

SUPLEMENTO

125

RePro
REALIDAD PROFESIONAL

INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

La economía argentina
en el mediano plazo



Ciencias Económicas

CONSEJO | BUENOS AIRES



La economía argentina en el mediano plazo

En la actualidad predominan los análisis económicos con horizonte sólo de corto plazo. Allí se evalúan los movimientos de variables como producción, tipo de cambio, tasa de interés, moneda y similares. Tras estos estudios sólo subyace la pretensión de anticipar si el factor económico generará o no perturbaciones previas al proceso electoral del año 2011.

Y de acuerdo a la ubicación política del analista se adjudicarán los aspectos positivos, o bien al “viento de cola” o bien a la política económica del gobierno nacional.

Pero estos estudios detentan serias restricciones: un horizonte limitado, un análisis aislado de las variables y con hipótesis unilaterales, no sometidas, ni a un análisis de alternativas, ni a prueba empírica alguna.

Un ejemplo resulta de adjudicar los niveles de crecimiento actual al “viento de cola”. Esta expresión alude a las condiciones mundiales –en particular el precio de los commodities–. Por su parte, los funcionarios, rechazan esta caracterización y adjudican al “modelo” y a la política económica instrumentada, el origen de los altos niveles de crecimiento.

Este debate se inició en el periodo 2007–08, pero la crisis internacional, que golpeó Argentina en el año 2009, (aunque en proporción menor a lo esperado) abrió un paréntesis en esta controversia. La recuperación operada en el 2010 vuelve a replantear los términos de la polémica sobre la fuente de los altos niveles de crecimiento.

Una respuesta empírica a este interrogante debería establecer en que porcentaje incide uno y otro. Sin embargo, la profunda interrelación entre las variables económicas hace imposible separar y mensurar la proporción del impacto de cada factor.

Si acudimos a la teoría económica nos diría que altos niveles de crecimiento sólo son posibles con una correcta correspondencia entre las tendencias de la coyuntura mundial y la política económica instrumentada en distintos horizontes de tiempo.

Aplicando estos conceptos, nos encontramos ante una falsa disputa. Aspectos positivos en el corto plazo pueden transformarse en negativos en otros horizontes, y a la inversa.

Y justamente, ambos criterios contienen ese sesgo: el horizonte seleccionado. Cuando se analizan variaciones del PBI, de producción sectorial, de indicadores financieros, y similares, estamos en el campo del corto plazo. Y si a esos trabajos los interrogamos sobre el mediano y largo plazo nos encontraremos con un profundo silencio.

Resulta lógico que los funcionarios realicen análisis de corto plazo, sobre todo frente a un año 2011 de alta politización. Lo extraño radica en que en los análisis de sectores de opinión, de intereses y partidos políticos que critican la política económica gubernamental, tampoco aparezcan horizontes más lejanos.

Están suponiendo que, en el mediano plazo (2 a 5 años), que cubre el próximo periodo constitucional, las condiciones macroeconómicas serán similares a las actuales. La “bonanza” y el “viento de cola” seguirían acompañando. La problemática económica pasa a un segundo orden de prioridades, y el “campo de batalla” son las problemáticas de seguridad, políticas sociales, etc.

Incluso los analistas independientes más destacados sólo resaltan las cifras de producción actual. Sin embargo, son conscientes de que trabajan sólo en el corto

plazo. Su pronóstico se extiende, como máximo, hasta el proceso electoral del 2011. La justificación: frente a un panorama político altamente volátil, resulta difícil predecir la política económica de la próxima administración.

Sin embargo, esa política económica tendrá que ocuparse, y de manera inevitable, de los efectos que tendrán los actuales procesos en curso de maduración, y donde, eventual cambio político, no podrá modificarlos por sí mismo.

Una metodología alternativa

Es por eso que intentaremos rastrear el mediano plazo. La próxima administración de gobierno, cualquiera resulte, tendrá que lidiar con los costos/beneficios de lo que actualmente está en gestación.

Para intentar un análisis alternativo, debemos incorporar, no variables aisladas, sino integradas a un esquema global. Para eso escogemos el análisis basado en los balances macroeconómicos: monetario, fiscal y externo y sus interrelaciones.

Esta metodología no debe confundirse con los criterios de la economía neoclásica. Allí impera el concepto de “equilibrio” como prerequisite del funcionamiento macroeconómico.

Utilizar el concepto de “equilibrio” en los balances macroeconómicos resulta, cuando menos, confuso. En un balance, el “equilibrio” es una cuestión formal derivada de igualdades previamente definidas. Un balance siempre está, por definición previa, en “equilibrio”. En términos económicos se trata de un equilibrio “ex-ante”.

En nuestro análisis lo importante de los balances resulta de su interrelaciones y del análisis de las cuentas a través de las cuales se realizan las compensaciones que luego terminan por equilibrar ex – post las ecuaciones.

