



AGENDA ECONÓMICA N°6

La cuestión de Fondo

Junio 2018



Observatorio
de Coyuntura Económica
y Políticas Públicas

La cuestión de Fondo

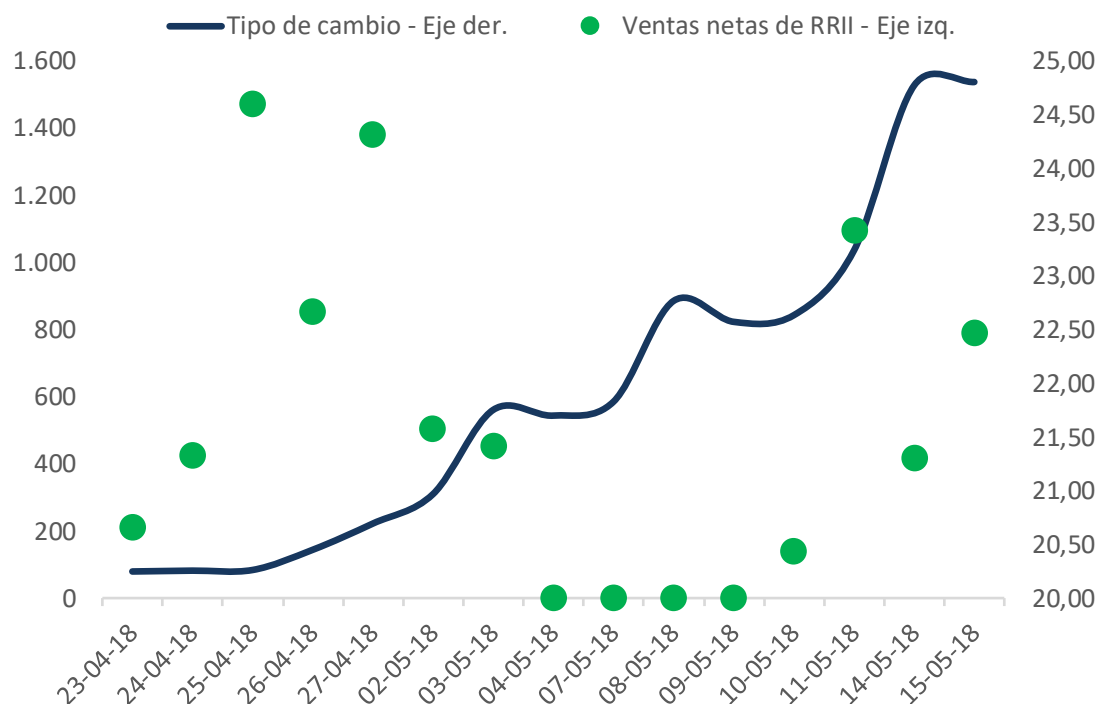
La reciente devaluación implicó un súbito cambio en el escenario económico local, despertando señales de alarma, ya no sobre la sustentabilidad económica a mediano o largo plazo, sino acerca de la estabilidad en el más palpable y concreto corto plazo. El gobierno, junto con gran parte del establishment y el Fondo Monetario Internacional (FMI) señalan al déficit fiscal como el gran culpable de los males que nos aquejan.

En esta entrega repasaremos brevemente la corrida cambiaria y la intervención del BCRA en el mercado de divisas, como punto de partida para analizar críticamente el diagnóstico oficial acerca de la cuestión de fondo de los desequilibrios macroeconómicos que estarían detrás del corrimiento cambiario: el déficit fiscal.

