

INFORME Nº 17

“Déficits gemelos y financiamiento externo: Los límites de la insustentabilidad en la Argentina Reciente”.

Por Dr. Flavio Buchieri

Centro Escuela de Gestión y Negocios y Centro Inter-Disciplinario de Estudios (CIEFCE)
Facultad de Ciencias Económicas, UNER

Recibido el 23/08/2018

Aceptado el 30/08/2018

1. Introducción.

La ocurrencia de Déficits Fiscales y en Cuenta Corriente con niveles de deuda pública creciente no constituyen fenómenos nuevos en Argentina. Pero lo más importante de este contexto es cómo se corrigen los mismos cuando se agota o tensa la restricción de financiamiento, en particular, el externo, que permitía que los mismos acontecieran. La consecuencia de ello es que si el proceso de corrección de tales desequilibrios (los denominados “déficits gemelos”) no es adecuado y oportunamente enfrentado, tanto en términos de los instrumentos utilizados, la coordinación y de las diversas políticas que se implementarán al respecto, como así también la distribución temporal de los mismos, el resultado será una caída de la actividad económica con eventuales consecuencias cambiarias y bancarias, produciendo un agravamiento del cuadro pre-existente.

Argentina ha sido el escenario de ocurrencias reiteradas de ambos déficits por lo menos en los pasados sesenta años. Y como la solución y/o salida política, económica y social no ha sido menor, es oportuno prestar atención al análisis del mismo para evitar consecuencias que, para muchos analistas, revistan la condición de ser una profecía auto-cumplida por la dinámica y el resultado final al cual se arribará. Por tal motivo, nos enfocaremos, en el presente documento, en realizar un análisis meramente descriptivo de la situación actual de tal fenómeno en Argentina, inter-relacionando el mismo con un enfoque teórico sencillo para luego, al final de dicho escrito, exponer algunas conclusiones a partir de los cursos de acción que, en la actualidad, ha decidido implementar el Gobierno Nacional.

2. Déficits Gemelos, Tipo de Cambio Real y Financiamiento Externo: Un Esquema de Análisis Teórico Simple para la Comprensión del Problema.

La ocurrencia de déficits simultáneos en materia fiscal como en las cuentas externas del país es resultado de una macroeconomía que conduce a niveles agregados de gasto o absorción de bienes y servicios por encima de las posibilidades reales de producción. En ese escenario, el déficit fiscal -esto es, la diferencia entre lo que recauda por tributos el Estado Nacional menos lo que gasta, siendo el segundo superior al primero- es uno de los elementos que tienen una alta incidencia en la determinación del saldo de la Cuenta Corriente. Esta última es un elemento fundamental de la Balanza de Pagos del país y refleja, si el mismo es negativo, la necesidad neta de dólares o divisas que el país tiene,

producto de que sus exportaciones son inferiores a sus importaciones, a los cuales hay que sumar el pago de intereses de la deuda externa, transferencia de utilidades de las transnacionales a sus casas matrices en el exterior, entre otros.

Lo antes expuesto conduce a una pregunta clara: ¿cómo se financian los dólares que el país necesita cuando el saldo de la Cuenta Corriente es negativo? Pues hay tres canales centrales para ello: a) el financiamiento privado vía entrada de capitales; b) la toma de deuda en el exterior; y c) el acceso a divisas de reservas internacionales del Banco Central. Si cualquiera de estas alternativas no está disponible, hay que recurrir a la/s restante/s para acceder a las divisas necesarias para el objetivo en cuestión. Pero si se considera que las reservas internacionales del Banco Central deben asegurar otros objetivos más importantes que el descrito, el financiamiento de un déficit externo recae en los canales a) y b). Por ende, si ambos no están disponibles, el país debe acomodar su nivel de gasto agregado a lo que produce, con consecuencias concretas en términos de un empeoramiento de los niveles de bienestar, empleo, pobreza, etc.

