

NOTAS DE ECONOMÍA N°17 LA INCÓMODA ARITMÉTICA DE LA DEUDA II



itegaweb.org | germanabdala.com.ar



/itegaok



consultas@itegaweb.org



@itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En esta Nota de Economía se intenta una primera aproximación al análisis conjunto de la sostenibilidad fiscal y externa de la economía argentina, a partir de los cambios que ha atravesado la configuración macroeconómica en los últimos años.

En primer término, por medio de un marco analítico de uso difundido, se aborda el problema de la sostenibilidad de la deuda pública bajo los supuestos del programa económico diseñado por el gobierno para los próximos años. Una de las principales conclusiones de este ejercicio es que **una estrategia de ajuste fiscal tradicional no garantiza por sí misma una mejora en las condiciones de solvencia del sector público, sino que depende de que se cumplan otras previsiones importantes del programa económico del gobierno.**

En segundo lugar, se estudia someramente la interacción entre la solvencia fiscal y externa. Más allá de las complejidades que puedan presentarse a la hora de definir algún criterio para determinar si existen o no condiciones para la sostenibilidad externa, lo cierto es que **entender la interacción entre la dinámica fiscal y externa resulta crucial para analizar la probabilidad de ocurrencia de crisis de solvencia en países como Argentina.**

Independientemente de las controversias que puedan surgir a nivel conceptual, lo cierto es que **la consistencia interna de las cuentas nacionales muestra que la solvencia fiscal no garantiza la ausencia de tensiones en el sector externo.** En particular, aun teniendo éxito en la reducción del déficit del sector público, la dinámica de la cuenta corriente del balance de pagos puede tensionar la hoja de balance del sector privado, **manteniendo en el centro de la escena el problema de la restricción externa.**

Introducción

Desde fines de 2015, la trayectoria de la deuda pública volvió a ocupar un lugar preponderante en el debate económico de Argentina. La historia de recurrentes crisis de deuda que atravesó nuestro país, hizo que los cambios en la configuración macro y una mayor dependencia del financiamiento público (en particular, externo), hayan desempolvado viejas discusiones relacionadas con la sostenibilidad de los procesos de endeudamiento.

Es claro que el contexto actual difiere de experiencias pasadas, no solo en términos del escenario internacional, sino también en relación al entorno macroeconómico vigente. Sin embargo, dado que Argentina continúa perteneciendo al conjunto de países en desarrollo sujeto a las mismas vulnerabilidades que hace varias décadas, las preocupaciones respecto de las consecuencias que puede tener este nuevo ciclo de endeudamiento siguen siendo legítimas¹.

La literatura ha desarrollado marcos analíticos específicos para estudiar la sostenibilidad de la deuda pública. Esto se debe a que, en buena parte de los episodios de crisis de solvencia que han atravesado países como la Argentina, las finanzas públicas han jugado un rol predominante tanto en la gestación como en el desenlace y la resolución de estos episodios.

No obstante, también es cierto que difícilmente pueda explicarse una sola crisis en los países en desarrollo que no tenga un componente vinculado a la evolución del sector externo. En este sentido, si bien el debate económico actual pone énfasis en la deuda como principal foco de vulnerabilidad doméstica, la sostenibilidad fiscal y externa son dos fenómenos que deben estudiarse en conjunto si lo que se busca es entender la dinámica de las crisis de solvencia de países como Argentina.

En la presente Nota de Economía adoptamos esta perspectiva, con el objetivo de estudiar desde un enfoque integral, las fuentes de fragilidad de la economía argentina de cara a este incipiente ciclo de endeudamiento.

¹ Como sostienen Abeles *et al* (2013), una de las características de las economías en desarrollo es la imposibilidad de financiar desequilibrios externos en moneda soberana. Esto quiere decir que los fenómenos de sostenibilidad fiscal y externa están íntimamente relacionados, como se muestra en este trabajo.

Autor: Mariano Beltrani

La sostenibilidad fiscal en el enfoque tradicional

En el enfoque tradicional, la sostenibilidad de la deuda soberana se analiza evaluando si un stock de deuda dado (vgr. deuda inicial), sumado a la secuencia esperada en el gasto, iguala a la secuencia esperada en los ingresos públicos². Cuando el gobierno puede servir la deuda a partir de sus ingresos futuros, se dice que el mismo es solvente. Es importante destacar que, bajo esta definición, la solvencia es siempre una percepción, no un dato objetivo de la realidad³.

