

26 de noviembre de 2015

## Los cambios que vienen

Finalmente conocemos al próximo equipo económico. Alfonso Prat Gay será la figura de mayor envergadura al frente del reformulado Ministerio de Hacienda y Finanzas, Rogelio Frigerio tendrá un fuerte peso dirigiendo el Ministerio del Interior e Infraestructura y Federico Sturzenegger comandará el Banco Central. Uno puede disentir con la orientación ideológica o con los planes de política económica frente a la situación actual, pero en lo personal creo que la idoneidad profesional no está en duda. Es más, las discrepancias entre el nuevo equipo y los principales asesores económicos de Scioli se centraban en el “timing” de la corrección de los desequilibrios, pero compartían un diagnóstico bastante similar de la coyuntura.

El mayor foco debería estar en Frigerio y la cartera de Interior e Infraestructura. El federalismo y la inversión en infraestructura son los caminos para dejar de ser un país de ingresos medios (U\$14.000 PBI per cápita) e iniciar el camino hacia uno de ingresos medios altos (U\$25.000 PBI per cápita), el trabajoso camino al desarrollo. Lamentablemente, el desorden macroeconómico actual nos obliga a centrarnos en las decisiones de corto plazo teniendo que rezagar, una vez más en nuestra corta historia, el largo plazo. Sin orden y estabilidad económica pensosamente no hay agenda de desarrollo posible.

Conocidos los nombres de Prat Gay y Sturzenegger, todo parece indicar que el shock le ganó la pulseada al gradualismo dentro de los asesores del Presidente electo. Sin embargo, creo que veremos un shock en materia cambiaria pero más gradualismo en lo fiscal, pensando en un paulatino ajuste de tarifas para achicar el brutal déficit fiscal del orden del 6-7% del producto para este año. Lo que seguramente tendremos, espero con ansias, es un manejo más profesional del BCRA y un Tesoro que financia su déficit a través de emisiones de deuda y con organismos multilaterales, pero no más con emisión monetaria.

El principal causante del desequilibrio cambiario, la inflación y el estancamiento económico es el brutal déficit de las cuentas públicas financiado en un 70% con emisión monetaria. Sin embargo, la corrección fiscal seguramente será gradual para minimizar los costos en términos de actividad en el corto plazo, acotar el efecto sobre los precios y, fundamentalmente, para que sea políticamente viable.

### *El tipo de cambio y los cepodefensores*

En los últimos días se conoció la intención de liberar de inmediato el cepo. Claramente la continuidad del dólar ahorro y turismo no es una alternativa viable, simplemente porque no hay más dólares de libre disponibilidad. Prueba de esto es la comunicación desesperada del día sábado, si leyó bien un sábado, por la cual el BCRA restringe aún más la posición general de cambios y la posición global neta para obligar a los bancos a traer dólares en corresponsalías del exterior. Dicho de otra forma, el cepo no es una alternativa porque ya no hace falta cuidar las reservas, porque no hay.

La otra alternativa sería financiarse fuertemente en el corto plazo en el exterior, incentivar rápidamente por vía fiscal la liquidación de exportaciones y recién con dólares en custodia del BCRA (poder de fuego) abrir el cepo. Pero es un poco la historia del huevo y la gallina, si no toco “algo” el tipo de cambio el agro no va a liquidar los dólares por más incentivos fiscales que existan. Aunque me saquen las retenciones, prefiero quedarme sentado en un producto dolarizado esperando la corrección cambiaria, que más tarde o más temprano, llegará (en este punto creo que se equivocaba el equipo de Scioli).

Otra visión a mi juicio equivocada de los *cepodefensores*, es que la “deuda” que tiene el BCRA con importadores y empresas por dividendos atrasados es cercana a los U\$15.000 millones, con lo cual el cepo no se puede sacar. El Banco Central no le debe nada a nadie (en realidad le debe muchísimo pesos a los bancos por Lebacs y posiciones de futuros, pero dejemos esto para otra ocasión). La demanda de dólares para importaciones y giro de dividendos no debe tener su oferta en el Banco Central. De hecho, la

idea de regímenes flexibles es que la demanda encuentre la oferta en el mercado y la autoridad monetaria tenga el derecho a intervenir cuando el precio de la divisa se desvíe de los fundamentos de la economía. Es más, las empresas durante todo este tiempo contaron con un mecanismo legal y regulado para pagar importaciones o girar dividendos, el que no quiso pagar el precio del contado con liquidación fue porque especuló con poder acceder a un dólar oficial barato.

Otro argumento que dan los *cepodefensores* es que el tipo de cambio puede sobre reaccionar y mostrar un salto (overshooting). Desafortunadamente no tenemos la bola de cristal, pero sí contamos con la referencia del dólar bolsa y el contado con liquidación, dos formas acceder en blanco a un dólar a un precio por debajo del paralelo. Haciendo bien las cosas, me parece que dichos precios están más cerca del techo que del piso. Por supuesto que no hay que minimizar el riesgo de una sobre reacción, por eso la importancia de conseguir dólares en el corto plazo vía endeudamiento mientras llegan los del agro para contar con algún margen de intervención. Sería “innecesariamente” peligroso dejar que el tipo de cambio por si solo encuentre su equilibrio sin ningún tipo de intervención, ni los bancos centrales de los países con metas de inflación lo hacen.

Con respecto a este punto, creo que el nuevo Gobierno podrá conseguir dólares, para esto deberá regularizar la situación de la deuda en litigio rápidamente e incentivar al agro para que liquide cerca de U\$10.000 millones en stock de cosechas pasadas. Este incentivo tendrá que venir desde el lado impositivo (muy deseable la suspensión de las retenciones de soja hasta la próxima cosecha y la eliminación para el trigo y maíz) e indefectiblemente de alguna corrección cambiaria. Un potencial blanqueo sumará algunos dólares, aunque no creo que lleguen de inmediato.

Después de todo este análisis ¿Cuál es entonces la amenaza de mover el tipo de cambio? El peligro real de la devaluación es el traspaso a precios, el famoso pass-through.

## ***El traspaso a precios: pass-through***

En una economía con inercia inflacionaria, atraso cambiario, alto nivel de empleo y crecimiento de la cantidad de dinero por encima del 35%, los riesgos de una devaluación no deben minimizarse. Pass-through tendremos y las nuevas autoridades no deben menospreciarlo, la devaluación de enero de 2014 fue una clara muestra. Ahora bien, por primera vez en muchos años podríamos llevar a cabo un plan integral con otras anclas (fiscal y monetaria) para contener el traspaso de la corrección cambiaria. El debate en este punto es amplio y lo dejamos para un próximo informe, pero les dejo dos opiniones muy valiosas sobre el efecto en los precios de una devaluación, [una que minimiza el traspaso](#) y [otra no](#).

Última reflexión, hay dos herramientas no muy amigables para contener el efecto, una es la suba de la tasa de interés y la otra es una mayor apertura de ciertas importaciones. Seguramente después de tantos años de desequilibrios algún costo en términos de actividad tendremos que pagar. Pero si no estabilizamos el mercado de cambios y empezamos a corregir los precios relativos, difícilmente dejemos atrás el estancamiento que ya supera los 4 años.