



Argentina: ¿de vuelta al financiamiento externo?

Mario Damill
Setiembre de 2009

El tema del título fue discutido hace pocos días en una mesa redonda en la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA en la que participé.

Quienes la convocaron proponían discutir qué cosas cambiaron para que alrededor de tres años después de la cancelación de la deuda con el FMI se vuelva a hablar de recurrir, eventualmente, al financiamiento del Fondo. Se pretendía también indagar acerca de las razones por las que la cuestión del riesgo de default sobre la deuda pública sigue permanentemente en el candelero.

¿Hace falta financiamiento, y para qué? ¿Hay que recurrir al Fondo? Curiosamente, existe una visión "progresista" que defiende esa alternativa, argumentando que daría margen para proseguir, supuestamente, con las políticas de redistribución del ingreso que los gobiernos posteriores a 2003 habrían venido impulsando, y que de otro modo perderían impulso.

En lo que sigue hacemos un poco de reflexión macroeconómica sobre estas cuestiones.

¿Hay un problema de escasez de divisas?

Una de las razones para recurrir al financiamiento externo ha sido, durante décadas, la recurrencia de la escasez de divisas. Como se sabe, el balance de comercio con el resto del mundo en la economía argentina ha tendido generalmente a deteriorarse en las expansiones del nivel de actividad. Este hecho daba lugar a su vez a recurrentes déficits en la cuenta corriente del balance de pagos y, a la larga o a la corta, limitaba las posibilidades de crecer o bien generaba procesos de endeudamiento que, a un plazo mayor, también se constituían en una barrera para crecer.

No hace muchos meses, el desplome de los precios y de las cantidades exportadas, como consecuencia de la crisis global, hacía prever dificultades para 2009 en materia del abastecimiento de moneda extranjera requerido para sostener el normal flujo de pagos, entre otras cosas, de la deuda pública denominada en divisas. Eso hacía prever, además, un posible drenaje importante de las reservas de moneda extranjera en poder del BCRA, que tendría impacto negativo sobre la liquidez interna y sobre las expectativas.

Sin embargo, esos riesgos claramente se esfumaron. Actualmente se espera que este año se alcance un superávit comercial aún mayor al del año pasado, el que podría acercarse a los 15 mil millones de dólares, y se mantendrá superavitaria la cuenta corriente del balance de pagos.

El impresionante desempeño del balance comercial en medio de la crisis global no es totalmente virtuoso, puesto que se debe a la contracción de importaciones



originada en la recesión, pero también a un aparentemente excesivo apriete regulatorio sobre las compras de bienes al resto del mundo, que parece estar teniendo efectos negativos sobre la producción de algunos sectores. Pero más allá de lo que pueda decirse acerca de la magnitud y de la eficiencia del ajuste del comercio, lo cierto es que está generando un flujo positivo de divisas impensado hasta hace muy poco.

Además, diversos factores hacen que ese superávit pueda considerarse bastante firme, entre ellos la recuperación económica que asoma en Brasil y que empieza a impulsar las exportaciones argentinas; la cosecha récord de soja que se aguarda para 2010, que superaría en 60%, en peso, a la de esta temporada; los precios de los bienes que la Argentina exporta, que si bien están lejos de los picos anteriores, no están en un nivel bajo en comparación histórica. Por otra parte, el país no tener como perspectiva una reactivación rápida, ya que si bien la producción habría encontrado un piso, la persistencia de importantes fuentes de incertidumbre, según comentamos luego, limitará seguramente el crecimiento de la demanda global y esto mantendrá a su vez acotado el aumento de las importaciones. De manera que no hay razones para esperar que el superávit comercial se deteriore fuertemente en el futuro inmediato. La oferta de dólares continuará, probablemente, muy fluida.

Como se indicó, la preservación de un elevado superávit comercial garantiza también que la cuenta corriente del balance de pagos (que incluye, además del comercio, los pagos netos por intereses y por utilidades y dividendos) mantenga también excedentes.