De modo simplificado, la restricción de presupuesto del gobierno puede expresarse de la siguiente manera:

$$G_t + i_t D_{t-1} - R_t + OF_t = D_t - D_{t-1} \quad [1]$$

donde G_t es el gasto, i_t la tasa de interés efectiva, D_t es la deuda, R_t es la recaudación y OF_t son otros flujos⁴. Asumiendo que $OF_t = 0$ y reordenando [1] tenemos que

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - RP_t \quad [2]$$

donde RP_t es el resultado primario, de modo tal que $RP_t = R_t - G_t$. De [2] se puede obtener la restricción de presupuesto intertemporal y derivar la denominada "condición de transversalidad" o ausencia de esquema Ponzi, tal como se muestra en el [Anexo 1](#).

De este esquema sencillo se deduce que, dado que los déficits corrientes están de algún modo "garantizados" por los superávits futuros, cualquier nivel actual de deuda y déficit puede ser compatible con la restricción de presupuesto expresada en valor presente.

Esto último deja al enfoque tradicional sin una referencia cuantificable. Es por este motivo que no solo la literatura sino también el propio FMI (ver por ejemplo FMI, 2002), en tanto organismo que evalúa la situación fiscal de los

² Para que este procedimiento sea consistente, los valores futuros tanto del gasto como de los ingresos deben medirse a valor presente.

³ A pesar de esto, existen esquemas como el Ponzi, que por definición implican la insolvencia del deudor original.

⁴ El rubro otros flujos puede incluir tanto ingresos (como los provenientes de la venta de activos en poder del sector público), como erogaciones (recapitalización del sector bancario). En este trabajo, la cuenta otros flujos cumplirá en general una función de cierre, como se muestra más adelante.

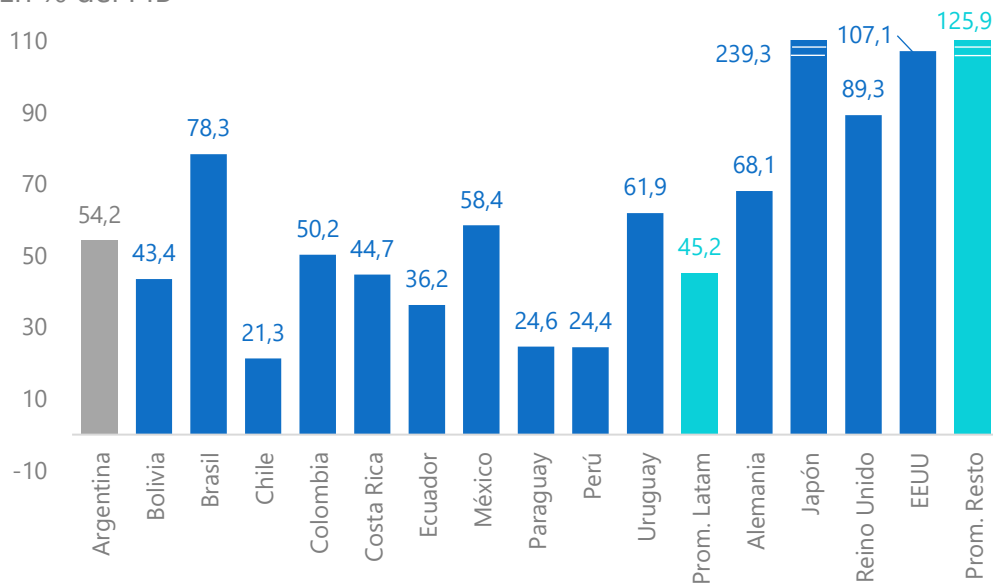
países miembros, adoptó para el análisis de sostenibilidad de deuda lo que se podría denominar un “enfoque pragmático”⁵.

Este último consiste en que los ratios de deuda pública a PIB de los países deben cumplir alguna (o ambas) de las siguientes condiciones: a) los ratios de deuda deben ser estables o decrecientes; b) los ratios de deuda deben ser lo “suficientemente bajos”. Resulta evidente que la segunda condición implica un elevado grado de arbitrariedad, dado que no hay teoría que establezca cuál es el umbral de deuda a partir del cual se ve afectada su sostenibilidad.

En la práctica, este problema ha sido abordado mediante lo que se denomina un “enfoque de señalización”, que consiste en encontrar para un grupo de países determinado el nivel de deuda que, según la experiencia pasada, mejor predice una crisis de deuda. Algunos estudios arrojan que, para el caso de países en desarrollo, el umbral que vuelve más vulnerable a una economía se ubica en el orden del 60%⁶.