La corrida cambiaria

Al comienzo de la corrida, el BCRA intervino fuertemente en el mercado, garantizando un tipo de cambio estable para la fuga de Lebac's hacia el dólar por parte de tenedores no residentes; luego, frente a la aceleración de la devaluación, el BCRA abandonó repentinamente su errática intervención en el libre mercado, optando por aumentar la tasa de interés de política monetaria; sin embargo, a los pocos días, ante la evidente ineficacia de la medida, volvió a la carga con fuertes ventas de reservas. Podría pensarse que una vez desatada la corrida, los hacedores de política económica cuentan con limitadas herramientas, y que en el momento en que la estantería completa se viene abajo, sólo es posible intentar atajar lo que se pueda. Sin embargo, en este caso, las erráticas intervenciones del BCRA no sólo no lograron contener el tipo de cambio, que se devaluó 23% en un mes, sino que a su vez se pagó un costo muy elevado en términos de caída de reservas (USD 10.000 millones) y aumento de la tasa de interés (52%, + 14 p.p.).

Gráfico 1: Tipo de Cambio y Ventas Netas de Reservas Internacionales



La estabilización del tipo de cambio llegó finalmente (por ahora) cuando el BCRA modificó su modalidad de intervención, colocando una oferta de USD 5.000 millones al inicio de la rueda, interviniendo en el -hasta ese momento- políticamente vedado mercado de futuros, al tiempo que la Secretaría de Finanzas lograba captar USD 3.000 millones con una emisión de deuda boutique. Así, una vez pasada la tormenta y estabilizado el tipo de cambio, el gobierno se propone atacar el supuesto “problema de fondo”: el déficit fiscal. En este contexto, el Presidente anunció el inicio de conversaciones “preventivas” con el FMI para el otorgamiento de un crédito, el cual aún se está negociando, pero ambas partes (gobierno y FMI) han adelantado que existe una coincidencia en cuanto a la identificación del problema: la culpa es del déficit fiscal. Así, frente al desequilibrio del sector externo, Dujovne responde que “en este contexto que necesitamos acelerar el camino hacia la convergencia fiscal en medio de intentos populistas de la oposición” (Infobae, 4/5/2018). Así, como por arte de magia, el problema de la falta de dólares de la economía argentina se convierte en un problema de exceso de gasto en pesos del Estado. Dado ese diagnóstico, el Ministro Dujovne plantea la supuesta solución: "Hay una decisión innegociable de este Gobierno, que es converger al equilibrio fiscal" (Ibidem).

La visión del ajuste: el déficit fiscal como causal de la crisis externa

El diagnóstico es expresado de diferentes maneras, en ocasiones confusas, pero que conforman una fuerte ofensiva de discurso de austeridad: En el informe sobre la Consulta del Artículo IV correspondiente a 2017, el FMI afirma: “Una mayor demanda interna transformó el superávit

comercial en déficit e incrementó el déficit en cuenta corriente. (...) Los directores [del FMI] coincidieron en que un menor déficit fiscal reduciría las vulnerabilidades externas, generaría credibilidad y ayudaría a anclar las expectativas de inflación”. La ortodoxia suele utilizar el déficit fiscal como un comodín macroeconómico: En forma recurrente se lo señala como causal de la inflación. Pero ¿cómo se conecta la reciente devaluación con el déficit fiscal? ¿Cómo es posible que el “aprendizaje” del oficialismo y gran parte de los “expertos” economistas, luego de la repentina fuga de capitales y la segunda gran devaluación de la gestión Cambiemos en dos años de gobierno, sea que, ahora sí, tenemos que hacer el postergado ajuste fiscal?

La línea argumental es la siguiente: la expansión del gasto público genera un incremento de la demanda agregada que impulsa un alza de la tasa de interés, desplazando inversión privada (efecto crowding out). Esto genera un ingreso de capitales desde el exterior, dado el diferencial de la tasa interna respecto a la externa, propiciando una apreciación cambiaria que implica una pérdida de competitividad externa. Esta situación genera un déficit de cuenta corriente, financiado con el ingreso de capitales de la cuenta de capital y financiera. En su variante más ortodoxa (reflejada en la primera parte de la cita previa del Artículo IV del FMI), el argumento cambia levemente, pero se mantiene en lo fundamental: el déficit fiscal genera inflación, apreciando el tipo de cambio en términos reales, con la consecuente pérdida de competitividad externa que lleva al déficit de cuenta corriente, ya no por la vía financiera, sino por el canal comercial. De esta forma, esta visión establece un puente entre lo fiscal (brecha en pesos) y lo externo (brecha en dólares).

