



Red Econolatin

www.econolatin.com

Expertos Económicos de Universidades Latinoamericanas

Notas prospectivas de Econolatin

CONICET



UBA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

I I E P - B A I R E S

Guido Zack y Pablo Mira

Instituto Interdisciplinario de Economía
Política de Buenos Aires (IIEP-Baires) /
Facultad de Ciencias Económicas /
Universidad de Buenos Aires – CONICET-.

El Espectro de la Deuda Externa en Argentina

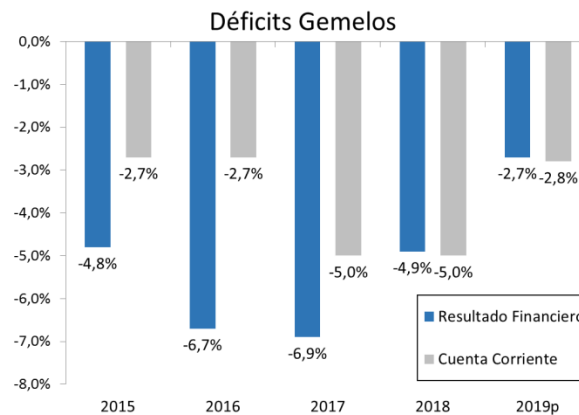
Buenos Aires, 27 de marzo de 2019

SITUACIÓN ACTUAL

En los albores de 2018 Argentina todavía observaba pronunciados “déficits gemelos” que rondaban cada uno el 5% del PIB (ver Gráfico 1). Estas cifras, como no podría ser de otra manera, se combinaban con un marcado incremento del endeudamiento público y externo. En apenas un año y medio las autoridades llevaron a cabo una emisión de deuda, principalmente en moneda extranjera, equivalente al 15% del PIB. El endurecimiento de la situación financiera internacional provocó un freno abrupto en el financiamiento, lo que disparó una brusca devaluación y terminó llevando la relación deuda/PIB a valores que hoy se aproximan al 100% del producto.

Si bien, la recesión redujo las importaciones y el déficit comercial, los crecientes intereses de la deuda impidieron que esto se refleje en la cuenta corriente. El Gobierno debió, por tanto, tomar medidas drásticas para recuperar el control. Estableció un Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y aceleró la reducción del déficit fiscal. Si bien estas decisiones reducen los flujos de deuda, los stocks permanecen en niveles importantes y surgen interrogantes sobre lo que ocurrirá en materia de deuda en los próximos años. Este informe evalúa y pondera estos riesgos.

Gráfico 1: Resultado Fiscal Financiero y Cuenta Corriente (% del PIB)



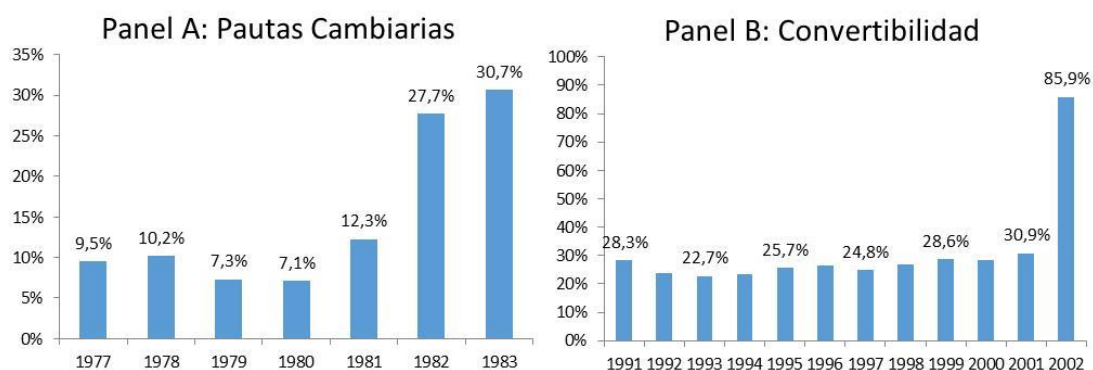
Fuente: Secretaría de Hacienda e INDEC.

