

Crisis Cambiarias en Argentina

¿Qué son, por qué ocurren y qué deberíamos esperar de la actual crisis?

(OEPET, Secretaría de MIPyME y Empleo, Ministerio de Desarrollo Productivo de Tucumán)¹

El presente artículo busca analizar brevemente las causas y consecuencias de los episodios cambiarios experimentados en Argentina, intentando compararlos con la situación económica actual.

¿Qué es una crisis cambiaria?

Estos eventos se definen como ataques especulativos contra la moneda local, en nuestro caso el peso argentino. Además de la depreciación del peso, la crisis cambiaria puede afectar las reservas internacionales o bien en una mayor tasa de interés y restricciones en la compra de moneda extranjera, si el Banco Central decide participar activamente para controlar la corrida. Un aumento del 90% en el precio del dólar en sólo cuatro meses, nos permite confirmar que estamos en presencia de una crisis cambiaria importante.

Estas crisis impactan notablemente en el funcionamiento de nuestra economía. Por un lado, generan un fuerte efecto inflacionario, que en economías con inercia inflacionaria y sin anclas nominales es muy significativo (el famoso “*pass through*” es alto y rápido). Por otro lado, se genera un cambio en los precios relativos de la economía, encareciendo aquellos productos importados y exportados. Ambos efectos reducen el déficit comercial, y es justamente uno de los desequilibrios que *corrige* esta variable (en 2017 el déficit comercial fue de USD 8.500 millones y el acumulado a Julio 2018 USD 5.860 millones). Además, la volatilidad en el precio del dólar conlleva pérdidas de confianza en el peso y en la economía en su conjunto, comprometiendo el nivel de actividad, inversiones, el empleo, y en los casos más traumáticos el sistema bancario. Por supuesto, esto se traduce en crisis sociales dolorosas, por ejemplo, en la crisis de 2001/02 la pobreza aumentó desde un 28% a 54%.

Historia económica argentina

Argentina se caracteriza no sólo por ser uno de los países con mayor número de crisis cambiarias, sino que también fue protagonista de los casos más severos. Cerro y Meloni, (2004) registran más de 24 crisis cambiarias en nuestro país entre 1820 y 2002. A estos hay que sumarles las corridas cambiarias entre 2012 y 2018. El 25% de los años de nuestra historia los hemos vivido en crisis cambiarias.

Por supuesto, las crisis cambiarias varían en su intensidad. Desde 1973 se pueden identificar cuatro episodios cambiarios de gran magnitud: Rodrigazo (1976), Crisis de Deuda (1982), Hiperinflación (1989) y la Convertibilidad (2001).

¹ Nicolás Pinto (danielnicolaspinto@hotmail.com), Antonella Chiappelo (achiappelo@gmail.com), Alejandro M. Danon (ale.m.danon@gmail.com).

Resumen de crisis

Período	N° de crisis	N° de años de crisis	Porcentaje de años en crisis	Crecimiento del PBI (promedio anual)	Tipo de crisis		
					Muy profunda	Profunda	Leve
1825-1861	4	7	19	2.5%	1	2	1
1862-1913	3	5	10	5.4%	1	1	1
1914-1945	4	8	25	3.1%	1	1	2
1946-1975	7	10	34	3.8%	1	4	2
1976-1990	4	9	64	0.4%	1	3	-
1991-2002	2	3	27	2.1%	1	1	-
Total	24	42	24	3.3%	6	12	6

Fuente: Cerro y Meloni, 2004.

¿Por qué ocurren?

En su mayoría, nuestras crisis cambiarias pueden ser explicadas por una inconsistencia entre la política fiscal (Hacienda) y monetaria (BCRA), a la cual se suma un shock exógeno que hace de *gatillo*. En términos muy sencillos, un déficit fiscal permanente se cubre mediante emisión monetaria presente o futura. Es decir, se emite hoy y se cubre el déficit, o bien, se emite hoy y se re absorbe ese dinero con las famosas “Lebacs” (esto se conoce como esterilización monetaria). El problema es que en algún momento las Lebacs deben ser pagadas, y con un interés elevado. Esto lleva un problema adicional al déficit fiscal, conocido como déficit *cuasi fiscal*.