Un ejemplo concreto lo encontramos en los ‘90. Los funcionarios decían: la “macro está bien”, porque los balances externo y fiscal estaban en “equilibrio”. El problema radica en que un balance está construido sobre una definición de igualdades y por ende resulta inevitable el “equilibrio”. El problema real radicaba en como se lograba ese equilibrio. Con que cuenta “cerraba” cada balance. Y allí aparecía el ingreso de ingentes volúmenes de capital bajo la forma de préstamos y capitales especulativos. Y el endeudamiento que generaba tenía un tope inevitable.

Un elemental análisis nos decía que cuando se modificara la coyuntura mundial (altamente volátil), o bien provocaría una reversión en el flujo de capitales, o bien el stock de deuda llegaría a un punto de saturación. Y sucedieron ambos fenómenos de manera simultánea ya que están íntimamente enlazados.

Una crítica posible a nuestra propuesta radica en que en ese plano encontraremos sólo el flujo financiero. Quedaría ausente el flujo real de la economía. Es cierto, pero la experiencia de Argentina nos dice que las crisis más importantes de su historia económica no surgieron de manera aislada en la corriente real sino de crisis originadas en la distorsión de los balances macroeconómicos (endeudamiento, déficit fiscal, déficit en cuenta corriente, stock de divisas, flujos monetarios, etc.) que se transferían al flujo real en términos de una cuasi-paralización de la actividad.



Por otra parte, se trata de un análisis del flujo financiero pero en sentido amplio. No se trata sólo del flujo monetario sino de sus interrelaciones con los flujos externo y fiscal, a su vez, íntimamente ligados al flujo real de la economía.

Este flujo financiero, en sentido amplio, proporciona la base de sustentación para que el flujo real se deslice de manera adecuada: crédito, liquidez, divisas, financiamiento del gasto público, etc. En la experiencia histórica de Argentina, cuando aparecen incompatibilidades en este flujo financiero, frena de inmediato todo el circuito real de manera independiente a las condiciones de los mercados.

Incluso el modelo económico vigente que el gobierno denomina de “superávit gemelos” (superávit simultáneo en el balance fiscal y en la cuenta corriente del balance de pagos) lleva implícito el análisis que proponemos. Lo que no puede hacerse es, por un lado, reivindicar el modelo y por el otro, utilizar como indicador de su buen funcionamiento la producción de automotores.

El modelo. Sus posibilidades y limitaciones

El nacimiento del modelo

En abril de 2002 arriaban los pronósticos tremendistas y el Ministerio de Economía quedó bajo la conducción del Dr. Lavagna. ¿Qué medidas tomó? Ninguna.

El Ministro evaluó que el gigantesco cambio de precios relativos, provocado por la peculiar forma que adoptó la explosión del modelo anterior, generaría nuevas formas de compensación entre los balances macroeconómicos y produciría efectos de crecimiento en la economía. El nuevo modelo no tuvo un diseño consciente. Fue una resultante de la explosión del modelo anterior.

Y el impacto del nuevo modelo sobre el crecimiento fue enorme. El nuevo nivel del tipo de cambio accionó simultáneamente, impulsando exportaciones y protegiendo el mercado interno para las empresas locales.

Aunque en términos arancelarios el nivel de apertura siguió siendo similar al prevaleciente durante la convertibilidad, el nuevo nivel del tipo de cambio tuvo un efecto proteccionista rotundo e hizo posible que la producción local fuese competitiva en el mercado interno respecto a los bienes importados.

Por qué el modelo pudo funcionar

El modelo se basa en el nivel del tipo de cambio y los efectos que esto genera sobre los balances macroeconómicos, en particular el superávit en la cuenta corriente del balance de pagos y el superávit fiscal.

En el primer caso, una alta relación peso/dólar en términos históricos, permite generar más divisas vía exportaciones y reducir, en términos relativos, las necesidades para el pago de importaciones de bienes y servicios. A esto se agregó la reducción de pagos al exterior. Primero por el default y luego por la reestructuración de la deuda.

El nuevo nivel del tipo de cambio repercute también sobre el balance fiscal. Al hacer posible un alto nivel de crecimiento de la economía, impulsa la recaudación y suma las retenciones, posibilitadas por la propia devaluación, a fin de compensar su impacto interno. Por el lado del gasto, un crecimiento menor a la inflación de rubros tales como sueldos y erogaciones equivalentes (jubilaciones, subsidios sociales y similares).

Entre los años 2003 y 2006, el modelo funcionó de manera correcta y marcó un sendero por donde el circuito real pudo deslizarse de manera adecuada con fuertes

niveles de crecimiento, debido a que:

- Mantuvo el diferencial en el tipo de cambio por una relativa baja inflación en términos de la historia inflacionaria argentina. El promedio del IPC (y sin índices puestos en duda) fue en ese periodo del 6,3 %
- Generó un alto superávit fiscal (revirtiendo resultados de la década anterior) que sólo fue utilizado parcialmente para el pago de las amortizaciones debido a que el mercado internacional refinanció parcialmente los vencimientos
- Generó un alto superávit en cuenta corriente del balance de pagos
- El balance monetario fue compatible con el resto de condiciones y no provocó tensiones inflacionarias.

