

# El nivel real del dólar volvió al valor que tenía antes de las PASO de 2019

**TEMOR.** Los operadores no dudan de que el Gobierno intentará evitar una devaluación brusca, pero todas las señales muestran que la estrategia actual de atraso es insostenible

**Javier Blanco**  
LA NACION

Las señales de desconfianza hacia el futuro de la política cambiaria del Gobierno no dejan de crecer. Nadie duda de que la administración Fernández hará todo lo que esté a su alcance para evitar una devaluación brusca del peso, sabiendo que afectaría la gobernabilidad. Pero, a la vez, nadie duda de que la estrategia actual, de actualizar al dólar sostenidamente por debajo de la inflación, es insostenible y deberá ser revisada. Hay datos que ya lo muestran a las claras:

\* El nivel del tipo de cambio real multilateral (un indicador sobre la competitividad del peso que elabora el BCRA tomando en cuenta la canasta de monedas de los países con los que más comercia la Argentina) alcanzó en los últimos días los 110 puntos (había arrancado el año en torno a 125), el mismo nivel que tenía a fines de julio de 2019, es decir, los días previos a las PASO de la elección presidencial que precisamente desembocaría en otra fuerte devaluación del peso.

\* La tenencia de reservas propias del BCRA vuelve a estar en franco retroceso (perforó los US\$5800 millones y las líquidas estarían en torno a los US\$2100 millones), mientras no dejan de inyectarse pesos a la economía en momentos en que la deuda remunerada de ese organismo alcanzó un nivel tal (\$4,2 billones) que limita fuertemente sus esfuerzos de esterilización monetaria, ya que para pagarla debe emitir a su vez \$67 por cada \$100 que absorbe.

\* El dólar a nivel mundial, que se mantuvo fuertemente devaluado en medio de la pandemia (ayudando a la Argentina a devaluar el peso sin devaluar), comienza a dar señales de buscar un nuevo piso por encima de los 93 puntos, según el Dollar Index (93,32 el viernes), que lo mide frente a otras seis divisas semejantes. Eso pone presión sobre las monedas emergentes menos reguladas, como el real brasileño, que se devaluó otro 0,7% el viernes.

Los datos explican la inquietud



Preocupa el nivel de reservas líquidas de la entidad

ARCHIVO

creciente que muestra el mercado. No en vano en el último mes se disparó la demanda de dólar futuro y crece la fuga de divisas, como muestra la escalada en la cotización del dólar CCL, que lo lleva a rozar los \$200 (95% de brecha con el oficial), en medio de una generalizada búsqueda de coberturas cambiarias.

Los analistas creen que la actual dinámica del mercado obligará al Gobierno a tomar definiciones para tratar de modificar expectativas o abandonar súbitamente su actual estrategia cambiaria, como sucediera en circunstancias similares en enero de 2014, previo a la devaluación de entonces.

"El dato más poderoso es que no hay nadie en el mercado que desconozca que al BCRA se le están volviendo a agotar las reservas líquidas. Y encima el tipo de cambio real volvió a niveles de junio de 2019, en momentos en que tenés menos credibilidad e incluso menos reservas que en aquel entonces. Ergo: necesitás otro nivel de dólar", sostiene Andrés Borenstein, economista asociado en la consultora Econviews.

"El BCRA lleva vendidos US\$1000 millones de sus reservas en el mercado desde el 26 de agosto. Es lo que llevó al mercado a rehacer cuentas y concluir que algo tendrá que cambiar tras las elecciones: nuestro es-

cenario es que el BCRA deberá acelerar el *crawling peg*, porque seguir devaluando al 1% se le hará insostenible. O tendrá que ampliar más el cepo, aunque no hay mucho espacio ya para eso", sostiene Fernando Marull, economista de FyMA.

Para Jorge Neyro, de la consultora ACM, la inquietud se acelera por las crecientes dificultades que mostró el BCRA para "retener los dólares que había logrado recomprar desde comienzos de año", algo que probablemente se le haga más complicado de persistir esta "brecha altísima". "Una brecha que no para de subir pese a los esfuerzos oficiales y la expectativa cada vez más generalizada sobre un ajuste del tipo de cambio oficial después de las elecciones ayudan a que el dólar oficial luzca atrasado".

