

Econometría

economic research and forecasts



Informe Especial
Julio 2013

“Cepo Cambiario y Reservas Internacionales: tres breves ensayos”

Por Mario Brodersohn

www.econometrica.com.ar



Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, Piso 2 C1047AAI

Buenos Aires, Argentina

www.econometrica.com.ar

T: (+54 11) 4325-9443

“Cepo Cambiario y Reservas Internacionales: tres breves ensayos”

Por Mario Brodersohn¹

Cuanto de las Reservas del BCRA llegan al 2015²

En los primeros cinco meses del 2013 la brecha entre el oficial y el paralelo no fue menor al 50% y aumentó la salida de dólares en turismo, viajes al exterior y cancelación de la deuda privada externa. Ello provocó en ese lapso una pérdida de 4.700 millones de dólares en las reservas internacionales del Banco Central. Para los siete meses restantes estimamos una caída adicional, lo que nos depara todo el año 2013 una disminución de 8.300 millones de dólares.

Esta proyección no toma en cuenta un resultado electoral desfavorable en octubre, ni un fallo de la justicia de Nueva York que nos lleve a un “*default técnico*”.

Para el 2011/14 suponemos un superávit externo acumulado de 38.000 millones y una caída en las reservas internacionales del Banco Central de 22.300 millones de dólares.

Algo anda mal en la economía para que con esa magnitud de superávit externo tengamos tamaña pérdida de reservas internacionales.

La historia económica argentina nos enseña que los gobiernos se resisten a tomar medidas para corregir desequilibrios económicos mientras el Banco Central pueda financiarlos con sus reservas internacionales. Los gobiernos terminan aceptando la decisión de abandonar el gradualismo de la sintonía fina recién cuando hayan consumido o agotado las reservas internacionales.

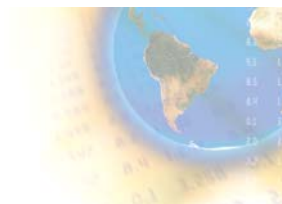
Ejemplos de esta actitud fueron el Rodrigazo en 1975, la salida de la tablita cambiaria en 1981, la hiperinflación del '89 y la convertibilidad en el 2001.

Nuestra hipótesis es que, después de las elecciones, el Gobierno no replanteará el modelo con un salto devaluatorio. Por el contrario, después de las elecciones, el Gobierno seguirá defendiendo el atraso del tipo de cambio oficial profundizando los controles cambiarios, de importaciones y, muy probablemente, aumentando el impuesto actual del 20% para los gastos en dólares con tarjetas de crédito.

¿Por qué descartamos que el Gobierno, sabiendo que aún le restan dos años de gestión, decida no enfrentar las distorsiones ya acumuladas? En primer lugar, porque cuando un gobierno ha deteriorado tanto su credibilidad interna e internacional, corregir esas distorsiones puede requerir una sobreactuación para hacerlo creíble. En segundo lugar, porque no tiene con quien compartir

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar

² http://www.clarin.com/opinion/reservas-Banco-Central-llega_0_945505497.html



los costos políticos de esas correcciones y menos aún a quien culpar por la herencia recibida. Por estas razones, cuando los gobiernos están frente a esos desafíos suelen partir del supuesto de que pueden derrotar el comportamiento del mercado aumentando los controles.

Cuando los gobiernos descubren que sus intentos no dan el resultado esperado ya es tarde. Triunfó el mercado.

Si éste es el comportamiento que esperamos para después de las elecciones, ¿hasta cuándo aguantan las reservas internacionales? Las reservas brutas del Banco Central a fines del 2012 eran de 43.300 millones de dólares y para fines del 2014 las estimamos en 25.300 millones.

Esta definición de reservas brutas incluye rubros de poca liquidez como oro, derechos especiales de giro del FMI y los encajes por los depósitos menos los préstamos bancarios en dólares, que suman 11.800 millones. Por lo tanto, las reservas internacionales netas liquidas del Banco Central, que son las que cuentan, sumaban 31.500 millones a fines del 2012. Si sumamos las caídas del 2013/14, las reservas descenderían a 17.300 millones a fines del 2014.

