

céfiro

ZÉPHYROS

**REVISTA DE
ECONOMÍA Y GESTIÓN**

**AÑO 5 NÚMERO 4
PRIMAVERA 2019**

ISSN (impresa) 2408-4638
ISSN (digital) 2422-7692

Crónica de una crisis anunciada

Por Florencia Médici¹

Desde las últimas elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO), Argentina comenzó a transitar la última etapa de una típica crisis financiera á la Ponzi². Esta fase se caracteriza por la ausencia total de “confianza de los mercados” ante un gobierno que, con muchas probabilidades de perder las elecciones generales, ya no tiene mucho para prometer a los acreedores.

Si bien la fragilidad financiera es inherente a los problemas estructurales de escasez de divisas, el manejo de la macroeconomía de la gestión de Cambiemos no sólo agravó sino aceleró el proceso de crisis cambiaria. Antes de continuar repasemos el significado de la restricción externa.

Según la teoría convencional, tanto en las economías desarrolladas como en las subdesarrolladas, la tasa máxima a la que puede crecer una economía está determinada por aquella que lleva a la plena utilización de la capacidad productiva y el pleno empleo que, a su vez, coincide con la tasa efectiva de crecimiento. Sin embargo, para la teoría heterodoxa, existen otras restricciones relevantes que operan antes de llegar a la plena utilización de recursos³: la demanda efectiva y la restricción de divisas.

Ambas restricciones están altamente relacionadas. En particular, las economías con estructuras productivas insuficientemente desarrolladas están limitadas por el desempeño de su sector externo. Esto es, cuando estas economías comienzan a crecer, la mayor actividad económica lleva a una creciente demanda de divisas derivadas, fundamentalmente, de las importaciones de bienes de consumo y de insumos industriales. Dado que las divisas que ingresan en la economía son mayormente originadas por las exportaciones del sector primario —que suele asociarse a una elasticidad ingreso de la demanda baja⁴—, comienza a generarse un déficit creciente en la cuenta corriente que culmina en fuertes devaluaciones. Esta pérdida de valor de la moneda doméstica produce inflación, caída del salario real y crisis económicas, aun estando lejos de la plena utilización de capacidad productiva.

La importancia de estudiar los problemas relacionados a la balanza de pagos radica en que la restricción externa impone límites al crecimiento, determina la dinámica del ciclo y, por lo tanto, limita el desarrollo. La elevada volatilidad presente en América Latina reduce el horizonte de planificación, aumenta el riesgo, desalienta la inversión productiva y distorsiona los precios (Pérez-Caldentey, 2015). Estos tres hechos estilizados sobre las economías

¹ Docente UNM. Licenciada en Economía y Doctora en Ciencias Sociales. Directora Académica del Centro de Economía Política y Desarrollo (CEEPYD) UNM. Correo electrónico: fmédici@unm.edu.ar

² Carlos Ponzi fue un famoso estafador italiano de los años veinte en Estados Unidos. Su fraude consistía en ofrecer a los inversores elevadas ganancias que sólo podía pagar si ingresaban al negocio nuevos acreedores, porque le proveían el dinero para cumplir con los intereses adeudados. Para mantener este tipo de estafa es necesario convencer a un número creciente de inversores, dado que mientras haya nuevos ingresos de capital la rueda puede seguir girando sin que los acreedores pretendan recuperar su dinero, que no existe dado que nunca fue invertido. El economista estadounidense Hyman Minsky usó ese nombre para describir las situaciones financieras en las cuales las firmas sólo pueden cubrir los intereses y el capital devengado con nuevo endeudamiento.

³ Recursos entendidos como capacidad productiva, aun con desempleo de mano de obra.

⁴ La demanda del resto del mundo de nuestras exportaciones crece menos que proporcionalmente a lo que crece el ingreso del resto del mundo.

latinoamericanas (i.e. estructura productiva escasamente diversificada, restricción externa al crecimiento y volatilidad) fueron extensamente explorados por la teoría económica.

La incapacidad de generar los dólares necesarios para el funcionamiento económico se manifiesta como crisis de balanza de pagos producidas fundamentalmente por la salida de capitales y fuertes devaluaciones. En este sentido, el problema de la escasez estructural de dólares puede también ser abordado como un problema de fragilidad financiera.

