
El análisis político y económico de los doctores Vicente Massot y Agustín Monteverde

Las consecuencias de no haber tenido un plan de emergencia

A esta altura de la historia es evidente que el gobierno ha decidido poner las barbas en remojo con el propósito de capear, de la mejor manera posible, la recesión por venir. La catarata de medidas que, en el curso de las últimas dos semanas, la administración kirchnerista lanzó sobre la población, puso de manifiesto hasta dónde el santacruceño y su mujer, aun sin reconocerlo explícitamente en sus discursos, son plenamente concientes del peligro en ciernes que representa para la Argentina, y también para ellos, la crisis de la economía capitalista globalizada. Ya no intentan tapar el cielo con un harnero y, mucho menos, se permiten ensayar chistes de dudoso gusto sobre los Estados Unidos.

Es cierto que no le dicen toda la verdad a la gente, pero no lo es menos que, si lo hiciesen, bien podrían generar consecuencias aún peores que las esperadas. Después de todo ningún oficialismo, en ninguna parte del mundo, quiere pecar de alarmista; y, en no pocas oportunidades, decir la verdad sin guardarse nada suele traer aparejados efectos terribles. Por eso, de momento, el matrimonio ha preferido, casi sin solución de continuidad, poner en marcha desde la moratoria de todos conocida hasta una suerte de piñata navideña, pasando por planes de compra de automóviles y de obras públicas más o menos faraónicas. Nada que ya no hayamos conocido antes, acerca de cuyos resultados difícilmente se podría hoy arriesgar un pronóstico serio.

En circunstancias distintas, cuando la suerte de un gobierno no depende de la marcha de la economía, el fracaso de esta o aquella decisión respecto del tipo de cambio, la demanda agregada,

el nivel de retenciones o lo que fuere, podría golpearlo fuerte pero nunca tumbarlo. En cambio, como ahora todo está atado a la evolución económica y, por ende, a la incidencia que la misma tenga sobre la sociedad en general en términos —básicamente— de desempleo, errar en el diagnóstico y equivocarse en las políticas públicas a desenvolver durante el 2009, podría resultarle fatal al kirchnerismo.

La intención del matrimonio K es tan clara que no necesitaría de mayores comentarios sino fuese por lo que está en juego: el paquete anticrisis —por llamarlo de alguna manera— será, de ahora en más, la principal bandera electoral del gobierno. La sucesión ininterrumpida de anuncios que por momentos causa vértigo, apunta no sólo a sobrellevar a través de una inyección al consumo un año recesivo, sino a volcar a favor del FPV (Frente para la Victoria) la intención electoral de la gente que ni remotamente registra niveles de adhesión como los que acompañaron al santacruceño en los comicios del 2005 y el 2007.

Los diez meses que faltan para que se substancien, en la última semana de octubre, las elecciones legislativas, parecen lejanos en el tiempo, pero, en realidad, están a la vuelta de la esquina.

Eso significa que las medidas vertebradas por el gobierno para adelantarse —si acaso ello fuese posible— a la brutal caída de la actividad económica en el 2009, deben dar resultados a corto plazo. De nada les serviría a los Kirchner que los efectos benéficos que esperan se desparramen a la sociedad en su conjunto, se percibiesen después de octubre.

Claro que, aún cuando hubiese un derrame virtuoso de aquí a los comicios, no está escrito en ningún lado que la gente vaya a cambiar el sentido de su voto en función de una mejora relativa de su situación económica. Algunos de los segmentos sociales que el kirchnerismo captó a partir del 2003 y retuvo hasta la elección de Cristina Fernández, para después perderlos en el curso de este año —sobre todo luego de la disputa por la resolución 125— difícilmente vuelvan a encolumnarse detrás del santacruceño. Esto no significa que, por buenas que sean las consecuencias del paquete anticrisis, igualmente habría que dar por clausurada la suerte del kirchnerismo. Desde ya, si las medidas que se han tomado en estos días obrasen efectos benéficos, las chances electorales del oficialismo se incrementarían. Eso está fuera de discusión. Sin

embargo, habría que hacerse preguntas como éstas: si volviese a subir el precio de la soja y bajasen las retenciones, ¿votaría el campo por los candidatos del FPV, como lo hizo en octubre del 2007? ¿Aún contando con la suma fija de \$ 200 y la promesa de créditos, cambiarían de actitud las clases medias urbanas de los mayores distritos electorales del país? ¿Acompañarían al FPV en el 2009 los beneficiados por la eliminación de la tablita de Machinea? Nada es lineal al respecto.