Este último punto merece un análisis más detallado. En el caso de Argentina, el alto saldo neto de divisas que el modelo genera exige la intervención del BCRA para evitar que caiga el tipo de cambio. No puede, ni permitir la apreciación del peso por su impacto negativo en el crecimiento, ni puede mantener las divisas excedentes fuera del circuito monetario.

Brasil, con más “espaldas” en materia de competitividad, frente al cambio de condiciones internacionales, permitió la apreciación del real. Chile, con una empresa estatal en el principal producto de exportación pudo mantener parte de las divisas sin ingresar al circuito financiero interno y evitar que ese excedente provoque distorsiones.

La necesidad de intervención del BCRA en el mercado de divisas implica un aumento de reservas por el lado del activo y un incremento correlativo de la Base Monetaria (por emisión de circulante) en el pasivo.

Cuando ésta se incrementa más allá de las necesidades operativas, existe el riesgo de crear tensiones en el circuito financiero. A fin de evitarlo existen dos alternativas

- Que el sector privado absorba la moneda redundante en niveles por encima del crecimiento y la inflación y asumiendo los agentes económicos el costo del “impuesto inflacionario” por ser bajo.
- Que el BCRA esterilice moneda a su costo mediante operaciones de mercado abierto.

El grueso de la absorción en ese periodo se produjo bajo las condiciones de la primer alternativa y la demanda por liquidez (M1/PBI) se duplicó en valores reales. Esto fue complementado por factores coyunturales que acompañaron dicho efecto, reforzando la capacidad de absorción monetaria:

- El sector bancario en ese periodo procedió al repago de los anticipos del BCRA al sistema bancario derivados de la crisis en el 2002.
- Parte del superávit fiscal, no utilizado para el pago de la deuda, fue inmovilizado en depósitos bancarios. Los depósitos del sector público pasaron de \$ 8,4 miles de millones en Diciembre de 2002, a \$ 45,4 miles de millones en Diciembre de 2006.

De esta manera, las maniobras de esterilización a través de la emisión de títulos por parte del BCRA (Lebac y Nobac) y que generan un pasivo remunerado, representó una proporción muy moderada del total de la expansión monetaria, reduciendo los costos derivados de la adquisición de divisas.

En resumen, una compensación adecuada de balances macroeconómicos básicos permitió compatibilizar los flujos real y financiero, es decir crecimiento del flujo real sin provocar tensiones en el flujo financiero

El funcionamiento actual del modelo

A partir del año 2007 se producen cambios internos e internacionales que afectaron



el funcionamiento del modelo

- Nuevo escalón en el nivel de inflación interna desde el año 2007.
- Burbuja en el precio de los commodities internacionales desde el año 2008.
- Cierre del mercado financiero internacional desde 2009.
- Utilización desde 2010 del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria.

Frente a estos cambios, debería haberse comenzado a introducir adaptaciones al modelo. No para cambiarlo, sino para que prosiga su funcionamiento con similar eficacia. La decisión (explícita) de no hacerlo, produjo efectos negativos que deterioraron su articulación. Veamos los efectos concretos de cada uno de estos cambios.

a) Proceso inflacionario

El informe de la UBA (<http://www.uba.ar/download/informe.pdf>) referido a la incompatibilidad del Índice de Precios Minoristas con otros indicadores del propio INDEC y los respectivos provinciales, liquida el debate alrededor de los índices oficiales. Sin embargo, para nuestro análisis no es importante conocer si el “verdadero” índice duplicó o triplicó el oficial. En cualquier alternativa resulta incompatible con el funcionamiento del modelo.

El aumento de los costos internos, derivado de un nuevo y más alto escalón inflacionario reduce la brecha generada por la devaluación, que ha sido el principal factor del crecimiento.

Aunque las relaciones entre las monedas internacionales han permitido, hasta ahora, mantener un apreciable margen positivo para las exportaciones medida por el TCRM (tipo de cambio real multilateral), la capacidad de competencia en el mercado interno debe medirse vía la relación peso/dólar. Allí la brecha ya se ha cerrado casi totalmente afectando el balance externo. La avalancha de importaciones y los esfuerzos del gobierno para retardarla lo dicen todo.

Otro efecto negativo es sobre el balance fiscal. La inflación genera la necesidad de incrementar los subsidios en transporte, electricidad, gas, etc. También de las erogaciones previsionales. Ambos han sido los ítems de mayor crecimiento real en la década, y son la principal fuente de crecimiento del gasto público.

