

# El peligro de un nuevo déficit cuasi fiscal



Escribe Eduardo Conesa

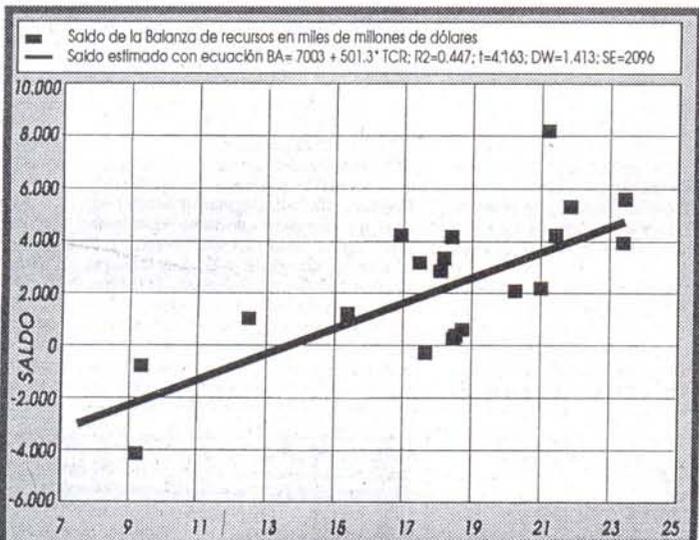
**D**ía a día algunos periódicos informan destacadamente sobre cuantiosas compras de divisas que efectúa el Banco Central, las que a veces superan los cien millones de dólares diarios. Y a veces se presenta esta información como evidencia de la fortaleza de nuestra moneda. Y hay quien arguye acerca de estos hechos presentándolos como prueba de que no es necesario un ajuste del tipo de cambio, y aun de que el dólar está caro. Se arguye que hay excesiva oferta de dólares. Que es necesario hacer caso a las leyes del mercado y dejar que nuestra moneda se valore más todavía. Que el tipo de cambio, como todo precio, debe quedar determinado por la oferta y la demanda.

Pero estas consideraciones carecen de sustento. Se trata de un análisis superficial que falla porque ignora que existen dos grandes rubros completamente diferentes en la balanza de pagos: la cuenta corriente y la cuenta de capital. Ambos influyen sobre el tipo de cambio pero cada uno de estos dos rubros obedece a su vez a fuerzas dis-

cambio real en el eje horizontal y el saldo de la balanza externa de recursos reales en el eje vertical. Y hemos dibujado la línea de regresión de estas dos variables para nuestro país en el período 1970-91. Esta línea se llama de "regresión" porque pre-

1992 es determinado tanto por el tipo de cambio del mismo 1992 como por el de 1991, y así sucesivamente.

De la observación atenta del gráfico anexo surge que el saldo de la balanza de recursos es cero cuando el tipo de cambio está alrededor



### • Equilibrio

En la cuenta corriente entran exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Las exportaciones son alentadas por el dólar alto y las importaciones desalentadas por él. Las exportaciones generan oferta de divisas y las importaciones demanda de ellas. El tipo de cambio de equilibrio es aquel que en el largo plazo mantiene el equilibrio de las exportaciones y las importaciones, y en consecuencia también el equilibrio de la oferta y la demanda de divisas provenientes de aquéllas. En el gráfico anexo hemos puesto el tipo de

a "regresar" sobre ella, no obstante el alejamiento que por razones casuales pueda ocurrir en un año determinado. El gráfico muestra cómo el tipo de cambio real determina el saldo de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en nuestro país. Tipos de cambio bajos, como los de 1992-92 conducen a un déficit del orden de 2000-4000 millones de dólares. Tipos de cambio altos como los de 1982-89 generan superávit de 4000-8000 millones. El análisis estadístico pone de manifiesto que el tipo de cambio del año anterior al corriente tiene tanto impacto como el año corriente. Es decir el saldo de

dólar. ¿Por qué no establecer por ley ese valor que sería el de equilibrio a largo plazo, y en la seguridad de que los pequeños desvíos de cada año serían compensables entre sí y por tanto también financierables? De esta manera se ahorraría al país el desgastador problema de las oscilaciones cambiarias, las consiguientes fiebres especulativas y las cíclicas crisis de balanza de pagos. Por lo pronto, con respecto a esta última pregunta, cabe remarcar que 14 en el gráfico señala el punto en que las exportaciones de bienes y servicios tienden a igualar a las importaciones de bienes y servicios (repetimos, ese 14 convertido a valores de 1992 indicaría un tipo de cambio de 1,4 pesos por dólar). Pero la Argentina debe pagar además por lo menos 4000 millones de dólares anuales de intereses. Por lo tanto, el punto de verdadero equilibrio es 22 donde la línea de regresión intercepta el superávit de 4000, justamente lo necesario para pagar esos intereses. El tipo de cambio de 22 en la escala del gráfico corresponde a un tipo de cambio de 2,2 pesos por dólar en pesos de 1992.