Esto cobra importancia, especialmente, cuando se busca llevar adelante una política de sustitución de importaciones o el desarrollo de sectores clave, como la industria básica o el sector energético (que requieren capital y tecnología importada). La encrucijada radica en que, por definición, una economía con las mencionadas características estructurales que tenga un plan de crecimiento es una economía que genera déficit comercial⁵. La necesidad de financiar los déficits comerciales puede llevar (y de hecho es muy probable que suceda) a una senda de financiamiento inestable, pues la inversión extranjera y el endeudamiento externo engendran nuevos requerimientos de divisas en el mediano plazo debido a la remisión de utilidades, el pago de intereses y la reversión de esos flujos cuando las posibilidades de ganancia se extinguen, originando así continuas y crecientes salidas de dólares.

Esta situación de inestabilidad financiera generada en el propio proceso de crecimiento puede ser abordada con una lógica minskyana, siguiendo la propuesta de Kregel (2004a, 2004b), quien aplica la hipótesis de inestabilidad de Hyman Minsky a las economías como un todo. Desde esta perspectiva, el análisis no parte de ver cómo la fragilidad financiera de las empresas puede llevar a una inestabilidad sistémica, si no que toma el problema de crecimiento restringido por el sector externo como un problema de financiamiento del balance de pagos. Haciendo un paralelismo con las categorías usadas por Minsky (1986, 1992), llamaremos situaciones cubiertas, cuando los ingresos corrientes de la balanza comercial (superávit de la cuenta comercial) son suficientes para pagar las rentas de la inversión, los pagos principales de la deuda externa, las importaciones y la FAE (siempre y cuando se tenga información estadística). Los regímenes especulativos se presentan cuando el saldo comercial es superavitario, pero no suficiente para afrontar todos los pagos relacionados con la inversión y deuda extranjeras. Por consiguiente, una posición Ponzi, la de mayor vulnerabilidad financiera, se produce cuando las exportaciones netas⁶ son negativas, por lo que las cuentas externas se financian con ingresos de capitales.

A diferencia de las empresas, cuyos compromisos de deuda se conocen con cierta certeza, los ingresos de los países (i.e. exportaciones) y sus compromisos en moneda extranjera (intereses, utilidades, dividendos y salidas de capitales) son inciertos.

Además, al tener las exportaciones concentradas en productos primarios, estas economías incrementan su fragilidad debido a la volatilidad de los precios de las commodities, siendo necesario tener una evaluación temporal de los ingresos por exportaciones netas y de los flujos de capital externo para que esté balanceado con los servicios de la deuda (Kregel, 2004b).

5 Por esto el objetivo de lograr superávit comercial y, a su vez, crecimiento económico de forma sostenida en el tiempo se plantea como una imposibilidad, con excepciones en el caso de momentos de subas de los términos de intercambio (como a comienzo de los 2000) o si se descubre un recurso natural cuya explotación no requiera demasiados esfuerzos productivos, por citar algunos ejemplos.

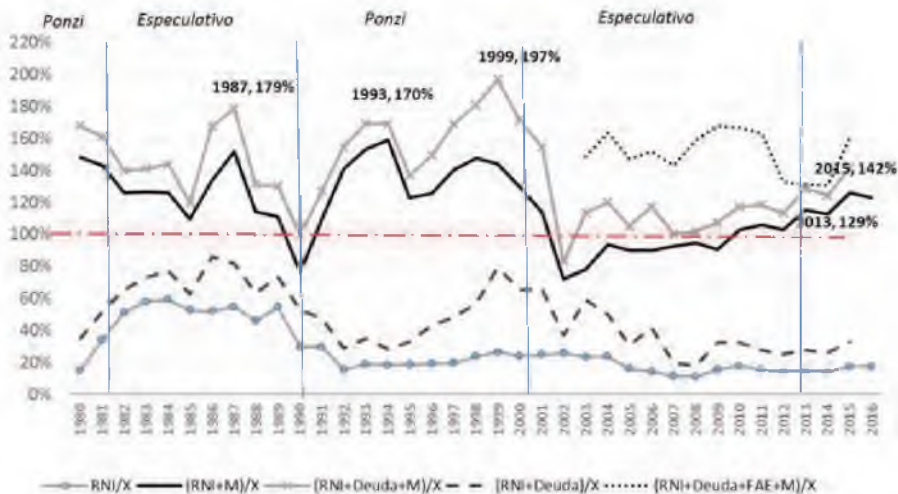
6 Exportaciones menos importaciones.

