



Facultad de Ciencias
Económicas



DOCUMENTO DE TRABAJO N° 1

“Déficits Gemelos y Financiamiento Externo Crecientes: Los Límites en La Coyuntura Argentina Reciente”.

Por Flavio Buchieri

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



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 de las diversas políticas que se implementarán al respecto como 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-existentes.

Argentina ha sido el escenario de ocurrencias reiteradas del fenómeno descrito 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, con un análisis de datos temporales, cotejar la dinámica observada. Se planteará, al final de dicho escrito, algunas conclusiones a partir de los cursos de acción que, en la actualidad, ha decidido implementar el Gobierno Nacional.

2. Déficit 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 como de 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 pues 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.

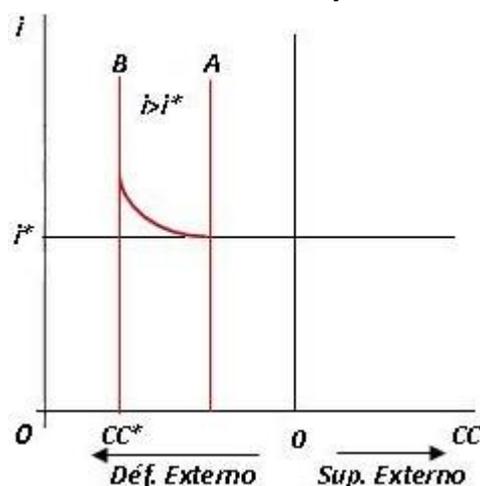
El déficit fiscal no es el único elemento que genera un saldo negativo en la Cuenta Corriente. Al primero hay que sumarle el déficit del Sector Privado en términos de lo que genera vs. lo que asigna a consumo e inversión. Si ambos son negativos, esto es, el Sector Público y el Privado contribuyen al 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.

Desde la perspectiva antes descrita, vamos a analizar la relación entre déficit fiscal y tasa de interés, fenómeno que es la contracara de un saldo negativo de Cuenta Corriente. Siguiendo a Braun y Llach (2006), 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, pues 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. El siguiente Gráfico muestra esta situación, que comentamos a continuación.

GRÁFICO 1: Tasas de Interés y Déficit Externo



FUENTE: Elaboración propia, en base a Braun y Llach (2006).

El eje horizontal muestra el déficit/superávit de Cuenta Corriente o externo (CC) mientras que el eje vertical muestra la tasa de interés que paga el país para financiarse en el exterior (por arbitraje, también en el mercado doméstico de capitales, salvo algunas imposiciones puntuales). A la derecha del punto cero acontece un superávit externo mientras que, a su izquierda, se asiste a un déficit, respectivamente. Desde esta perspectiva, un déficit externo implica el mismo monto, como mínimo, en términos de la Cuenta de Capital, más la probable variación de reservas internacionales si el saldo de esta última cuenta es superior al de la Cuenta Corriente. O, alternatively, si el superávit en la Cuenta de Capital es inferior al déficit de la Cuenta Corriente, se asiste a una pérdida de reservas, la cual puede ser decreciente si está acompañada de una depreciación del tipo de cambio nominal.

El Gráfico expresa que a medida que nos movemos hacia la izquierda, el déficit externo crece. Pasando la línea A , las tasas que debe abonar el país -y que se toman como referencia para las tasas locales- comienzan a subir por aumentos en el riesgo-país. Cuando el déficit traspasa la línea B , las tasas de interés suben al infinito, implicando el corte al financiamiento externo del Déficit Público por lo que el mismo deberá bajar al nivel de financiamiento disponible en forma alternativa. Si el mismo no acontece pues no hay margen para mantener tal desequilibrio, obligando al Gobierno a instrumentar medidas para enfrentar al mismo. Lo expuesto implica que habrá un valor máximo de dicho déficit que encuentra financiamiento a tasas crecientes.

El análisis efectuado no es independiente del cuadro macroeconómico de dicha economía. 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, 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 $e = (E.P^{US\$})/P^S$, 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 descritos 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.

Encontramos así 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.

3. La Economía de Macri: De las Expectativas a la Realidad.

El triunfo electoral de Mauricio Macri como candidato presidencial en el 2015 estuvo precedido por un empeoramiento de la macroeconomía argentina, situación que comienza a observarse tras el inicio mismo del segundo mandato como Presidente de Cristina Fernández de Kirchner el 10 de Diciembre del 2011. En términos de lo antes expuesto, se asistía así a la presencia de déficits gemelos, Tipo de Cambio Real descendentes y aumento de la tasa de interés para las colocaciones de deuda (soberana y privada) de Argentina, gran parte de ellas realizadas con organismos financieros y/o proveedores domésticos.

El contexto que recibió Macri estaba enmarcado en la imposición del cepo cambiario que limitaba la libre compra-venta de divisas en el mercado único de cambios, impuesto unos días antes de que Cristina Fernández asumiera su segundo mandato, como medio para evitar la corrección instrumental de los desequilibrios antes descritos. Este escenario comenzaba a reflejar la re-aparición de los problemas típicos de una economía bimonetaria con ancla nominal, el dólar, para fijar los precios domésticos pero que, con déficit creciente en las cuentas públicas y externo, requería del atraso en el tipo de cambio para contener la tasa de inflación y limitar así la dolarización de hecho en las principales actividades transaccionales como de generación de activos financieros.

