

ARGENTINA: COMO EQUILIBRISTA EN LA CUERDA FLOJA

Argentina enfrenta una nueva crisis financiera debido a la pérdida de confianza respecto del cumplimiento de los servicios de la deuda pública y a la camisa de fuerza que implica tener un sistema de convertibilidad y una economía significativamente dolarizada.

Esta situación pretendió ser revertida con el anuncio del plan de ajuste denominado “déficit cero” que hace unos días hizo el ministro de economía Domingo Cavallo. Mediante este plan se lograrían superávits primarios equivalentes (y destinados) a los pagos por servicios de la deuda pública: la idea es dar señales en dirección de una mayor disciplina fiscal que signifique no seguir endeudándose para cubrir los déficits, e ir reduciendo una deuda que es percibida como de poco probable cumplimiento por el mercado financiero internacional. En sus propias palabras, “hemos agotado la receptividad de títulos de deuda para el sector público en los mercados de Argentina y en el exterior”.

Dadas las características de la economía argentina, que con el sistema de convertibilidad y la dolarización anula la política monetaria y cambiaria, y al recorte de los flujos de recursos desde el exterior, la variable que se ajustó bruscamente para cumplir con los compromisos pactados fue el déficit público. No se encontró espacio para la reactivación, al menos dentro del marco legal actual, que fuera concebido con el objetivo de “enterrar lo más hondo posible” la posibilidad de generar procesos inflacionarios.

Estas medidas habían sido preanunciadas hace una semana y generaron una fuerte protesta desde la sociedad civil y de segmentos importantes de todas las tendencias políticas, pero finalmente se logró el apoyo necesario en el congreso. Las críticas iban desde la incapacidad del ministro Cavallo de “matar a su propio hijo” (entiéndase la Ley de Convertibilidad), hasta la economía política del ajuste, en la que se sospecha que el ajuste se tendría que efectuar sobre los funcionarios del sector público (que hasta habían sido ajustados en sus ingresos el año pasado en 12 por ciento y nuevamente en este año) y las pensiones de jubilación en un 13 por ciento. Cualquier posibilidad de comprensión por parte del público se ve truncada cuando se plantea, con razón y justicia, que existen alternativas de recorte hacia sectores que aún no son tocados directamente, y que se encuentran en una posición menos vulnerable que los ancianos. Entre estas opciones se plantearon por ejemplo:

- Quitar las reducciones en los aportes patronales a las empresas privatizadas.
- Cobrar impuestos a las operaciones financieras.
- Reducir la evasión de los peces gordos.
- Crear una ley de equiparación de dietas en el sector público.
- Aumentar las tasas de impuestos a las ganancias de las multinacionales.

La convertibilidad y la dolarización: cría cuervos ...

En Marzo de 1991 se promulgó la Ley de Convertibilidad del austral (hoy peso) . Se establecía la relación 1 a 1 en el valor entre estas monedas y el dólar estadounidense. La ley fue parte de una reforma integral de la economía argentina, que buscó una mayor participación del sector privado

(privatizaciones, apertura económica y una mayor desregulación de los mercados) y, de forma más explícita en la ley, el compromiso respecto a no generar desequilibrios inflacionarios (e implícitamente fiscales), mediante la endogenización de la política monetaria, en la que la cantidad de dinero que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) emitiera a la economía sólo respondería a una mayor demanda del mismo por parte del público, siempre intercambiándose ambas monedas al tipo de cambio fijado en dicha inmodificable relación.

¿Por qué se afirma que no se podría devaluar o dejar flotar el tipo de cambio fijado en dicha inmodificable relación.

¿Por qué se afirma que no se podría devaluar o dejar flotar el tipo de cambio (como hizo Brasil) para conseguir financiamiento cuasifiscal del déficit y/o para reactivar las exportaciones en el mediano plazo, al menos sin un alto costo?

Sabemos que una posibilidad de financiamiento alternativo del déficit es la devaluación. Si se incrementa el valor fijado para el dólar con la relación al peso (ese número es el tipo de cambio), el gobierno dispondría de recursos adicionales más valiosos en términos de pesos, mediante los recursos en el BCRA y sus cuentas en el exterior. Este incremento sería proporcional al aumento fijado en el valor de la moneda que esté posee como reservas o activos (las divisas o dólares en su poder) con relación a sus pasivos (el peso como circulante en la economía). Se sostiene tres argumentos que dificultan la aplicación de esta medida.

En primer lugar, existe el problema de credibilidad, que en la práctica implicaría pasar a un sistema más parecido a un tipo de cambio fijo que a uno de convertibilidad. Esto generaría, según los defensores del actual sistema, una mayor desconfianza en el gobierno y la economía. Sin embargo, al paso que vamos, el mantenimiento del sistema de actual de convertibilidad podría generar una muchísimo mayor. En segundo lugar devaluar implicaría modificar o cambiar la Ley de Convertibilidad, lo que tendría ciertos regazos ocasionando que aquellos tenedores de activos relativamente líquidos en pesos se pasen a dólares rápidamente, originándose una aceleración de la actual corrida y una pérdida de reservas. En una economía en la que la gente puede movilizar sus capitales libremente, es una posibilidad muy costosa.

