

LAS CLAVES

- ✓ **La credibilidad en el nuevo tipo de cambio dependerá, fundamentalmente, de cuatro requisitos: Consistencia fiscal y regla monetaria, La asistencia externa, El reparto de los costos devaluatorios e iniciales Certidumbre cambiaria.**
 - ✓ **Una devaluación creíble debe ser capaz, en las primeras semanas, de estabilizar el tipo de cambio de mercado libre no más allá de un 15-20% por encima del pautado en el segmento oficial.**
 - ✓ **Un sistema de bandas ajustables según metas de inflación puede ser un instrumento eficaz para dar certidumbre a la nueva política.**
 - ✓ **la devaluación debería estimular las ventas externas con valor agregado, promover nuevas inversiones físicas en sectores exportables y en los que sustituirán importaciones, y crear más puestos de trabajo.**
 - ✓ **La caída esperada en el producto para 2002 será, como mínimo, del 5% en términos reales. Debe tenerse en cuenta que sólo como efecto del arrastre estadístico la caída del nivel de actividad sería de 3,5%.**
 - ✓ **El grueso de esta caída debería concentrarse principalmente en el primer semestre del año. Transcurrido este período, la economía debería generar las condiciones necesarias para lograr, hacia fin de año, una desaceleración de la caída.**
-

La devaluación no es más que un instrumento

La devaluación del peso sincera una realidad indudable: la convertibilidad, en agonía desde setiembre de 2001 tras la última asistencia a las reservas del Banco Central por parte del FMI y un grupo de bancos, ya había muerto cuando el "corralito" financiero impidió a los privados operar libremente en el mercado de cambios a la paridad de uno-a-uno.

El cambio de régimen (no puede hablarse aún de un nuevo modelo) que supone la idea de la flexibilización cambiaria abre numerosos interrogantes, aunque no deja de contener la esperanza de la recuperación de la actividad económica en el mediano plazo. Tras el abandono de una institución monetaria que otorgó una gran certidumbre a las decisiones de inversión y de gasto del sector privado, a pesar de sus fuertes rigideces, la incógnita central pasa por el modo en que se construirá un nuevo arreglo cambiario y monetario creíble. **La credibilidad en el nuevo tipo de cambio dependerá, fundamentalmente, de cuatro requisitos:**

1) **Consistencia fiscal y regla monetaria.** El gobierno deberá presentar en los próximos días un presupuesto 2002 que pueda cumplirse. La importancia de una política fiscal ordenada no es una cuestión de ortodoxia económica, sino que radica en la inviabilidad práctica de las tres formas clásicas de financiamiento del déficit: a) mediante endeudamiento: imposible en la actualidad, dado el cierre de los mercados de deuda; b) mediante la utilización de Reservas: inviable, debido a que éstas se encuentran afectadas a mantener la paridad cambiaria; c) mediante la emisión de moneda: el crecimiento en la oferta de dinero tiende a generar inflación. Entonces, **el gran interrogante es cómo determinar para este año un presupuesto creíble si, dada la aguda iliquidez y las previsibles complicaciones en el frente crediticio para las empresas en este año, no resulta posible estimar, de manera confiable, la recaudación tributaria.** Sólo a partir de una regla fiscal consistente, puede definirse alguna regla monetaria que elimine el temor a una permanente monetización del déficit fiscal.

2) **La asistencia externa.** Con este presupuesto en la mano, el gobierno deberá gestionar ante los organismos internacionales de crédito un acuerdo de financiamiento que, como mínimo, permita **restablecer las condiciones de liquidez de principios del año anterior:** en esa dirección, hace falta obtener no menos de u\$s 15.000 millones antes de mitad de año. Las



salidas exitosas de procesos devaluatorios en otros países demuestran que la asistencia externa resulta crucial.