Más allá de esta o aquella decisión, lo que más parece costarle al elenco gobernante es recuperar la confianza que otrora depositaron en Néstor Kirchner franjas enteras de la sociedad argentina que hoy se consideran defraudadas. El tema de fondo, pues, no es el mismo para los sectores de menores ingresos, cuyo horizonte se agota en el nivel salarial y la estabilidad laboral que para los sectores medios y altos, que tienen expectativas más amplias y a las cuales la arbitrariedad y la prepotencia del matrimonio les eriza la piel más que cualquier otra cosa.

Es cierto que si la recesión no castigase a la sociedad argentina como uno se imagina, en virtud de la brutal caída de la actividad económica, todavía existiría el problema de la inseguridad que continúa siendo la principal preocupación del país. Con este agravante: que nadie sabe cómo ponerle el cascabel al gato y nadie lo hará en los meses que faltan para votar.

Ahora bien, una sociedad con miedo difícilmente vote al gobierno que no sabe cómo enfrentar el problema. No es casual, al respecto, que Francisco de Narváez ya haya anunciado que su campaña girará, básicamente, alrededor de la inseguridad, algo que en la Capital Federal por ahora no sucede porque ninguno de los opositores al macrismo —enrolados todos en distintas variantes garantistas— se anima a correrlo al ingeniero por derecha.

El paquete anticrisis da toda la impresión de ser una táctica más de esta huida hacia adelante a la que está avocado el kirchnerismo. Toma medidas al voleo, sin estudiarlas demasiado, porque se le agotan los tiempos y nunca pensó, seriamente, en un plan de emergencia. Lo que no hubiese sido serio de no haber cambiado la relación de fuerzas dentro del país y la situación del mundo, ahora se ha tornado acuciante. El kirchnerismo hace lo que puede, a los ponchazos. Por ahora resiste, pero no está todavía en el vórtice de la tormenta. Hasta la semana próxima.

La real situación de las reservas del BCRA

- Una respuesta oficial del BCRA a un pedido de informes confirmó nuestras sospechas.
 - Durante mayo y junio analizamos con detenimiento la contabilización del BCRA, pues nos cabían dudas sobre la verdadera situación de las reservas.
 - En Informes semanales de esos meses y en las reuniones con clientes, marcamos las cuentas sospechosas y nuestra estimación sobre la magnitud en que se estaban inflando las reservas internacionales y a través de cuáles ítems.
 - Dada la importancia crucial que tiene el nivel de las reservas para mantener la estabilidad cambiaria y la gravedad de un eventual ocultamiento de la real situación al respecto, continuamos insistiendo con el tema en Informes, conferencias y charlas con clientes y colegas.
 - Esto fue posteriormente levantado por el departamento de Research de un banco internacional, que actualizó con nuevos números aquellos ítems y lo difundió en su reporte.
 - Dos meses atrás la diputada Nora Guinzburg y Ricardo López Murphy nos pidieron colaboración, pues querían hacer una investigación oficial sobre la cuestión.
 - El pedido de informes formulado por la diputada Guinzburg duerme el sueño de los justos en el Congreso pero el BCRA —obligado por normas del derecho administrativo a responder dentro de plazos perentorios—respondió confusa y esquivamente la requisitoria, pero confirmando sí nuestras sospechas.