Un país que tiene superávit en cuenta corriente "gasta menos que su ingreso". Eso quiere decir que no está utilizando "ahorros del resto del mundo", sino que, por el contrario, ahorra adquiriendo activos del exterior. O bien, lo que es lo mismo, un país con superávit en cuenta corriente "financia al resto del mundo", en términos netos. Eso viene haciendo la Argentina desde hace unos 8 años, y la situación se mantiene actualmente. Financiamos, en el agregado, al resto del mundo. El proceso de "desendeudamiento" es en parte reflejo de esto mismo. Desendeudarse es bajar la deuda neta con el exterior.

(Como curiosidad, cabe decir que la idea de "vivir con lo nuestro", aplicada a este proceso macroeconómico, no es del todo precisa, porque cuando la deuda se está reduciendo, se vive, en cierto sentido, "con menos que lo nuestro", es decir, el gasto de los residentes es inferior al ingreso nacional, justamente porque una parte de ese ingreso de hecho se utiliza para bajar la deuda o, lo que es lo mismo en un plano agregado, para financiar en términos netos al resto del mundo).

La forma financiera del excedente de divisas

Ahora bien, si el país está recibiendo un flujo positivo muy importante de divisas procedentes esencialmente de las transacciones comerciales excedentarias con las demás economías del planeta, ¿por qué razón eso no se refleja en una importante acumulación de reservas de divisas?

Para responder esa pregunta tenemos que examinar la contrapartida financiera del superávit en cuenta corriente. Es decir, ese excedente, ¿qué forma financiera concreta toma?



Como se sabe, a pesar del fuerte superávit comercial, no estamos acumulando reservas porque desde mediados de 2007, aproximadamente, venimos experimentando una intensa compra de dólares por parte del sector privado. Es decir que las reservas de divisas no se acumulan en el Banco Central, pero sí lo hacen en otra parte del sistema: en las carteras privadas, en las que se han venido engrosando las tenencias de activos externos. En el lapso de dos años, entre mediados de 2007 y mediados de 2009, esas compras de dólares han sumado una cifra gigantesca, del orden de los 40 mil millones de dólares. Volveremos más adelante a considerar algunos aspectos de este fenómeno. Pero está claro que ese es el destino principal del excedente comercial: alimentar las tenencias de moneda extranjera y otros activos externos por parte del sector privado no financiero.

Para cerrar esta sección, diremos entonces que no hay un problema de escasez de divisas en la Argentina de hoy. El fuerte superávit comercial garantiza eso, y también se cuenta con un nivel de reservas muy elevado, que ronda los 47 mil millones de dólares. Sin embargo, la abundancia de divisas generada por el comercio internacional, apenas basta para abastecer la demanda de dólares del sector privado. ¿Para qué serviría, en estas circunstancias, que el sector público accediera a más financiamiento externo neto? Atendiendo aquí exclusivamente al balance de divisas, eso serviría posiblemente para contribuir a financiar estas salidas de dólares del sector privado, vulgo "fugas de capitales". Un resultado poco deseable socialmente.

Detengámonos un instante en estas salidas de capitales y, para tener una idea de su significación macroeconómica, consideremos su tamaño en comparación con otras variables. La cifra de aproximadamente 40 mil millones de dólares acumulada en dos años, desde mediados de 2007 hasta mediados de 2009, equivale a unos 6 puntos del valor total del PIB generado por el país, por año. Equivale también a un 85%, nada menos, del acervo de reservas del BCRA. Esas compras netas acumuladas de dólares equivalen asimismo a nada menos que 1,3 veces, aproximadamente, el stock total del crédito interno otorgado por los bancos al sector privado, según las cifras de cierre de 2008. Es una cifra próxima también al total de los depósitos en bancos locales mantenidos hacia esa misma fecha por el sector privado no financiero.

Las comparaciones podrían seguir, pero esas cifras son suficientes para poner en evidencia que en estos dos años esas salidas de fondos son de un tamaño que se aproxima al de todo el sistema financiero interno o, más precisamente, a toda la intermediación financiera interna intra-privada.