La dinámica que dicho contexto macroeconómico permitía observar, de no mediar una corrección de los mismos que asegurara la sustentabilidad de la política fiscal y de demanda agregada doméstica en términos de una baja tasa de inflación y mantenimiento de los niveles de producción, está evidenciado en la historia recurrente de Argentina: un estrangulamiento de la disponibilidad de divisas para comerciar, enviar remesas y/o atesoramiento -resultado que el propio cepo intentaba contener- conducen a la aparición de un mercado marginal para cotizar el precio real de la divisa extranjera, con presiones inflacionarias crecientes, contracción de la actividad económica, y expectativas de una devaluación fuerte del tipo de cambio como medio para relajar las tensiones expuestas y a modo de corrección del precio relativo del dólar en términos del resto de los bienes de la economía. Consecuencias indirectas de esta dinámica: Tipo de Cambio Real bajo como medio de cohesión política del Gobierno con su base electoral de poder y financiamiento del déficit público creciente con impuesto inflacionario.

A lo antes expuesto hay que sumarle varios problemas que el Gobierno de Cristina Kirchner transfirió al nuevo Gobierno como: a) niveles insustentables de tarifas de servicios públicos que incentivarán la producción y la extensión en la provisión de los respectivos servicios; b) la necesidad de acordar con los holdouts, esto es, ex bonistas del país que no habían ingresado en sendos canjes de deuda en default que se habían realizado en el pasado reciente y que habían obtenido fallo favorable a sus demandas en el juzgado de Thomas Griessa en Nueva York, que implicaban compromisos de pagos por alrededor de U\$S 15.000 millones más intereses; y c) atraso de pagos a numerosos proveedores del Estado, entre ellos, ejecutores de obras públicas, entre otros. En ese marco, y con la promesa de unificar el mercado de cambios, reducir la inflación, corregir la distorsión de precios relativos, en particular, las tarifas públicas, disminuir el déficit fiscal, abrir la economía y reducir la carga tributaria que empresas y particulares estaban soportando, Macri asume la Presidencia con expectativas de enormes cambios pero en un contacto de debilidad política por la reducida pertenencia de Gobernadores de Provincias afines a su signo político más la baja representación política del partido gobernante en ambas Cámaras del Congreso Nacional.

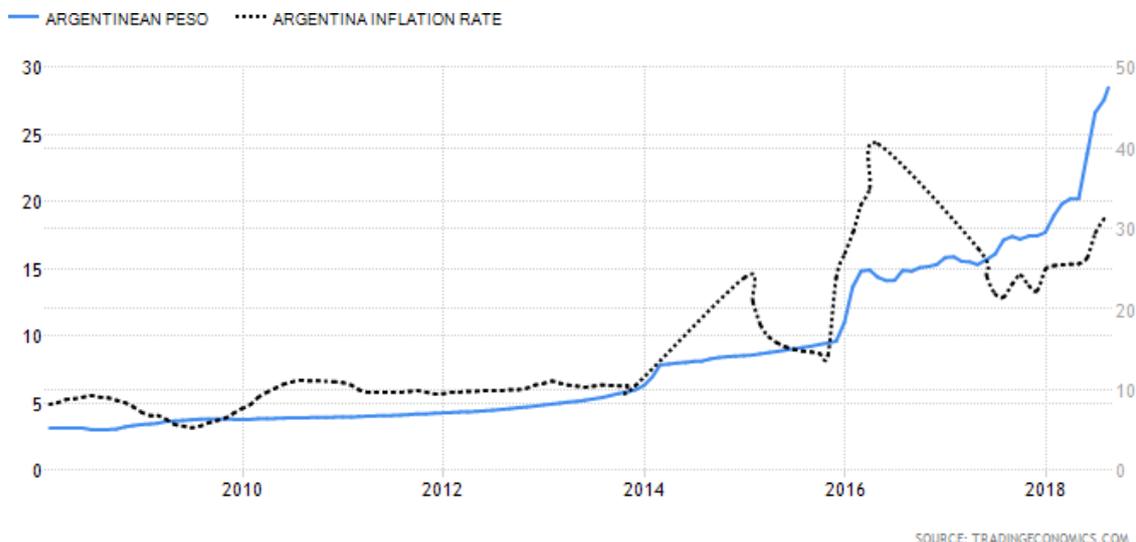
Desde el inicio de su gestión como Presidente, Macri opta por un proceso de corrección gradual de los desequilibrios antes expuestos salvo: a) la unificación del tipo de cambio, que implicó un reajuste en el valor nominal de casi el 60% en el mismo día de su asunción; b) el inicio de la corrección fuerte de los niveles de las tarifas públicas junto con la reducción escalonada de los subsidios a la oferta; c) el arreglo definitivo con casi la totalidad de los bonistas en litigio resuelto; y d) el comienzo de un esquema permanente de reducción en los impuestos a la exportación de commodities, que fue variable en función a cada tipo de cultivo. Al mismo tiempo que esto se implementaba, se anunció la apertura de la economía, la integración del mercado local de capitales al internacional (con remoción de barreras y/o trabas al libre movimiento de fondos entre tales mercados) y se re-establecieron las relaciones diplomáticas, en particular, con Estados Unidos y la Unión Europea, acentuando la participación del país en los foros mundiales como el G20. En ese marco, y con la expectativa de que el cambio de gestión generara fuertes expectativas de estímulo a la inversión extranjera directa como de recupero de la confianza tanto en la moneda local como de acotamiento en la dolarización de los activos financieros, Macri apuesta a que el crecimiento económico, de la mano de las correcciones antes expuestas, genere una licuación de los desequilibrios enunciados (en términos del PBI, produciendo así una mejora en la percepción de los agentes económicos en la solvencia inter-temporal

del Estado), reduciendo las expectativas de inflación y generando un contexto de corrección de los desequilibrios globales de la economía. Este sendero de convergencia no produciría costos políticos importantes para no debilitar así su base de sustentación electoral, permitiéndole al Gobierno un tránsito ordenado en términos de gobernabilidad política y social en sus primeros dos años de Gobierno para luego de ello pensar en la construcción de un segundo Mandato Presidencial con mayor representación política e institucional.