Ese nivel debió tener aproximadamente el tipo de cambio de la ley de convertibilidad si se hubiera procedido con un criterio científico. Es el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo. En la realidad se eligió el tipo de cambio político de un peso igual a un dólar, el que im-

horizontal del gráfico y que por lo tanto implica un déficit de 2000 millones de dólares por año (observable en el eje vertical del gráfico) que sumados a los 4000 de intereses nos lleva a 6000 millones de déficit anual estructural en la cuenta corriente de nuestra balanza de pagos para este año.

### • Condena

En realidad la situación es mucho más dramática porque la ecuación de regresión está estimada bajo la condición de que la inversión en los sectores productores de bienes exportables e importables permanece constante ("ceteris paribus", dirían los economistas académicos), lo cual no es verdad porque ante la magra retribución a las exportaciones y a las actividades sustitutivas de importaciones, las inversiones se asignarán a los demás sectores de la economía y las exportaciones y nuestras industrias competitivas de importaciones estarían condenadas a caer lentamente al comienzo, y fuertemente después del segundo año o tercer año del plan de convertibilidad. Por estas razones cabe prever un déficit en cuenta corriente de 10.000 millones de dólares para 1993 y otro más grande aun en 1994. Y así sucesivamente mientras se mantenga este tipo de cambio de un peso = un dólar.

En el mundo actual, caracterizado por la alta movilidad internacional del capi-

tal, el tipo de cambio de corto plazo no es determinado por la oferta y la demanda de divisas provenientes de las exportaciones e importaciones, sino por la oferta y demanda de divisas provenientes de la entrada y la salida de capitales respectivamente, capitales que a su vez obedecen a los diferenciales de tasas de interés interna y externa, y al riesgo cambiario. Se podría decir que el tipo de cambio depende de la diferencia entre la tasa de interés interna y la externa, por una parte, y del riesgo de que se modifique el tipo de cambio del período anterior, por la otra. Si en Buenos Aires la tasa de interés sobre los plazos fijos en pesos a un mes de plazo es de 13% anual, y en los Estados Unidos esa misma tasa es de 3,5%, el capital golondrina nos inundará para ganar el diferencial de tasas, siempre y cuando no haya riesgo de una devaluación. Ese riesgo está minimizado en el corto plazo por la Ley de Convertibilidad. Esta ley crea un conflicto entre el tipo de cambio sobrevaluado de corto plazo que ella establece, y el verdadero tipo de cambio de equilibrio de largo plazo, analizado anteriormente. En consecuencia es dable esperar por ahora un enorme influjón de divisas por parte del Banco Central. Pero este capital, siguiendo las señales de precio del plan de convertibilidad, no se invierte en los sectores de la exportación ni en los sectores competitivos de las importaciones, debido a la falta de rentabilidad. Se invierte en la producción de bienes no transables, o permanece líquido en la Bolsa o en préstamos a corto plazo a las empresas, ganando tasas de interés que oscilarán entre la mínima de 14% anual, que es la tasa pasiva de los depósitos a plazo fijo, y 50% anual que es la tasa activa que los bancos cargan a las empresas. Cuando este capital líquido que ingresa en dólares, se transfiera a pesos, se convierte en una creciente deuda pública del Banco Central exigible a la vista, según establece la propia Ley de Convertibilidad. Es por lo tanto déficit cuasi fiscal. Estos pesos son como un cáncer de la economía nacional cuyo final tiene su precedente cercano en la crisis de balanza de pagos y fuga de capitales de 1981 y 1982. En los análisis científicos que se han publicado acerca del fenómeno de la fuga de capitales se concluye que las dos causas de las fugas son el dólar barato y la recesión, y que ambas causas deben darse simultáneamente. En 1991-92 se verificó la primera, pero no todavía la segunda, la que se está incubando. La recesión vendrá probablemente en 1993. Entonces todos comenzarán a mirar a la puerta 12...

Cuando viaje a Buenos Aires el Hotel NOGARÓ le brinda una cena de Bienvenida

**Hoy en día quién invita a cenar?**  
Solo un Hotel como el NOGARÓ.

Por eso si viaja por negocios o placer confirme su vuelo al efectuar su reserva, nosotros lo estaremos esperando en aeroparque para trasladarlo con mejor comodidad. Sin costo adicional, y si viene en coche, cochera sin cargo. Además le brindamos desayuno completo y servicio de oficina.

Si viene con su familia menores de 12 años 50% de descuento en la misma habitación o en confortables departamentos.

**HOTEL NOGARÓ**  
BUENOS AIRES  
Pre. Julio A. Roca 562  
Tel.: 331-0091 al 99

**u\$s 39** Por persona base doble-triple + IVA

Hotel NOGARÓ mucho más que una cena de Bienvenida. Un estilo en Hotelería. Y en Cocina Internacional Restaurante CHEZ LOUIS del NOGARÓ.

Hotel NOGARÓ  
El mejor nivel  
Cerca de todo - Cerca suyo.