

El rumbo de la política económica

Las rígidas restricciones a la importación y a las operaciones con moneda extranjera lograron el efecto inmediato de descomprimir la presión sobre el tipo de cambio pero a un costo muy elevado.

Durante los próximos años, la estrategia oficial apuntará a sostener la actividad estatal y sus políticas de estímulo al consumo, recurriendo cada vez más al impuesto inflacionario.

El uso de reservas enfrentará un límite impuesto por el mercado: la señal será un brusco despegue de la cotización del dólar en el mercado informal con respecto al tipo de cambio oficial.

¹De acuerdo a los datos del INDEC, las importaciones de enero 2012 registraron US\$ 5.358 millones. Comparando con el promedio de importaciones mensuales del segundo semestre del 2011, representa una caída del 13% en el primer mes de vigencia del nuevo marco normativo para compras al exterior.

²Según datos del Banco Central, en el mes de noviembre, las reservas alcanzaron su mínimo nivel de US\$ 46.062 millones. A partir de allí se observa una lenta recuperación hasta los US\$ 46.668 millones en enero.

³Los rendimientos de plazos fijos a 30 días hasta diciembre rondaron el 15% anual, en febrero se ubicaban en el 12,4%. Este nivel aun se ubicaba por encima de los niveles del primer semestre del 2011, inferiores al 10% anual

⁴El índice EMI (Estimador Mensual Industrial) elaborado por INDEC, sin contemplar efectos estacionales (normal desaceleración de la actividad industrial entre diciembre y enero) exhibió una caída del 1,5%. A nivel de sectores y comparando el índice con respecto al mismo mes del año anterior, las mayores bajas durante enero correspondieron a la industria textil (-10%), automotriz (-9.6%) y refinación de petróleo (-4.6%).

El 10 de diciembre pasado, el gobierno inició un nuevo mandato con la necesidad urgente de enfrentar graves desequilibrios que amenazaban la estabilidad de la economía. Por un lado, la disminución de reservas del Banco Central generada por la fuga de capitales y la progresiva disminución del saldo comercial y por otro, la creciente dependencia de ANSES y el Banco Central para cubrir un déficit fiscal con una proyección ascendente, imponían la necesidad de implementar cambios urgentes. Con la desaceleración de la economía en Brasil y el precio internacional de los productos primarios con tendencia a la baja, el contexto externo no contribuía a mejorar las perspectivas. En el plano interno, se advertía un freno de la actividad industrial, anticipando la desaceleración de la actividad económica general en tanto que la inflación no daba señales de retroceso. Al mantenerse las expectativas de inflación, se sumaba incertidumbre a las nuevas rondas de negociación de ajustes salariales a iniciarse en marzo y presión sobre el cada vez más cuestionado tipo de cambio real.

En este contexto, se anunciaron importantes medidas. En líneas generales, la respuesta del gobierno consistió en la profundización de controles, el anuncio de eliminación de subsidios a la oferta de energía y transporte, la intervención del mercado cambiario, el cierre de la economía a través del freno a importaciones, una injerencia creciente del estado en el sector energético y la reforma de la carta orgánica del Banco Central para eliminar restricciones al uso de reservas y al financiamiento del gasto público con emisión monetaria.

Los primeros resultados mostraron una caída abrupta de las importaciones¹ y una interrupción forzada de la demanda privada de divisas acompañada de la recomposición de reservas del Banco Central². La brecha entre el dólar en el mercado informal y la cotización oficial se estabilizó en tanto que los depósitos en pesos mostraron una recuperación seguida de una tendencia a la baja en las tasas de interés³.

Como se puede apreciar, las rígidas restricciones a la importación y a las operaciones con moneda extranjera lograron el efecto inmediato de descomprimir la presión sobre el tipo de cambio, pero a un costo muy elevado. Sus consecuencias comienzan a reflejarse en la desaceleración de la actividad industrial⁴. La mayor parte de las cadenas productivas del país no pueden sostener el ritmo de producción por la interrupción en el ritmo de abastecimiento de productos importados. En estos primeros meses, algunas empresas han podido paliar el déficit de abastecimiento recurriendo a stocks

de seguridad, pero esta opción tiene un alcance limitado. Las limitaciones de la oferta local de insumos para numerosas industrias y la falta de competencia se traducen en disminuciones de los niveles de calidad y aumento de los precios.

Las dificultades para operar con divisas han impactado sobre el nivel de transacciones del mercado inmobiliario, situación reflejada en la disminución en el número de operaciones escrituradas en Buenos Aires.

El elevado nivel de incertidumbre generado por los estrictos controles a las operaciones con divisas y compras en el exterior, sumados a los cambios bruscos de reglas acrecienta el riesgo de paralizar la inversión en capital de producción. Con menos inversión e importaciones, se acentuarán los problemas de oferta lo que añadiría más presión sobre los precios.

Las trabas a las importaciones son cuestionadas por los principales socios comerciales y abren el riesgo de posibles represalias que podrían afectar el ritmo de crecimiento de las exportaciones.

Las perspectivas para nuevas inversiones privadas también se ven comprometidas por el conflicto del gobierno con la empresa YPF, principal operador privado del sector energético, y de comunidades del interior con empresas mineras. Cabe tener en cuenta que tanto el sector minero como el energético, se caracterizan por estar conformados por pocas empresas de gran tamaño que explican un porcentaje importante de la inversión privada del país y, por lo tanto, un agravamiento de estos conflictos podría verse reflejado en forma directa por un freno o cancelación de inversiones de gran monto.

