a frenar la escalada del “blue”: por un lado, desde el Banco Central se impuso una suba de la tasa de interés por plazos fijos, del orden de los 5 puntos porcentuales, medida que será “financiada” a costa de los balances de las entidades financieras; por otro, se comenzaron a dar señales de mayor fluidez en el abastecimiento de dólares al tipo de cambio oficial para importadores. Esta última medida conlleva un giro respecto de la instrucción de un par de semanas atrás de recurrir al “contado con liquidación” para cancelar operaciones de comercio exterior.

Así, la brecha cambiario osciló en torno a 74 % en los últimos días, todavía bastante por encima del 60 % registrado en agosto. Estas magnitudes constituyen un factor adicional de deterioro de las reservas del Banco Central, porque los capitales dejan de ingresar al país a través del tipo de cambio oficial, las exportaciones se demoran y las importaciones se aceleran (cuando pueden superar los filtros oficiales). Las autoridades parecen conscientes de estos efectos y están tratando de achicarla, incluso apelando a la venta de títulos dolarizados de la Anses. Esta ha sido también una razón para mantener la ventanilla abierta del mecanismo de “dólar ahorro”, porque los billetes adquiridos de ese modo terminan alimentando la oferta de divisas en el “blue”.

Pese a estos esfuerzos oficiales, no será sencillo lograr una reducción significativa de la brecha cambiaria:

- El llamado “dólar blue” compara con una paridad oficial (cerca a 8,50 pesos por dólar) que no puede considerarse de equilibrio. Contra el “dólar cuarto de libra” la brecha es mucho menor, del 32 %.
- En los últimos dos meses el dólar se ha fortalecido en el mundo y se han recortado las proyecciones de crecimiento de China, fenómenos que han

empujado hacia abajo los precios de las commodities y depreciado las monedas de los países de la región, con la excepción del peso argentino.

- Considerando los factores internos, el déficit fiscal se está ampliando (con gastos que crecen a un ritmo 10 puntos superior al de los ingresos genuinos) y la emisión monetaria de este cuarto trimestre podría superar los 100 mil millones de pesos. Es cierto que el Banco Central está rescatando parte de los excesos de liquidez a través de la colocación de Lebacs. Pero el stock de estos pasivos del Central ha crecido a tal ritmo que, hacia fin de este año, habrá que emitir cerca de 5 mil millones de pesos por mes sólo en concepto de intereses. O sea, las presiones inflacionarias y cambiarias no están cediendo, precisamente.

Frente a ese conjunto de factores, las reservas del Banco Central lucen limitadas. En términos del PIB, representan el 4,9 %, cuando en Brasil significan el 17,1 % del PIB y en México el 15,1 %.

En la medida en que el déficit fiscal no sea contenido y el único instrumento de financiamiento del Tesoro sea la emisión monetaria, se planteará una pulseada cada vez más tensa por las divisas remanentes entre el sector público y el privado. Sin que esto sea sorprendente, la variable de ajuste viene siendo el nivel de actividad, ya que éste guarda una estrecha relación con la capacidad del país de financiar importaciones. Y con las exportaciones solas ya no alcanza.

Veamos que ocurrió el año pasado. Restando el monto que insumen las compras energéticas, las importaciones del país fueron de 62,3 mil millones de dólares, marcando una suba del orden de 6,2 % respecto de 2012, lo que permitió que el PIB aumentara en 2013 un 3 %, aproximadamente. Claro que para lograr ese objetivo hubo que sacrificar reservas por más de 10 mil millones de dólares (influyó también la atención de vencimientos de deuda), ya que el aumento de las exportaciones fue de sólo 1,5 mil millones de dólares.

Este año, las exportaciones están cayendo unos 5 mil millones de dólares y el bajo nivel de las reservas ya no le permite al país darse el “lujo” de 2013. Por ende, las importaciones no energéticas se están achicando un 7% interanual, cifra consistente con una contracción del PIB superior a 2 % interanual.

¿Qué puede esperarse para 2015? Los precios internacionales y el comportamiento del resto de las variables relevantes llevan a esperar una nueva caída en el monto total de exportaciones de la Argentina, de al menos 5 mil millones de dólares respecto de 2014. Por ende, sin financiamiento externo no hay espacio para una recuperación de las importaciones, lo que impediría un rebote del nivel de actividad. De no poder oxigenarse las reservas del Central, las importaciones no energéticas podrían caer entre 8 y 9 % respecto del magro nivel de este año, lo que sería consistente con una contracción del PIB a un ritmo incluso algo superior al de este año.

Todavía no está claro cómo hará el gobierno para evitar este escenario. Una vía, de refuerzos homeopáticos de las reservas, pasa por acuerdos puntuales con países como Rusia y China, junto con eventuales nuevas inversiones destinadas a Vaca Muerta y la licitación de nuevas bandas (4 G) para el servicio de telefonía celular. La otra opción, que requiere un marcado viraje de medidas y discurso, pasa por un arreglo con los llamados “fondos buitres”, que permitiría volver a emitir deuda en los mercados internacionales.