La realidad no acompañó la dinámica esperada por el nuevo Gobierno, a pesar de la transformación del cuadro macroeconómico y el cambio en el financiamiento de los desequilibrios pre-existentes, basados mayoritariamente en endeudamiento externo e ingreso de capitales privado. Estos últimos se agravaron por lo que hoy se consideran los supuestos de comportamiento esperados de ciertos actores como del propio accionar del Gobierno como hacedor de política económica que, en el caso local, implicaron el “no hacer política económica explícita” para actuar en forma discrecional y en clara oposición con un esquema explícito de compromisos duros de gestión pública para evitar los costos políticos asociados al mismo. En términos históricos, Argentina volvió a padecer un problema recurrente tanto en materia fiscal como de sus cuentas externas, en el marco de una economía fuertemente dolarizada. La existencia de déficit fiscal obliga a la necesidad de emitir bonos a ser absorbidos por el mercado voluntario de deuda como, alternativamente, el Banco Central. Tras el abandono de la Convertibilidad y el default de deuda posterior, el país tuvo imposibilitado su acceso al mercado internacional de financiamiento, situación que fue parcialmente corregida tras los canjes de títulos públicos que el Gobierno ofreció en los años 2007 y 2011 aunque la aceptación de los mismos, por las quitas en capital e intereses ofrecidos en los nuevos bonos por rescate de los pre-existentes, no abarcó a la totalidad de los bonistas involucrados. En ese marco, primero el financiamiento del déficit fiscal fue vía el Banco Central y, en menor medida con fondos externos en el Gobierno de Cristina Fernández. Sin embargo, como el crecimiento de los agregados monetarios superaba al aumento del producto y, con ello y al mismo tiempo, la variación de la demanda de dinero, el Banco Central comenzó a absorber excedentes de liquidez con bonos propios, de corto plazo y en pesos, como detallaremos luego, convirtiéndose en otro desequilibrio, ya de tipo monetario, que el Gobierno debía comenzar a corregir por su crecimiento exponencial, como veremos luego.

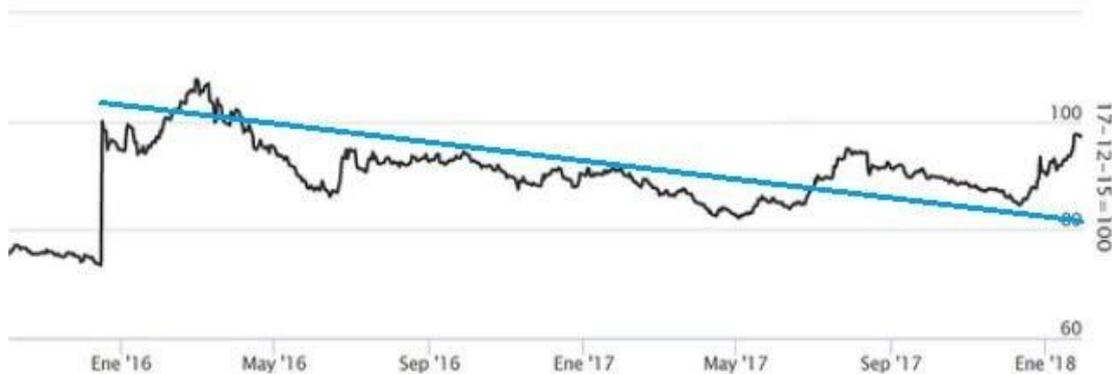
Los siguientes gráficos, generados a través del sitio web www.tradingeconomics.com, muestran esta situación, registrando lo que vamos a observar para el tránsito del mandato actual del Presidente Macri aunque con claro registro para el período 2008-2018 cuando las series los permiten. En todos los gráficos, en el eje horizontal se observa la evolución de las series respectivas para cada año del período en cuestión mientras que, en el eje vertical izquierdo, se reflejan los valores de la serie para la primera variable presentada mientras que, en el eje vertical de la derecha, se presentan los valores de la serie para la segunda variable expuesta. Iniciaremos el análisis con la tasa de inflación, que se mantuvo en torno al 10% hasta el año 2014 pero con tendencia creciente y variaciones producto de las devaluaciones formales del Tipo de Cambio Nominal, el cual fue de casi el 60% tras la liberación del Cepo Cambiario luego de la asunción de Macri como Presidente a fines del 2015. Sí se evidencia, a largo plazo, que todo aumento en el Tipo de Cambio Nominal se traslada a la tasa de inflación.