También afecta el balance monetario. Frente a un nuevo escalón en el proceso inflacionario, los agentes económicos comienzan a desprenderse de una porción de liquidez a fin de eludir el “impuesto inflacionario”. En esas condiciones, y frente a la continuidad del flujo de divisas, todo el esfuerzo de absorción monetaria pasa a depender de las maniobras de esterilización del BCRA afectando sus resultados operativos. Debe tenerse en cuenta que actualmente, el grueso de sus utilidades se destinan al financiamiento del balance fiscal.

b) Burbuja de precios en los commodities

No existen dudas respecto a los efectos positivos sobre el nivel de crecimiento en el corto plazo del “viento de cola”. Sin embargo, se pretende ignorar los efectos negativos a mediano y largo plazo, sobre todo en las condiciones específicas, estructurales e institucionales, de la economía argentina. En el argot de la economía internacional estos fenómenos negativos se conocen como “enfermedad holandesa”. Un alto flujo de divisas por los precios de productos primarios presiona hacia la apreciación del tipo de cambio y afecta la competitividad de la industria y de la alta tecnología del país receptor.

La economía sufre el efecto de su reprimarización.

Justamente, por ese efecto negativo en Argentina, el excedente de divisas debe ser absorbido por el BCRA. Es que la economía argentina, y sobre todo bajo el modelo actual, no puede permitir que se reduzca el nivel del tipo de cambio. Esta intervención se diferencia de la estrategia de países como Brasil y Chile. En el primer caso diferencias estructurales (nivel de competitividad de la industria brasileña). En el segundo son institucionales. En Chile, el ingreso adicional de divisas por exportaciones se realiza por vía de una empresa pública (Codelco) que las retienen en fondos especiales.

Pero la mayor oferta de divisas por la disparada de los precios de los commodities en el 2008 agravó los efectos negativos del “viento de cola”. En ese año y gran parte del siguiente fue compensada por una demanda especulativa de divisas (fuga de capitales) provocada por las perturbaciones derivadas del conflicto agrario y la crisis internacional.

Estas condiciones se modificaron en la segunda mitad del 2009 y particularmente en el 2010. Una renovada recuperación del precio y de la producción de granos, incrementó el flujo de divisas. Sin embargo la compra especulativa de divisas se había atenuado, y no existía mayor liquidez de los agentes que pudiera absorber el mayor circulante.

Todo el esfuerzo recayó sobre las maniobras de esterilización del BCRA afectando sus resultados operativos que ahora deben financiar el balance fiscal.

c) Cierre del mercado financiero internacional

En el periodo 2003-06, una porción de los vencimientos de la deuda pudieron ser refinanciados, evitando con ello utilizar el superávit fiscal. Sin embargo, la crisis internacional iniciada hacia fines del 2007 (y aún no finalizada) produjo un abrupto cierre del mercado financiero internacional. Y en el año 2010, a fin de mantener el nivel de pagos y evitar un nuevo default, el gobierno debió recurrir a las reservas.

Es claro que para los pagos netos de amortización de deuda externa, tanto el gobierno como el sector privado, siempre acude a las reservas. Pero acuden al BCRA con pesos. En el caso del gobierno, derivados del superávit fiscal. Y en el balance del BCRA, se reduce el nivel de reservas (activo) y de manera concomitante también se reduce la base monetaria (pasivo).

Con un resultado fiscal oscilando levemente alrededor de neutro desde el año 2009 y sin acceso a los mercados financieros, el gobierno debió recurrir a la utilización de las reservas del BCRA para el pago de la deuda. ¿Por qué esto es diferente?

Como no puede tomarlas pues no es un fondo fiscal, y no dispone de pesos para comprarlas, sólo puede pedir las en préstamo mediante la entrega de un título de deuda, tal como se realizó a inicios del año 2006 en ocasión del pago al FMI.

Y aquí la modificación del balance del BCRA dispara una serie de procesos con efectos diferenciales. Por un lado modifica la composición del Activo. El activo “Reservas” se convierte en “Títulos del Gobierno”. Y esto, a la vista de cualquier analista, es una licuación de activos.

Por el otro, al no producirse, al mismo tiempo, una absorción de moneda (el gobierno no paga sino que toma en préstamo las reservas), la porción que el BCRA hubo de esterilizar mediante emisión de deuda cuando las compró al mercado, debe permanecer.

Antes pagaba intereses para esterilizar moneda que había permitido aumentar las



reservas. Ahora los paga por mantener títulos del gobierno. No es una emisión pero tiene los mismos efectos en términos del costo financiero de esterilización monetaria.

El gobierno ha pagado de esta forma los vencimientos en divisas del 2010 e insertó en el proyecto de presupuesto 2011 una cláusula para seguir haciéndolo el año siguiente.