Para el economista Jorge Vasconcelos, vicepresidente e investigador del IERAL de Fundación Mediterránea, el mejor indicador sobre el nivel cambiario en una economía bajo estas condiciones es la evolución del gasto público medido en dólares al tipo de cambio oficial. "En 2019, por ejemplo, el gasto primario del sector público nacional fue equivalente a US\$80.000 millones al tipo de cambio oficial. Este año ya se aproxima a los US\$100.000 millones y el presupuesto 2022 lo

estima (al dólar de \$116,5 promedio planteado en el proyecto) en US\$12.500 millones, es decir, 40% más que en 2019. Para estabilizarlo en US\$80.000 millones necesitarías el cambio a \$160", explica.

Según Vasconcelos, "la medición tradicional de tipo de cambio real, al usar IPC para deflactar, tiene desventajas en situaciones de inflación reprimida". Por eso prefiere medirlo en función de la evolución del gasto primario en dólares, un cálculo que le empieza a dar "señales de atraso cambiario, que se harán insostenibles de cara a 2022".

A la misma conclusión llegan quienes miran los números del BCRA, y advierten que necesitará alinear la tasa de crecimiento de su monumental deuda (46% en el año) con la devaluación del peso para recuperar el margen de maniobra que le permita, al menos, contener la inflación con su política monetaria, dado que se descuenta que será reacio a subir las tasas.

En la consultora LCG tampoco están tan seguros de que la competitividad del peso no haya entrado en zona problemática. "El tipo de cambio real bilateral (peso versus dólar) ajustado por presión tributaria retomó un valor similar al de la convertibilidad", apuntan.

El cuadro de situación, apenas aliviado porque en las últimas tres jornadas el BCRA dejó de vender dólares en el mercado de contado, explica la carrera al alza que ensaya el precio del dólar CCL "libre", es decir, operado con acciones y otros papeles que no esté al alcance de la intervención oficial. "Que el nerviosismo sigue creciendo lo muestra el dólar CCL vía ADryCedear y el nuevo castigo que sufren las acciones o paridades de los bonos en dólares, atentos a cada medida que anuncia el Gobierno y que pueda deteriorar aún más la delicada situación macroeconómica. Lo concreto es que nada cierra en el mercado local. Las divergencias y contradicciones se multiplican por todos lados, y lo único claro es que, luego de las elecciones, algo deberá cambiar", alertó la consultora Delphos Investment. ●

## "Espiralar la inflación" es el riesgo, según una economista

**EMISIÓN.** Lo dice la asesora del Banco de Inglaterra Silvana Tenreiro

**Gabriela Origlia**  
PARA LA NACION

CÓRDOBA.- "Los bancos centrales en el mundo no monetizaron la expansión fiscal por la pandemia; usaron la flexibilidad que les da su mandato para hacer política monetaria contracíclica. Nadie les dijo que lo hicieran, ni el Tesoro ni el Ministerio de Economía respectivos. Esa es la independencia con la que deben comprometerse. Si se ajustan a su mandato, no complican la óptica ni las expectativas de inflación; si no lo hacen, pueden alimentar la espiral inflacionaria".

El concepto es de la economista argentina Silvana Tenreiro, miembro externo del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra y profesora en la London School of Economics, que disertó en las 54<sup>as</sup> Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba. En su presentación, subrayó que los programas con metas inflacionarias siempre son flexibles y permiten actuar de manera contracíclica: "El problema es por qué y quién le dice que actúe. Es importante que el Banco Central comunique por qué lo hace, porque si no ahora será la pandemia; la próxima, por elecciones o por interés político".

Tenreiro, nacida en Tucumán con nacionalidad británica e italiana, en abril pasado recibió el prestigioso Premio Yrjö Jahson, que entregan la Fundación de Finlandia que lleva el mismo nombre y la Asociación Europea de Economía (AEE) a economistas europeos de menos de 45 años que hayan hecho aportes significativos a la ciencia.

En su exposición, la economista señaló que la Argentina y Venezuela ya tienen inflaciones "difíciles" de controlar. Analizó que los países desarrollados financiaron la expansión del gasto público con endeudamiento, pero subrayó que las tasas de interés de sus bonos soberanos bajaron, al revés de lo que ocurrió en América Latina. "Cuando se quiere intervenir con política contracíclica siempre se paga, se pagará con el tiempo y con el crecimiento", sintetizó.