GRÁFICO 2: Tipo de Cambio Nominal y Tasa de Inflación



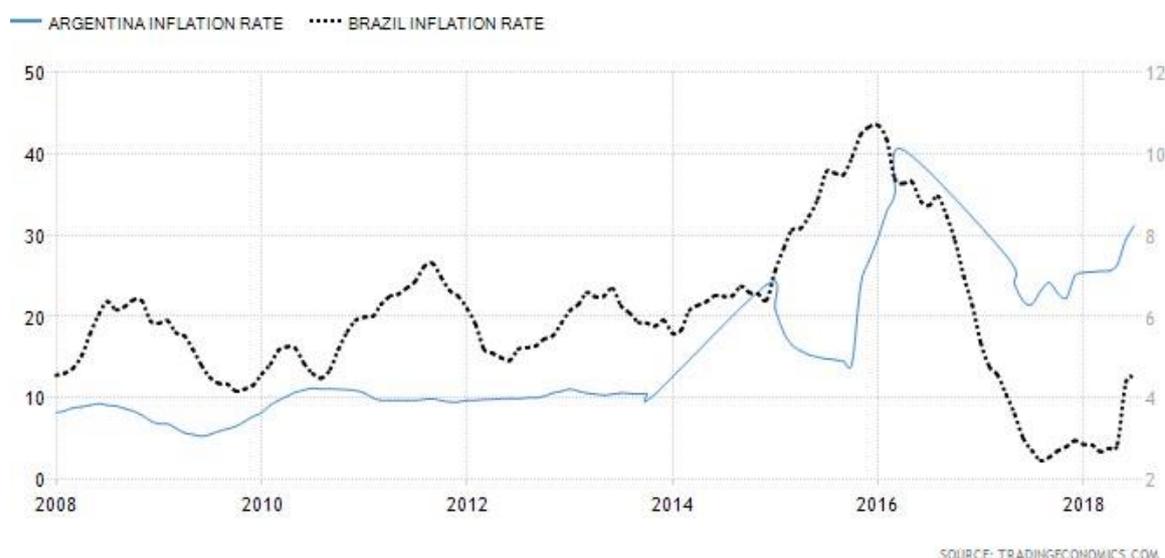
Por su parte, el Tipo de Cambio Real se recuperó fuertemente tras la liberación del Cepo Cambiario y la unificación del mercado de cambios ya mencionada a fines del 2015, manteniendo una leve tendencia decreciente desde ese momento y hasta principios del 2018. La recuperación posterior, en el segundo trimestre del años 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. Esto también queda en evidencia cuando se compara la Tasa de Inflación de Argentina con la de Brasil, principal socio-comercial del país, cuya diferencia no es compensada en términos reales por la depreciación continua del peso y la menor depreciación del real, ambos en términos del dólar, producto de la reciente turbulencia internacional tras la subas reiteradas en las tasas de interés americanas.

GRAFICO 3: Tipo de Cambio Real Multilateral



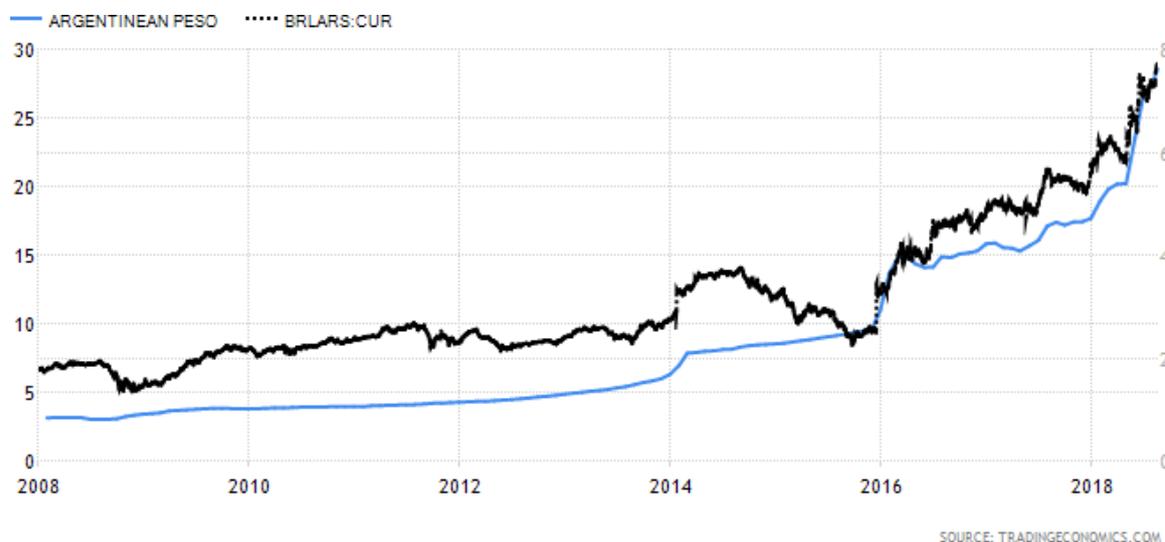
FUENTE: <https://www.rosariofinanzas.com.ar/salto-del-dolar-la-competitividad-cambiaria-volvio-al-rango-dos-anos-atras>

GRAFICO 4: Tasas de Inflación, Argentina vs. Brasil



Si bien se observa un comportamiento similar para ambas series –creciente en el período en cuestión- en el período Julio/2017-Julio/2018 el real se depreció cerca de un 50% mientras que en el caso del peso su caída fue de casi el 100%.