La dificultad es visible en los esfuerzos que despliega el gobierno para renegociar la deuda con el Club de Paris, única porción aún en default, a fin de intentar con ello volver a los mercados a tasas internacionales y evitar el uso de las reservas.

d) Utilización del tipo de cambio como anda antiinflacionaria

Los procesos internos e internacionales que accionan sobre el nivel de precios interno siguen presionando el proceso inflacionario y el gobierno ha comenzado a utilizar el tipo de cambio como anda antiinflacionaria.

Los deslizamientos en el valor de la divisa están aun por debajo de los niveles oficiales de inflación. Esto contribuye a agudizar el impacto sobre la brecha cambiaria dejando inerte a la actividad local frente a la competencia internacional en el mercado interno.

Y también influye en los balances monetario y fiscal. El alto costo de esterilización monetaria absorbe las ganancias operativas del BCRA derivadas de los depósitos de las reservas. Sólo queda el rubro "diferencia de cotización" para generar ganancias operativas. En ese caso, mantener el tipo de cambio con un bajo nivel de variaciones frente a la inflación oficial y aún mas respecto a la real, afectará seriamente las utilidades que ahora alimentan los recursos presupuestarios.

También influye sobre el balance externo contribuyendo a cerrar la brecha cambiaria con los efectos ya analizados.

La evolución de los balances macroeconómicos

Analizaremos la evolución de los balances fiscal, monetario y externo a fin de verificar los cambios que se vienen produciendo.

Balance fiscal

Del cuadro N° 1 de formación de los resultados fiscales puede deducirse la debilidad fiscal para sostener un resultado total superavitario. El resultado total de la administración nacional depende, cada vez más, de los saldos del sistema de seguridad social y de las utilidades del BCRA.

Las limitaciones del sistema tributario sumado al aumento más que proporcional en subsidios y gastos previsionales, hace que los resultados dependan de la seguridad social donde los recursos no son de rentas generales sino que tienen asignación específica y sólo se dispone de ellos mediante los préstamos del Anses al gobierno nacional.

Pero disponer de estos saldos tiene serias limitaciones. La presión social y política por aumentos a los jubilados con asignación mínima, que a pesar de los aumentos ya otorgados siguen detentando un atraso relativo, pone en duda la posibilidad futura de disponer de estos altísimos saldos positivos.

Todo aumento a los jubilados por encima de la inflación va a reducir ese saldo. Y esto explica el veto del gobierno al pago del 82% a jubilados con asignación mínima. A esto se suma una oleada de juicios. Un dato simbólico: hubieron de cerrar tribunales por temor a que el peso de los expedientes de reclamos desmorone los edificios.

El otro pilar de los resultados deriva de la transferencia de utilidades del BCRA. En el título siguiente analizaremos la posibilidad de seguir sosteniendo en el futuro esta fuente para financiar el balance fiscal.

Y aún con este esfuerzo de recursos extra-presupuestarios no existe superávit suficiente para el pago de los vencimientos de amortizaciones de deuda y debe seguir acudiendo al préstamo de reservas por parte del BCRA.

Balance monetario

Analizaremos los estados patrimonial y de resultados del BCRA. Comenzamos por este último por su ligazón a la cuestión fiscal. Y aclaramos que a diferencia del estado patrimonial que se da a conocer quincenalmente, el cuadro de resultados sólo se conoce al cierre del ejercicio anual.

Del cuadro N° 2 surgen algunas tendencias muy definidas:

De utilidades asentadas sobre sus operaciones básicas (intereses), se pasó a utilidades basadas en las diferencias de cotización. El resultado de las operaciones básicas (intereses ganados y perdidos) pasaron de altamente positivas a negativas debido, por un lado, al incremento del pasivo remunerado derivado de la necesidad de esterilizar moneda en gran escala, y por el otro, a la reducción de la tasa de interés internacional que remunera el depósito de las reservas en el exterior.

Las utilidades del BCRA, hoy están sostenidas exclusivamente por las diferencias de cotización. Y su importancia deriva de que se ha comenzado a utilizar para financiar el balance fiscal.

Cuadro Nro. 1
Formación del Resultado Fiscal (en millones de \$)

Rubros	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (2)
Rstdo Adm Ctral (sin Rec Prop)	-4.395,60	5.528,62	-2.830,52	-1.877,47	-6.525,60	-6.995,76	-30.671,31	-24.864,00
Recursos propiedad (Adm Ctral) (1)	4.045,31	1.272,02	476,60	2.222,31	1.748,54	5.728,94	5.781,95	13.444,80
Resultado de Seguridad Social	1.177,05	1.828,32	4.405,39	6.604,85	9.732,74	8.204,57	15.339,84	19.389,60
Resultado entes descentralizados	101,99	184,68	-12,14	-275,14	88,18	186,86	120,88	1.125,60
Resultado Total Adm. Nacional	928,74	8.813,64	2.039,33	6.674,55	5.043,86	7.124,61	-9.428,64	9.066,00

1) Diferenciamos este recurso a fin de resaltar el efecto de utilizar utilidades BCRA

2) Estimación sobre la base de anualizar resultados oficiales hasta octubre.



