

Informe N° 14. La coyuntura económica nacional

Una mirada de la inestabilidad cambiaria en Argentina

Introducción

En el Informe N° 8 del CIEFCE (junio/2017), titulado *“El balance cambiario de la Argentina. Déficit corriente, endeudamiento externo y fuga de capitales (...)”*, se alertaba sobre lo que parecía avizorarse como un *“nuevo ciclo donde surge en niveles riesgosos la trilogía de endeudamiento improductivo, fuga de capitales y déficit corriente sostenido”*. Estas tres variables, como muestra tal informe, están ligadas a las crisis de deuda que afectaron gravemente la sociedad argentina en 1981/82, 1988/89/90 y 2001/02. En este nuevo trabajo continuamos esa línea de análisis, considerando los sucesos recientes de la economía argentina. Entendemos que es obligación de los profesionales universitarios intervenir en el debate público sobre las problemáticas relevantes que afectan el devenir socio-económico del país, con miradas diversas, pero siempre fundadas y rigurosas.

Proponemos en este informe un análisis de ciertos indicadores elegidos de las crisis anteriores y su relación con la situación actual, para luego esbozar una conclusión de conjunto. Se trata de un abordaje histórico-estructural, sobre datos económicos efectivos, lo que no va en desmedro de perspectivas basadas en expectativas o problemas de “confianza”, ni de ciertos aspectos institucionales, que también es necesario examinar.

Las crisis de deuda en la argentina reciente: de la dictadura cívico-militar a la convertibilidad

Las profundas recesiones económicas vienen acompañadas necesariamente de conflictos sociales e inestabilidad política. La crisis 1981/82, con el ajuste y redistribución del ingreso de la dictadura cívico-militar, impulsó el reclamo popular (manifestación por “pan, paz y trabajo” del 30/03/1982) que había sido acallado en los años previos. En ese marco, luego de la guerra de Malvinas, se precipitó la salida de los militares del poder político (1983). La debacle de 1988/89, durante el Gobierno del Dr. Raúl Alfonsín, obligó el retiro anticipado del gobierno cinco meses antes del mandato constitucional. La crisis 2001/02 con el derrumbe de la convertibilidad, concluyó abruptamente la gestión de la Alianza UCR-FREPASO. En todos estos casos, los costos sociales fueron muy altos, y puede pensarse que los efectos socio-productivos, puja distributiva, pobreza, etc. van creciendo en las nuevas crisis.

En términos económicos, es posible observar ciertos problemas estructurales de la economía argentina asociados a este tipo de situaciones críticas. En particular la

histórica y eterna restricción del sector externo de la economía Argentina, la incapacidad del país para afrontar sus pagos externos, esto es, la falta de divisas (dólares) para cancelar las importaciones de bienes y servicios, los intereses y el capital de las deudas y las utilidades de la inversión externa, sobre todo si la economía se sitúa en altos niveles de empleo de sus factores productivos. Este tema está vinculado también a la fuga de capitales, que suele realizarse en desmedro de la inversión privada.

Esto supone una enorme fragilidad de la economía argentina que puede ser “cubierta” transitoriamente con endeudamiento externo, la cual provee en el corto plazo los dólares que faltan sin solucionar las problemáticas estructurales. Ahora bien, en tal escenario, cualquier sospecha de que alguna condición internacional en un mundo volátil pueda cambiar, lleva a los actores a dolarizar sus carteras, precipitando una crisis cambiaria. En rigor, suele tratarse de unos pocos grandes inversionistas locales y extranjeros como bancos transnacionales y fondos de inversión, que ponen en vilo la economía en su conjunto.

Sintéticamente, entonces, la lógica de las crisis resulta similar en todos los casos: sobre una situación de fragilidad estructural en el “frente externo” (en razón de las problemáticas enunciadas), cualquier coyuntura desfavorable precipita la debacle. La crisis se manifiesta como una salida exagerada de divisas sobre la que la autoridad monetaria pierde, precisamente, toda autoridad, disparando una devaluación no controlada, inflación y estancamiento de la economía.

En el caso de 1981/82 la abrupta suba de la tasa de interés externa en Estados Unidos (FED) y las dificultades para obtener financiamiento dispararon la debacle. En 1988/89, también se produjo un aumento en la tasa de interés externa, luego de una baja 1986/87, además del bajo nivel de los precios de los productos que Argentina vendía en el mundo en relación a los que compraba, en un contexto local de extrema debilidad política. En 2001/02, la devaluación de Brasil y el estancamiento general en América latina, afectaron al régimen de convertibilidad: Argentina quedó sin posibilidad de financiamiento externo, en un escenario interno también de fragilidad política.