Respecto del tipo de asistencia dada por los gobiernos durante la pandemia, distinguió que mientras en Estados Unidos se optó por transferencias directas de dinero más altos seguros de desempleo, el Reino Unido apuntaló a las empresas para evitar la pérdida de empleos. Indicó que el modelo argentino se parece al estadounidense que tiene la ventaja de poder llegar a los "informales".

Varias veces en su planteo Tenreiro apeló a la necesidad de "credibilidad" de los bancos centrales y, en esa línea, dijo que se construye "con evidencias y gradualidad, con paciencia y compromiso. No hay que abandonar el barco ante la primera de cambio, hay que mantener una consistencia sostenidamente".

Tenreiro enfatizó el daño provocado por cerrar las escuelas mucho tiempo, en especial en América Latina. Indicó que será una causa de que las "cicatrices" económicas de la pandemia se acentúen. ●

### OPINIÓN

## Kristalina en apuros (y nosotros también)

**Héctor R. Torres**

—PARA LA NACION—

El FMI y el Banco Mundial son dos "animales" diferentes. Mientras en el Fondo la principal preocupación es preservar la estabilidad del sistema financiero internacional, en el Banco Mundial la atención se centra en la lucha contra la pobreza. Una cierta rivalidad es casi inevitable. Visto desde el Banco Mundial, el FMI parece excesivamente dogmático e inexperto para lidiar con las limitaciones del desarrollo. Desde el otro lado de la calle 19, el lenguaje del Banco Mundial se considera "poco serio" y demasiado propenso a acomodar compromisos políticos. Kristalina Georgieva proviene de esa tribu.

Ella viene de la vereda de enfrente. El personal del FMI tiene una alta calificación técnica, pero poca apreciación por el lenguaje político y algo ambiguo del Banco Mundial. En cuanto Georgieva se hizo cargo de la gerencia del FMI, el staff comprendió que su nueva jefa era alguien que se involucra directamente en el manejo de todos los temas, incluidos los más técnicos. "She is very hands on", me decían excolegas del FMI.

Eso naturalmente generó algu-

nos roces y frustraciones. Nada demasiado grave, nada que generara indisciplina, porque la directora gerente llegaba con autoridad moral y fuerte apoyo político de los principales países miembros. Hoy ambos están puestos en duda.

La auditoría preparada a pedido del Banco Mundial indica que Georgieva utilizó consideraciones políticas para torcer evaluaciones técnicas de alto valor económico. Siempre se supo que el "Doing Business" del Banco Mundial era un ranking permeable a subjetividades. Mientras las regulaciones eran vistas como "red tape" que creaban bolsos de discrecionalidad y oportunidades de corrupción, las "desregulaciones", casi por defini-

ción, eran "buenas" porque facilitaban las inversiones. Ahora se ve que además de una preferencia ideológica por la desregulación, el "Doing Business" era también permeable a manipulaciones políticas.

Para colmo de males, Kristalina tocó un cable de alta tensión. Beneficiar a China es una afrenta que unifica a demócratas y republicanos en un país tan polarizado como Estados Unidos.

En síntesis, su situación está muy comprometida. Pero no se llegará a destituir. Por un acuerdo no escrito con Estados Unidos, el director gerente del FMI siempre ha sido europeo y el presidente del Banco Mundial, norteamericano. El mundo ha cambiado, pero las organi-

zaciones multilaterales surgidas de los acuerdos de Bretton Woods siguen siendo, fundamentalmente, organizaciones manejadas desde el Atlántico Norte.

Los europeos quieren mantener su privilegio, y "renunciar" a Kristalina Georgieva sin haberse puesto de acuerdo sobre un candidato suplente podría ofrecer la oportunidad de que su reemplazante sea, finalmente, elegido/a por mérito (con independencia de su nacionalidad). En lo que a nosotros nos atañe más directamente, es cada vez menos creíble la fantasía de que el próximo programa con el FMI pueda tener poca o ninguna condicionalidad porque una Kristalina supuestamente amiga de Guzmán podría hacer que el staff sea más descendiente en su evaluación técnica.

Si Kristalina sobrevive, va a tener que alinearse totalmente con Janet Yellen, léase, con David Lipton, quien habla el mismo idioma que el personal técnico del FMI. ●

El autor fue director ejecutivo del FMI y es senior fellow del Center for International Governance Innovation

