

Restricción externa y gobernabilidad

José María Fanelli

Profesor plenario de la Universidad de San Andrés

Investigador Principal del CONICET



Profesional de Ciencias
Económicas de la Ciudad
Autónoma de Buenos Aires

Fuente: Revista Consejo Año VIII – Nº 49 – Agosto 2018 – ISSN 1851-6610



¿Está la Argentina condenada a las crisis cíclicas por escasez de dólares? La respuesta es no. Pero la interacción de las cinco características siguientes hace que las crisis, sin ser necesarias, sean recurrentes.

- a. Para facilitar la gobernabilidad política de la Argentina, un requerimiento esencial es incrementar -aunque más no sea lentamente- el ingreso real de segmentos amplios de la población. Ello se puede hacer creando empleo, mejorando su productividad mediante instrumentos fiscales o atrasando el tipo de cambio. Sólo los dos primeros métodos son sostenibles con seguridad y el último nunca lo es.
- b. La expansión del empleo y el mejoramiento de su calidad requieren inversión, tanto privada como pública. Pero la tasa de inversión de 2017 no supera un bajísimo 15 por ciento.
- c. La inversión y la producción industrial tienen un significativo componente importado. Los dólares para importar los aportan las exportaciones. Por lo tanto estas deben acompañar la expansión del PBI y las inversiones. La sustitución de importaciones puede ayudar, pero poco en un mundo de cadenas de valor globales.
- d. Para financiar la inversión se necesita ahorro y el ahorro nacional es bajísimo. Por lo tanto, cuando la inversión sube, se eleva concomitantemente el uso del ahorro externo. O, lo que es lo mismo, aumenta el déficit de cuenta corriente. ¿Cifras? En 2017, la economía creció un 2,9% y el déficit de cuenta corriente orilló un insostenible 5% del PBI.
- e. Los inversores externos perciben que un país emergente con déficit de cuenta corriente alto es financieramente vulnerable. Según el FMI, un elevado déficit de cuenta corriente es un buen predictor de crisis. Con vulnerabilidad, si se origina un *shock* negativo -sequía, aumento de tasas de interés-, se produce un freno súbito en la entrada de capitales.

En el "modelo de crecimiento K" se descuidaron la inversión, el ahorro y las exportaciones y se buscó mantener la actividad con el consumo.

Desde 2012, la economía está estancada y con propensión a generar crisis cambiarias. Es un buen período para ejemplificar la interacción de las cinco características.

En función de A, el gobierno de Cristina Kirchner trató de incrementar los ingresos reales utilizando el sector público y el atraso cambiario. Se generaron empleos nacionales y provinciales; se expandió fuertemente la cobertura del sistema jubilatorio; se subsidió el transporte y se destinaron fondos -muchos menos- a políticas de protección social (Asignación Universal por Hijo y otras). Por otro lado, se protegieron industrias con trabas diversas a la importación, se subsidió la energía y se cobraron impuestos por exportar.

¿Por qué faltaron dólares? El "modelo de crecimiento K" ignoró los puntos B, C y D. Se descuidaron la inversión, el ahorro y las exportaciones, y se buscó mantener la actividad con el consumo. La cuenta corriente desmejoró sustancialmente porque el

atraso cambiario y la presión tributaria desincentivaron las exportaciones. Para financiar las importaciones requeridas para mantener la actividad, primero se liquidaron el superávit de cuenta corriente y las reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) acumuladas en el período de términos del intercambio favorables. Para combatir la crisis cambiaria se estableció el cepo y se ofrecieron dólares futuros baratos. Sin aumento de inversión y con caída de exportaciones, la economía se estancó desde 2012. El resultado estuvo en línea con el punto A: se dejó de generar empleo, se retrajeron los ingresos reales y los candidatos de Cristina perdieron las elecciones.

Para recomponer la oferta de dólares, el gobierno de Mauricio Macri apostó al crédito externo. Eliminó el cepo y el problema de los *holdouts*. El salto del tipo de cambio real en 2016 estuvo lejos de generar una crisis por las expectativas de que una "lluvia" de dólares prestados iría a financiar inversión productiva. Pero se descuidaron los puntos C, D y E. ¿Por qué no hubo un programa integral para promover las exportaciones y el ahorro nacional? Porque, en función del punto A, se trató de afirmar la gobernabilidad generando empleo e ingresos de manera rápida. En 2017, el tipo de cambio se atrasó, se suavizó el ajuste fiscal y se expandió el crédito - particularmente el hipotecario-. Pero apenas la economía empezó a crecer, el déficit de cuenta corriente "explotó" y la economía se hizo vulnerable. Como anticipa la característica E, nos cortaron el crédito externo.

La política tiene la misión crucial de lograr acuerdos amplios para que la inversión y la exportación no cambien si cambia el gobierno.

Si un país se queda sin acceso al crédito externo, o bien baja el déficit de cuenta corriente abruptamente, o bien recurre al FMI. Elegir lo primero implica reducir también abruptamente el nivel de actividad para ahorrar en importaciones. Elegir lo segundo permite suavizar el impacto sobre las importaciones gracias a préstamos del FMI, pero difícilmente reduce a cero la necesidad de ajustar. Por ello estamos entrando en recesión.

¿Cómo salir? La forma más consistente es tratar de satisfacer los requerimientos del punto A sobre la base de un crecimiento basado en exportaciones, inversiones y ahorro nacional. Desde esta perspectiva, el tipo de cambio real más alto que resultó de la reciente crisis es una oportunidad y no una amenaza por los incentivos que brinda al sector transable. Pero se necesita algo de tiempo hasta que las exportaciones y la inversión se traduzcan en empleo e ingresos. El Estado tiene dinero suficiente para proteger a los pobres de los efectos negativos de la depreciación. El resto de la población tiene que apostar a la paciencia y el futuro. La política tiene la misión crucial de liderar el proceso y lograr acuerdos amplios sobre dos cosas: que la apuesta a la inversión y la exportación no cambiará aun si cambia el gobierno y que todos se favorecerán equitativamente de las oportunidades que traerá el crecimiento sostenido.