Si en lugar de adquirir activos externos, es decir, de acumular activos fuera del sistema de intermediación local, el sector privado no financiero hubiese acumulado activos bancarios locales en estos dos años, ceteris paribus, las reservas de divisas se habrían casi duplicado y el sistema financiero local podría haber crecido también al mismo ritmo. Es una simple imagen ilustrativa, puesto que de haber sucedido eso, el desempeño global de la economía habría sido también muy distinto y seguramente los requerimientos de importaciones muy superiores, por lo que ni la acumulación de reservas ni la expansión financiera podrían haber procedido a semejante ritmo. Pero no hay ninguna duda de que tan sólo una atenuación de las salidas de fondos crearía una situación financiera interna de mucha holgura. De hecho algo de esto empezó a experimentarse en las últimas semanas, a lo cuál contribuyó el mejor clima internacional y algunas pocas señales



del gobierno nacional que mostrarían cierta intención moverse hacia la normalización de las relaciones financieras externas del país.

Una última comparación: este año, la inversión bruta interna fija podría acumular una caída, en comparación con 2008, del orden de los 15000 millones de dólares. Las salidas de capitales promediaron unos 20 mil millones al año desde mediados de 2007. Esa comparación también nos dice mucho. El sector privado ha venido reducido sustancialmente su inversión "física" para colocarse en activos externos. Las salidas de fondos del último bienio son de una magnitud sólo comparable a las experimentadas en períodos críticos como los años 80-81 - con la débaque del programa de la tablita de Martínez de Hoz-, 1995 -con el tequila-, y 2001-2002 - con el quiebre de la convertibilidad.

Sin embargo, sus efectos disruptivos internos han sido mucho menores. Hemos examinado esos aspectos en otro texto, pero vale la pena recapitularlos brevemente aquí . En esas otras experiencias atravesadas por la Argentina, los tipos de cambio se habían apreciado considerablemente en las etapas previas (en el contexto de programas de estabilización basados en la fijación del tipo de cambio nominal), dando lugar a procesos de fuerte endeudamiento especulativo. Así, el sistema financiero interno venía, en todos los casos mencionados, de fuertes expansiones alimentadas por ingresos de fondos del exterior, en las cuales se había tornado más frágil y especialmente vulnerable ante una devaluación. Esos procesos tenían características de "burbuja" financiera, alentada por la distorsión de precios relativos, es decir, por el atraso cambiario.

Nada de eso sucedió en el episodio de salidas de fondos iniciado en 2007. El tipo de cambio no se mostraba atrasado, y el sistema financiero, en crecimiento desde la salida de la crisis, lo había hecho de todos modos a tasas menores que en expansiones anteriores y sobre bases más firmes. Presentaba una mucho menor vulnerabilidad.

No menos importante, la economía, en todos los otros casos mencionados, al calor del atraso cambiario, mostraba déficits en las cuentas de comercio y corriente con el resto del mundo, mientras que en estos años ha presentado superávits en ambos rubros, y cuantitativamente considerables en el caso del balance comercial. Esto ha hecho posible que las salidas de fondos se alimentaran fundamentalmente con el excedente de divisas provisto por el balance de comercio, y no a partir de las reservas del Banco Central. Con esto, la liquidez interna no se vio tan afectada, y la situación de los bancos se mantuvo bastante holgada.

Aún así, los agregados monetarios en términos reales (como la base monetaria, o agregados más inclusivos) han sufrido caídas del orden de 20% entre los picos registrados hacia comienzos de 2008 y mediados de 2009, caída real que se calcula utilizando un índice de precios como el IPC estimado por Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA, y no el evidentemente manipulado que difunde el INDEC.

El frente fiscal: a falta de un fondo de estabilización...

¿Será necesario recurrir al financiamiento externo por razones fiscales?

El gobierno no llegó a implementar el fondo de estabilización del que se hablaba hacia 2005, porque desde ese momento hasta la crisis, la política fiscal se tornó



inapropiadamente expansiva y no dejó recursos excedentes para constituir en fondo.

El impacto negativo de la crisis global y de la recesión interna sobre los ingresos fiscales viene siendo importante y ha producido un deterioro sostenido del resultado de las cuentas públicas.