- Como se puede ver en la copia de la respuesta oficial del BCRA (una copia está a disposición de nuestros clientes), queda claro que —más allá del esfuerzo distractivo, refiriendo en forma sobreabundante a publicaciones que no responden a la requisitoria— las reservas brutas informadas están siendo infladas con préstamos, ventas a futuro y otras operaciones.
 - El tipo de cambio de equilibrio —como exponemos más abajo— podría ser muy superior al actual.
 - Para completar el cuadro, el BCRA evitó respondernos sobre la composición actual del Fondo de Garantía de los Depósitos (para resarcir a los ahorristas en caso de caída de una entidad), sobre el cual subsisten dudas.

- Principales pasos de la investigación.
 - En nuestro Informe de Coyuntura semanal de mayo 13, señalábamos:
 - "Con las operaciones en el mercado de futuros el Central busca esconder la caída de reservas. Con el mismo fin la autoridad monetaria toma un **crédito** de US\$ 500 MM **del Banco de Basilea.**"

- En nuestro Informe de Coyuntura de junio 3, volvimos sobre el tema con nuevo material:
 - “El Banco Central estuvo haciendo **pases pasivos contra el Banco Internacional de Pagos de Basilea y con entidades** financieras en Nueva York. A través de esos pases les ingresan dólares a las reservas y entrega títulos públicos en garantía. Es un préstamo de reservas que toma el BCRA. Los pases tomados rondarían U\$ 1200 MM, considerando lo que figura en el balance del BCRA como pasivo con organismos internacionales.
 - “Y operó en pases activos con entidades locales; no queda claro cómo quedan contabilizadas estas salidas de reservas.”
 - “La autoridad monetaria está subsidiando la persistente salida de capitales. La pérdida de reservas supera a lo informado por el BCRA pues deben agregarse las **ventas a futuro** y lo vendido vía operaciones de pase.”
- Esto fue retomado por el Deutsche Bank en su informe sobre mercados emergentes del 1º de octubre:
 - “Nuestra estimación de la deuda contraída (por el BCRA) con el BIS (Banco Internacional de Basilea) es de USD 3000 millones.”
 - “La creciente posición en contratos de venta a futuro de dólares, que estimamos en el rango de USD 12000 millones, en un intento por contener la demanda de dólares sin mostrar la pérdida de reservas.”
- Transcribimos los puntos salientes de la respuesta del BCRA de noviembre 28 (referencia n° 420/08/2008) a la requisitoria de la diputada Guinzburg:
 - "...cabe señalar que *el BIS pide mantener cierto nivel de reserva* en la operatoria de cada Banco Central con esa Institución. Debido a ello y respecto a vuestra requisitoria sobre la exposición con el BIS al 30/09, puede señalarse que la misma *era substancialmente inferior* al monto por Ud. señalado."
 - "Respecto a la **operatoria de contratos a futuro**, está compuesta por operaciones de compra y venta de contratos que son liquidadas en pesos, por lo que *no afectan el nivel de Reservas*. Estas operaciones son registradas en cuentas de orden ... Información sobre el monto nominal de los contratos está incluida en las notas 4.9 y 4.18 del **Balance Anual**."
 - "Con relación a la información solicitada sobre el **Fondo de Garantía de los Depósitos** S. A. se aclara que se trata de una sociedad anónima integrada por los aportes de los bancos, *independiente de esta Institución*. Por tal motivo, cualquier solicitud de información debería *dirigirla a dicho ente*." (Negritas e itálicas nuestras.)
- La respuesta del BCRA respecto a la operatoria con el BIS (Banco de Basilea: Bank of International Settlements) es inaudita.
 - Coloca en el prestamista la necesidad de confidencialidad.