El déficit fiscal no es el único elemento que genera un saldo negativo en la Cuenta Corriente. Al primero hay que sumarle el déficit del Sector Privado en términos de lo que genera vs. lo que asigna a consumo e inversión. Si ambos son negativos, esto es, el Sector Público y el Privado contribuyen al saldo negativo de la Cuenta Corriente, ante un corte o restricción en el financiamiento del mismo uno de ellos deberá ser superavitario para compensar al segundo, de tal manera de distribuir los dólares disponibles. Si ninguno de ellos muestra tal resultado la consecuencia es un aumento en el valor del dólar, situación que genera efectos colaterales -que describiremos más adelante- junto a una reducción en el stock de reservas internacionales del Banco Central cuando el mismo intenta suavizar la corrección de tal desequilibrio.

Como el déficit fiscal es el principal contribuyente del déficit externo (por el tamaño del sector público, la dinámica de distribución del poder político e institucional a nivel nacional, la sensibilidad de los componentes del gasto público ante cambios de precios relativos, etc.) es necesario contemplar qué nivel de déficit fiscal puede ser tolerado desde el punto de vista del financiamiento disponible para su cobertura, ya que un déficit fiscal persistente puede provocar niveles crecientes de deuda si su variación supera al propio aumento del producto. Si tal ratio, esto es, deuda/PBI, es creciente, la economía comienza a transitar niveles crecientes de incertidumbre con respecto a su real capacidad de repago de la cuota de capital y/o intereses a futuro. ¿Cómo se viabiliza dicha situación? Pues a través de la tasa de interés que se le exige al país para colocar bonos nuevos y/o rescatar los pre-existentes mediante el roll-over de los mismos. Si el desequilibrio externo del país, -fruto de un elevado déficit fiscal- es muy alto, la disminución de la confianza de los acreedores en el repago de la deuda comenzará a restringir el flujo disponible para financiar dicho déficit y/o viabilizar el roll-over de los vencimientos de capital de la deuda pública, en las mismas condiciones con que el país venía accediendo al financiamiento internacional. Así, la tasa de interés a la cual se podrá colocar bonos será más elevada.

Si se parte de una situación donde el ratio deuda/PBI es bajo, estos déficits gemelos no son preocupantes y consiguen acceso a una tasa de interés que contiene una cierta prima de riesgo por invertir en un país determinado. Ahora bien, de continuar esta situación, esto es, déficits fiscales y en Cuenta Corriente persistentes y/ crecientes en términos de la evolución del PBI como del ratio deuda/PBI, el impacto de los mismos se traduce en tasas

de interés crecientes, situación que tiene un límite ya que los acreedores del país no estarán dispuestos a financiar cualquier déficit. Es decir, se puede considerar que existe un déficit máximo al partir del cual, su suba implica primero un endurecimiento o encarecimiento en el acceso a fondos externos para luego, al sobrepasar cierto nivel, cortar directamente el acceso al financiamiento para la totalidad de la deuda soberana nueva como en renovación.

3. Déficit gemelos y Tipo de cambio real. La coyuntura reciente.

El análisis efectuado no es independiente del cuadro macroeconómico que sustenta la existencia de ambos desequilibrios. La existencia de ambos déficits, producto de niveles de gasto agregado superior a la producción doméstica, es consecuencia de precios relativos bajos en relación a los internacionales. Esto puede acontecer por un empeoramiento de los términos de intercambio para dicho país, presiones de demanda agregada que no tienen correlato en términos de la producción local, depreciaciones del tipo de cambio nominal que impacta en términos reales y financieros por la alta dolarización de la economía y el portafolio de inversión de los actores económicos, y como por la presencia de tasas de inflación superiores al promedio mundial o de los países con los cuales comercia y/o realiza servicios financieros la economía en cuestión. En este marco, vamos a hablar del Tipo de Cambio Real, esto es, el precio relativo de una cierta canasta representativa de bienes domésticos medida en pesos como, alternativamente, medida en dólares pero pesificada al tipo de cambio de mercado (su expresión es $e = (E \cdot P^{US\$}) / P^S$, donde e es el Tipo de Cambio Real, E es el Tipo de Cambio Nominal, $P^{US\$}$ es el precio en dólares de la canasta que se tome para hacer tal análisis, y P^S es el precio de la misma pero medida en pesos).