Un nivel muy bajo para financiar los desequilibrios y el vencimiento del Boden 2015 por 6.200 millones.

El límite al financiamiento que impone la disponibilidad de reservas se debe a que la Argentina tiene completamente cerrado el acceso al mercado financiero internacional; si no cambia el modelo estamos condenados a vivir con lo nuestro.

Por lo tanto, será el mercado el que va a terminar empujando al Gobierno a abandonar el gradualismo con el fin de enfrentar la restricción externa y las distorsiones de precios. Eso sí, cuando ello ocurra, quedará en claro que hemos desaprovechado los diez años más favorables de nuestra historia en precios internacionales y cosechas récord de cereales y oleaginosas.

Una experiencia imperdonable.

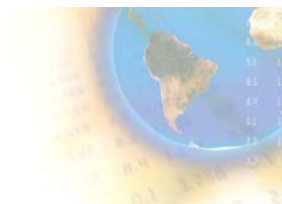
¿Después del 2015, habrá luz al final del túnel?

Afortunadamente, el gobierno que surja de las elecciones del 2015 enfrentará un escenario político y económico más favorable que el actual: • El gobierno que se va o el mercado, ya habrán iniciado el camino de corregir las distorsiones acumuladas.

- En el 2014 hay vencimientos de deuda pública externa por 2.400 millones. En el 2015, vence pocos días antes de las elecciones el Boden por 6.200 millones. La situación es más desahogada para el próximo período presidencial. Solo hay un vencimiento en el 2017 por 3.100 millones debido a que casi el 80% de la deuda externa son Bonos Par y Discount que vencen a partir del 2026. Por lo tanto, el próximo gobierno iniciara su gestión sin vencimientos de deuda en dólares.

- El nuevo gobierno intentará reconstruir la imagen internacional de la Argentina negociando temas pendientes con el Club de París, con el CIADI, así como hacer creíble el INDEC, lo cual abrirá el acceso al mercado financiero internacional.

- Una imagen internacional de la Argentina más creíble facilitará enfrentar la crisis energética con un programa ambicioso de inversiones en Vaca Muerta, que es uno de los descubrimientos de yacimientos gasíferos más atractivos del mundo.



Lo que nos espera en el 2014: Recesión con Inflación³

Las encuestas de intención de voto publicadas estos últimos días predicen que el Gobierno perderá las elecciones en la Provincia de Buenos Aires y que esa derrota sería por un margen de votos superior a los de la derrota electoral del año 2009. Las perspectivas electorales en la Ciudad de Buenos Aires y las provincias de Córdoba, Santa Fe y Mendoza podrían consolidar a nivel nacional la derrota en la Provincia de Buenos Aires.

Estos pronósticos anticipan que el gobierno kirchnerista tendrá que enfrentar, en sus últimos dos años de gestión presidencial, decisiones económicas de un elevado costo político y sin tener a quien culpar. Con este telón de fondo, el Gobierno tendrá que afrontar los siguientes desafíos económicos: El primer desafío es frenar la aceleración inflacionaria que está pasando del 25 al 30% anual. Esta inflación coexiste con un creciente atraso del tipo de cambio, elevados subsidios a los servicios públicos privatizados, brecha cambiaria, demandas salariales y el financiamiento monetario del déficit fiscal por parte del Banco Central.

El segundo desafío es replantear el agotado modelo de cepo cambiario. En los dos años en que estuvo operando esta medida (2012 y 2013) no logró impedir una caída en las reservas internacionales de 12.100 millones de dólares. Para fines del 2013 las reservas netas liquidas del Banco Central disminuirán a 26.300 millones de dólares. Este bajo nivel de reservas y el nulo acceso a los mercados financieros internacionales nos condena a vivir con lo nuestro.