Deuda bruta del sector público 2016

En % del PIB



Fuente: World Economic Outlook (FMI)

¿De qué magnitud son los ratios de deuda a PIB en la región y en el mundo? Como se muestra en el gráfico anterior, Latinoamérica tiene niveles de deuda a PIB significativamente más bajos que los países desarrollados. En el caso

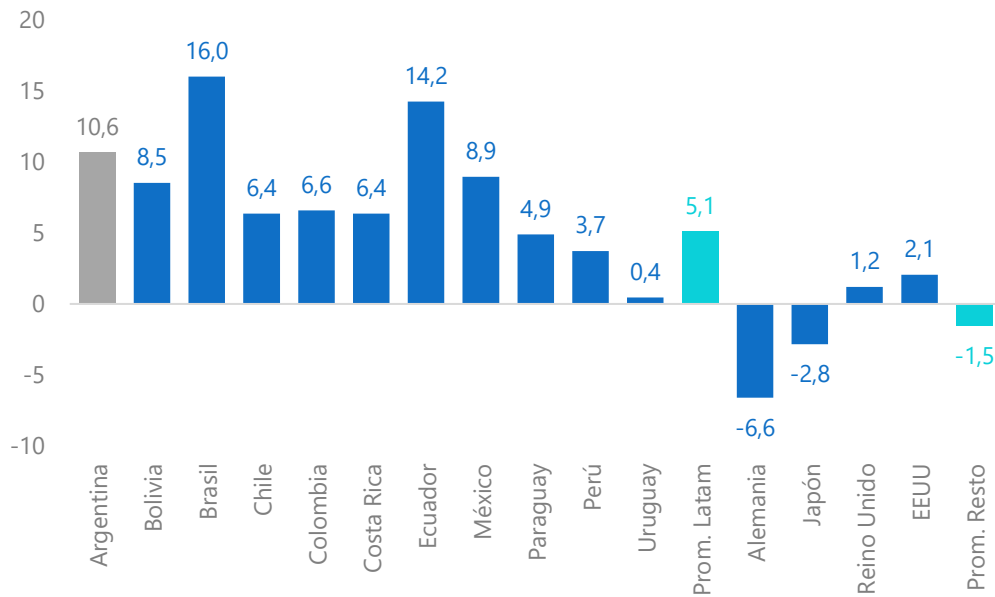
⁵ Como se afirma en FMI (2002), para evaluar la sostenibilidad de la deuda las proyecciones de ingresos y gastos del sector público “frecuentemente incorporan juicios, basados en la experiencia histórica y de otros países, sobre qué ajuste es política y socialmente viable”.

⁶ Para un mayor detalle sobre esta metodología, ver <https://goo.gl/SnBQJ4>.

particular de Argentina, los niveles de deuda a PIB solo son superados por los correspondientes a Brasil, México y Uruguay. En los últimos años, Argentina se encuentra entre los países con mayor incremento en el ratio de deuda a PIB dentro del conjunto de referencia, como reflejo del inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento (ver gráfico siguiente).

Deuda bruta del sector público

Variación 2014 - 2016, en % del PIB



Fuente: World Economic Outlook (FMI)

Ahora bien, ¿cuáles son los determinantes del nivel de deuda a PIB? Cómo se muestra en el [Anexo 2](#), expresando en términos del PIB las variables de [2] y asumiendo que el gobierno puede endeudarse tanto en moneda doméstica como extranjera, se obtiene la siguiente ecuación para la dinámica de la deuda

$$\Delta d_t = Er_t - Ey_t + Ee_t - rp_t + of_t \quad [3]$$

donde Δd_t es la variación del ratio de deuda a PIB entre los períodos t y $t-1$, Er_t es la contribución de la tasa de interés real efectiva, Ey_t es la contribución del crecimiento del PIB, Ee_t es la contribución de la depreciación del tipo de cambio, rp_t es el resultado primario en términos del producto y of_t son otros flujos, expresados también en términos del PIB.

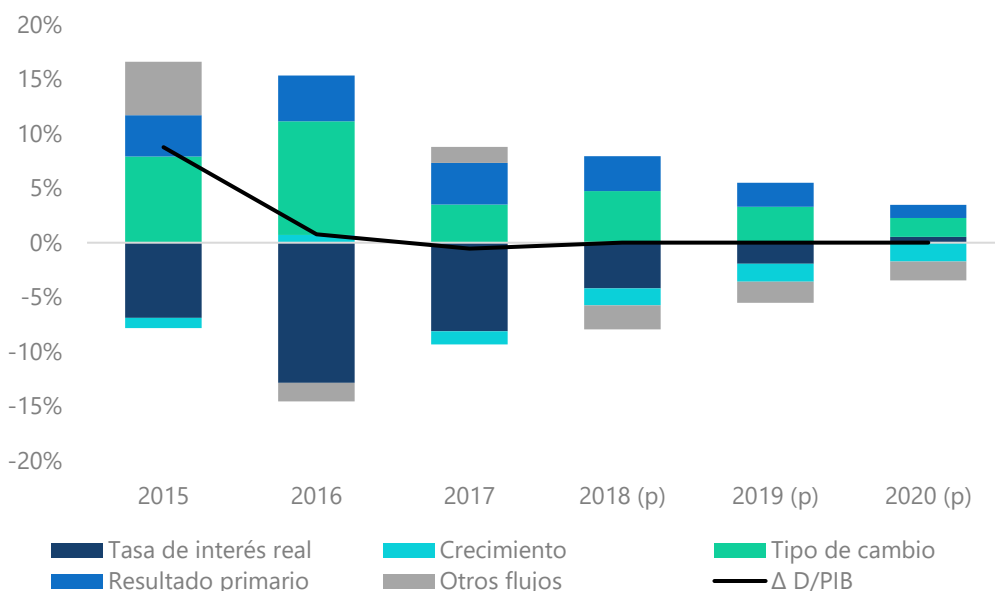
Naturalmente, los aumentos en la tasa de interés real efectiva empeoran la dinámica de la deuda, en el sentido de que ocasionan un incremento del ratio de deuda a PIB. Lo mismo ocurre en el caso de una depreciación nominal del tipo de cambio: el hecho de que un país tenga deuda en moneda extranjera hace que cualquier incremento del tipo de cambio derive en un aumento de las obligaciones expresadas en moneda doméstica. Asimismo, y por definición, un