GRAFICO 5: Tipo de Cambio Nominal, Peso vs. Real Brasileño, en términos de Dólar



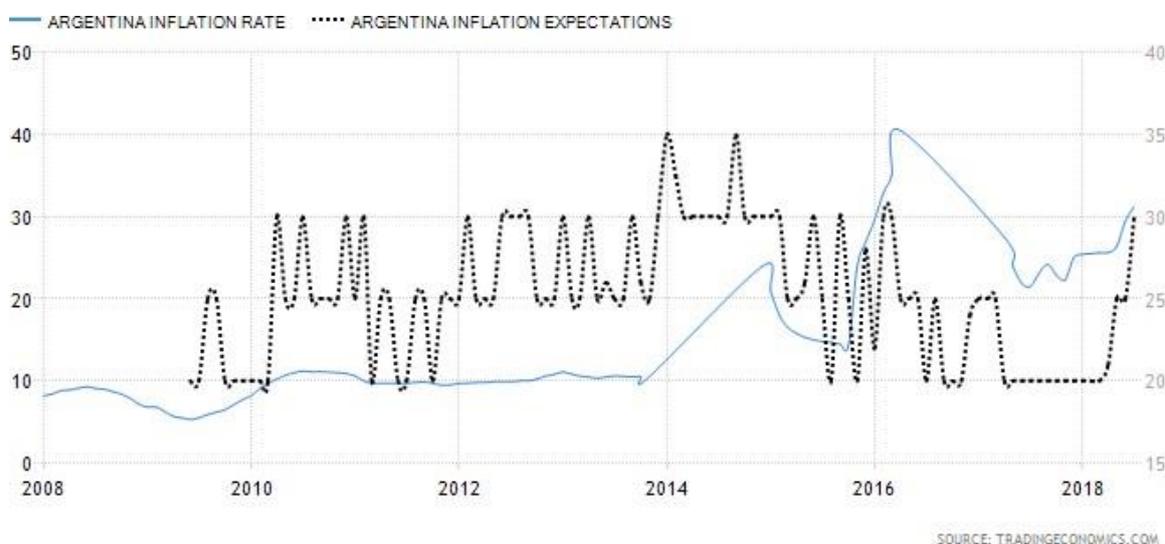
El comportamiento descendente en el Tipo de Cambio Real, tras los análisis en términos del comportamiento de la Tasa doméstica de Inflación como de la variación del Tipo de Cambio Nominal efectuados, no se correlaciona con la evolución de los Términos de Intercambio que enfrentó el país en dicho período, esto es, los precios de los Bienes Exportables vs. Importables. En ese contexto, tales precios relativos tuvieron una leve tendencia creciente, acotando el impacto diferencial de la Tasa de Inflación local aunque en el inicio de la Administración Macri hayan sido estables y con alta volatilidad.

GRAFICO 6: Términos de Intercambio para Argentina



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.

GRAFICO 7: Tasa de Inflación vs. Expectativas de Inflación



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 a que el mismo, 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.

GRAFICO 8: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente (ambos en % 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.

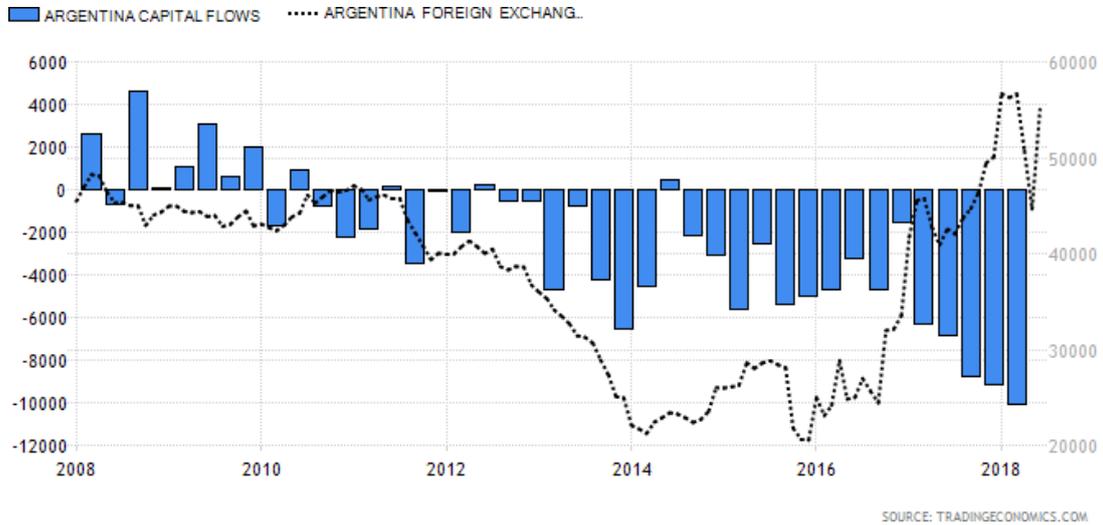
GRAFICO 9: Deuda Externa del Sector Público Nacional (en % del PBI)



Decimos que fue exclusivo el financiamiento vía endeudamiento de la Cuenta Corriente 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.

