

Argentina, ¿en compás de espera?

Por Jorge Streb

Hace poco, Domingo Cavallo dio a entender que la causa de que se haya prolongado tanto la recesión que atraviesa la Argentina es consecuencia de la política monetaria restrictiva aplicada por el Banco Central. De hecho, después de la remoción del presidente del Banco Central se han relajado los requisitos de liquidez que se exigen a las entidades financieras. Sin embargo, esta liberación de fondos no se ha traducido en el aumento esperado de depósitos y en una caída de las tasas de interés, beneficios tradicionales que uno podría esperar de una política monetaria expansiva. Lo que pasó en cambio es que desde marzo la Argentina perdió reservas internacionales. Es decir, la Argentina está en un contexto donde la política monetaria y la moneda sufren de una limitada credibilidad. Haber ido por encima de la independencia del BCRA, para remover a alguien que ponía en primer lugar el asegurar el respaldo de la moneda y el valor de los depósitos, no contribuye a aumentar la credibilidad del sistema financiero local. La reduce (1).

Esto podría indicar que la clave en este momento no pasa por aumentar la oferta de dinero, ya que se neutralizaría por la pérdida de reservas internacionales. La clave es encontrar la manera de re-establecer la demanda de activos de la Argentina. Ese aumento de demanda de activos llevaría por sí misma a un aumento de la cantidad de dinero, vía la entrada de capitales externos. Además de los estímulos monetarios discutidos antes, hay una serie de incentivos fiscales que el gobierno está tomando para lograr una reactivación económica que incentive la demanda de activos de empresas argentinas. Estos incentivos fiscales a veces vienen mezclados con medidas burocráticas poco claras, pero creo que el problema central de estos estímulos es que están siendo dados por un gobierno cuya restricción presupuestaria no está bien definida.

En este sentido, creo que el mega-canje para postergar el pago de las obligaciones financieras de la República Argentina constituye una señal fiscal negativa para el horizonte futuro. En una situación económica normal los inversores están dispuestos a renovar la deuda del gobierno al vencimiento, por lo que no es necesario en ningún momento amortizar la deuda ni hacer un canje explícito. El problema de la Argentina hoy es que el gobierno se enfrenta con serios problemas de credibilidad interna y externa sobre su capacidad de repago, que hacen difícil refinanciar la deuda pública. El mega-canje básicamente confirma estos temores, porque la señal concreta es que no sólo postergamos las amortizaciones, postergamos también el pago de la renta de la deuda.

(1) La confianza es clave en los mercados de capitales, ya que uno está dando crédito a cambio de una promesa de pago futuro. La confianza es una criatura frágil. En la Argentina, esta confianza ha sido violada reiteradamente, ya que los depositantes muchas veces han terminado pagando los platos rotos por problemas en otros sectores de la economía. Por ejemplo, la licuación de pasivos empresarios en pesos en 1982 fue conseguida a costa de la licuación de los activos de los depositantes en el sistema financiero, poniendo un tope a las tasas de interés. Lo mismo pasó en la licuación de los pasivos del gobierno en 1990, hecha a través de la transformación compulsiva de depósitos a siete días en títulos públicos a 10 años. Los países desarrollados, a diferencia de la Argentina, se han caracterizado por una historia de mayor respeto a los derechos de los que tenían depósitos en el sistema financiero.

Es como si una empresa avisa que no puede pagar los servicios de sus obligaciones negociables este año, pero promete que los va a pagar el año que viene, junto con los intereses acumulados de este año. Si la empresa no presenta ningún plan de reajuste para bajar sus gastos, o alguna nueva línea de negocios que va a permitir aumentar fuertemente los ingresos, uno esperaría que la situación de esa empresa fuera todavía peor al año siguiente. La Argentina, al postergar el pago de los intereses, parece decir: no podemos pagar hoy. Si no podemos, o no queremos, pagar hoy, ¿por qué vamos a poder pagar mañana los intereses de hoy más los de mañana? Yo esperaría que el mercado de capitales para la Argentina siga cerrado hasta que no quede claro si la Argentina puede hacer frente a sus obligaciones fiscales.

El gobierno quiere dar incentivos a las empresas, pero al mismo tiempo las está ahogando por el lado de la suba del riesgo país, por las dudas sobre la solvencia fiscal, que pone un piso a las tasas de interés que pagan las empresas privadas. Si el crédito externo a la Argentina está congelado, no queda claro cómo se va a financiar la expansión productiva que espera el gobierno. Pero los problemas con el déficit fiscal no sólo afectan el precio del crédito, sino también la cantidad. La deuda pública está desplazando a las empresas privadas en el sistema financiero local: desde fines de 1998 hasta ahora se ha mantenido estancado el crédito total, pero el crédito al gobierno ha crecido en más de 10 mil millones de pesos. Este aumento ha sido a costa de una reducción de crédito a las empresas privadas.

Una manera de mirar lo que está pasando es que el gobierno en realidad está ganando tiempo hasta después de las elecciones. En octubre vienen las elecciones legislativas. En este contexto, a ningún gobierno le gusta hacer un ajuste potencialmente impopular. En términos de esos tiempos políticos, sí puede tener sentido el postergar el pago de los intereses de la deuda externa. No pagar intereses libera recursos ahora para hacer gastos que tienen mayor impacto político, o permite reducir impuestos como ganancias antes de las elecciones. Pero mientras no se aclaren cuáles son los fundamentos fiscales de la Argentina, la actividad va a seguir congelada, si es que no empeora.

Para que la situación económica no se siga deteriorando, en algún momento va a ser necesario hacer un reajuste fiscal para reestablecer la confianza. Personalmente, creo que lo ideal sería vender activos públicos, para no tener que ajustar de emergencia otros rubros importantes de gasto, pero me parece que no hay consenso político para vender al Banco de la Nación, o al Banco Provincia. El ajuste de gastos planteado por el equipo de López Murphy no sirvió, ya que no estaba sustentado sobre un consenso entre las principales fuerzas políticas. Pero no hacer nada con el gasto puede ser una bomba de tiempo. El problema parece esencialmente político, más que económico.