En el caso del sector energético, el problema se ha tornado más grave por las amenazas de rescindir concesiones de áreas por parte de gobernadores de provincias productoras de gas y petróleo. El gobierno reclama por la falta de inversiones en tanto que las empresas hacen énfasis en el congelamiento de tarifas y la falta de incentivos para invertir. La posibilidad de forzar cambios en el marco institucional con una mayor participación del estado, paraliza la actividad y por lo tanto, plantea el riesgo de enfrentar mayores limitaciones o restricciones en la oferta interna de energía del próximo invierno. En otros términos, si estos conflictos conducen a una contracción de la producción interna, entonces se acentúa la dependencia del abastecimiento externo de combustibles y energía, generando un efecto totalmente opuesto al que el gobierno busca para contener la demanda de divisas por importaciones y recomponer el saldo comercial.

El recorte de subsidios a la tarifas de energía y transporte no ha ido mucha más allá de los anuncios y el efecto sobre las expectativas tanto sobre familias como empresas que esperan una suba sustancial del costo de los servicios. Hasta mediados de marzo no hubo señales claras del gobierno sobre la forma de implementación de la medida y la magnitud del ahorro fiscal que podría generar. Si se avanza con el recorte de subsidios, más allá del esperable salto inicial de los precios impulsados por el mayor costo de los servicios, los precios se deberían desacelerar ante la caída de la demanda privada y un menor ritmo de crecimiento de la base monetaria, debido a los menores requerimientos de financiamiento del gobierno al Banco Central. Por otra parte, si se optara por no avanzar o hacerlo en forma muy gradual, no se resentiría la capacidad de gasto de la población en momentos en que se debilita el ritmo de consumo, principal sostén de la demanda agregada. No obstante, aumentaría el déficit fiscal y se acentuaría la dependencia del financiamiento a través del Banco Central lo que se traduce en expectativas de inflación creciente.

La reforma de la Carta Orgánica del Banco Central representa la medida más controvertida. En los últimos años se advierte un rol cada vez más importante del Banco Central como proveedor de recursos para financiar los gastos del estado. Primero, fue la transferencia de utilidades del Banco Central. Posteriormente se le agregó la transferencia de reservas de libre disponibilidad (dólares en exceso de los requeridos para cubrir la base monetaria al tipo de cambio vigente) con el propósito de cubrir los servicios de deuda pública en moneda extranjera. Con la reforma, se liberan dos restricciones que limitaban nuevos aumentos del financiamiento al gobierno. El primero consiste en la eliminación del concepto de reserva de libre disponibilidad. Se podrá transferir reservas hasta un nivel que determinará el propio Banco Central a partir de criterios no informados. El segundo cambio es el aumento del porcentaje de recaudación para establecer el monto máximo de crédito al gobierno (emisión monetaria). La medida autoriza al Banco Central a duplicar el monto máximo de adelantos transitorios.

La reforma pone a disposición del gobierno un monto extraordinario de recursos vía emisión de moneda para financiar sus gastos, en momentos en que el ritmo de crecimiento de la recaudación comienza a debilitarse y la contención del crecimiento del gasto se torna una tarea con altos costos políticos. Para los próximos años, la estrategia oficial apuntaría a sostener la actividad estatal y sus políticas de estímulo al consumo recurriendo cada vez más al impuesto inflacionario. Por tratarse de un impuesto no coparticipable, sólo indirectamente a través del efecto de los precios en la recaudación nominal, la perspectiva no es alentadora para los gobiernos provinciales que verán una mayor dependencia de la asistencia financiera del gobierno central. También se visualizan riesgos para la población de menores ingresos, quien menos posibilidades tiene de contrarrestar la pérdida de poder adquisitivo generada por el aumento de la emisión monetaria y su impacto sobre los precios.

Una vez más, la política monetaria dependerá de las necesidades de financiamiento del gobierno. Los límites para la expansión de base monetaria que antes establecía la Carta Orgánica del Banco Central, a partir de la reforma pasarán a depender de la demanda de dinero, esto es, la cantidad de pesos que las personas deseen mantener. Los excesos se eliminarán a través de un mayor gasto, sustituyendo dinero por bienes, y reflejándose en una inflación creciente. De modo similar, el uso de reservas enfrentará un límite impuesto por el mercado. Los inversores señalarán al Banco Central el momento en que las reservas se acerquen a su nivel crítico, la señal será un brusco despegue de la cotización del dólar en el mercado informal con respecto al tipo de cambio oficial.

Como se puede advertir, la creciente participación del gasto estatal sobre el PBI comienza a explorar sus últimos límites. Las tensiones que genera la necesidad de financiar un gasto público que crece a tasas muy superiores a la del producto bruto, en parte son contrarrestadas por los efectos de la mejora observada en el contexto internacional en lo que va del año. El repunte de la economía mundial permite al gobierno aumentar su recaudación como la disponibilidad de divisas por exportaciones. El impacto de la sequía sobre la producción de granos sería compensado por el fuerte aumento del precio de la soja. La mejora del precio internacional de productos primarios refleja el cambio de expectativas y las mejores perspectivas de la economía mundial. En Estados Unidos, se suman indicadores que confirman una gradual recuperación en tanto que Europa comienza a vislumbrar una salida para la crisis financiera con los positivos resultados del canje de deuda de Grecia. En Brasil, se confirma una fuerte desaceleración del ritmo de crecimiento pero con mejores perspectivas a mediano plazo, como consecuencia del cambio de perspectivas en la economía global. ■