La debilidad estructural que llevó a la crisis en los tres eventos citados, junto con los factores coyunturales referidos, podemos apreciarla con unos pocos indicadores para simplificar el análisis (Cuadro N° 1). En todos los casos, antes y durante la crisis empeoró la relación entre las reservas internacionales y la deuda externa (pagadera en divisas). Ello es lógico en la medida que esta es una expresión de la capacidad del país para cumplir sus compromisos, así como de intervenir ante perturbaciones del mercado cambiario. Un nivel de reservas inferior al 10% de la deuda pareciera resultar

complicado en un escenario externo desfavorable, sin perjuicio del perfil de vencimientos. Otro dato relevante es la relación entre las reservas y las importaciones. En todos los casos la disponibilidad de reservas sufrió una merma significativa respecto de las importaciones de bienes y servicios. En 1982, por ejemplo, las reservas apenas cubrían 4,6 meses de importaciones (considerando un año “normal” de estas últimas –previo a la crisis–). Esta situación también es lógica en la medida que los países necesitan importar bienes y servicios para nutrir el consumo interno y la producción local. Finalmente, otro indicador significativo es el saldo en cuenta corriente. La diferencia entre los ingresos de divisas del país por ventas externas y cobro de utilidades e intereses, menos los pagos externos que hace por los mismos conceptos. En los años previos a las crisis la cuenta corriente siempre fue negativa por lo tanto desaparecía el financiamiento externo genuino (se paga más de lo que se cobra), observándose invariablemente un deterioro en el saldo negativo de la cuenta corriente respecto del nivel de importaciones.

Cuadro N° 1: Crisis de deuda. Indicadores seleccionados

	1981/82	1988/89/90	2001/02
Nivel de actividad –caída acumulada del PBI– (%)	-8,9	-10,3	-15,3
Reservas/deuda externa (%)	10,3	4,9	7,1
Variación de la relación reservas/deuda externa (%)	-74,5	-43,8	-57,8
Reservas en cantidad de meses de importaciones (meses)*	4,6	5,1	5,3
Variación de la relación reservas/importaciones (%)*	-46,2	-37,6	-42,1
Saldo cuenta corriente/importaciones (%)*	-36,2	-53,5	-37,3

*Las importaciones se consideran en el año previo al inicio de la crisis. Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y el FMI

La información muestra, en fin, que la crisis estalla en gran medida debido a ciertas perturbaciones internas o externas que actúan como detonantes, en un marco estructural de impotencia nacional para hacer frente a los compromisos externos. Los actores del “mercado financiero” que observan esta situación no estarán dispuestos a financiar un país sin capacidad de repago y además buscarán retirar los capitales (fuga), situación que agrava la crisis y lleva los indicadores a los mínimos observados.

La situación actual: aspectos coyunturales y estructurales

¿Qué sucede en la Argentina actual? Pues bien, tal como había declarado el nuevo gobierno norteamericano, la tasa de interés en Estados Unidos viene subiendo en los últimos meses (y continuará creciendo estimándose que en el año 2019 será el 5% anual), con dos aumentos sucesivos desde noviembre/17. Ello encarece y dificulta el crédito internacional, más aún en países periféricos como Argentina, que atravesó además una sequía con efectos importantes en la cosecha (2017/18). Estas

problemáticas son potenciales factores desestabilizantes en un mundo en crisis (desde 2008), con guerras comerciales y políticas proteccionistas en USA.

A esta situación debemos agregar otro factor asociado a la coyuntura. El tema de la emisión de LEBAC (Letras del Banco Central). Se trata de títulos (deuda) emitidos por el Banco Central que han crecido de manera sostenida en los últimos años. El banco central emite esa deuda para retirar pesos de circulación y evitar así que crezca la cantidad de dinero y haya más presión sobre las divisas.

Ahora bien, ello puede agravar la situación del frente externo a medida que van venciendo los títulos, la tasa de interés de la FED continúa subiendo y la economía Argentina no resuelve sus problemáticas, lo que ya se vio días atrás y torna peligroso el “carry trade” como mecanismo de financiamiento de la economía Argentina. Esto consiste en el aprovechamiento de inversores extranjeros de las elevadas tasas de interés domésticas, siendo esta estrategia empleada en el mercado de cambio donde los inversores-residentes extranjeros venden dólares y compran otra moneda (\$) con una tasa de interés más elevada.

Además ante el inicio de la vigencia del impuesto a la renta financiera a los tenedores extranjeros, gran cantidad de estos desarmaron sus posiciones de LEBAC y migraron al dólar. Queda por ver cómo reaccionarán el resto de los ahorristas que hoy están posicionados en LEBAC ante este escenario. El 16/05 vencen cerca de 30.000 millones de dólares en LEBAC (más del 50% del stock total).