3) **El reparto de los costos devaluatorios iniciales.** El cambio de los precios relativos en favor de los sectores exportables y que compiten con las importaciones conlleva un riesgo inflacionario importante. **El éxito devaluatorio dependerá entonces de cómo se articulen políticas que “blinden”, de algún modo, el poder adquisitivo del salario en pesos.** La especificación de las tarifas de los servicios públicos es una buena señal de coordinación de los precios de la economía. A su vez, la caída inicial del salario real podría verse compensada, en el transcurso de los meses, con un horizonte laboral algo más estable y por ende, de mayor estímulo para consumir, en especial bienes durables. De todos modos, estos fenómenos aparecerían en el mediano plazo, cuando un leve proceso de sustitución de importaciones comience a operar y cuando se regeneren condiciones mínimas para las inversiones físicas.

4) **Certidumbre cambiaria.** El gobierno anunció que luego de unos meses de paridad fija, irá a un sistema de flotación cambiaria, sin avanzar en mayores precisiones técnicas. Justamente, la ausencia de reglas sobre el tipo de cambio puede atentar contra el éxito del instrumento devaluatorio: al no quedar establecidos los costos y los ingresos en dólares de un determinado proyecto, pueden demorarse las decisiones acerca de nuevas inversiones. **Un sistema de bandas ajustables según metas de inflación puede ser un instrumento eficaz para dar certidumbre a la nueva política.**

Una devaluación creíble debe ser capaz, en las primeras semanas, de estabilizar el tipo de cambio de mercado libre **no más allá de un 15-20% por encima del pautado en el segmento oficial**; en consecuencia, la punta vendedora no debería ubicarse en forma sistemática por encima de los 1,7 pesos por dólar. Esta paridad, de estabilizarse, dará certeza a los formadores de precios, y la inflación podría ser controlada, sin que retorne el temor a su espiralización.

Además, y a pesar de la vuelta a escena de las remarcaciones de precios existirían dos razones

para que no retorne la **alta inflación**, al menos en forma generalizada:

a. La demanda agregada, y en particular el consumo y la inversión, está deprimida, en los niveles más bajos de los últimos cinco años.

b. Si las tasas de desempleo resultan muy elevadas, como sucede en la actualidad, aparece un claro desaliento sobre el consumo de los actuales ocupados, que provoca recortes en sus decisiones de gasto –en algunos casos drásticos, como en bienes durables. En algún sentido, el desempleo a los porcentajes actuales actúa como un “reductor” del ingreso permanente de las familias que tienen empleo.

Pero también es cierto que la estructura productiva es mucho más dependiente de los insumos importados que hace diez años, como resultado de la apertura económica de la década anterior, lo que significa que, al menos en el corto plazo, habría que esperar aumentos puntuales en los precios de algunos bienes. Señales demasiado violentas de cierre de la economía también podrían inducir algunos comportamientos inflacionarios en ciertas ramas. Por ello, **un acuerdo general con los formadores de precios de la economía (supermercados, productores monopólicos, sectores concentrados) puede resultar una herramienta útil para la estrategia de control de los precios.** Podrá haber, como resultado de los reajustes, un salto inicial en el nivel de algunos precios, pero resulta poco factible, en caso de cumplirse los requisitos 1) a 4) enumerados anteriormente, que la tasa de incremento de los precios (inflación) se desboque.

Lograda cierta credibilidad en el nuevo régimen monetario y cambiario, a su vez, el cambio de precios relativos que propone **la devaluación debería estimular las ventas externas con valor agregado, promover nuevas inversiones físicas en sectores exportables y en los que sustituirán importaciones, y crear más puestos de trabajo.** Este proceso, inevitablemente lento, mejorará en el tiempo las condiciones de empleo y, por supuesto, también los salarios.



¿Proyecciones para 2002?