Con simples indicadores podemos mostrar la capacidad de la economía argentina de cubrir las necesidades de divisas (rentas netas de la inversión, RNI⁷; pagos de la deuda externa, Deuda; formación de activos externos, FAE; e importaciones, M) con sus exportaciones (X). Cuanto mayor sea el valor del indicador, más frágil será la economía (Médici, 2017).

Usando las estadísticas de CEPAL de balance de pagos de Argentina durante el período 1980-2015, encontramos que los años de mayor fragilidad financiera fueron los que precedieron a fuertes crisis: 1987 (179% de RNI más pago de deuda más importaciones sobre exportaciones), 1993 (170%), 1999 (197%), previos a las crisis de hiperinflación, la crisis desatada tras el llamado efecto Tequila y del fin de la Convertibilidad. En la década del noventa, las necesidades de dólares para pagar las importaciones, los intereses y desembolsos de la deuda, y las utilidades de la inversión extranjera casi duplicaban los dólares “genuinos” obtenidos con las exportaciones. Es valioso notar que el agravamiento de la fragilidad financiera a finales de esta década se generó del lado de las salidas de divisas en concepto de deuda, aun con importaciones cayendo, una situación similar a la que Argentina se enfrenta actualmente.

En los años posteriores a la salida de la Convertibilidad esos ratios se redujeron significativamente, fenómeno explicado por la disminución de las importaciones producto de la crisis económica, primero, y el cambio del ciclo de los términos de intercambio, después. Esto último fortaleció el frente externo de Argentina y de la región. Así, desde 2003 hasta la crisis internacional de 2009, los dólares ingresados por exportaciones llegaban a cubrir —aproximadamente— las salidas por RNI, deuda e importaciones.

Gráfico 1: Indicadores de inestabilidad financiera. Argentina, 1980-2016



Fuente: Estadísticas e indicadores económicos de la CEPAL, Banco Central de Argentina e International Debt Statistics, World Bank.

⁷ Utilidades, dividendos e intereses.

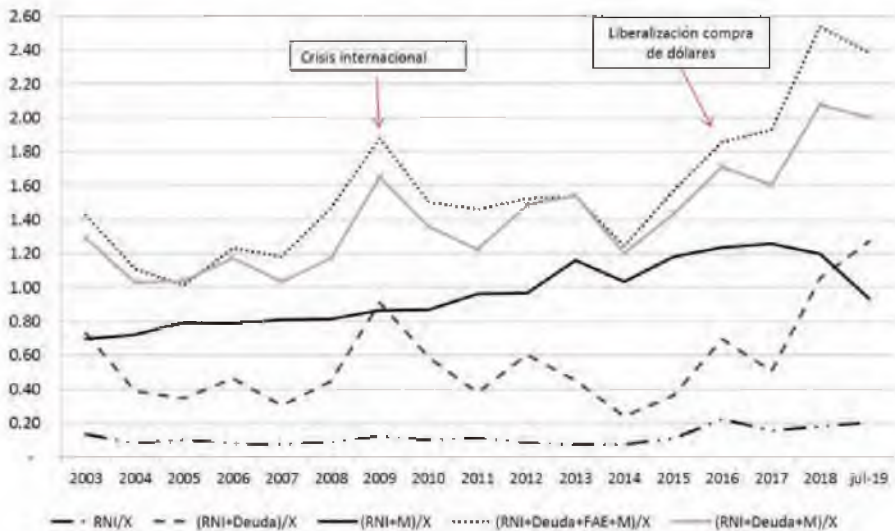
Desde 2013 fue evidente que las cuentas externas comenzaban a convertirse nuevamente en la restricción al crecimiento: el agotamiento del superávit comercial dejaba al desnudo la baja dinámica de las exportaciones, la dificultad de conseguir financiamiento externo, los abultados déficit generados por el sector turismo, el déficit energético y de parte de la industria, y la elevada fuga de capitales. A partir de entonces, la vulnerabilidad financiera externa comenzó a aumentar, especialmente debido al incremento de las importaciones, en un contexto de elevada restricción a la compra de dólares del sector privado.

