

# CONCEPTUALIZACIÓN DE UN AJUSTE EXTERNO

## REFLEXIONES PARA EL CASO ARGENTINO

Diego N. Marcos \*

**SUMARIO:** El presente artículo analiza el proceso decisorio de una economía cuando se enfrenta a un desequilibrio del sector externo que no puede ser financiado más allá de cierto punto. Al hacer algunas consideraciones sobre la economía Argentina, rápidamente se advierte que lo óptimo para el *policy maker*, y para nuestro país, es la toma de decisiones preventiva, pues necesariamente el proceso de ajuste es traumático y costoso, tanto en teoría como en la realidad.

**ABSTRACT:** *Concepts on Foreign Economic Adjustments. Some Insights into the Argentine Case*

This paper analyzes the critical process of an economy when confronted with an imbalance in the foreign sector which cannot be financed beyond a given point. Considering the economic scenario of Argentina, it is quite evident that the best stance for both policy maker and for our country is to enforce preventive measures because such adjustment process is bound to be traumatic and costly in theory as well as in real life.

### Introducción

En el presente artículo pasaremos revista sobre algunos conceptos de la teoría del ajuste externo de una economía y sus aplicaciones al caso argentino. Principalmente nos interesará trabajar sobre el proceso decisorio al que un Estado se enfrenta durante este fenómeno. El objetivo es lograr un mayor entendimiento respecto de cómo fue que se suscitaron los hechos, por todos conocidos, en los últimos años en nuestro país amparando nuestro análisis en la teoría.

Trabajaremos sobre definiciones muy generales y especialmente sobre aquellas que “conceptualmente” aportan al debate; haremos esto en contra de un análisis pormenorizado típico al estilo de la “dinámica macroeconómica”, la “consistencia intertemporal del sector público” y otros, que si bien aportan mucho a la discusión, suelen ser taxativos y centralizan la atención del lector en un punto muy reducido del fenómeno, impidiendo que aquellos cuya actividad principal no es el estudio de la economía, puedan acceder al entendimiento del caso como un todo.

Repasaremos algunos conceptos como punto de partida y luego iremos contrastando estos hechos con algunos datos de la economía, para poder terminar reflexionando acerca de los mismos en un apartado que cierre el artículo.

---

\* *Diego N. Marcos* es Profesor Adjunto de Economía III y Profesor Titular de Finanzas Internacionales en la Universidad del Centro Educativo Latinoamericano.

## De la necesidad del ajuste

No es necesario probar la situación imperante en la mayoría de los años de la década del '90 en Argentina en términos del financiamiento requerido por cada sector de la economía; aunque era un dato de la realidad que el sector privado estaba llevando a cabo un proceso de inversión muy fuerte que era autofinanciado con ahorro doméstico en parte y con ahorro externo cuando aquél no fue suficiente. El sector externo financiaba una expansión de la inversión privada, y comenzó a hacerlo también con el sector público (hasta terminar siendo recurrente y aún generando una dependencia). Muy fácil es reconocer que, salvo el año 1994, durante los restantes el déficit público requería fuertes cantidades a financiar; y, como ya dijimos, al no existir un exceso de ahorro en el sector privado, solamente el financiamiento del sector público podía hacerse a través del endeudamiento externo. Este simple análisis muy tradicional de la macroeconomía<sup>1</sup>, es válido para comprender que nuestro país estaba llevando a cabo un proceso de sobreabsorción, o simplemente estaba consumiendo más allá de sus posibilidades y que más tarde o más temprano tendría que ajustarse a sus verdaderas posibilidades, el tema era cuándo y cómo hacerlo.

En primer lugar deberemos recordar algunos conceptos y hacer una puesta común sobre cómo es que los procesos de desequilibrios externos van irremediablemente hacia un ajuste, tarde o temprano. Luego intentaremos dar con las cifras para el caso argentino que nos permita ver las aplicaciones prácticas de la teoría (en alguna medida, por supuesto, ya que el análisis pormenorizado excedería por lejos a un artículo como el presente).

## Algunos conceptos importantes

Respecto del primer punto, la teoría es muy concreta acerca de la relación que debe existir entre el crecimiento de la deuda y el del PBI. Concretamente y en forma concisa, el superávit primario del sector público, libre del monto de intereses que se pague por la deuda (la tasa aplicada al stock), representa el crecimiento del endeudamiento por período de tiempo; la condicionalidad para el sostenimiento intertemporal, es que ese ritmo sea menor al que aumenta el PBI. Puesto en una fórmula:  $rD - sp = \Delta D$  y esto debe ser menor al  $\Delta PBI$  para garantizar la sustentabilidad a lo largo del tiempo<sup>2</sup>. Respecto de este punto, la intención era dejarlo en claro para que el lector piense acerca de lo sucedido en Argentina a partir de 1999, y ahora seguiremos otros conceptos que nos serán de mayor utilidad (téngase presente que este tipo de análisis es más del tipo *ex ante*, para saber el momento del crack de antemano y no del tipo *ex post* como el que estamos llevando a cabo).

Es importante tener en cuenta que el ajuste de cuenta corriente<sup>3</sup> es una consecuencia de un desequilibrio que no es financiable por más tiempo. El ajuste del balance de pagos es todo un problema en si mismo respecto de como ha de realizarse. Un rápido análisis ex ante de la situación en el mercado de divisas nos lleva a reconocer que las transacciones autónomas que implican ingresos es mayor a las que generan egresos y esto como consecuencia de que la demanda de divisas es menor que la oferta de las mismas. Ocurre que el propio desequilibrio del balance de pagos es justamente un desequilibrio en el mercado de divisas.

Concretamente, estamos hablando de un déficit de balance de pagos, cuando las transacciones que generan erogaciones en moneda son mayores que las que generan ingreso de divisas (o cobros). Cuando existe un proceso de ajuste de Balance de Pagos necesariamente se llevará a cabo una redistribución de recursos bajo la forma de cambios en los ingresos, en los precios o en los tipos de cambio (una o combinaciones de estas tres cosas). Siempre se podrá optar por una de dos opciones, a saber: la de financiar o ajustarse al desequilibrio del balance externo. Es importante este punto.

Primera decisión que debe tomar un país ante un desequilibrio externo:

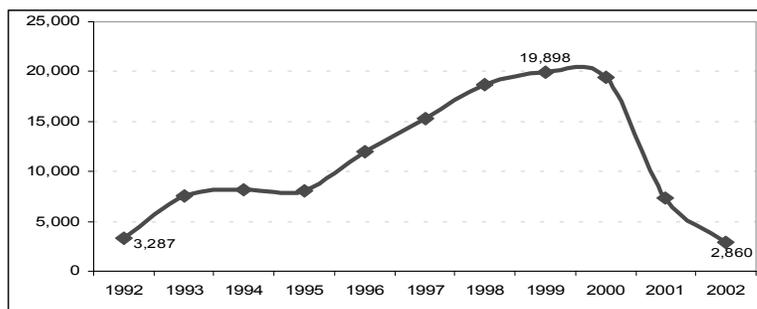
- I- Financiar el desequilibrio, o
- II- Ajustarse al desequilibrio

La decisión versa sobre el campo de la Economía Política, no sobre el de la Economía ni el de la Política, y será una función de un gran número de variables, entre ellas: existencias de reservas internacionales, situación en los mercados internacionales de financiamiento, posicionamiento geopolítico del país en cuestión, posicionamiento geopolítico de los principales acreedores, estructura comercial externa, etc..

Un gobierno puede optar por el financiamiento del desequilibrio externo solamente cuando ese país tiene en existencias cantidades suficientes de reservas internacionales o cuando el sector externo esté dispuesto a financiar directamente, como los determinantes más importantes (o cuantificables) del listado anterior. Las consultoras, incluidas publicaciones especializadas<sup>4</sup> toman las reservas internacionales como uno de los indicadores más frecuentes para seguir su evolución, pues son de muy fácil acceso y por lo general muy fiel reflejo de la realidad (en términos de que es poco probable que los países falseen este dato).

En el siguiente gráfico observamos la evolución de la cuenta Variación de Reservas Internacionales (acumulada, es decir que sumamos el saldo de la cuenta Variación de Reservas Internacionales de un año al año anterior y a ese valor el saldo del año siguiente y así sucesivamente). Las conclusiones son más que evidentes y no es necesario ahondar en el proceso por el que atravesó esta economía a partir de 1999.

*Evolución acumulada de las variaciones de Reservas Internacionales (según cuenta del Balance de Pagos).*



Fuente: Secretaría de Política Económica. Ministerio de Economía.

Si la realidad imperante es tal que el país en cuestión no posea un gran nivel de Reservas, o se encuentra debilitado políticamente en el concierto internacional, o cualesquiera de las causas anteriormente citadas (o combinaciones de ellas mismas), puede que el país tenga que realizar el ajuste aceptando por lo tanto la redistribución de recursos hacia el interior de la economía.

Cuando un país tiene un posicionamiento internacional débil (en términos relativos por supuesto) pierde su capacidad de decidir “el momento” del ajuste, y el proceso se desata tal como si fuera un shock financiero adverso<sup>5</sup>. Básicamente el shock (léase: el ajuste), se traslada rápidamente a un corte en el crédito externo casi absoluto, un aumento de la prima de riesgo de los activos nacionales y un incremento de la deuda externa. Es muy claro que esto impacta negativamente sobre los dos déficit que generaron la caída, el externo y el público, provocando que la situación sea aún peor. Ahora la economía tendrá que sanear ambos simultáneamente, empezando por buscar un superávit de cuenta corriente que sea suficiente generador de divisas para el repago de la deuda, y también un superávit primario que permita la adquisición genuina de las mismas.

Si continuamos con el análisis del proceso decisorio, vemos que una vez que se ha tomado la primera decisión, que es ajustarse y no financiar el desequilibrio, pasamos a la segunda decisión que tiene que ver con que los países pueden elegir entre dos tipos de ajustes. Repase-mos el camino decisorio:

Primera decisión que debe tomar un país ante un desequilibrio externo:

- I- Financiar el desequilibrio, o
- II- Ajustarse al desequilibrio.

Segunda decisión que toma un país que decide ajustarse:

- II- Ajustarse al desequilibrio
  - II. A. Políticas de gasto variable, o
  - II. B. Políticas de cambio en la composición del gasto.

Cuando se opte por políticas de Gasto Variable (II.A.), en realidad se está optando por cambios en el ingreso mediante políticas monetarias y fiscales que afectan la demanda global, en cambio cuando se opta por políticas de cambio en la composición del Gasto (II.B.), habrá cambios de precios (que no significan otra cosa que cambios en la distribución del gasto entre bienes y servicios y activos susceptibles y no del comercio exterior y, por supuesto, cambios en la distribución del ingreso).

Cuando un país opta por realizar cambios en la composición del Gasto (más que en su cuantía) está buscando una variación en los precios relativos en última instancia. Este tipo de políticas puede tener un fuerte grado de incidencia en el corto plazo, pero en el largo plazo el efecto de los cambios en los precios relativos sobre el gasto total de la economía resulta compensado en igual proporción por el efecto sobre la demanda agregada de los cambios en los valores monetarios. Es muy importante recordar este punto: en el corto plazo, el ajuste crea distorsiones de precios relativos que tienden a licuarse en el largo plazo (entendiendo el largo plazo no al

estilo clásico del crecimiento económico de “steady state”, sino como “el plazo mínimo en el cual todas las variables convergen a su nivel natural”, al estilo de tasa natural de interés, de desempleo, etc.).

Las políticas de cambios en la composición del gasto tienen básicamente tres mecanismos mediante el cual llevarse a cabo. Recorramos, por última vez, el camino decisorio y analicemos las últimas variantes.

Primera decisión:

- I- Financiar el desequilibrio
- II- Ajustarse al desequilibrio

Segunda decisión:

- II. Ajustarse al desequilibrio
- II. A. Políticas de gasto variable
- II. B. Políticas de cambio en la composición del Gasto.

Tercera decisión:

- II. Ajustarse al desequilibrio.
- II. B. Políticas de cambio en la composición del gasto.
  - B. 1) Cambios en el valor del tipo de cambio,
  - B. 2) Introduciendo restricciones (tarifas, cuotas y otros del comercio exterior).
  - B. 3) Aplicando un control de cambios.