Las posibilidades de mantener esta fuente de financiamiento son dudosas. Al utilizar el tipo de cambio como “ancla” antiinflacionaria, esas utilidades se reducirían de manera notable. En el cuadro N° 2, observamos que la variación del tipo de cambio en el año 2010 (hasta el 22-12-10) se reduce a menos de la mitad respecto al año anterior.

Debemos tener en cuenta que debido a la utilización de una metodología burda para el cálculo de las variaciones de cotización, éstas pueden ser “dibujadas”. No se computa por diferencia entre promedios de cotización anual (aun así un buen asesor recomendaría formar un fondo con esa diferencia por no resultar ganancias genuinas) sino que se toma la relación “punta a punta”. Con sólo elevar levemente la cotización del dólar a final del año se pueden obtener las cifras contables requeridas para auxiliar al fisco.

En ese caso, no serían valores reales y de hecho significarían una emisión adicional con repercusiones en el mediano plazo.

Ahora pasamos a analizar la evolución de los estados patrimoniales del BCRA.

En el cuadro N° 3 es posible advertir las siguientes tendencias:

- a) La relación “Títulos Emitidos / Base Monetaria” muestra en la actualidad un alto nivel relativo y provoca, junto a una reducción de los intereses ganados por el depósito de las reservas en bancos internacionales, resultados negativos en intereses (ver cuadro N° 2). Esto se produce por la esterilización en base a la emisión de títulos.

La alternativa “normal” de una mayor liquidez en manos del público ya no es posible. No sólo ha dejado de crecer sino que ha descendido debido a que en el nuevo nivel en que se mueve la inflación percibida por los agentes económicos, éstos tienden a intentar eludir el impuesto inflacionario.

Pero también existe una alternativa “anormal”. Que el sector privado reclame más divisas de las necesarias debido a motivos especulativos y libere al BCRA de comprar las divisas excedentes. Esto ha ocurrido básicamente en los años 2008 y 2009. Evitó la perturbación monetaria pero crea otro problema.

Esto se conoce en el argot como “fuga de capitales”. No se trata de una salida “física” de las divisas sino que elude el circuito financiero formal. Y se ha demostrado históricamente que es muy difícil volver a reinsertarla. En el año 2010, al ceder parcialmente el fenómeno, el BCRA debió volver a intervenir mediante compras netas en gran escala, con los efectos ya analizados. Al no existir una mayor demanda por liquidez, cualquiera de estas dos alternativas (o “fuga” o “compra” de divisas) crea problemas en el mediano plazo.

- b) La oferta de títulos por parte del BCRA produce un efecto colateral negativo para la economía si observamos el lado de la demanda. No sólo tiende a elevar el piso de los intereses en el sector privado sino que está absorbiendo la capacidad prestable

Cuadro Nro. 2

Estado de Resultados del BCRA (en millones de \$ y en porcentos)

RUBROS	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (1)
Intereses ganados	1.949,49	2.525,65	5.264,78	6.274,26	8.192,28	6.873,75	3.932,00	
Sobre reservas	368,01	790,88	1.992,85	3.071,08	5.613,23	4.344,98	1.346,89	
Sobre títulos públicos	130,96	633,36	965,05	1.753,94	2.121,79	2.271,87	2.489,08	
Otros intereses ganados	1.450,53	1.101,42	2.306,88	1.449,24	457,26	256,90	96,03	
Intereses perdidos	1.294,18	1.343,92	2.629,94	4.504,60	6.887,73	8.086,78	6.880,77	
Por títulos emitidos	1.242,69	1.262,80	2.018,73	3.661,20	6.278,21	6.821,70	5.536,98	
Otros intereses perdidos	51,49	81,12	611,20	843,40	609,51	1.265,07	1.343,79	
Resultado parcial por intereses	655,32	1.181,73	2.634,84	1.769,66	1.304,55	-1.213,02	-2.948,77	
Diferencias de Cotización	-3.637,19	2.813,99	1.909,67	2.594,73	6.150,54	7.542,52	24.588,20	
Rstdo. Parcial (Int.+ Dif. Cotiz.)	-2.981,88	3.995,72	4.544,51	4.364,39	7.455,09	6.329,49	21.639,43	
Otros resultados netos	3.838,73	-483,82	533,28	-648,02	321,60	-1.743,80	1.906,78	
Resultado del Ejercicio	856,85	3.511,90	5.077,79	3.716,37	7.776,70	4.585,69	23.546,21	
RELACIONES PORCENTUALES	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Intereses / Resultado Final	76,48	33,65	51,89	47,62	16,78	-26,45		
Diferencia Cotización / Rstdo Final	-424,49	80,13	37,61	69,82	79,09	164,48		
Variación tipo de cambio (1)	-13,06	1,67	1,78	0,99	2,84	9,65		
Memorandum (en millones de \$)								
Utilidades Dif. de Cotización	-3.637,19	2.813,99	1.909,67	2.594,73	6.150,54	7.542,52		

1) La variación en el tipo de cambio en 2010 cubre desde el 31-12-09 hasta el 22-12-10



del sistema financiero. Al 31/10/10, el 82,6 % de todos los títulos emitidos por el BCRA (Le-bac y Nobac) estaban en poder de los bancos.