GRAFICO 10: Flujo de Capitales y Reservas Internacionales del BCRA



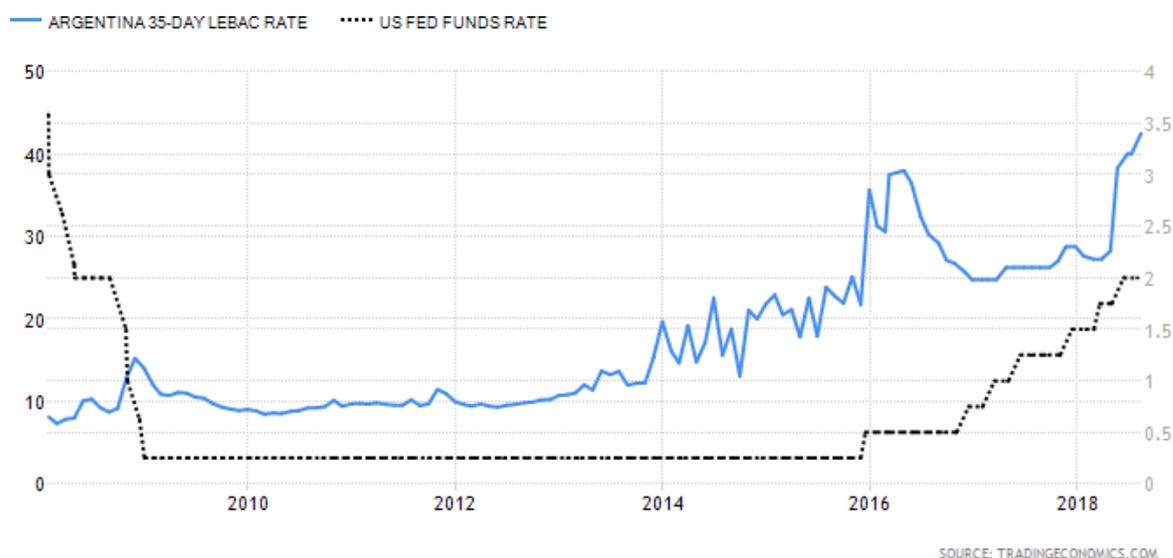
A pesar del mantenimiento de la política de esterilización monetaria efectuada por el Banco Central vía LEBACs (que luego analizaremos con algún detalle), la Oferta Monetaria registra un sendero de permanente crecimiento, incluso luego de haberse reducido sustancialmente el financiamiento del BCRA al 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.

GRAFICO 11: Oferta de Dinero (M1) y Tasa de Tasa de Crecimiento del PBI



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.

GRAFICO 12: Tasas de Interés, FED y LEBAC's



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.

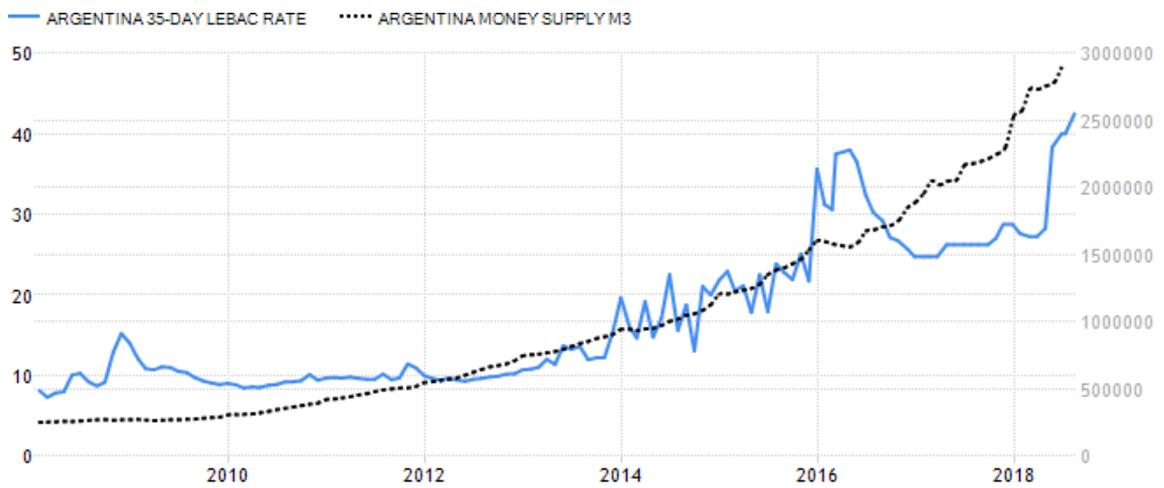
Por otro lado, las situaciones de stress financiero que se han vivido a lo largo del segundo y tercer trimestre del año, con pérdida de reservas internacionales, depreciación de la moneda y fuerte suba en la tasa de interés local no han impactado, por ahora, en el proceso de monetización de la economía (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.

GRAFICO 13: Riesgo-País de Argentina (en puntos básicos)



FUENTE: <http://blog.analistictecnico.com.ar>

GRAFICO 14: Tasa de Interés y Agregado Monetario M3



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

GRAFICO 15: Tipo de Cambio e Índice Merval



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

4. LEBAC's, Stress Financiero y el Acuerdo con el FMI. La Coyuntura Macroeconómica hoy.

Las LEBACs fueron creadas tras la salida tumultuosa del Convertibilidad, en el 2003, como medio para esterilizar el impacto de la emisión monetaria producto tanto por la existencia de Tipos de Cambio Nominales altos, el endeudamiento público, el fuerte superávit comercial de los años 2003-2010 y el propio financiamiento del Banco Central al Tesoro Nacional. Son títulos de deuda del Banco Central, en pesos y a corto plazo. Al principio, recibieron opiniones favorables a su implementación porque, a la función de control monetario, se le sumaba que brindaban un estímulo a la pesificación de ahorros domésticos en activos financieros locales los cuales, por la tasa de interés que pagaba, permitía retornos reales atractivos en términos de la tasa de inflación y la depreciación esperada del Tipo de Cambio Nominal.