Una historia que se repite

La relación entre deuda externa e inestabilidad en Argentina tiene una larga historia, pero queremos detenernos aquí en dos planes económicos para detener la inflación: el ensayo de la llamada "Tablita Cambiaria" de fines de los 70s y principios de los 80s, y la experiencia de la "Convertibilidad" de los 90s. En ambos casos, se utilizó la política cambiaria, junto con un conjunto de políticas destinadas a liberalizar y desregular la economía con rapidez, para intentar frenar la inflación. Esto produjo una atracción de capitales externos y un aumento de las vulnerabilidades. Aunque con importantes diferencias, en ambos períodos se observó un marcado atraso cambiario que resultó finalmente en una devaluación violenta de la moneda. Y también en ambos casos, la relación deuda/producto (un indicador usual de sostenibilidad) mostró hasta el colapso final un nivel a priori interpretable como poco peligroso.

El Gráfico 2 ilustra este punto. Durante la Tablita (Panel A), que comenzó a fines de 1978, el indicador Deuda Externa Total sobre PIB era menor al 10%. Pero esta relación quedaba oculta tras un valor del peso muy apreciado. Cuando la economía se quedó sin financiamiento y sobrevino la devaluación de principios de los 80s, la relación se triplicó y creó duras restricciones para el manejo de la política económica durante toda la década. La Convertibilidad (Panel B) observó una dinámica similar, aunque el plan fue exitoso en detener la inflación y se sostuvo durante una década. En diez años la deuda externa nunca superó un tercio del PIB, valores que podrían considerarse perfectamente sostenibles para la nueva realidad internacional. Pero una vez que los desequilibrios se acumularon y el tipo de cambio se disparó, la deuda saltó al 90% del PIB, provocando el *default*.

Gráfico 2: Deuda Externa Total (en % del PIB)



Fuente: Secretaría de Finanzas, Base IIEP-BAIRES (UBA), PICNA (UBA) e INDEC.

Estos acontecimientos alertan sobre los niveles de endeudamiento que el país soporta, la forma adecuada de medirlos, y las consecuencias negativas que un manejo inadecuado de estos recursos financieros puede generar.

ESCENARIOS A FUTURO

Riesgos Inmediatos

Si bien la situación actual de la economía argentina dista de ser la que produjo las dos crisis recién ilustradas, vale remarcar cuáles son los riesgos que se deberán enfrentar en el futuro cercano.

- *Riesgo asociado a la volatilidad financiera internacional.* Un riesgo estructural refiere a la moderna naturaleza de los mercados financieros internacionales (MFI). En las últimas décadas la volatilidad de los capitales, en especial los dirigidos a los países no desarrollados, se ha incrementado. Los MFI exhiben una creciente sensibilidad ante *shocks* de distinto tenor, haciendo difícil evaluar el nivel "óptimo" de endeudamiento externo de una economía. Por caso, las señales positivas hacia los mercados por parte del nuevo gobierno no resultaron suficientes por sí solas para evitar el *sudden stop* sufrido en 2018.

- *Riesgo de Credibilidad.* Coordinar las expectativas de los MFI no es sencillo y el gobierno sigue trabajando para restaurar su credibilidad. El primer paso consistió en solicitar la ayuda del FMI. Tras un fallido primer acuerdo, el segundo compromiso incluye un equilibrio fiscal primario en 2019 y un superávit de 1% del PIB en 2020; una política monetaria contractiva que no prevé emisión de base para este año; y un esquema cambiario con una amplia zona de no intervención

con límites superior e inferior ajustables a una tasa de 1,75% mensual. Para financiar la transición, el FMI se comprometió a desembolsar poco más de 57.000 millones de dólares, de los cuales casi 11.000 millones estarían disponibles en los próximos días, más un monto adicional similar a recibir hasta fin de año.