El tercer desafío es reactivar la economía a fin de generar más empleo. En 2009/10 fue posible reactivar la económica con una expansión keynesiana del consumo. La realidad a fines del 2013 es totalmente opuesta a la de ese entonces: pasamos de los superávits gemelos del 2008 a un déficit fiscal del 2.5% y uno externo del 3.5% del PBI. Esta nueva realidad y la caída en las reservas internacionales le quitan margen de maniobra al gobierno nacional para intentar en el 2014 una estrategia keynesiana de expansión económica.

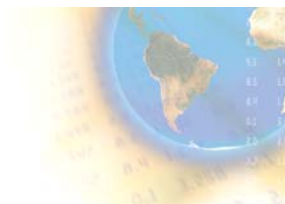
¿Cuáles son las opciones que tendrá el Gobierno para enfrentar estos desafíos económicos? ¿Cuál será su margen de maniobra político en los últimos dos años de gestión? La primera opción sostiene que como el Gobierno tiene dos años por delante le convendría enfrentar cuanto antes los desequilibrios que atentan contra la sostenibilidad del modelo.

Para los que sostienen esta opción, cuanto antes se digiera el costo político de la derrota electoral mayor será la demostración de voluntad política para enfrentar las distorsiones económicas.

Llevar adelante esta opción requiere replantear el Índice de precios del INDEC, corregir el atraso cambiario, reducir los subsidios, contener las demandas salariales y plantear una política fiscal y monetaria restrictiva.

Esta opción demanda reemplazar el gradualismo de la "sintonía fina" por un "shock" de ajuste.

³ http://www.clarin.com/opinion/recesion-inflacion_0_956304593.html



Esta estrategia no es nueva, ha formado parte del denominado "stop" monetarista del ciclo económico. Por lo general, los gobiernos solo están dispuestos a adoptar esta estrategia cuando no les queda otra alternativa porque ya han consumido sus reservas internacionales y tienen cerrado el acceso a los mercados financieros internacionales.

La segunda opción se basa en aumentar menos que la inflación variables clave como el tipo de cambio, la tasa de interés, los salarios y las tarifas de servicios públicos. Además, buscaría profundizar los controles cambiarios, de importaciones y de precios. Esta estrategia de más de lo mismo conduce a aumentar cada vez más el atraso cambiario, a ensanchar la brecha cambiaria y a una pérdida creciente de las reservas internacionales del Banco Central.

A fines del 2014 las reservas liquidas del Banco Central podrían descender a 16.000 millones de dólares, si el Gobierno termina pagando el cupón PBI por 2.200 millones de dólares.

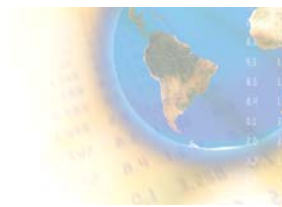
En síntesis, el Gobierno en el 2014 deberá optar entre esas opciones de la alternativa.

Por un lado, puede intentar corregir los desequilibrios económicos con un shock de ajuste monetarista. Esta opción llevaría a pagar en el corto plazo altos costos políticos asociados con el estancamiento inflacionario.

Por el otro lado, el Gobierno puede insistir con el gradualismo de la "sintonía fina". Al mismo tiempo, intentará profundizar los controles de precios, cambiarios y de importaciones con el objetivo de regular y controlar los mercados.

Pero cuando un gobierno reconoce que el mercado le está ganando la pulseada ya es tarde. Para entonces triunfó el mercado y terminamos con la misma realidad que el Gobierno inicialmente quiso evitar con la política de shock: un ajuste recesivo.

Por lo tanto, sea porque el Gobierno toma la iniciativa o porque es el mercado el que la toma, en el 2014 será muy difícil evitar un ajuste recesivo con inflación.