empeoramiento del déficit primario ocasiona también un incremento del ratio de deuda a PIB. El crecimiento real del PIB, por otro lado, redundará en una caída del ratio de deuda.

En el siguiente gráfico se puede apreciar la descomposición de la dinámica de la deuda en el período 2015 – 2017. Como se observa, luego del salto de 2015 derivado de la devaluación del tipo de cambio, el ratio de deuda tendió a estabilizarse en el bienio siguiente. Este fenómeno se explica porque, a pesar de los altos niveles de déficit primario, la relativa estabilidad de la tasa efectiva promedio y el magro crecimiento económico (ver [Anexo 3](#)), entre fines de 2015 y 2017 se produjo una apreciación real bilateral del 12,3%, lo cual llevó a que el ratio se mantuviera relativamente constante⁷.

Descomposición de la variación del ratio de deuda / PIB

Escenario del gobierno con estabilización de la deuda



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, Ministerio de Hacienda y Ministerio de Finanzas

¿Cuáles son las perspectivas para Argentina en términos de dinámica de la deuda? Como se explicó en los párrafos anteriores, el desempeño del ratio de deuda a PIB dependerá de cómo se comporten los distintos factores que lo determinan. Dado que el gobierno elaboró un programa para los próximos años que incluye proyecciones de crecimiento y de tipo de cambio real, y metas para

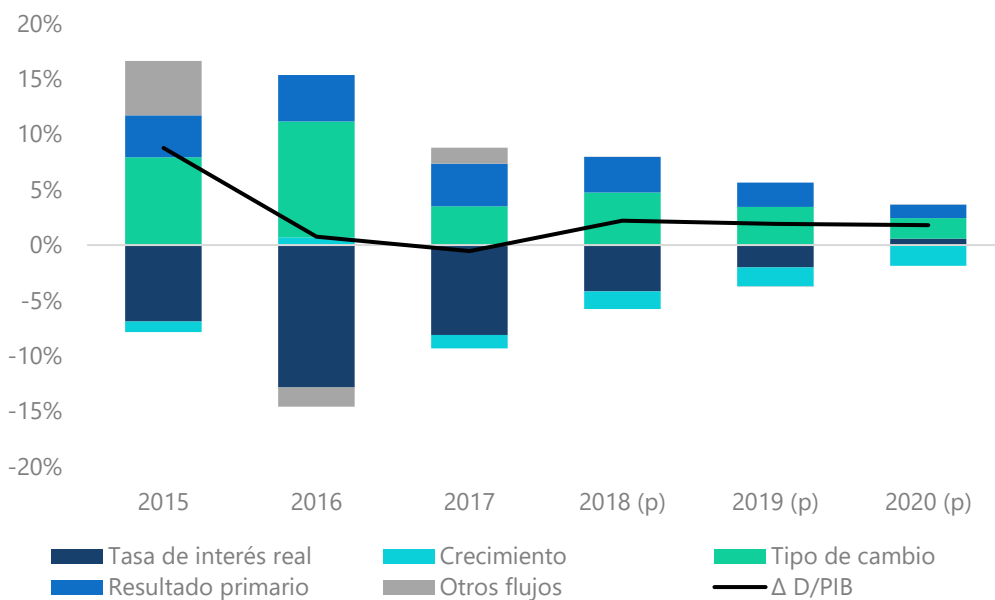
⁷ El efecto de la apreciación real sobre el ratio de deuda ya fue documentado en nuestra [Nota de Economía N°9](#).

el resultado primario y la inflación⁸, es posible evaluar si estas proyecciones son consistentes con la estabilización del ratio de deuda a PIB.