Sin embargo, en ausencia de los recursos que un fondo de estabilización fiscal podría haber procurado, el gobierno ha obtenido de todos modos recursos excepcionales mediante acciones también de excepción, lo que en este caso se refiere a la estatización del sistema de jubilaciones y pensiones privadas.

Eso permitió por una parte acceder a un flujo importante de nuevos fondos que antes captaban las AFJPs, y por otra dio también lugar a la internalización de papeles de deuda pública que antes estaban en poder de las administradoras privadas y ahora constituyen obligaciones al interior del sector público, por ende mucho más fáciles de administrar (es decir, eventualmente, de refinanciar).

De este modo, y más allá del juicio negativo que pueda merecer la forma en que se concretó la operación de estatización de las AFJPs, no deja de ser cierto que las necesidades de financiamiento fiscal se han reducido visiblemente. También se ha logrado reducir la carga de obligaciones financieras mediante operaciones de recompra de deuda a cargo del BCRA y del Banco Nación. Esto ha acentuado el proceso de "desendeudamiento neto" del sector público. Si bien el deterioro de la recaudación viene siendo pronunciado, y el gasto ha seguido creciendo a un ritmo más elevado que los ingresos, estas medidas hacen que no exista un riesgo importante de incumplimiento de los compromisos financieros del sector público en el horizonte visible. Por cierto, contribuyen a ello los márgenes que el gobierno aún dispone para acceder a recursos del Banco Nación, del Banco Central y de otras fuentes estatales.

Revertir la incertidumbre de origen interno

Si bien decisiones como la estatización de las AFJP han mejorado el cuadro financiero fiscal en el corto plazo (lamentablemente poco sabemos y poco o nada se ha discutido acerca de la sostenibilidad a largo plazo del sistema previsional que se ha ido conformando en estos últimos años), es una de las acciones que indudablemente han incrementado la incertidumbre económica interna. Otros factores que actuaron en el mismo sentido han sido, entre los más importantes, el conflicto con el sector agropecuario y, esencialmente, el grave problema de la manipulación de las estadísticas públicas, que tarde o temprano deberá resolverse de modo técnicamente solvente aunque seguramente no será así bajo esta administración.

Esas fuentes de incertidumbre han alentado las salidas de fondos y han restado financiamiento local para la inversión pero también para el sector público. Es muy evidente que la Argentina no enfrenta un problema de insuficiencia de recursos financieros en el presente, sino un problema de incertidumbre de origen interno que hace que, a pesar de que los datos de fondo de la economía parecen mejores de lo que el público cree (paradójicamente, la manipulación estadística tiende a generar ese efecto: se cree que la situación es peor de lo que realmente parece), lleva al sector privado a canalizar sus excedentes hacia activos externos.

Si eso se revirtiera, existirían recursos financieros más que suficientes para hacer frente no sólo a la refinanciación de los pasivos públicos que van venciendo, y que hoy son problemáticos porque los mercados están cerrados, sino también para



aumentar el financiamiento neto disponible y viabilizar eventualmente una política fiscal más activa para ayudar a la economía a salir de la recesión.

Sin dudas, siendo ese el problema, es mucho más atinado procurar resolverlo que tomarlo como un dato ("las salidas de capitales están ahí", decía, poco más o menos, como si fueran un dato inamovible, un panelista en la mesa redonda que mencioné al principio) y buscar financiamiento externo que, en un contexto de incertidumbre elevada, se traduciría, como arriba se señaló, en la obtención de un flujo mayor de divisas para alimentar las compras de dólares del sector privado.

Por cierto, conseguir recursos del Fondo ayudaría grandemente a frenar las salidas de capitales, pero no tanto por la disponibilidad de divisas sino por lo que constituirían como señal. Por ejemplo, para lograrlos seguramente habría que encarar seriamente, antes, la reconstrucción del sistema estadístico dañado. Y es previsible que una acción de ese tipo, si fuese llevada a cabo, mejore el clima financiero interno muy notablemente, aún antes de cualquier acceso a nuevos fondos, los que, por otra parte, en tal contexto serían de dudosa necesidad. Pero lamentablemente no es siempre cierto que soñar no cuesta nada.