Fracaso del Cepo Cambiario

El cepo cambiario fue creado pocos días después de las elecciones presidenciales de octubre 2011. Su objetivo fundamental fue defender y frenar la caída de las reservas internacionales del Banco Central. Sin embargo, si juzgamos por sus resultados no fue nada eficiente para cumplir con su objetivo. En efecto, en los dos años posteriores a su creación la pérdida de reservas internacionales fue de 12.100 millones de dólares.

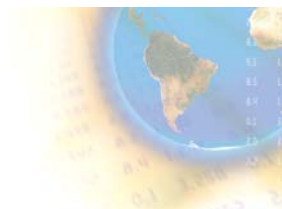
La mitad de esa caída (6.300 millones) ocurrió en los primeros seis meses del 2013. Esta pérdida de reservas se está dando en un año en el que afortunadamente nos vemos nuevamente favorecidos por un viento de cola para la Argentina. En efecto, en el 2013 la cosecha de cereales y oleaginosas será de 100 millones de toneladas. Además, el precio internacional de la soja volvió a niveles record históricos.

El 2011 fue el último año de crecimiento del PBI a tasas chinas (7%). Sin embargo, en ese año la fuga de capitales y las remesas de utilidades del sector privado al exterior sumaron 27.000 millones de dólares y se canceló deuda externa del Gobierno Nacional por 8.000 millones. Varias fueron las fuentes de financiamiento que se utilizaron para pagar ese total de gastos.

La primera fuente fue un superávit externo de 10.000 millones. La segunda fueron los 15.700 millones de préstamos externos financieros y comerciales recibidos por el sector privado. La suma de todos estos ingresos no alcanzó para cubrir el total de pagos externos. Fue necesario recurrir como último recurso a las reservas internacionales del Banco Central por 6.100 millones de dólares.

¿Cuán efectivo fue en el 2013 el cepo cambiario para evitar que sigan cayendo las reservas internacionales del Banco Central? La primera decisión del gobierno fue prohibir al Banco Central que le venda dólares al sector privado. Obviamente, esta decisión llevo a desdoblar el mercado cambiario. Entro en escena el dólar paralelo.

La brecha cambiaria entre el dólar oficial y el paralelo dio lugar a las siguientes consecuencias negativas sobre las reservas internacionales del Banco Central. La primera consecuencia negativa fue que dejaron de entrar los 15.700 millones ingresados en el 2011 por préstamos financieros y comerciales al sector privado. La brecha cambiaria estimulo mucho más a las empresas privadas a cancelar al tipo de cambio oficial su deuda con el exterior que a traerlos con ese tipo de cambio.



La segunda consecuencia de la brecha cambiaria generó una demanda de 8.000 millones de dólares para viajes y turismo cuando en el 2011 solo había sido de 1.100 millones. Por último se registraron vencimientos de deuda pública externa por 7.600 millones.

¿Cómo se financiaron esos pagos externos? El gobierno no tiene acceso a los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, no le queda otra alternativa que financiarlos con sus propios recursos, esto es, a vivir con lo nuestro. La primera fuente de financiamiento es el superávit externo comercial por 9.000 millones de dólares. La segunda fuente son las reservas internacionales del Banco Central por los restantes 9.000 millones de dólares.

En suma, en el 2011, año previo a la introducción del cepo cambiario, la pérdida de reservas internacionales del Banco Central fue de 6.100 millones. En el 2013, en plena vigencia del cepo cambiario, la pérdida de reservas internacionales es un 50% más elevada, esto es, llegará a 9.000 millones de dólares. El invento del CEDIN no contribuirá a financiar las cuentas externas.

En el 2011 sin cepo cambiario la Argentina creció un 7% y el gobierno triunfó en las elecciones con el 54% de los votos. En cambio, en el 2013, con cepo cambiario, el crecimiento no superará el 3% y las últimas encuestas señalan que el gobierno muy probablemente pierda las elecciones en octubre del 2013. Más grave aún, el cepo cambiario deja una herencia que se asimila a la de la convertibilidad: es un modelo fácil de entrar y muy difícil de salir sin provocar un serio shock recesivo e inflacionario.