Tal como se observa en el gráfico anterior, si se utilizan los valores de las variables macroeconómicas estipuladas por el gobierno para el período 2018 - 2020 (ver nuevamente [Anexo 3](#) para un detalle de las fuentes), los cálculos arrojan la necesidad de recursos adicionales por el equivalente a 1,9% del PIB por año para poder mantener constante el ratio de deuda a PIB (serie "Otros flujos" en el gráfico anterior). En otras palabras, sin mayores precisiones sobre fuentes de financiamiento alternativas⁹, el programa económico del gobierno parece no ser consistente con la estabilización de la deuda en el corto plazo.

Descomposición de la variación del ratio de deuda / PIB

Escenario del gobierno sin estabilización de la deuda



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, Ministerio de Hacienda y Ministerio de Finanzas

La pregunta que se desprende de lo anterior es, por lo tanto, con qué ratio de deuda a PIB sí es consistente el escenario macroeconómico del gobierno. Igualando a cero el componente "Otros flujos" y permitiendo que el ratio de deuda a PIB ajuste según el programa del gobierno, obtenemos que para 2020 el peso de la deuda pública en el PIB alcanzaría un total de 59,6% (ver gráfico

⁸ Al respecto, se puede consultar la síntesis del presupuesto 2018 [aquí](#).

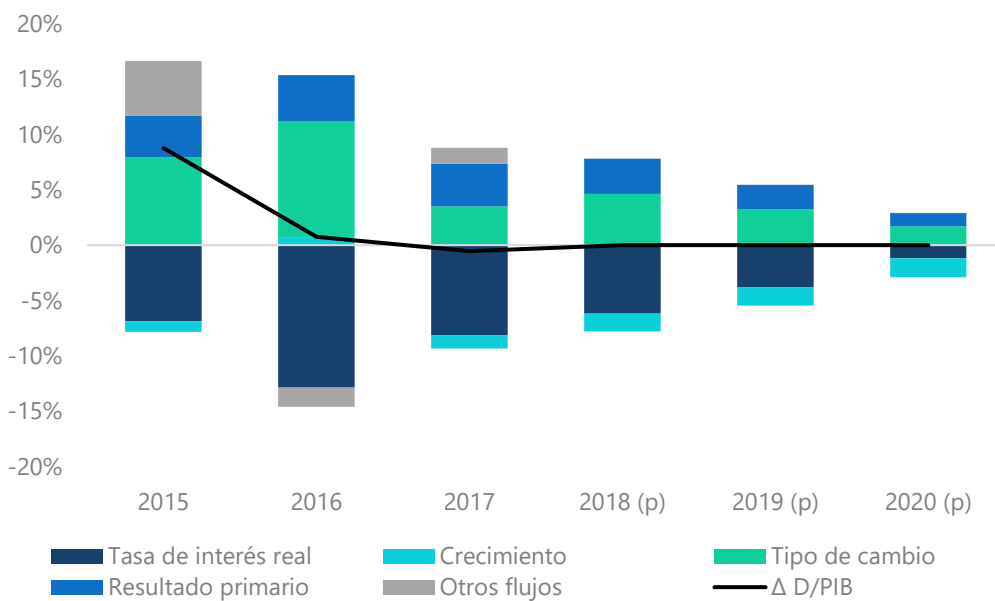
⁹ A estos fines, y solo por poner un ejemplo, serviría la venta de una parte de las acciones en poder del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS).

anterior). Esto implica un incremento de 14,9% del PIB desde 2014 (antes de la devaluación que coincidió con el cambio de gobierno)¹⁰.

Otra pregunta que podría formularse es, por ejemplo, en qué nivel debería ubicarse la tasa de interés real efectiva para que, dado el programa económico del gobierno, se logre estabilizar el ratio de deuda a PIB. Como se muestra en el gráfico que sigue, la tasa de interés real efectiva tendría que caer entre 2017 y 2020 en 340 p.b. para que la deuda sobre PIB se estabilice en los niveles actuales¹¹.

Descomposición de la variación del ratio de deuda / PIB

Escenario de estabilización con baja en la tasa efectiva



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, Ministerio de Hacienda y Ministerio de Finanzas

Finalmente, por medio de este esquema sencillo se puede calcular cuál debería ser el resultado primario consistente con una deuda estable en términos del PIB. Para el período 2018 – 2020, la única manera de que la deuda no crezca es logrando que el resultado primario sea en promedio de -0,3%, es decir,

¹⁰ El gobierno también proyecta un incremento del ratio de deuda a PIB hasta 2020 (ver <https://goo.gl/5akd8d>), pero tomando únicamente la suma de la deuda pública con el sector privado y con organismos internacionales. Esta estrategia arroja un nivel más bajo de deuda a PIB, pero complica la comparación internacional a los fines de determinar un nivel de deuda sostenible.