Pero los bancos no sólo reducen por este rubro su capacidad prestable al sector privado. Si a esa fecha sumamos a estos títulos la tenencia de instrumentos del gobierno nacional y los préstamos al sector público, constituyen un valor equivalente el 76 % del total de los préstamos al sector privado. La capacidad prestable potencial de los bancos es en realidad $\frac{3}{4}$ partes adicional a la actual.

c) La relación "Préstamos en Divisas / Reservas" ya alcanzan casi el 31 % de las reservas. Si éstas se siguen utilizando por ausencia de financiamiento internacional, la liquación del activo del BCRA alcanzaría niveles inconvenientes y afectará la calificación de Argentina en el crédito internacional.

d) La relación "Base Monetaria + Títulos / Reservas" resulta crucial y se está deteriorando. El economista Roberto Frenkel, que ha defendido la política de esterilización del BCRA, explica los límites de esa política:

"En el mencionado trabajo técnico planteamos como criterio de sostenibilidad de la política de esterilización que los pasivos totales del BC – base monetaria más pasivos remunerados – no se incrementen más que las reservas internacionales valuadas en pesos, de modo que, con el transcurso del tiempo, se mantenga constante o se reduzca la relación

entre los pasivos totales del BC y sus activos de reserva."(R. Frenkel, Problemas potenciales de la esterilización (Esterilización II) – www.itf.org.ar –)

Analizamos su comportamiento en el cuadro Nº 3. De altos niveles en 2003 se logra reducir el impacto hasta un punto cercano a 1 en 2005. Vuelve a crecer por efecto del pago en divisas al FMI en el año 2006, y desde ese punto ha estado descendiendo de manera sistemática hasta alcanzar una satisfactoria relación menor a uno a fines de 2009. Sin embargo, a partir de ese momento ha vuelto a crecer y marca los límites de la política monetaria.

Esta reversión de la tendencia es efecto, por un lado de la reducción relativa de las reservas (utilizadas para el pago de la deuda) y por el otro, de la necesidad de esterilizar un altísimo porcentaje de la emisión. Y no se trata de un problema puntual. En todo el año 2010 ha estado creciendo de manera sistemática.

Balance externo

La tendencia a un deterioro relativo del saldo en cuenta corriente del Balance de Pagos surge del movimiento en dos rubros: importaciones de mercancías y el balance financiero (de rentas). Ambos estrechamente ligados al nivel del tipo de cambio.

Ya hemos visto en el Cuadro Nº 2 como la variación en el tipo de cambio se aceleró a partir de un escalón mas alto en la inflación interna. Sin embargo en 2010 este proceso

Cuadro Nro. 3

BALANCE PATRIMONIAL DEL BCRA (en millones de \$ y en %)

ACTIVO	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (1)
Reservas	41,43	58,42	85,12	98,34	145,47	160,20	182,12	206,86
Títulos Públicos (excl. Prest Divisas)	7,79	8,50	8,70	5,97	5,17	9,22	14,30	20,98
Títulos Públicos – Préstamos Divisas	-	-	-	29,82	30,68	33,33	36,30	63,97
Adelantos Transitorios al Gobierno	7,37	13,31	16,00	18,33	21,33	26,58	36,58	39,43
Créditos al Sistema Financiero	17,81	21,46	13,37	6,33	2,94	2,60	1,22	1,43
Otros Activos (2)	52,90	62,72	47,78	11,67	20,88	35,12	30,71	25,06
Total Activo	127,30	164,41	170,97	170,46	226,47	267,05	301,22	357,74
PASIVO								
Base Monetaria (Círcul.+ Dep.de Bcos)	46,39	52,48	54,71	80,07	99,28	109,45	122,35	154,49
Títulos Emitidos por BCRA	9,56	21,82	35,27	42,07	57,18	53,11	54,40	82,22
Otros Pasivos (2)	61,69	73,19	60,16	24,61	-	74,09	74,80	83,27
Total Pasivo	117,64	147,48	150,14	146,74	196,47	236,65	251,55	319,98
Patrimonio Neto	9,66	16,93	20,83	23,72	30,00	30,40	49,67	37,75
Pasivo+ PN	127,30	164,41	170,97	170,46	226,47	267,05	301,22	357,74
RELACIONES								
Títulos Emitidos / Base Monetaria	20,61	41,57	64,46	52,54	57,60	48,52	44,46	53,22
Préstamo en Divisas / Reservas	-	-	-	30,32	21,09	20,81	19,93	30,93
BM + Títulos Emitidos / Reservas	1,35	1,27	1,06	1,24	1,08	1,01	0,97	1,14

Fuente: BCRA

1) Al 15-12-10

2) El grueso del alto % de otros activos y pasivos en 2003-05 corresponden a ctas. de orden por préstamos del FMI

se detuvo ya que el tipo de cambio se está utilizando para instrumentar un ancla anti-inflacionaria y produce la apreciación de la moneda local.