- *2019: El escenario favorable.* Si bien el gobierno enfrenta vencimientos por 60.000 millones de dólares en 2019, los fondos del FMI más las divisas que ingresarían por la buena cosecha mitigan el riesgo inmediato de cesación de pagos, y aseguran las necesidades financieras. El stock de reservas suma hoy 68.000 millones de dólares, un valor relativamente elevado en comparación histórica (aunque con contrapartida en pasivos que habrá que afrontar en el futuro). En el plano internacional, el año 2019 no parece mostrar un deterioro general de la economía: las tasas internacionales podrían detener su suba y los precios de los commodities sostenerse, en un contexto de crecimiento global que no se desaceleraría.

- *2019: El escenario incierto.* El año electoral aporta incertidumbre a las expectativas y podría promover un movimiento desde activos en pesos hacia otros en moneda extranjera, lo que generaría una situación de devaluación e inflación en un contexto de alta sensibilidad. El gobierno se halla en una trampa de política por la cual si mantiene los valores actuales de tipo de interés (cerca del 70% anual) difícilmente el consumo y la inversión puedan recuperarse, mientras que si presiona a la baja los tipos para recuperar una actividad en baja, podría disparar aumentos del tipo de cambio con traslado a precios y caída en los ingresos reales.

Riesgos Futuros

El fuerte aumento reciente de la deuda externa reproduce desafíos para los próximos años.

- *Riesgos financieros para 2020.* Los requerimientos financieros no disponibles aun para el año entrante suman bajo supuestos razonables unos 40.000 millones de dólares, alrededor de 4% del PIB, aunque en los siguientes años son mucho más exigentes. Es posible que durante parte de 2020 estas obligaciones se cumplan normalmente, pero la sostenibilidad posterior requerirá de la recuperación sustancial del crecimiento, de las exportaciones y del contexto internacional, a fin de evitar nuevos espasmos financieros.

- *Riesgos asociados a la relación con el FMI.* Pese a tres años de un gobierno *market friendly*, Argentina sigue siendo objeto de desconfianza internacional, y en los últimos seis meses el riesgo país se ha ubicado entre los 600 y 800 puntos básicos. Un hipotético cambio de gobierno debería lidiar además con la relación de compromiso establecida con el FMI, que restringe la capacidad de ejercer políticas económicas destinadas a terminar con la recesión. En efecto, buena parte de los compromisos a partir de 2021 son con dicho organismo,

por lo que surgen dudas sobre si el próximo gobierno (de cualquier signo) no deberá establecer una nueva renegociación con condicionamientos más duros.

- *El escenario de mediano plazo.* Afrontar el nuevo escenario de deuda requiere inevitablemente de generar divisas por medios propios, esto es, exportaciones. Un indicador sencillo de sostenibilidad que no depende del tipo de cambio es la relación entre exportaciones y deuda pública en moneda extranjera. Este indicador oscilaba en torno al 30% antes de la crisis de 2001. Con la reestructuración de la deuda, la relación se triplicó, pero viene observando caídas sistemáticas desde 2011 en adelante. Entre aquel año y 2015 la razón fue la merma de exportaciones (tanto por precios como por cantidades), pero desde 2016 en adelante se sumó el rápido aumento de la deuda externa. Hoy las exportaciones representan nuevamente cerca del 30% de la deuda pública en moneda extranjera. Si bien es posible que los riesgos no se sientan en lo inmediato, parecen establecer un piso problemático a partir de 2021, y algunos analistas no descartan un escenario de cesación de pagos, o al menos un esquema de renegociación.

CONCLUSIÓN

En definitiva, si bien la liquidez inmediata de la Argentina parecería estar resuelta (en gran parte gracias al acuerdo con el FMI y los desembolsos asociados), la solvencia a mediano y largo plazo dista de ser holgada. Para evitar una situación de renegociación de la deuda o bien una cesación de pagos, el país necesita generar ingresos genuinos en moneda extranjera, es decir, exportar más. Esto no es algo que pueda conseguirse a gran escala en el corto plazo (a no ser que ocurra algún inesperado shock internacional que incremente los precios de las materias primas), pero debería formar parte de la agenda del mediano y largo plazo. Mientras tanto, es difícil que la Argentina pueda salir de la situación actual de estancamiento lo que, a su vez, aumenta la incertidumbre en torno a la solvencia futura.