¹¹ Una cuestión adicional a remarcar es que la tasa de interés de la deuda no puede considerarse de manera independiente del nivel de endeudamiento. En efecto, como muestran Reinhart *et al* (2003), el componente de riesgo de la tasa de interés efectiva guarda una relación positiva con el ratio de deuda.

prácticamente se requeriría el equilibrio fiscal para estabilizar el endeudamiento público.

A partir de lo expuesto hasta ahora es posible extraer algunas conclusiones preliminares. En primer término, y más allá de los valores puntuales que pueda arrojar el ejercicio, un aspecto clave es que una baja del déficit primario (tal como está implícita en las metas fiscales del gobierno) no garantiza la estabilización del ratio de deuda a PIB.

Esto quiere decir que los programas de ajuste tradicionales, aun suponiendo que tienen un efecto despreciable en la actividad y la recaudación, pueden no ser un instrumento que, de por sí, logre una mejora en la percepción de solvencia del sector público¹². El incremento en el déficit financiero acumulado en los últimos años, que se dio a pesar de la estabilización del resultado primario, es prueba de ello¹³.

En segundo término, un escenario de crecimiento a “velocidad crucero” (3,5% a partir de 2018 según la última ley de presupuesto¹⁴) es una condición necesaria para estabilizar o lograr un menor deterioro del ratio de deuda a PIB. Esto quiere decir que el crecimiento de la economía no solo es un elemento que garantiza a la población cierto nivel de bienestar en el corto plazo, sino que además es un factor clave detrás de la posibilidad de mantener controlada la percepción de solvencia del sector público.

En tercer lugar, la política del gobierno de intentar evitar que el tipo de cambio real sostenga un sendero de apreciación (tal como ha ocurrido en los últimos dos años) impide que exista un contrapeso adicional al resto de los factores que contribuyen positivamente al ratio de deuda a PIB, como el déficit fiscal. Dicho de otra manera, sin el recurso de la apreciación, si la tasa de interés real efectiva es más elevada que la tasa de crecimiento de la economía, el gobierno está obligado a lograr un superávit fiscal si es que tiene el objetivo de estabilizar/reducir el ratio de deuda a PIB.

¹² Tal como muestran Islam y Chowdhury (2010), los estudios históricos que evalúan el éxito de los programas de consolidación fiscal exhiben una alta tasa de fracaso. A su vez, los argumentos más usuales que buscan justificar los ajustes (equivalencia ricardiana, *crowding out* y confianza del mercado), no han demostrado ser robustos en la práctica.

¹³ El escenario global actual, que tiende al incremento de las tasas de interés internacionales, es un factor que suma vulnerabilidad a esta configuración macroeconómica (ver por ejemplo <https://goo.gl/sBoSGy>).

¹⁴ Cabe destacar, por otro lado, que las expectativas medidas por el Relevamiento de Expectativas del Mercado del BCRA a febrero de 2018 indican un crecimiento promedio inferior al 3% para el período 2018 – 2020.

Finalmente, un elemento adicional que vale la pena mencionar es que el escenario para la deuda consistente con el programa de gobierno haría que, en los próximos años, el ratio de deuda a PIB alcance los valores críticos señalados por la literatura. No obstante, del mismo modo que alcanzar o superar cierto umbral de deuda no implica la pérdida inmediata de la condición de solvencia, también es cierto que el comportamiento de los inversores no siempre responde a estas consideraciones, tal como lo demuestran fenómenos como el de "contagio". En efecto, el apetito por el riesgo de los inversores puede cambiar bruscamente de un momento a otro sin mayores modificaciones en los fundamentos de una economía¹⁵, lo cual representa uno de los mayores problemas del "enfoque de señalización".

Interacciones con la sostenibilidad externa

Para el análisis de la sostenibilidad externa, el enfoque tradicional hace uso de una metodología similar a la utilizada para el frente fiscal, solo que en vez de recurrir a la restricción de presupuesto del sector público se utiliza la identidad que establece que la cuenta corriente del balance de pagos es igual a la cuenta capital con signo negativo.

Despejando a la variación de la deuda externa como el único flujo encargado de dar cierre al balance de pagos, se obtiene que la sostenibilidad externa exige que la deuda externa no sea mayor al valor presente de los superávits futuros de la cuenta corriente¹⁶.

En el caso del abordaje de la sostenibilidad externa, algunas definiciones pueden ser un poco más complejas que en el caso de la fiscal. En primer lugar, como señala Akyüz (2007), el resultado de cuenta corriente no puede vincularse tan directamente a una decisión de política como en el caso del resultado fiscal (primario o financiero), ya que la evolución del primero está relacionada en gran medida con el comportamiento de variables macroeconómicas como el tipo de cambio o el crecimiento, así como también con las características estructurales de cada economía.