El impacto sobre las importaciones es rotundo. Todos los fenómenos de mercado que genera apuntan hacia allí: ampliación del abanico de demanda de artículos importados, sustitución de bienes y servicios locales, acumulación especulativa de stock de bienes importados, etc. Medido por la evolución mensual del balance comercial, en once meses del año 2010, respecto a igual periodo de 2009, la tasa de incremento de las importaciones (cif) casi duplica la tasa correspondiente de las exportaciones (fob).

Los intentos actuales del gobierno para limitar las importaciones confirman plenamente la existencia del problema. El caso más emblemático es el complejo automotriz del cual tuvimos oportunidad, en un informe anterior, de destacar su déficit comercial.

“La ministra de Industria pidió a los empresarios [sector automotriz] que reduzcan en 20% las importaciones de terceros países en 2011. [...] planteó hoy [...], la necesidad de que se comprometan a reducir el déficit en un 20% el año próxima.” (Clarín, 10-12-10)

En el caso del balance de rentas, la apreciación del tipo de cambio incentiva los pagos y giros al exterior, amen del incremento por pagos de intereses de la deuda pública derivados del avance en el cumplimiento del programa de reestructuración de la deuda.

Una evaluación de conjunto

Todos los indicadores tienden a señalar un progresivo deterioro en los balances básicos

de la macroeconomía respecto a las características que en el 2003-2006 permitieron un desarrollo fluido del circuito real y la economía pudo crecer sin tensiones.

Sin embargo, estos factores, por sí mismos, no pueden producir una crisis en el corto plazo. Pero, sin embargo, debilitan el modelo porque los nuevos escalones de inflación y sus efectos deterioran sus pilares: los superávit gemelos.

Si estas tendencias, no son corregidas, ya sea en el sentido de salvar el modelo, o bien de modificarlo, la presión acumulada, al combinarse con algún factor coyuntural futuro (riesgo sistémico de la economía mundial, devaluación en Brasil, sequía en Argentina, desaparición de la “burbuja” de los commodities, fuga adicional de capitales, etc.) pueden provocar, en un horizonte de mediano plazo, un nuevo shock en la economía argentina.

Y los análisis que se realizan habitualmente entorpecen la posibilidad de tomar conciencia de estos problemas. Adoptan el supuesto implícito que de la problemática a mediano y largo plazo también se encargará “el viento de cola”, ignorando que este fenómeno tiene efectos positivos sólo en el corto plazo, y que en el mediano y largo plazo también conlleva efectos negativos para el modelo que ya se están haciendo sentir.

Las deficiencias actuales respecto al funcionamiento del modelo en el periodo 2003-06 deberían constituir un llamado de atención para corregirlas a tiempo. Sin embargo, la falta de interés de la política (tanto del oficialismo como de la oposición) y de los observadores privados en evaluar la economía argentina en un horizonte más prolongado, limita seriamente la posibilidad de llevarlo a la práctica.

Cuadro Nro. 4

BALANCE DE CUENTA CORRIENTE (en millones de dólares)

VALORES ANUALES	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rubros							
Resultado de la Cuenta Corriente	8.140	3.212	5.275	7.768	7.355	6.735	11.290
Balance de Mercancías	16.805	13.265	13.087	13.958	13.456	15.423	18.528
Exportaciones fob	29.939	34.576	40.387	46.546	55.980	70.019	55.669
Importaciones fob	13.134	21.311	27.300	32.588	42.525	54.596	37.141
Balance de Servicios Reales	-1.193	-1.331	-992	-501	-513	-1.314	-916
Balance de Rentas	-7.975	-9.283	-7.304	-6.150	-5.941	-7.553	-9.013
Transferencias corrientes unilaterales	504	561	484	459	353	179	2.691
VALORES AL 3° TRIMESTRE	2007	2008	2009	2010			
Rubros							
Resultado de la Cuenta corriente	4.107	5.845	9.650	3.698			
Balance de Mercancías	8.652	12.359	14.452	12.393			
Exportaciones fob	39.157	54.824	41.178	51.067			
Importaciones fob	30.505	42.465	26.726	38.675			
Balance de Servicios Reales	-579	-1.052	-1.015	-1.060			
Balance de Rentas	-4.164	-5.540	-6.364	-7.405			
Transferencias corrientes unilaterales	251	127	2.631	-180			

Fuente: INDEC