La visión crítica: estructura productiva dependiente de divisas agravada por apertura importadora y desregulación financiera

En primer lugar, el señalamiento del déficit fiscal como causal de la corrida cambiaria choca con hechos empíricos: i) Si bien es cierto que en comparación con la región (Bolivia, Brasil, Chile, Uruguay, Perú y México) Argentina cerró 2017 con un déficit financiero relativamente alto (de 6% del PIB), Brasil tuvo un déficit de 7,8% del PIB y Bolivia de 6,3%, sin que se produzca una devaluación tan abrupta como la experimentada por el peso, frente al mismo contexto externo de suba de tasa de interés por parte de la FED; ii) El déficit primario se mantuvo relativamente estable durante los últimos tres años en torno al 4% del PIB, con un leve aumento en 2016 y una reducción en 2017. Esta baja del déficit en 2017 implicó un cumplimiento de las metas fiscales proyectadas por el gobierno. Por otro lado, el incremento del déficit financiero entre 2015 (5,1% del PIB) y 2017 (6% del PIB) se debe exclusivamente al aumento del gasto en intereses de la deuda, generado por la política de endeudamiento externo del gobierno a partir de 2016.

Ahora bien, en contraste con la falta de evidencias de la explicación fiscalista, hay otro indicador que empeora de forma abrupta en 2017, donde Argentina se destaca respecto al resto de la región: el déficit de Cuenta Corriente como porcentaje del PIB en 2017 es de 4,8%, con un brusco aumento de 2,2p.p respecto a 2016. En cambio, en la región este indicador mejora en relación al PBI, o se mantiene estable. En resumen, en términos de Resultado Fiscal no hay evidencias o señales de un cambio de situación que explique el “cambio de humor” de los inversores financieros respecto a

Argentina. Pero sí la hay respecto a su posibilidad de recuperar su inversión en divisas, evidenciado por un fuerte empeoramiento de las condiciones de sustentabilidad externa.

Cuadro 1: Déficit Primario, Financiero y de Cuenta Corriente, en % del PBI

Concepto	2015	2016	2017
Déficit Primario	3,8%	4,2%	3,8%
Déficit Financiero	5,1%	5,8%	6,0%
Déficit Cta Cte	2,7%	2,6%	4,8%

Este factor nos da el pie para abordar el problema desde una perspectiva teórica: ¿es el déficit fiscal el que genera el déficit externo?

En primer lugar, cabe destacar que la suba de la tasa de interés no se produjo como producto de un impulso de demanda, sino como una política del BCRA, originariamente a finales de 2015, después de la devaluación que se hizo al liberar el cepo cambiario y en un contexto recesivo marcado por la propia devaluación.

Por su parte, el déficit de cuenta corriente, en ascenso desde 2010, creció especialmente en 2017, en gran parte por el empeoramiento de la balanza comercial, producto de la apertura de las importaciones, que se sumó a la elasticidad estructural entre el PIB y las importaciones y la muy baja respuesta -también estructural- de las exportaciones frente a la devaluación. En definitiva, mientras que el déficit fiscal no se modificó sustancialmente entre 2015 y 2017, el déficit de CC aumentó un 75% (de USD 17.600 M a USD 30.800 M).

Por otro lado, no debe perderse de vista la dinámica que adquiere la Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos. Si bien el déficit de Cuenta Corriente da cuenta de los problemas en términos de competitividad externa de nuestra economía, los movimientos bruscos de la cuenta financiera son extremadamente relevantes para explicar los saltos discretos del tipo de cambio.