El Tipo de Cambio Real mide la competitividad de una economía por lo que, cuando el mismo es alto, la competitividad es elevada, estimulándose las exportaciones y generando el efecto contrario con las importaciones, aspectos que aumentan la producción y el empleo. Cuando el mismo es bajo, el efecto es el opuesto. Por ende, cuando el gasto agregado es alto y/o creciente, por ejemplo, la economía genera un Tipo de Cambio Real que es bajo por las presiones inflacionarias que esto implica, conduciendo así a un déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. Como el déficit fiscal es el principal actor en la determinación de la misma -a menos que acontezcan otros factores, como fueron descriptos en la primera parte del párrafo previo-, un alto nivel de este último conduce a una caída en el Tipo de Cambio Real y, con ello, un fuerte desestímulo a la producción, aspecto que se traduce, a mediano plazo, en suba de tasas de interés para financiar dicho déficit. Es esta situación la que comienza a generar los problemas de certidumbre en la solvencia de las Cuentas Públicas como en la propia sostenibilidad de dicho déficit y/o de la deuda pública.

Todo lo expuesto permite expresar que existe una relación entre Tipo de Cambio Real, Déficit Fiscal y en Cuenta Corriente como del nivel de la Deuda Pública del país, de tal forma que, cuando se asiste a un Déficit Fiscal y/o externo, el Tipo de Cambio Real cae y aumenta el endeudamiento del país, situación que, a la larga, deberá ser corregida si el financiamiento disponible comienza a retacear.

¿Cómo ha funcionado esta articulación de variables en el desempeño macroeconómico reciente? Pues hay un gran acuerdo acerca de que todo aumento en el Tipo de Cambio

Nominal se traslada a la tasa de inflación a largo plazo. Dado esto, y que depende de la velocidad de tal traslado de acuerdo al contexto de producción y expectativas que sobrevenga en un momento en particular, el Tipo de Cambio Real inicia un proceso de recuperación el cual fue importante con la asunción de Macri como Presidente tras la liberación del Cepo Cambiario y la unificación del mercado de cambios a fines del 2015, manteniendo una leve tendencia decreciente desde ese momento y hasta principios del 2018. La recuperación posterior en el tipo de cambio real, en el segundo trimestre del año 2018, fue producto de la fuerte suba en la cotización del dólar de más del 50% con respecto a fines de 2017 y que se ha traducido en un traslado, por ahora, menor a la Tasa de Inflación, que se estima en un 30-35% para todo el año.

El comportamiento descendente en el Tipo de Cambio Real, sin embargo, no se correlaciona con la evolución de los Términos de Intercambio que enfrentó el país en los últimos dos años y medio, que tuvieron una leve tendencia creciente, acotando así el impacto diferencial de la Tasa de Inflación. Por otro lado, las expectativas de Inflación, que se mantuvieron en torno al 30% en los dos años previos al inicio de la nueva Administración, descendieron fuertemente aunque luego comenzaron a crecer a principios del presente año, retroalimentando la Tasa de Inflación corriente para alcanzar, en la actualidad, guarismos similares.

Por otro lado, la reducción del Tipo de Cambio Real evidenciada estuvo acompañada de una agudización del Déficit Fiscal como de Cuenta Corriente, aunque el primero evidencia la política del Gobierno de Macri de avanzar hacia su reducción, situación que llevará –según es consenso generalizado entre la mayoría de los economistas- a que el déficit, en términos del PBI, se encuentre en torno al 2.7% para el año en curso. Esta situación, acompañada de la depreciación del Tipo de Cambio acontecida entre Marzo-Junio del presente año y lo que se espera acontezca para el resto del mismo -esto es, evitar el atraso cambiario mediante la libre flotación del peso, sólo interviniendo bajo situaciones de stress remarcado en el mercado de cambios- debería llevar a una reducción del déficit de Cuenta Corriente, pasando del 6% esperado al 4%, en términos del PBI.