En tercer lugar, y siendo quizás la más importante razón (y más parecida a nuestra situación), la economía argentina tiene un alto grado de sustitución de activos (3/4 partes en dólares). Esta situación, ante una devaluación, puede generar un incremento relativo de la deuda en dólares para los agentes que tengan ingresos en pesos, empeorando la ya bastante frágil situación financiera del sector real de la economía.

De esta forma se ha cerrado cualquier posibilidad distinta a la que de un rescate financiero desde que, al menos en un principio, el ajuste fiscal impuesto, ha resultado poco creíble. Esta incredulidad obedece a una restricción adicional: en análisis menos optimistas, en los que la mala situación actual se mantiene hasta el fin de año, el gobierno argentino estaría obligado a recortar las remuneraciones y pensiones de jubilación en aproximadamente el doble del ya efectuado, lo que convertiría en inviable políticamente a la denominada regla de "déficit cero". Adicionalmente, la recesión del aparato productivo se ve reflejada en las últimas cifras de importaciones y recaudación: las primeras, en junio del presente año, cayeron 19 por ciento respecto al mismo mes del año anterior; la caída de la recaudación fue de 8 por ciento en

julio. Esta situación hace dudar de la capacidad de financiamiento del déficit, sobre todo por el efecto que el ajuste podría tener hacia fines de año.

La continua pérdida de reservas ha ocasionado un faltante en el financiamiento del déficit público para este año. Como se explicó, el sistema de convertibilidad argentino debe brindar una cobertura de 100 por ciento al circulante en pesos en la economía en reservas internacionales, las que deben estar depositadas en el BCRA. De otro lado, entre las reservas que el gobierno tiene depositado en el Deutsch Bank en Nueva York y parte de las reservas del BCRA, se deben cumplir con respaldar los depósitos bancarios denominados "requerimientos mínimos de liquidez". Si ambos activos del público (el circulante y los depósitos) son cubiertos sobradamente, el excedente resultante viene a ser el "colchón" de prefinanciamiento del sector público (es decir, las reservas de las que puede disponer el gobierno para financiar futuros déficits). Hoy por hoy, esa diferencia no es significativa con relación a lo que se necesita. De otro lado, nadie quiere prestarle a la Argentina en el exterior, pero no ha desaparecido (ni aparece que desaparecerán) ni el déficit, ni parte significativa de la deuda que debe cumplirse hasta fin de año, por más que se ha pateado una parte de la interna un poco más adelante. Una posibilidad que se ha mencionado como forma de liberar recursos es la de bajar la cobertura de circulación monetaria, seguramente descartada por el tema de no generar desconfianza en el sistema mediante el cambio de reglas.

Economistas como Paúl Krugman ya habían anunciado que Argentina tenía los días contados, simplemente por que "lo que se dice en Wall Street ... no es si habrá un incumplimiento de deudas por parte de Argentina, sino cuándo será". Y cuando los mercados de capitales sospechan una imposibilidad de sostener los déficit mediante financiamiento externo, no interesa mucho los indicadores de sostenibilidad, o las reales capacidades de pago de un país a mediano y largo plazo, y muy probablemente esa frase se convertiría en realidad.

En este sentido, respecto a las cifras de la deuda, el ratio deuda sobre el PBI no muy es alto con relación a otros países en la región, pero es cierto que ha crecido bastante rápido. Argentina tenía un nivel de deuda pública de \$87,100 millones en 1995, hoy ha crecido a \$128,000 millones, y se estima que este año esa cifra estaría cerca de los \$140,000 millones (sin contar con algún eventual super rescate financiero).

Cuando la afluencia de capitales a la región durante la primera mitad de la década pasada resultó en una tasa de crecimiento del producto promedio superior al 5 por ciento, los ingresos fiscales y nuevos desembolsos permitieron cubrir los pagos de servicios de la deuda. Hoy estos recursos son bastantes escasos y, dado un PBI cayendo desde 1999 y ante una muy probable nueva caída este año, la capacidad de pago se percibe como más complicada.

El servicio de la deuda para este año implica entonces otra restricción para el gobierno, y dada las perspectivas de la economía argentina, muchos inversionistas y agentes financieros en el exterior están considerando muy probable un "default" de la deuda, lo que en la práctica viene significando una menor afluencia de recursos hacia el país, y una mayor tasa de interés de la deuda soberana consistentes con la percepción de mayor riesgo.

De esa forma, Argentina se encuentra en una situación de insostenibilidad respecto al cumplimiento de la deuda interna y externa de forma conjunta, por la cual una debe ser sacrificada (mejor dicho, ya fue sacrificada). Cuando se crecía fuerte durante la primera mitad de la década vía entrada de capitales, no

se dijo nada respecto a cómo se sostendrían los gastos de Estado en el sistema de convertibilidad cuando se presentara una situación como ésta; sólo había que cumplir con mantener la inflación baja, pagar la deuda y dejar que el mercado hiciera el resto. Ahora queda claro que esto no fue suficiente.