A finales de 2015 comenzó a vislumbrarse un nuevo período: la liberalización del mercado cambiario, el pago a los holdouts, la baja de derechos de exportación a sectores vinculados con la explotación de recursos naturales y otras medidas tendientes a desregular los flujos de capitales y la remisión de utilidades. Cambiemos, en lugar de afrontar estas restricciones, adoptó medidas que inevitablemente las agravaron. Desde el inicio acudió al recurso descontrolado del endeudamiento en moneda extranjera e incentivó el ingreso de capitales especulativos que rápidamente comenzó a mostrar sus limitaciones. Así, al factor estructural se sumó la política económica que favoreció a poderosos sectores económicos sin objetivos de sustentabilidad económica de largo plazo: se eliminaron regulaciones a la cuenta capital y comercial, se puso fin a la obligación de liquidar exportaciones, etcétera.

Esa apertura a los capitales foráneos y el endeudamiento externo permitieron al gobierno obtener los recursos en el corto plazo para financiar los déficits de cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, el deterioro de los salarios reales, la reducción del gasto público, la ausencia de una política de desarrollo que impulse sectores clave para el aumento de las exportaciones y un manejo —al menos— errático y desordenado de la política cambiaria y monetaria deterioraron la demanda agregada e intensificaron la incertidumbre macroeconómica. Dado que estos factores atentan contra la inversión productiva, la política económica se dirigió a atraer capitales golondrina (flujos de corto plazo) mediante elevadas tasas de interés, y a acelerar el endeudamiento externo. Como contrapartida, la proliferación de activos financieros en moneda doméstica (LEBACs, LECAPs, LECERs), primero, y luego en dólares (LETES), sumado a la fuerte desregulación del sector agravaron la histórica vulnerabilidad. La liquidez de estos activos permite a los inversores realizar sus ganancias en el corto plazo y convertirlos en moneda extranjera ante cualquier cambio de las condiciones domésticas o internacionales.

A partir del 2016 los indicadores de inestabilidad financiera mostraron un nuevo nivel, explicado fundamentalmente por la liberación del mercado cambiario (FAE) y por los egresos en concepto de deuda. Tomando los datos del Mercado Único y Libre de Cambios de BCRA, en 2018, las sumatoria de las rentas de la inversión, los pagos de préstamos y las importaciones representan un 208% de las exportaciones, llegando a 254% si se considera la compra de dólares del sector privado no financiero. La reducción de los indicadores se produjeron por la caída de las importaciones, propias de un proceso de ajuste vía cantidades debido a la parálisis económica.

Gráfico 2: Indicadores de inestabilidad financiera. Argentina, 2003-2019



Fuente: Banco Central de Argentina.

Otro síntoma de una economía que está en una situación Ponzi es cuando los funcionarios comienzan a tener un discurso centrado en convencer a los prestamistas (“los mercados”) no sólo con pensamiento positivo y palabras bellas sino con promesas de otorgamiento de beneficios a través de mayor desregulación (leyes de inversión, de desmantelamiento industrial, de flexibilización de leyes laborales). Las “pruebas” que los acreedores reclaman para seguir prestando nada tienen que ver con mejorar la estabilidad macroeconómica o la competitividad, sino con el compromiso de liberar dólares mediante recesión económica y desregulación del sistema financiero.

Pero ninguna política de “austeridad” fiscal o gesto político logrará reducir la elevada fragilidad financiera de la economía, sino simplemente dará más aire a la burbuja. No hay necesidad de financiar los gastos en pesos del gobierno con ingreso de capitales externos, no es lo fiscal lo que lleva a los gobiernos a endeudarse en dólares. La promesa de reducción de gasto público es sólo un recurso más para convencer a los inversores para seguir alimentando a la burbuja.

Las señales para el “mercado” que los acreedores piden a la gestión económica para seguir en esta rueda especulativa nada tienen que ver con mejorar la estabilidad macroeconómica o la competitividad, sino con el compromiso de liberar dólares mediante recesión económica y mayor desregulación del sistema financiero y productivo.

El gobierno de Cambiemos no tuvo mucho éxito en convencer a los mercados de seguir ofreciendo los dólares que la economía argentina necesitaba, por lo que tuvo que acudir al prestador de última instancia, el Fondo Monetario Internacional. Como se mencionó anteriormente, una situación como la descrita anteriormente se denomina,

usando el término minskyano, de fragilidad financiera “porque su éxito depende de la voluntad de los prestamistas de seguir prestando” (Kregel, 2004a, p. 580)”. Y la única voluntad que quedaba era la del organismo internacional.