Las personas no son tontas, y menos aquellas que han vivido 26 crisis cambiarias en su historia, y saben que en algún momento esto implica muchos pesos en la calle que querrán ser cambiados por dólares. Con lo cual el Banco Central para “convencer” a los inversores de lebacs, ahora tiene que ofrecerte una tasa aún mayor, convirtiéndose en un círculo vicioso, muy difícil de desarmar. Para los más nerds, probablemente la gestión de Federico Sturzenegger postergó el desarme de las lebacs, confiados en que avanzando en su gestión la inflación caería, la demanda de pesos se recuperaría, y por lo tanto sería menos costos cancelar las lebacs con pesos en el futuro. El problema fue que, evidentemente, existió una inconsistencia entre la política monetaria del BCRA y la fiscal del Poder Ejecutivo. Lamentablemente perdimos una oportunidad muy importante en 2016, con menor deuda y con la posibilidad de generar un sendero de expectativas de inflación creíble que haga menos doloroso dominar la inflación.

El momento en el que ocurren las crisis, suele estar asociado a un shock exógeno (local o internacional) que aportan la chispa que da inicio a la corrida por dólares. En nuestro caso, la aguda sequía y caída en la producción agropecuaria (se estima en casi 30%) y el aumento de tasas de interés de Estados Unidos. El economista argentino Calvo explica

en forma muy clara este fenómeno. Cuando ocurre una salida significativa de capitales desde las economías emergentes a las desarrolladas, por el aumento de tasas de interés de Estados Unidos, la moneda local tiende a depreciarse (los inversores se van de los activos en pesos argentinos a activos en dólares norteamericanos). El problema es que, en un contexto de alta inflación, la depreciación de la moneda acelera el proceso de suba de precios, demandando una mayor depreciación, y generando una espiral que deteriora la demanda por pesos. Como consecuencia, el Banco Central se ve obligado a mantener políticas para controlar la inflación, que resultan recesivas. Es muy importante destacar que estos fenómenos (sequía y aumento de tasas internacional) generan, el momento de, la crisis sólo porque nuestra economía se encuentra vulnerable por sus propias variables fundamentales.

Similitudes y diferencias entre esta crisis cambiaria y las últimas

En la actual crisis cambiaria, al igual que en las anteriores, se observan fuertes desequilibrios internos y externos. Respecto al primero, el déficit fiscal está siempre presente y alcanza valores de 12% en 1976 y 10% en 1981 (en 2018 se estima en 5.6%). En el caso de la inflación, en episodios anteriores alcanza valores de tres dígitos (con excepción de 2001), por debajo de la actual inflación. Respecto de los niveles de deuda, el actual nivel de deuda sobre PIB es el mayor de las crisis comparadas (80%), aunque similar al experimentado durante 1989 (74%).