Dado el contexto anteriormente descrito, donde predomina la falta de mayores definiciones respecto de los principales puntos del nuevo régimen, queda claro que **la elaboración de proyecciones macroeconómicas puede resultar un mero ejercicio teórico de determinación de grandes tendencias.** Sin embargo, el entorno de incertidumbre actual las hace válidas para la **toma de decisiones.**

Es opinión de ECOLATINA que, **sin lugar a dudas, la macroeconomía de 2002 mostrará un desempeño más desfavorable que el observado durante 2001.**

Varios factores contribuirán a prolongar, o inclusive agravar, la tendencia declinante del PBI:

- Las restricciones sobre las transacciones comerciales impuestas por el nuevo “corralito” financiero, que contribuye a agudizar los problemas ya existentes en la cadena de pagos -situación que se vio empeorada por la “placificación” del sistema financiero¹.
- El cierre de los mercados de crédito, no sólo a nivel internacional, sino también local. Si el sistema financiero no está en condiciones de afrontar la salida masiva de depósitos (gran parte de ellos calzados con préstamos), es poco probable que pueda otorgar nuevos créditos, a menos que crezca el flujo de nuevos depósitos.
- La dificultad que impone la incertidumbre e inestabilidad política y social prevalecientes, para el proceso de formación de expectativas respecto de la evolución de las principales variables macroeconómicas, necesarias para la toma de decisiones.
- La caída del salario real que determina el aumento del nivel de precios resultante de todo proceso devaluatorio.

- La política fiscal contractiva necesaria para el sostenimiento del nuevo esquema cambiario y monetario, principalmente por la vía de mayores reducciones en el gasto público.

En función de esto, y de lograrse un cambio de régimen exitoso (que contemple, por ejemplo, los cuatro requisitos anteriormente mencionados) **la caída esperada en el producto para 2002 será, como mínimo, del 5% en términos reales.** Debe tenerse en cuenta que sólo como efecto del arrastre estadístico la caída del nivel de actividad sería de 3,5%.

Además, como consecuencia de los tiempos necesarios para que los distintos factores productivos se ajusten a la nueva estructura de precios relativos, el grueso de esta caída debería concentrarse principalmente en el primer semestre del año. Transcurrido este período, la economía debería generar las condiciones necesarias para lograr, hacia fin de año, una desaceleración de la caída.

Sin embargo, no debe confundirse un cambio en la tendencia con un retorno al crecimiento. Si bien se puede esperar cierta sustitución de importaciones, debido al encarecimiento de los productos importados, no cabe imaginar una profunda reconversión industrial, dada las fuertes restricciones para llevar a cabo nuevas inversiones.

Presidente de Ecolatina:

Alberto Paz

Economistas a cargo del informe:

Ricardo Delgado

Ricardo Fuente

Marco Lavagna

Juan Martín Sotes Paladino

Prensa:

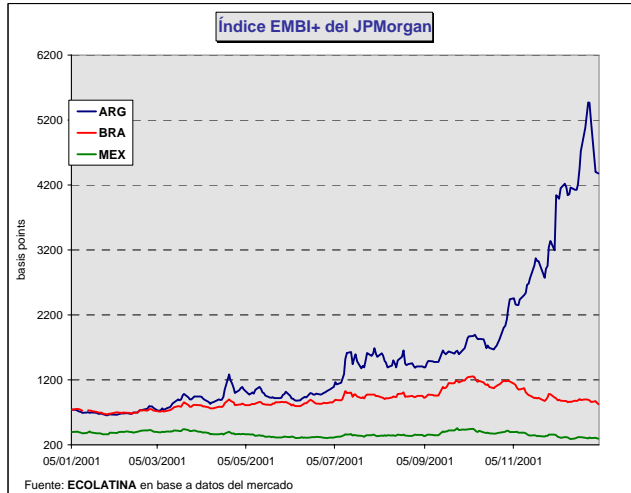
Carolina Diotti

¹ Transformación de las cuentas corrientes y cajas de ahorro en dólares en depósitos a plazo fijo (salvo opción del tenedor de pesificarlas) y posterior reestructuración de los vencimientos a partir del 2003.