Otras características típicas de situaciones de elevada fragilidad financiera son que eventos (llamados shocks) en el mercado internacional y nacional repercuten con mucha fuerza en el mercado financiero doméstico. De esta manera, no es el desencadenante el responsable único de los episodios de corridas cambiarias, las fuertes depreciaciones del peso o las continuas subas de la tasa de interés, sino el grado de fragilidad de la economía. En este sentido, claramente el resultado de las PASO fue el disparador de la fuerte depreciación, pero no el responsable⁸.

Partiendo de la situación de bajo endeudamiento externo de finales de 2015, no era arriesgado pensar que el ingreso masivo de flujos externos debería haberle dado más aire al sector externo, aun con una situación de cuenta corriente que ya daba señales de alarma. No obstante, la desregulación del mercado financiero, la errática política monetaria en conjunto con una política estatal que buscó achicar el Estado, reducir salarios y beneficiar a sectores concentrados socavó las posibilidades de estabilidad económica. Los defensores de este modelo argumentan que una mayor estabilidad macroeconómica se logra a partir de desregular los flujos de capitales y aplicar metas fiscales, ya que estas fomentarían un ambiente de confianza para convencer a los inversores de ingresar y quedarse en el país. Paradójicamente, son el ajuste y el incentivo a este tipo de flujos financieros externos los factores que socaban la estabilidad macroeconómica y las perspectivas de crecimiento de largo plazo

Es importante conocer las causas estructurales y financieras del problema. Atraer capitales externos vía elevadas tasas de interés, liberalización financiera y desregulación económica sin un proyecto productivo, como fue el camino que emprendió Argentina en los últimos cuatro años, es lisa y llanamente el peor de los escenarios posibles.

En economía no hay que culpar a los instrumentos, pues lo que importa son los objetivos políticos. El endeudamiento y el ingreso de capitales puede ser dirigido a ganar tiempo mientras se genera una verdadera capacidad de repago o sólo puede servir para ganar tiempo. En este último caso, ese es un tiempo perdido para llevar adelante un proyecto de desarrollo productivo que permita salir de este esquema Ponzi, que siempre culmina en una fuerte crisis externa con las sabidas consecuencias sobre el empleo y la distribución del ingreso.

El próximo gobierno recibirá, como siempre, el problema estructural de restricción externa, sumado a una elevada inestabilidad macroeconómica. Pero la capacidad de utilizar el endeudamiento externo y los dólares provenientes de flujos financieros internacionales no estará entre los activos disponibles, porque el actual gobierno lo ha dilapidado y ha llevado a la economía a un estado de elevada vulnerabilidad financiera. Peor aún, no sólo va a tener restringido el acceso al crédito externo sino que va a tener una abultada necesidad de dólares para el pago de la deuda e intereses que se adiciona a los problemas clásicos de la cuenta corriente.

Quienes estén a cargo de dirigir los destinos económicos del país tendrán que, en primer lugar, atender la situación social. Para esto es importante dejar a un lado el archi-repetido argumento fiscalista: la restricción es de dólares, no de pesos. De todos modos, pensar en crecimiento económico en el corto plazo será difícil dado que el funcionamiento de la capacidad productiva reactivará la demanda de dólares por las vías usuales: las importaciones. Con

⁸ Siguiendo con el paralelismo de las estafas piramidales a la Ponzi, si se corre el rumor de que los inversionistas no van a poder recuperar el capital, genera el reclamo por la devolución de un capital que nunca existió, dejando al descubierto la estafa. En un caso así, el rumor es solo el reactivo, la causa es la situación que hace insustentable el esquema.

el corte del financiamiento y las necesidades de dólares de los próximos años, el gobierno de Cambiemos nos ha puesto justo de frente a la restricción externa. Habrá que desplegar toda la capacidad política y técnica para sortear la situación actual y retomar una senda de crecimiento.

Referencias

Médici, F. (2017) "Inestabilidad financiera como problema desarrollo en economías con restricción externa: un enfoque misnkyano". En: Médici, F. (Ed.). *Discusiones sobre el tipo de cambio: El eterno retorno de lo mismo*. Moreno: Universidad Nacional de Moreno.

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.

Minsky, H. P. (1992). *The financial instability hypothesis*. Annandale-On-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute, Bard College.

Pérez-Caldentey, E. (2015). Una coyuntura propicia para reflexionar sobre los espacios para el debate y el diálogo entre el (neo)estructuralismo y las corrientes heterodoxas. En A. Bárcena Ibarra & A. Prado (Eds.), *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe.