

La intempestiva decisión de las autoridades de retornar al FMI resultó una sorpresa para buena parte de quienes siguen de cerca la realidad económica argentina, fundamentalmente para aquellos analistas más cercanos a las posturas del gobierno nacional. **El hecho de que Argentina haya recurrido al FMI (un prestamista de última instancia), implica que la exposición de los no residentes a los pasivos argentinos alcanzó un nivel tal que los canales de acceso al crédito se estrecharon rápidamente y sin previo aviso.** Este último punto es clave: **¿fue realmente sin previo aviso que Argentina se quedó sin posibilidad de financiar sus desequilibrios macro?** Casualmente, el propio FMI podría otorgar elementos para responder a este interrogante.

Hace ya algunos años, el FMI elaboró una guía para sus equipos técnicos donde establece tres criterios para identificar países con riesgo de presentar un sendero insostenible de su deuda pública. Si el país en cuestión cumple con alguno de los tres, eso llevaría a tener que realizar un análisis más profundo de la sostenibilidad de la deuda [\[1\]](#).

El país en cuestión debe considerarse en una **situación de riesgo** si:

- i) el ratio de la deuda pública actual o proyectado supera el 60% del PBI;**
- ii) las necesidades actuales o proyectadas de financiamiento externo de corto plazo [\[2\]](#) superen el 10% del PBI; o**
- iii) esos países tienen o están buscando acceder a financiamiento excepcional del FMI.**

Si bien alcanza con que se verifique solo uno de estos criterios, **Argentina cumpliría en la actualidad con los tres.** Es decir, **en los términos del FMI, el país ya se encontraba en una trayectoria de deuda pública potencialmente insostenible.** Para complementar esto último, el fondo establece una serie de indicadores adicionales para determinar el grado de probabilidad de que el país enfrente riesgos en su capacidad de pago. Estos

indicadores apuntan a complejizar el análisis anterior e incluyen los siguientes criterios:

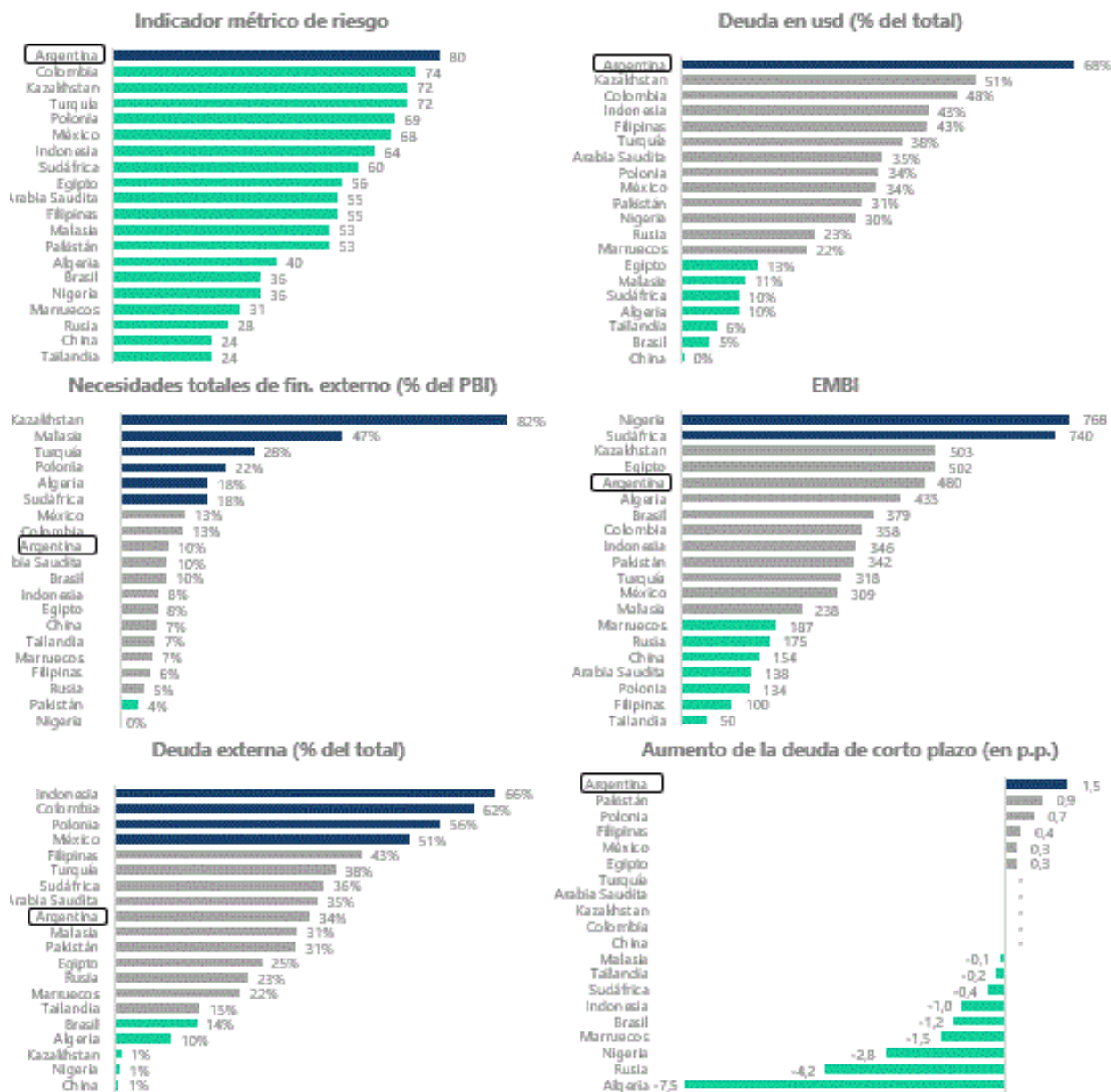
Matriz de riesgos macroeconómicos

| | Riesgo | | |
|---|-------------------|--------------------|---------------|
| | Bajo | Medio | Alto |
| Spread del EMBI (p.b.) | Menor a 200 | Entre 200 y 600 | Mayor a 600 |
| Necesidades totales de financiamiento externo (% del PIB) | Menor al 5% | Entre 5 y 15% | Mayor al 15% |
| Deuda pública en moneda extranjera (% de la deuda total) | Menor al 20% | Entre 20 y 60% | Mayor a 60% |
| Variación de la deuda de corto plazo (% del PIB) | Menos de 0,5 p.p. | Entre 0,5 y 1 p.p. | Más de 1 p.p. |
| Deuda pública externa (% del total) | Menor al 15% | Entre 15 y 45% | Mayor al 45% |

Fuente: FMI (2013)

En el cuadro a continuación se exhibe la situación de fragilidad financiera hacia fines de 2017 para un conjunto de países seleccionados, según los indicadores propuestos por el FMI.

Indicadores de riesgo para países seleccionados [\[3\]](#)



Nota: El color indica la probabilidad del riesgo (baja, media o alta) definida por el FMI previamente

Fuente: Elaboración propia en base a FMI (2018)

Un aspecto sumamente importante que se debe tener en cuenta es que, para poder analizar la sostenibilidad de la deuda pública, **no alcanza con observar**

estos indicadores para el país de referencia, sino que también se debe contemplar su situación relativa en el mundo; y más todavía cuando el grado de liberalización y apertura financiero es elevado.

Esto es así porque ante episodios de estrés global, los países que terminan siendo más castigados (tanto en términos de reversión de los flujos de capital como en el aumento de su prima de riesgo) son precisamente aquellos que presentan mayor fragilidad y exposición financiera.

Esto conlleva, por un lado, un aumento en el costo del financiamiento externo (o incluso un freno) y, por otro, una mayor presión en el mercado cambiario, tanto por una menor demanda de activos domésticos por parte de no residentes como por una mayor demanda de activos externos por parte de residentes. En suma, **ante un shock negativo en el crédito, los países más expuestos en términos financieros son aquellos con mayores probabilidades de terminar en un sendero insostenible de su deuda.**

Nótese que hacia fines de 2017, lejos del todavía del epicentro de la corrida cambiaria, los parámetros del FMI ya identificaban a Argentina como uno de los países que presentaba mayor vulnerabilidad macroeconómica.

La crisis cambiaria y sus posibles derivaciones

Partiendo de este escenario, es posible plantear dos cuestiones importantes. En primer término, con el acuerdo con el FMI como hecho consumado, poco espacio se ha reservado a la discusión sobre la pertinencia del programa firmado por el gobierno, independientemente de las fragilidades de la economía argentina. Como comentábamos [acá](#) y [acá](#), más allá de los efectos macro de corto plazo de una política contractiva tanto en lo monetario como en lo fiscal, **las reformas incluidas en el programa del FMI incluyen elementos que tienden a modificar las bases de la política pública argentina de cara a los próximos años, en plazos que exceden al**

mandato del gobierno actual.

El segundo aspecto importante tiene que ver con el *timing* que el PEN eligió para acudir al fondo. Posiblemente, la lectura que hizo el gobierno fue que acudiendo al FMI con suficiente antelación al cronograma electoral le iba a ser posible diluir el costo político del ajuste que la propia consistencia interna del modelo económico demandaba. La corrida cambiaria, cuyo desenlace aún no es posible dilucidar, no fue más que la materialización de las tensiones del propio modelo económico, potenciadas por errores de quienes estuvieron encargados de minimizar sus efectos. **Si el acuerdo con el fondo no logra que la economía argentina caiga del “lado virtuoso” del filo de la navaja, el haber acudido al FMI puede aumentar los costos de una eventual crisis financiera doméstica de mayor escala.**

[1] FMI (2013), “Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries”. Disponible en: <https://goo.gl/BRUoMR>.

[2] EL FMI define esto como el resultado de la Cuenta Corriente sumado a la amortización de la deuda externa pública y privada de corto plazo (menor a 2 años).

[3] El indicador métrico busca reflejar de manera intuitiva y sencilla la información contenida en los cinco indicadores que elabora el FMI para determinar el riesgo de la situación financiera de cada país. El valor obtenido surge de la suma del ranking de cada país para cada uno de los cinco indicadores. De este modo, un valor más alto indica un riesgo mayor en relación al resto de los países.