Sin embargo, este instrumento tropezó con dos problemas: uno de stock, producto de la esterilización creciente de los agregados monetarios que llevó su nivel a casi el 110% de la Base Monetaria (aproximadamente, más de \$ 1 billón) a mediados del 2018 y otro de flujo, dado que su renovación, en un contexto de inflación creciente, implicaba aumentar el retorno que percibía (con generación de déficits cuasi-fiscales cubierto, por ahora, con las ganancias que obtuvo el Banco Central por la intervención en el mercado cambiario a precios crecientes). Ambas razones iniciaron una tendencia explosiva luego de que, a fines del 2017 y tras la triunfo electoral del oficialismo en las elecciones de medio término de dicho año, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda hicieron un anuncio explícito de re-calibración de las metas de inflación a la baja para reducir las tasas de interés y estimular la actividad económica. El mercado consideró este proceso como un relajamiento de las metas de corrección de los desequilibrios macro inicialmente explicitados en este documento, lo cual implicaba una aceleración de la tasa de inflación esperada ante la falta de compromiso que el mercado atribuyó al Gobierno en su proceso de reducción del gasto público.

La suba de la tasa de interés americana gatilla la pérdida de rendimiento relativo de este instrumento con lo cual agentes económicos externos inician una reducción de las posiciones en dichos activos, en particular, fondos internacionales, situación que lleva al Banco Central a soportar rescates de tales títulos en contextos de tasas de retorno creciente para evitar su traspaso a dólares. La falta de rescate total se tradujo en pérdidas de reservas internacionales al intentar el BCRA sostener la paridad nominal. Cuando el flujo de variación negativa en las reservas fue considerado alto, el Banco Central acompañó el proceso con depreciaciones crecientes del tipo de cambio local, que acompañaban a lo que sucedía en todas las monedas emergentes. Esto llevó a que el aumento en el precio del dólar retro-alimentara la Tasa de Inflación aunque en menor medida producto de la recesión en marcha.

En la actualidad, el Banco Central ha iniciado un proceso bastante agresivo de reducción gradual del stock de LEBAC's en su hoja de Balance para evitar que dicho proceso genere tensiones permanentes, al momento de su vencimiento, en términos de aumento en el tipo de cambio y/o tasas de interés crecientes cuando no acontece su renovación total. La estrategia ha consistido en que el propio Tesoro emita bonos propios (LETES, o Letras de la Tesorería, en dólares) para absorber la liquidez que se produciría ante la falta de

renovación explícita por deseo del propio Banco Central como, alternativamente, elevar los encajes bancarios, entre otros que se encuentra implementando. Sin embargo, el reemplazo de LEBAC's por LETES tiene su propio riesgo ya que son títulos emitidos en dólares, claramente no deseables en términos de que los primeros son en moneda doméstica.

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 (+25% 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, llevan a las Autoridades económicas del mismo a firmar un acuerdo con el FMI en Junio del presente año ante el cierre efectivo de los mercados de deuda para la economía local. ¿Qué implicó dicho Acuerdo? Pues, a grandes rasgos, lo exponemos a continuación:

- a) El Gobierno se compromete a alcanzar el Equilibrio Fiscal para 2020, con un cronograma de reducción del Déficit Fiscal al 2,7% del PBI en el 2018 y el 1,3% en 2019, vía un reparto de tales recortes entre la Nación y las Provincias, proceso político que se encuentre en discusión en estos momentos por el envío al Congreso del Presupuesto de la Administración Pública Nacional en
- b) Las Metas de Inflación para los años que cubre el acuerdo son 27% en el 2018, 17% en el 2019 y 13% en el 2020 para luego llegar al 9% al cierre de cada uno de los siguientes tres años, que completarían estos el mandato presidencial posterior al actual.
- c) El Programa incluye: reducción de los subsidios a la energía y el transporte, racionalización del empleo público, reducir el gasto en compras de bienes y servicios como postergación de obra pública más la reducción de las transferencias asociadas con el déficit operativo de las empresas públicas. También permite avanzar en una modificación en el régimen jubilatorio para cerrar el déficit actual del sistema previsional como reducir impuestos distorsivos, al mismo tiempo que exige avanzar en una reducción en transferencias discrecionales a las Provincias.
- d) Se mantiene constante el gasto social en términos del PBI y se pueden recurrir a aumentos en el mismo si la situación de corrección de los desequilibrios expuestos conducen a un endurecimiento de la recesión.
- e) Modificación en la Carta Orgánica del BCRA para evitar el financiamiento al Tesoro.

Lo sustancial del Acuerdo es que le permite al país acceder a una línea de U\$S 50.000 millones para los tres años de vigencia, de los cuales 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.

Dado todo lo expuesto, ¿cómo se encuentra la coyuntura macroeconómica hoy?. La proyección que diversos analistas hacen de la misma como del cumplimiento de las metas pautadas con el FMI permiten considerar que:

- a) El Programa con el Fondo 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 implican una tasa cercana al 10% anual en dólares para nuevas colocaciones públicas-, se podrían obtener lo que falta para el presente año más 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 comodities 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 mencionadas.