Ambos déficits, como se analizó en secciones previas de este documento, se financiaron casi en exclusividad, con Deuda Externa, siendo la misma creciente en el sub-período 2011-2018 para llegar a alcanzar, para el Sector Público Nacional, cerca del 57% en términos del PBI para el actual año en curso. Apelamos a este adjetivo porque desde mediados del sub-período 2010-2018 -salvo muy contados momentos- se registra una salida consistente de capitales por lo que el ingreso de dólares por deuda revierte la reducción del stock de reservas internacionales del Banco Central que se registraba desde el 2008, alcanzando, al momento de redactarse este documento, cerca de U\$S 58.000 millones.

A pesar del mantenimiento de la política de esterilización monetaria efectuada por el Banco Central vía LEBACs, la Oferta Monetaria registra un sendero de permanente crecimiento, incluso luego de haberse reducido sustancialmente el financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional. Este crecimiento contrasta con el crecimiento de la economía, el cual, a pesar de sus vaivenes, ha tenido una variación en torno al 0.5-1% anual promedio para el período en cuestión.

Las tasas de interés, en particular, las fijadas por la Reserva Federal para Bonos del Tesoro americano a 10 años –que se mantuvieron casi cercana al 0% anual entre 2009 y fines del 2015- comenzaron a crecer sin interrupción a principios del 2016, llegando al 2% a

principios el 2018, esperando que superen ese nivel para fines del presente año. Las tasas locales de interés, que habían sido crecientes en el sub-periodo 2008-2015, bajaron más de 10 puntos luego de la asunción de Macri como Presidente aunque recuperan lo ganado y superan los niveles previos ya desde Marzo de 2018, con tasas del 45-47% en la actualidad.

Por último, los desequilibrios crecientes también se ven reflejados en la suba ininterrumpida de la tasa de riesgo-país, luego de haber alcanzado el menor nivel en los últimos 20 años, con cerca de 340 puntos básicos en Octubre de 2017 –luego de haber ganado Macri las elecciones de medio término de ese año- hasta alcanzar los 634 en Agosto del mismo, con virtual cierre al financiamiento voluntario de deuda. Esta situación es tanto producto de la suba en la tasa de interés americana, que afectó a todos los mercados emergentes –pero con mayor impacto en Argentina por la magnitud relativa de sus desequilibrios- como por la Crisis de Turquía, a comienzos de Agosto del presente año, luego de la tensión política entre dicho país y los Estados Unidos, situación que desembocó en la suba de aranceles impuestos por la Administración Trump a Turquía por la importación americana de aluminio y otros productos derivados.

Por otro lado, las situaciones de stress financiero que se han vivido a lo largo del segundo y tercer trimestre del año, con pérdida de reservas internacionales, depreciación de la moneda y fuerte suba en la tasa de interés local no han impactado, por ahora, en el proceso de monetización de la economía (medido por M3), esto es, no ha tenido impacto en los pasivos bancarios, a pesar de que sí se observa un crecimiento de los depósitos en dólares, en mayor proporción a los denominados en pesos. Esto permite inferir que el vuelo a la calidad, en contra de los activos financieros locales (también a los índices bursátiles con fuerte impacto), no se ha traducido, por ahora, en una crisis bancaria.