- Esa supuesta e insólita condición, el BCRA no la respalda con la transcripción de las cláusulas contractuales concretas al respecto.
 - Pero acto seguido, quiebra el secreto e informa que es "*substancialmente inferior* al monto por Ud. señalado" (¡!!).
- En cuanto a las ventas a futuro, consideramos que si quien responde conoce acabadamente la mecánica financiera, la contestación sólo pretende llevar a engaño (y elude contestar al referir al balance anual cuando lo que se le pidió es la información a fin de septiembre).
- Estas operaciones el Central suele hacerlas para enfriar el dólar. Si la cotización sube — como está ocurriendo— más de lo pactado, el Central deberá poner la diferencia, con la consiguiente emisión de pesos.
 - Con esos pesos las contrapartes del BCRA saldrán a comprar los dólares en el mercado, lo que termina impactando finalmente en las reservas.
 - Otra posibilidad es que continúen confiando en el Central y renueven con nuevas operaciones de futuro hasta que —ante la bola de nieve creciente que significarán para el BCRA estas obligaciones— opten por cerrar riesgos y hacerse de las divisas.
 - Dado que el tipo de cambio de equilibrio es la relación entre la base monetaria y las reservas, el impacto monetario es el mismo, sea que se pierdan reservas o que se expanda la base monetaria.
- Con su respuesta, por último, el Central se desentiende de la garantía de los depósitos, lo que es inadmisibles por su condición de autoridad monetaria.

El BCRA coloca al presidente de la sociedad de garantía de los depósitos (además de sugerir el nombramiento y remoción de los directores que corresponden a los bancos privados y extranjeros; meses atrás hizo remover a uno de ellos).

- Análisis del impacto en el tipo de cambio de equilibrio.
- A las reservas brutas corresponde, antetodo, restarles los pasivos financieros del BCRA (LEBAC; NOBAC y operaciones pasivas de pases en pesos).
 - De acuerdo las circunstancias temporales, favorables o desfavorables, en que se encuentra una economía, diferentes activos pasan a ser considerados como medios de pago por parte del público.
 - Es así que en tiempos de desconfianza e incertidumbre los pasivos financieros del BCRA (letras, notas y pases) deben computarse dentro de la base monetaria o, lo que es lo mismo, detraerse de las reservas (fondean casi el 40 % de las mismas).
 - De hecho, estos instrumentos actuaron como medios líquidos cuando se sintieron los primeros remezones de la crisis, en el Segundo semestre del año pasado.
 - Y a ello hay que restarle también las reservas recibidas del BIS y las ventas a futuro. (A nuestro juicio, podría haber otros ítems oscuros para deducir pero sobre éstos hay seguridad, según lo que se desprende de la respuesta del BCRA).

- Las reservas a noviembre 28 (datos oficiales BCRA) sumaban U\$ 46072 millones y la base monetaria (datos oficiales BCRA) era de \$ 101529 millones.
 - Los pasivos financieros sumaban \$ 51615 millones (datos oficiales BCRA al 4 de diciembre) , compuestos por \$ 13696 millones de LEBAC, \$ 29175 millones de NOBAC y \$ 8744 millones. Expresado en dólares (según valuación TC del BCRA), estos pasivos suman U\$ 15320 millones.
 - Respecto a las operaciones con el BIS, para el cálculo supondremos sólo U\$ 2000 millones (el BCRA responde que era "sustancialmente inferior" a U\$ 3000 millones al 30/09).
 - Y de operaciones de venta a futuro, tomaremos tan sólo U\$ 9000 millones (el Deutsche las estimaba en más de U\$ 12000 millones dos meses y medio atrás, y continuaron creciendo).
 - De esta forma, las reservas netas serían U\$ 19752 millones (46072-15320-2000-9000).
 - Dividiendo la base monetaria (\$ 101529 millones) por las reservas netas (U\$ 19752 millones), el tipo de cambio de equilibrio da \$ 5,14.
- A esas reservas aún correspondería descontarle U\$ 4968 millones de depósitos de las entidades en el BCRA (datos BCRA al 28 de noviembre).
- El respaldo de la base monetaria es, entonces, muy pobre.
 - A esto añádase que el gobierno modificó la ley orgánica del BCRA (a través de la ley de Presupuesto) para poder echar mano de las reservas para cancelar obligaciones con el exterior.
 - Es entendible, entonces, la suba del dólar pese a la Gestapo morenista y las altas tasas.