En segundo término, a diferencia de la sostenibilidad fiscal, la externa involucra el análisis de más de un tipo de pasivo. Este es el caso, por ejemplo, de la Inversión Extranjera Directa (IED). Si bien algunos trabajos enfatizan que la IED

¹⁵ Ver por ejemplo Calvo (2003) para una discusión sobre los denominados *sudden stops*.

¹⁶ En rigor, el valor presente se calcula sobre una versión ajustada de la cuenta corriente del balance de pagos. Ver el [Apéndice 4](#) para una derivación de la "condición de transversalidad" de la deuda externa.

es uno de los flujos de la cuenta capital menos volátiles y menos proclives a reversiones rápidas (por ejemplo, ver Kose *et al*, 2009) también es cierto que los regímenes basados en la IED como mecanismo para cubrir los déficits son básicamente un caso especial de esquema Ponzi¹⁷. En definitiva, la coexistencia de distintas vías de financiamiento de los desequilibrios de la cuenta corriente dificulta la interpretación de cualquier condición de solvencia.

Entonces, ¿cómo definir en la práctica una situación de insostenibilidad? En el caso fiscal se podría establecer, sin pérdida de generalidad, que una situación de insolvencia soberana se revela ante un episodio de reprogramación de los servicios de deuda o directamente de un *default*.

En el caso externo, ¿cómo debería hacerse presente una situación de estrangulamiento? Dado que la manifestación por excelencia de las crisis de balance de pagos son las devaluaciones, el estudio de la sostenibilidad externa debería descansar en el análisis de los factores que están detrás de este fenómeno.

Sin embargo, no hay una sola teoría de determinación del tipo de cambio, sino varias. En este sentido, si bien el saldo de cuenta corriente tiene, por definición, un correlato financiero, solo las teorías de tipo de cambio basadas en el enfoque de cartera podrían visualizar un problema de sostenibilidad externa en los déficits de cuenta corriente¹⁸. Esto no quiere decir, por otro lado, que los déficits de cuenta corriente que se sostienen en el tiempo y tienen cierta magnitud no sean el preludio de una crisis cambiaria¹⁹.

En todo caso, lo que sí es cierto es que el vínculo que se puede establecer entre la sostenibilidad fiscal y externa más allá de la teoría es, en última instancia, contable. Esto se debe a que, en una economía abierta y con gobierno, los superávits/déficits fiscal y externo están flanqueados por la ecuación ahorro – inversión del sector privado. Dado que la suma del ahorro neto de estos tres

¹⁷ Esto se debe a que la IED es una inversión que, sobre todo a través de la remisión de utilidades y dividendos, los no residentes intentarán eventualmente recuperar.

¹⁸ Por ejemplo, para las teorías basadas en el análisis de los flujos, la oferta y demanda de divisas son derivadas de decisiones reales (por ejemplo, exportación e importación de bienes). Para las teorías basadas en la Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), son las modificaciones en el sistema de precios relativos entre economías las causantes de las variaciones del tipo de cambio. Finalmente, la Condición de Paridad de Tasa de Interés (UIP/CIP por sus siglas en inglés), que es en sí misma una teoría de tipo de cambio, indica que es el rendimiento relativo de los activos financieros lo que determina en definitiva la trayectoria del tipo de cambio.

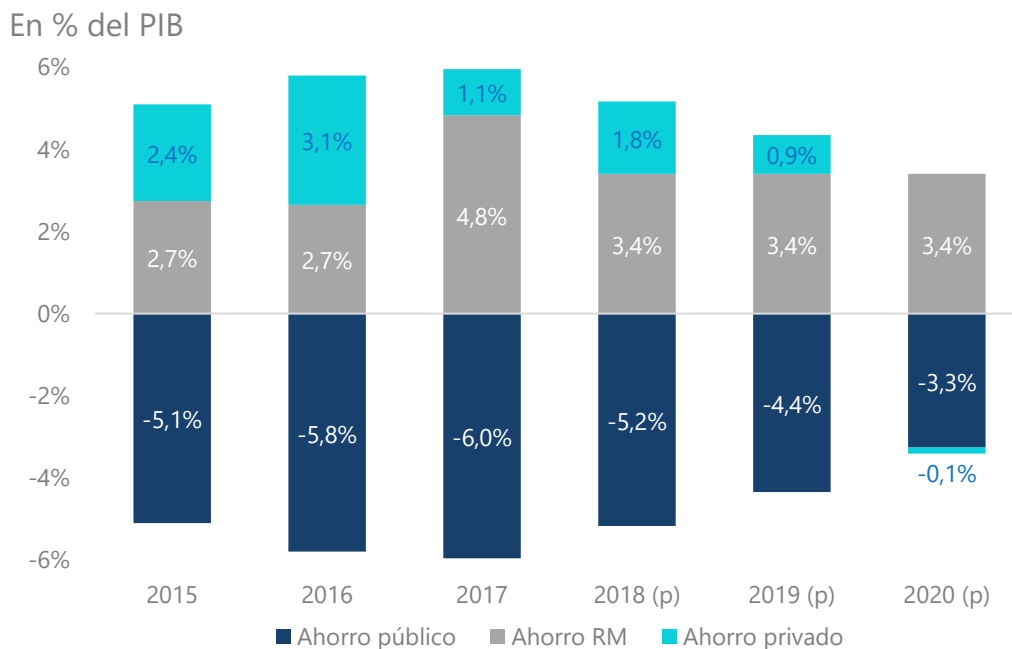
¹⁹ Incluso en los regímenes de tipo de cambio flexible, el tipo de cambio puede demorar en reaccionar a los desequilibrios de cuenta corriente. Para una síntesis de las causas detrás de los movimientos en la cuenta corriente del balance de pagos ver por ejemplo Milesi-Ferretti y Razin (1998) o Ghosh y Ramakrishnan (2017).