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, 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.

4. Breves Conclusiones del Documento.

La historia de Argentina evidencia que cuando se asiste a desequilibrios macro definidos en términos de Déficit Fiscal (primario o total), Déficit en Cuenta Corriente, Depreciaciones aceleradas en el Tipo de Cambio Nominal, Tasas de Inflación altas y Tipos de cambios reales bajos, su corrección es traumática en términos económicos y políticos. El último gran fenómeno de tensión registrado a fines del 2001 condujo, además del agravamiento de lo antes expuesto, a un fenómeno agudo de dolarización extrema de los activos financieros y cierre a todo canal de financiamiento local e internacional, incluido el otorgado por los organismos multilaterales de crédito. ¿En qué terminó este cóctel simultáneo de stress en todos los frentes económicos y políticos? Pues en un aguda crisis financiera, cambiaria y de financiamiento del Estado que llevaron no sólo al default del mismo sino también a un proceso de insubordinación civil que causó numerosos muertos, la inestabilidad política con varios Gobierno sucediéndose en el término de tres semanas y la alteración de todas las reglas del juego institucional previamente establecidas.

Los caminos que se le abren al Gobierno para estabilizar la macro no es sólo el que brinda el paraguas protector del FMI -y que, a la vista de los resultados que el país transita, encuentran al Gobierno casi actuando por detrás de los mismos-, va a resultar insuficiente por las necesidades reales de financiamiento que tiene el Estado Nacional en el proceso de cumplimiento de las medidas implementadas en el presente año y/o por implementar para el 2019s. Seguramente se deberá flexibilizar la letra del Acuerdo firmado relajando algunas de ellas para el logro del escenario final de estabilidad macro con sustentabilidad al cual se desea arribar o bien acceder a otras fuentes de auxilio financiero internacional como nuevos swaps de monedas con China y Rusia, hasta un acuerdo de ayuda por parte del propio Tesoro de los Estados Unidos, merced a las buenas relaciones de Argentina en la actualidad con la Administración Trump. De lo contrario –aunque no es motivo de desarrollo en el presente Documento- dos caminos parecen abrirse al país, si el financiamiento adicional que se necesita no se consigue: a) liberar al dólar con espiralización de la inflación, acotando el impacto en la actividad económica por la relajación monetaria; o b) mantener el tipo de cambio en el corto plazo pero a costa de pérdidas de reservas, caída mayor de la actividad económica, y riesgos concretos de default.

La corrección entonces es imperiosa pero se necesitará más que una adecuada instrumentación y/o comunicación de los resultados que se esperan, la duración de tales procesos y el inicio de un sendero sustentable a posteriori de lo implementado para que, a contramano de lo que ha sido la norma en el pasado pueda, esta vez, generar bases inter-temporales para una dinámica macroeconómica estable y predecible. Se necesita así de un acuerdo político multipartidario para que las correcciones a efectuarse sean distribuidas en el tiempo, entre los actores participantes y en forma geográfica, atendiendo a las situaciones relativas de cada uno de ellos. Un compromiso que es único e irresuelto desde la propia constitución de Argentina como Nación.

Bibliografía Básica.

- Braun M. y Llach L. (2018), "Macroeconomía Argentina", Editorial Alfaomega.
- Buchieri, F. (2012), "Repensando las Crisis Financieras: El Caso de una Economía Emergente con Arreglos Cambiarios Rígidos". Serie Documentos de Trabajo, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Universidad de Alcalá de Henares Nº 12.
- Buchieri, F. (2014), "Deudas Soberanas en Default: Alternativas Abiertas tras el Caso Argentino". Serie Documentos de Trabajo, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Universidad de Alcalá de Henares Nº 12.
- Buchieri, F., Perticarari, N., Mancha Navarro, T. y Pereyra, A. (2016), "Macroeconomía: Un Enfoque Latinoamericano". ECOE Ediciones.
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Talvi, E. (2003), "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons". NBER Working Paper 9828.
- Cuadrado Roura J. (2001), "Política Económica, Elaboración, objetivos e instrumentos", Mc Graw Hill.
- De Pablo, J. (2016), "Política Económica y Toma de Decisiones, 2012-2015". Mimeo. Disponible en <https://www.juancarlosdepablo.com/articulos.php>
- De Pablo, J. y Broda M. A. (1989), "Política Económica en Países Increíbles". IX Encuentro Latinoamericano de la Sociedad Econométrica, Agosto de 1989.
- Ferrer, A. (1963), "Reflexiones Acerca de la Política de Estabilización en Argentina". El Trimestre Económico, Vol. 30, Nº 120.
- Ferreres, O. (2010), "Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2010". Edición Bicentenario. El Ateneo y Fundación Norte y Sur.
- Gastaldi, S. y Buchieri, F. (2004), "La Economía Política de un país en transición. Argentina 2001 - 2003". Universitas. Editorial Científica Universitaria de Córdoba.
- Gerchunoff, P. y Rapetti, M. (2015), "La Economía Argentina y su Conflicto Distributivo Estructural (1930-2015)". El Trimestre Económico, 225-272.
- Rapoport, M. (2010), "Las Políticas Económicas de la Argentina: Una Breve Historia". Editorial Booket.