El ingreso de capitales financieros (superávit de la cuenta financiera) engendró la crisis posterior, dado que la “lluvia de dólares” consistió en un aumento récord de deuda externa pública y en un ingreso de capitales especulativos.

Suele sostenerse que la corrida se origina en una “pérdida de confianza del mercado” en la marcha de la economía local. Sin embargo, esta afirmación requiere claridad semántica. No es el “mercado” sino los fondos de inversión financiera, tanto de origen interno como externo; y su “pérdida de confianza” no es otra cosa que la expectativa de una ganancia financiera a través un cambio de activos (de pesos a dólares), lo que implica cerrar el ciclo de carry trade, realizando las ganancias en dólares. Los capitales financieros entran al país con el único objetivo de realizar ganancias al salir. Por otra parte, la pérdida de confianza, no ya de los tenedores no residentes de Lebac que fugaron unos USD 5.000 millones, sino de los compradores minoristas locales que adquirieron otros USD 5.000 millones, está fundada en la cambiante, dubitativa y poco efectiva política del BCRA, factor que contribuyó a la incertidumbre en el mercado de divisas.

La restricción externa, y no fiscal, es el verdadero problema de fondo de la economía Argentina. La dinámica de crecimiento económico llevó a un nivel de demanda de dólares incompatible con la disponibilidad de la oferta. Esta es, si se quiere, la cara oscura de la “herencia” recibida por la actual gestión del período anterior. Tal situación no es producto del déficit fiscal, sino de la estructura productiva dependiente de dólares, agravada por un déficit energético sin precedentes y una abultada salida por vía de turismo emisivo. Sin embargo, la gestión de Cambiemos profundizó la restricción externa: aumentó significativamente el déficit de cuenta corriente, sin lograr crecimiento económico relevante (el PIB de 2017 resultó sólo un 1% superior al de 2015), desreguló la cuenta financiera y “bicicleteó” el desequilibrio externo con la mayor toma de deuda externa de la historia argentina, lo que generó un fuerte aumento de la exposición de la economía local a crisis de balanza de pagos (ver nuestro informe sobre el Indicador de Vulnerabilidad Externa).

Estos elementos explicativos de las corridas cambiarias no son novedosos. Damill, Frenkel y Juvenal (2003) señalan los siguientes factores comunes a todas las crisis externas en Latinoamérica durante las décadas 1970 y 1990: i) Tipo de cambio real apreciado; inexistencia de barreras al libre movimiento de capitales; ii) grandes ingresos de capitales en períodos de auge previos a las crisis relativos al mercado nacional de dinero y capital; iii) débil y permisiva regulación del sistema financiero en la etapa de auge.

La propuesta del gobierno y del FMI es enfrentar el problema de la restricción externa mediante un ajuste en el consumo y la producción local. La devaluación es contractiva *porque* es inflacionaria. La suba del dólar encarece las importaciones, generando inflación de costos para bienes de capital e insumos importados. Al mismo tiempo, produce un aumento del precio de los bienes transables, por convergencia a precio de exportación. El efecto inflacionario genera una caída del consumo por descenso de los ingresos reales de las personas. Como consecuencia, cae la actividad económica. En este escenario, si se suma una contracción fiscal, no se hace más que profundizar la caída de la actividad. Pero además, no se garantiza ni siquiera la reducción del déficit fiscal, porque al caer la actividad cae la recaudación. El gobierno parecería no ignorar esto, y por eso apeló, desde el discurso, nuevamente a la “pesada herencia”, al “sacrificio que tenemos que hacer todos. Sin embargo, desde el pragmatismo, implementó una suba de retenciones al biodiesel y la postergación de incrementos de precios de combustibles.

La caída de la demanda, que conduce a un cierre de la brecha externa, no es una solución, sino la expresión del límite impuesto por la restricción externa. Es por ello que las recetas de austeridad, la apertura financiera y el endeudamiento externo no contribuyen a solucionar el problema, sino que en definitiva lo agravan.