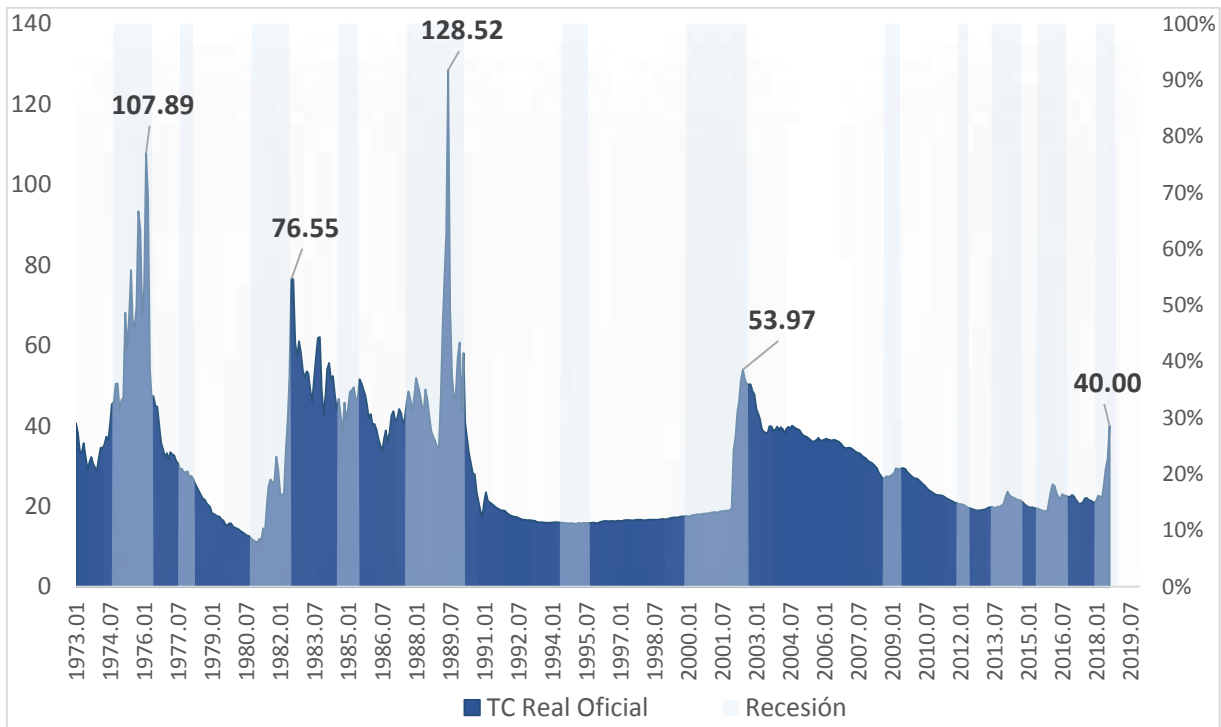
Crisis	Rodrigazo (1976)	Crisis de Deuda (1982)	Hiperinflación (1989)	Crisis del 2001-2002	Actual
	1975	1981	1987	2001	2018
Déficit Fiscal Total	12.4%	9.7%	5.7%	3.2%	5.6%
Inflación	335%	131%	175%	-2%	42%
Deuda/PIB	33%	27%	74%	53%	80%*
Tipo de Cambio Real	Muy Bajo	Muy Bajo	Medio	Bajo	Alto
Depreciación nominal	0%	23%	168%	0%	126%**
Reservas/Exportaciones	21%	41%	5%	57%	99%*
Cuenta Corriente (% PBI)	-5.5%	-4.2%	-5.7%	-1.4%	-4.5%**
Shock en TC Real (12 meses)	130%	205%	162%	189%	81%**
Mes del Máximo TCR	1976.02	1982.07	1989.06	2002.06	

*Datos de julio de 2018. **Datos estimados.

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, Ecolatina, Kiguel (2015) y BCRA.

Nótese que el déficit de Cuenta Corriente también estuvo siempre presente. La alta inflación que experimentaba la economía en el vecindario previo a la crisis explica, al menos parcialmente, los desequilibrios externos. Alcanzaron valores de hasta 5.7% y 5.5% del PIB en 1987 y 1975 respectivamente. En la actualidad se alcanza el 4.5%. Este desequilibrio es explicado por un tipo de cambio real apreciado (es la variable que expresa la relación entre el precio de lo que producimos y el de lo que produce el mundo). Previo a todas las crisis cambiarias, siempre “*estábamos caros*”. La explicación es la alta inflación, junto con un tipo de cambio nominal estable producto de que el Banco Central lo intentaba usar como ancla nominal para combatir la inflación.

Tipo de Cambio Real de Argentina 1973-2018



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bureau of Labor Statistics, BCRA e INDEC.

En síntesis, la situación económica actual presenta similitudes respecto a episodios anteriores: déficit fiscal, inflación, déficit de cuenta corriente y tipo de cambio apreciado. Sin embargo, hay que notar algunas diferencias. En primer lugar, su diferencia a 2001, en este caso el tipo de cambio es flexible y es la variable que realiza el ajuste sobre los desequilibrios externos. En segundo lugar, si bien luce cualitativamente respecto a 76, 82 y 89, cuantitativamente es mucho menos severa.

¿Entonces que deberíamos esperar para los próximos meses?

En primer lugar, una inflación muy elevada debido al alto pass through que ocurre luego de una devaluación en una economía con alta inflación, sin ancla nominal y dolarizada –el efecto sobre los precios mayoristas ya nos permite confirmarlo-. Respecto de la actividad económica, se espera una caída del producto del 3%, mayor a las recesiones de 2012 y 2014. Además, la capacidad ociosa en las firmas y el desempleo, a diferencia 1998-2001, no es tan elevado, con lo cual no esperamos una recuperación rápida en 2019, sino una recuperación lenta. Finalmente, es difícil predecir si la crisis cambiaria va a extenderse en el tiempo o ya finalizó, si bien el tipo de cambio real ya luce razonable. De la historia podemos aprender que aumentos bruscos en el tipo de cambio real están asociados a las etapas finales de las crisis.