LAS CIFRAS DE LA SEMANA

RIESGO PAIS



CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

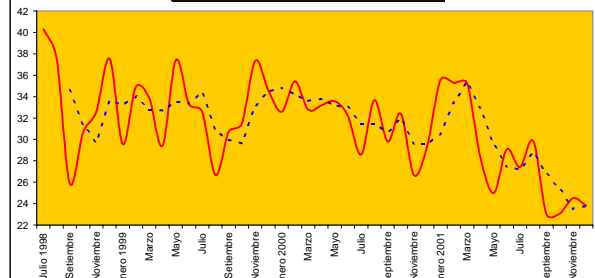
Fecha	Situación personal	Situación Macroeconómica	ICC
Jul-01	42,3	56,1	41,9
Ago-01	36,4	52,1	39,4
Sep-01	35,4	47,3	35,2
Oct-01	31,2	42,8	32,4
Nov-01	33,3	46,8	34,9
Dic-01	33,0	49,4	35,4
Var. Dic '01 Vs. Dic '00	-20,64%	14,49%	-6,99%
Var. Dic '01 Vs. Nov '01	-0,99%	5,53%	1,52%

SERVICIOS PÚBLICOS

PERIODO	INDEC INDICE 1996=100 (1)	Var.respecto a igual mes del año anterior	Variación del acumulado desde enero hasta cada mes del mismo año respecto a igual acumulado del año anterior	INDICE DESESTACIONALIZADO
NOV	140,1	8,6%	7,0%	141,3
DIC	150,7	8,1%	7,1%	144,1
Ene-01	142,8	7,4%	7,4%	140,5
FEB	133,3	3,2%	5,3%	145,0
MAR	144,0	5,0%	5,2%	140,3
ABR	135,8	4,5%	5,0%	138,8
MAY	140,8	1,4%	4,6%	139,5
JUN	139,4	0,4%	3,9%	139,9
JUL	145,0	-0,3%	3,3%	137,3
AGO	137,6	-5,0%	2,2%	133,8
SEP	132,7	-5,4%	1,3%	135,0
OCT	136,0	-4,3%	0,7%	136,7
NOV	132,4	-5,6%	0,2%	135,2

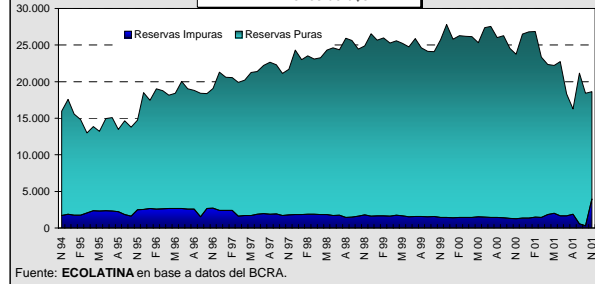
(1) Índice ponderado de los indicadores producción y consumo de los servicios públicos.
Fuente: ECOLATINA en base a datos del INDEC.

ICC Durables + Inmuebles

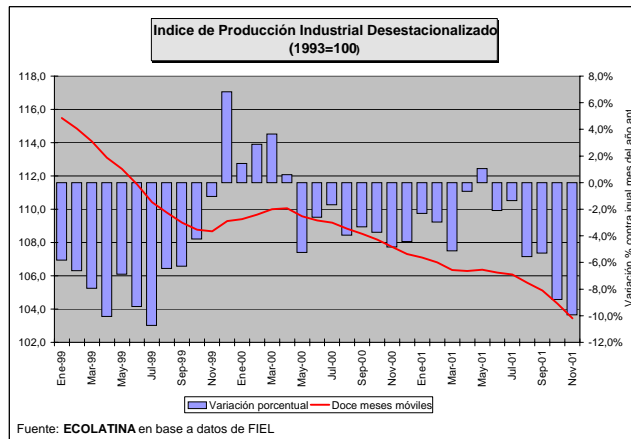


SECTOR FINANCIERO

EVOLUCION DE LAS RESERVAS
En millones de u\$s



PRODUCCION INDUSTRIAL



SECTOR EXTERNO

COTIZACION REAL POR DOLAR (PROMEDIO MENSUAL) (*)