En términos estructurales, por su parte, la situación es harto compleja por la vulnerabilidad externa de nuestro país. Las exportaciones de bienes y servicios sufrieron una caída sistemática en el lapso 2012-2014, para estancarse en torno a los 70 mil millones de dólares luego (72 mil millones en 2017) (datos INDEC). El resultado de la cuenta corriente del balance de pagos, que venía siendo negativo desde hace varios años, alcanzó niveles alarmantes en 2017, con casi 31 mil millones de dólares de déficit (el 35% de las importaciones). El drenaje de divisas continuó en el primer trimestre de 2018 (INDEC). Si comparamos el primer trimestre 2017 vs igual período de 2018, el déficit de cuenta corriente creció 112%, aunque pareciera mejorar en abril. La formación de activos externos (fuga de capitales), ascendió a 29 mil millones de dólares 2017/18 (marzo) en términos netos, agravando el cuadro situacional de escasez de divisas (BCRA). La historia reciente nos muestra que en la década de los 90 se dio similar situación que fue considerada como transitoria erróneamente por la autoridad económica Argentina y fue uno de los desencadenantes de la crisis de 2001, el default.

La situación en el frente externo, entonces, pareciera muy comprometida. Sin embargo, la Argentina no enfrenta un escenario crítico en el futuro inmediato (2018)

como en el 2001 ya que entre otras cuestiones la situación del sector financiero es muy distinta y sólida, además que todavía el nivel de reservas en relación a la deuda externa no es crítico (ronda el 27%), y las mencionadas reservas representan casi 8 meses de importaciones. Hay algún margen también para nuevas emisiones, en caso de ser necesarias. Vale decir, el Gobierno cuenta con capacidad económica de intervención, lo cual, combinado con política cambiaria, fiscal y financiera, debiera permitirle apaciguar la coyuntura sin demasiada dificultad. Los anuncios de suba de tasas del Banco Central y de ajuste fiscal el pasado viernes 4/05, sumados a la devaluación de los últimos días, muestran que el Gobierno está usando las herramientas disponibles en el sentido que cree adecuado.

Conclusión. La situación en el mediano plazo. Esa es la cuestión

Más allá de la coyuntura inmediata, en la que el Gobierno puede operar para estabilizar las variables, el problema se presenta en el mediano plazo. La lógica del endeudamiento improductivo, fuga de capitales y déficit corriente externo no parece haberse encaminado a una resolución. Ello se revela en el escaso nivel de inversión productiva, cuestión clave para garantizar la generación de divisas que permitan pagar los compromisos externos sin necesidad de un ajuste sobre la población. En 2016 y 2017 el esfuerzo de inversión se sostuvo entorno al 20% del producto bruto (PBI). Es evidente que ese nivel de inversión no es suficiente, pese a la mejora en el 4to trimestre/17 y también en el rubro maquinaria y equipo (INDEC). Mientras la deuda externa creció casi un 40% (diciembre/15-diciembre/17), el uso de divisas para bienes de capital y accesorios se mantuvo en alrededor de 25 mil millones de dólares por año (similar a 2014/15), y la inversión sólo aumentó un 6% en términos reales (2017/-2015), lo que tampoco se ha traducido en incrementos sustantivos en las exportaciones (INDEC).

En este punto está el problema clave, la inversión reacciona lentamente y si aparece inestabilidad, es probable que no se produzca en los niveles necesarios. El Gobierno apuesta a “tranquilizar” a los mercados garantizando alta rentabilidad interna mediante subas de la tasa de interés y, particularmente, anunciando medidas de ajuste fiscal como entre otras cuestiones la reducción de la obra pública que demuestren capacidad de repago de la deuda. Pareciera que la gestión económica ubica al gasto público, la presión tributaria y el déficit estatal como el problema de fondo, que altera todas las demás variables (precios, tipo de cambio, inversión, sector externo). Sin embargo, en las complejas circunstancias mundiales, donde cada país articula sus políticas comerciales en su propio beneficio, la visión de la cartera económica es riesgosa. La confianza en los resultados de enviar “señales amistosas para con los mercados”, como les llamaba irónicamente Aldo Ferrer, es muy discutible. Basta recordar los conceptos de Fernando De la Rúa en su discurso de asunción (1999),

cuando sostenía la misma lógica: “lo primero es equilibrar las cuentas públicas –decía el entonces presidente– porque un presupuesto equilibrado atraerá nuevas inversiones que nos pondrán en marcha”. El corolario de esta política está a la vista, el ajuste fiscal profundizó la crisis, las inversiones no llegaron y el país se sumió en una debacle. Aunque aquellas circunstancias eran muy distintas a las actuales.

En conclusión, el Gobierno plantea el problema actual bajo la disyuntiva del *ajuste o la crisis*, como indicó Dujovne en la conferencia de prensa del pasado viernes. Sin embargo, la historia parece mostrar que las políticas de *ajuste* no evitan *la crisis*, porque estas se producen como consecuencia de problemas en la generación de divisas. La conocida restricción externa e impotencia para afrontar los compromisos internacionales. Por supuesto, no se trata de una cuestión sencilla de resolver. Otro conjunto de políticas posibles, como control de cambios y de flujos de capitales, control de importaciones, control de precios, orientación de la inversión a la generación o ahorro de divisas, etc., también son discutibles y complejas. Será una responsabilidad del Estado evitar los daños económicos y sociales de una potencial crisis, y el eterno retorno al péndulo argentino que refería Marcelo Diamand.

Fuentes: Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, INDEC, Banco Central de la República Argentina