4. Conclusiones.

La dinámica compleja observada a partir de Junio del presente año, enmarcada en Déficit Fiscales y en Cuenta Corriente crecientes (4 y 6% del PBI, respectivamente), Tasa de Inflación en alza (+35% estimado para todo el 2018), Tasas de Interés domésticas en aumento (+45%) y reducción en la Tasa de crecimiento del PBI (+0.5-1% para el año), en un contexto de financiamiento mundial más caro, ponen en dudas la posibilidad que el país asista a una dinámica que permita corregir tales desequilibrios. Y esto imposibilita, en el corto plazo, recuperar el sendero de crecimiento aún tras la presencia del paraguas protector otorgado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en Junio pasado que le permitió a Argentina acceder a una línea de U\$S 50.000 millones para los tres años de vigencia. De ese monto, U\$S 15.000 millones llegaron al país en Julio del presente año (50% para cubrir vencimiento de deuda y el restante porcentaje para fortalecer las reservas del Banco Central, que pueden ser usadas para intervenir en el mercado de cambios ante momentos de tensión o stress en el mismo por aumento de la demanda), mientras que el monto restante será desembolsado en cuotas trimestrales de U\$S 3.000 millones tras la aprobación de las evaluaciones de las metas propuestas por los técnicos de la entidad.

La proyección que se puede realizar de la coyuntura actual permiten considerar que:

- a) El Programa con el Fondo Monetario no cubre todas las necesidades del Tesoro para re-financiar deuda con vencimiento en el 2018 y 2019. Esto exigiría

colocación en los mercados voluntarios de cerca de U\$S 9.000 millones para el año en curso y de U\$S 19.000 millones para el 2019. A ello hay que contabilizar qué sucederá con el déficit privado que alimenta la Cuenta Corriente, importe que rondaría los U\$S 15.000 millones para el 2018 luego de la devaluación acontecida, que licuó gran parte del déficit por turismo en el exterior pero que ha mantenido casi constante el proceso de atesoramiento en dólares del ahorro local en blanco o declarado tributariamente.

- b) La percepción es que, a pesar de la suba en el riesgo-país –que implica una tasa cercana al 10% anual en dólares para nuevas colocaciones públicas- se podría obtener lo que falta para el presente año, mas no sería fácil cubrir lo que se necesitaría para el 2019, de no mediar cambios en la coyuntura internacional y a pesar del buen desempeño que se espera de las exportaciones de commodities por buen desempeño climático. Estas proyecciones son las que han llevado a la aparición de un posible riesgo de default de parte de la deuda pública si tales necesidades de financiamiento terminan por no ser cubiertas. Esto sería evidenciado o no a fines del presente año cuando se apruebe el Presupuesto Nacional, se observe la marcha real del cumplimiento de las metas pre-establecidas, se aprecie el impacto en términos económicos y se contemplen las chances electorales de Macri en las elecciones presidenciales del 2019.
- c) El mercado considera como acertado pero también tardío el proceso de rescate de las LEBACs y su reemplazo por títulos dolarizados alternativos como por otras medidas bancarias de control de la liquidez, aunque el impacto claro se visualice en un mantenimiento de la tasa de interés en niveles muy altos, acentuando el efecto recesivo de las medidas tomadas para reducir el déficit fiscal. De concretarse dicho canje en lo que resta del presente año, las perspectivas de llegarse a las metas de inflación para el 2019 son factibles aunque dependientes de lo que haga el Banco Central para convalidar o no las medidas que tomará seguramente el Gobierno, a pesar del escaso margen que le brinda el Acuerdo con el FMI, para mejorar las chances electorales del oficialismo en las elecciones presidenciales del año próximo.

Como vemos, Argentina transita un sendero de delicada y/o precaria estabilidad en la búsqueda de la corrección de los desequilibrios macro que han sido históricos en, por lo menos, los últimos sesenta años. ¿De qué depende su logro? Pues los factores políticos y económicos recientes como los que se agregan en términos jurídicos por el impacto que están ocasionando los casos de corrupción de público conocimiento pueden conducir a nuevos canales que retroalimenten tanto los senderos positivos como negativos de los fenómenos descriptos, situación que obliga a considerar que estamos a un paso de que una nueva “profecía auto-cumplida” acontezca como, alternativamente, se asista a un cambio histórico en cómo dicha dinámica ha terminado en el pasado: hiperinflación + default de los compromisos públicos + caos social.