

07 de Agosto de 2015

Los Dólares debajo del “Colchón”

La frazada quedó corta nuevamente. La sobre insistencia en las políticas de impulso al consumo con atraso cambiario dejaron a la economía, una vez más, sin los dólares necesarios para crecer. Durante el último año al Gobierno no le quedó otra salida que recurrir a la vieja receta del financiamiento externo para suavizar la recesión.

Ni siquiera el espectacular dinamismo del sector agro exportador fue suficiente. Los problemas estructurales no son nuevos, nuestra matriz productiva es sumamente dependiente de las importaciones de bienes intermedios y de capital. Por más que el próximo gobierno haga bien los deberes y emprenda una agenda sensata que permita fomentar la competitividad y las exportaciones, los resultados podrían llegar, siendo optimistas, en el mediano plazo.

Con lo cual, en la transición habrá que seguir recurriendo al financiamiento para que el reacomodamiento de algunos precios relativos (tipo de cambio y tarifas) sea políticamente viable y no necesariamente contractivo. La buena noticia, es que gracias a las tasas de interés negativas en moneda local, la falta de reglas de juego claras y el atraso cambiario, el sector privado ahorro una buena cantidad de divisas que pueden ayudar a financiar la transición hacia una economía más ordenada. Como a la hora de manejar nuestros ahorros somos más racionales y conservadores que nacionalistas, para repatriar el ahorro externo las señales y los incentivos deben cambiar.

Nuestro ahorro externo

Nuestro país acumula una cantidad de activos en moneda extranjera considerablemente mayor a los pasivos frente al resto del mundo. Según los últimos datos al 2014, la posición acreedora neta del país

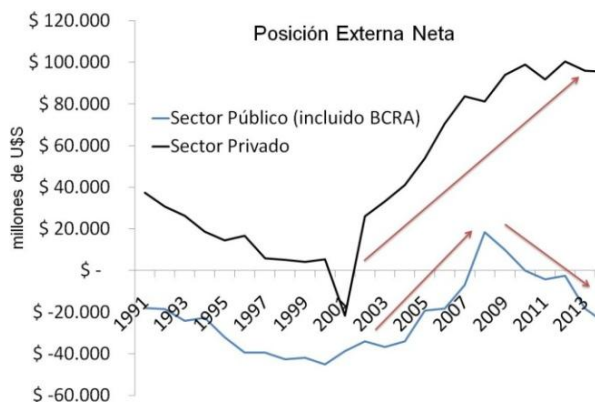
(considerando el sector público, las empresas y los hogares) alcanzó los U\$76.821 millones.

Esta circunstancia no es buena ni mala per se. Un país puede ser acreedor externo neto porque es muy productivo y exitoso para venderles bienes y servicios al resto del mundo, como es el caso de Alemania o Japón. En sentido contrario, un país también puede ser acreedor neto porque su sector privado se dolariza en cuanto puede como seguro frente a la fuerte incertidumbre y el poco resguardo de valor de la moneda doméstica, como en el caso de Venezuela.

Claramente no somos Alemania, pero vale destacar que durante la primera parte de la post-convertibilidad acumulamos activos externos por buenos motivos. Sin embargo, durante los últimos años el ahorro externo recayó íntegramente sobre el sector privado y por circunstancias poco alentadoras.

A partir de la crisis del 2002 hasta aproximadamente el 2009, la cuenta corriente se tornó fuertemente positiva y el país comenzó a acumular activos externos. Se inició un periodo de ahorro sostenido, dando como resultado un consistente superávit de las cuentas externas. Esto permitió que tanto el sector público como el privado acumulen activos externos. Clave fue el superávit fiscal, un Estado que recaudaba más de lo que gastaba. Otra cuestión muy importante que influyó favorablemente en la posición en divisas del sector público fue el canje de 2005.

Veamos en los gráficos como tanto la posición del sector privado como del público mostraba señales alentadoras:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

transición hacia la normalidad, sólo es cuestión de brindar certidumbre y los incentivos adecuados. En el largo plazo los desafíos son bastante más complejos.

Juan Battaglia
Economista Jefe

Las buenas razones se fueron esfumando. Desde el 2009 el Tesoro comenzó a perder su superávit fiscal y su capacidad de desendeudamiento genuino. Simplemente nos dedicamos a pagar deuda en dólares con ahorro previos (reservas), con lo cual la caída del pasivo tuvo su contraparte en una compresión del activo. Los pasivos también se incrementaron por la vuelta al endeudamiento, en 2014 tuvimos la emisión para indemnizar a Repsol y la renegociación con el Club de Paris. Ya en 2015 debemos sumar una nueva emisión de Bonar 2024, emisiones de YPF y el Swap Chino. Aun con estas consideraciones, más un futuro arreglo con los holdouts y midiendo bien el efecto del cupón PBI, el endeudamiento neto en dólares del sector público se encuentra en niveles muy manejables cercanos al 15% del producto.

En cambio, el sector privado acumuló activos externos ininterrumpidamente en toda la etapa post-convertibilidad. Pero lejos de ser una buena noticia, la mayor parte se debió la grotesca dolarización de carteras. Al 2014 las empresas y los hogares acumulaban activos externos por casi U\$226.000 millones y pasivos externos por U\$115.000 millones, dando una posición acreedora mayor a los U\$110.000 millones, aproximadamente un 20% del PBI.

El próximo Gobierno tendrá la enorme oportunidad de contar con una sustancial oferta potencial de dólares para financiar la