Cuando se utilizan estos instrumentos, se lleva a la economía a una situación de fuerte intervención y por lo tanto de una compleja asignación de recursos (muy probablemente imperfecta). En primer lugar, suele ocurrir que se devalúe el tipo de cambio y, en general, los gobiernos lo devalúan esperando otro ataque que consolide el overshooting inicial, provocando por lo tanto una devaluación percibida como insuficiente que anticipa el nuevo ataque. Aquí nuestro BCRA hizo un buen manejo de *timing* pues la emisión de instrumentos (Lebacs) fue hecha una vez que se comenzaban a calmar las aguas, pues de haberlo hecho antes hubiera ocurrido que se incentivaba más aún el clima de incertidumbre potenciando el ataque contra la moneda doméstica. El establecimiento de controles puede ser indicado en algún caso y en muy corto plazo, pero también puede ser contraproducente para restablecer la confianza, sin la cual ninguna política puede ser exitosa. Un punto adicional que restaría analizar (más allá de este trabajo), es todo este mismo esquema bajo tipos de cambio múltiples.

### **Los costos del ajuste...**

Por último, debemos recordar que existen claramente dos efectos cuando se realizan los ajustes tendientes a equilibrar los pagos internacionales de los países. En primer lugar, un efecto de costos continuos a lo largo del tiempo (cuando se tiene déficits, el país en cuestión se está beneficiando al vivir por encima de sus posibilidades y otros se perjudican al hacerlo por debajo de cuanto podrían, pero cuando se realiza el ajuste a las verdaderas posibilidades, se pagan los

costos y esto no tiene fecha de finalización). Por otro lado el efecto transitorio del ajuste del sector externo es la pérdida de riqueza (producto) real que se observa cuando se está realizando el ajuste. La simple caída del PBI se computa como un costo cuantificable y de corta duración, pero los de largo plazo no tienen fechas ni valores de referencias, pues están fundamentados en las distorsiones que se introdujeron en la economía y en las malas expectativas y asignaciones que se generaron. Otra dimensión de los costos es que permite clasificarlos en macro y microeconómicos; aquí si la economía asigna mal sus recursos porque la inflación distorsionó los precios relativos o si los empresarios tienen malas expectativas y atesoran en instrumentos inadecuados cometiendo frecuentemente errores financieros, poco tiene de importante la distinción, solamente importa plantear que la duración de los mismos será a largo plazo y sin fecha de detención, y por lo tanto nadie puede anticipar cuándo una economía termina de pagar sus costos por haber hecho un ajuste no planificado (al estilo de shock financiero externo como ya dijimos).

### **Para evitar el pago de los costos de largo plazo**

Los países pueden llevar a cabo políticas preventivas que les permitan ajustar la economía cuando el financiamiento esté disponible en el mercado internacional. Para los países “pasivos” en términos de las decisiones financieras internacionales, llevar los desequilibrios al extremo y perder la oportunidad de controlar su futuro inmediato dejando que los restantes países le conduzcan el proceso mediante una restricción de crédito, es muy costoso en términos de nivel de actividad presente y también intertemporalmente. La recomendación es muy clara para todo país pequeño del mundo, las políticas deben hacer que “a lo largo del tiempo” la situación de la economía sea solvente tanto en lo interno como en lo externo. No hemos hecho muchas reflexiones explícitas al caso argentino, pero puede el lector hacer las comparaciones pertinentes y obtener aún un mayor número de conclusiones. Especialmente esperemos que la teoría económica esté mal fundada y que nuestro país no pague costos de ajuste durante mucho tiempo.

### **NOTAS**

<sup>1</sup> Cfr. SACHS, J. y LARRAIN, P. *La Macroeconomía en la economía global*. México, Prentice, 1993.

<sup>2</sup> Esta condición no implica que todo el tiempo deba ser así, es decir que algún año puede darse lo contrario, lo importante es que “a lo largo del tiempo relevante” esta sea cierto. Al respecto cf. SACHS, J. y LARRAIN, P. Op. Cit.

<sup>3</sup> Definimos el Balance de Pagos como “el registro sistemático de todas las transacciones que realizan los residentes de un país con el resto del mundo en un período de tiempo”, mientras que la Cuenta Corriente se corresponde con “todas aquellas transacciones por bienes y servicios que realizan los residentes de un país con el resto del mundo en un período de tiempo”. Sobre este particular, cfr. *Macroeconomía* de Blanchar O. y Enrí D.

<sup>4</sup> Véase por ejemplo el semanario británico “The Economist” que publica semanalmente la evolución de las reservas de un gran número de países emergentes.

<sup>5</sup> Cfr. Rodríguez Prada, G. *La macroeconomía de los mercados emergentes*.