sectores debe ser igual a cero, lo que ocurra con cualquiera de ellos debe guardar un marco de consistencia con los otros dos.

Como muestra Akyüz *op cit*, hay un solo caso en el cual sostenibilidad fiscal y externa representan el mismo fenómeno, que es cuando se cumplen dos condiciones en simultáneo: a) la deuda externa es emitida en su totalidad por el sector público; b) el ahorro privado es igual a la inversión privada.

¿Qué es lo que se observa en Argentina? Según la última información disponible y comparable (2° trimestre de 2017), la deuda externa privada representa apenas un 37% de la deuda externa total, y desde el 4° trimestre de 2015 se mantiene relativamente constante. Sin embargo, durante el mismo período, la deuda externa pública aumentó en un 71,3%²⁰.

Las tres brechas de la economía abierta²¹



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, Ministerio de Hacienda y Ministerio de Finanzas

Como se advierte en el gráfico anterior, entre 2015 y 2017 el deterioro de la cuenta corriente (incremento del ahorro del resto del mundo) convivió con un mayor déficit del sector público y con un menor ahorro neto del sector

²⁰ Para más información sobre la deuda externa privada consultar <https://goo.gl/ZNdqLU>. En el caso de la deuda pública, las estadísticas se obtienen de <https://goo.gl/6d93RR>.

²¹ El ahorro público corresponde al resultado financiero del sector público nacional, mientras que el ahorro del resto del mundo equivale al saldo de la cuenta corriente del balance de pagos con signo cambiado. El ahorro privado se calcula por diferencia.

privado²². Ahora bien, ¿cuáles serían los escenarios plausibles para el período 2018 – 2020?

En primer término, si se toman en cuenta las proyecciones de déficit financiero del gobierno y se asume que el déficit de cuenta corriente se mantiene en los guarismos de 2015 – 2017²³, esto es un -3,4% del PIB, es posible obtener el sendero implícito para el ahorro neto del sector privado en el período 2018 – 2020.

Como se observa en el gráfico anterior, este ejercicio sencillo arroja que, si se mantiene el déficit de cuenta corriente y mejora el resultado financiero del gobierno, entonces el superávit del sector privado tenderá a desaparecer. Este escenario implicaría una mayor dependencia por parte del sector privado del financiamiento externo, y una separación aún más significativa entre las condiciones de sostenibilidad fiscal y externa. En otras palabras, en la medida en que persista el déficit de cuenta corriente, los problemas de sostenibilidad externa no desaparecerán aunque el gobierno logre reducir el déficit financiero, dado que el nuevo agente que acumulará deuda en su haber será el sector privado.

Este no es, sin embargo, el único escenario posible. En el caso de que se produzca una disminución significativa del déficit de cuenta corriente junto con una reducción del déficit financiero del gobierno, el endeudamiento externo privado no se verá necesariamente incrementado. En este contexto, una pregunta que surge naturalmente es si este es un escenario probable con la actual configuración macroeconómica. No es el objetivo de esta breve nota responder este interrogante, sino más bien dejarlo planteado de cara a futuras discusiones sobre la materia.

Reflexiones finales

A partir de este esquema sencillo, es posible extraer algunas lecciones importantes para la actual coyuntura argentina. En primer término, las mediciones de la sostenibilidad fiscal y externa que se derivan del enfoque tradicional pueden reaccionar de manera opuesta a modificaciones en una misma variable macroeconómica.

²² Se excluye de este ejercicio el resultado financiero de los gobiernos subnacionales, debido a la falta de información publicada al respecto.

²³ Este no parece un escenario poco razonable en vista de a) la pretensión del gobierno de mantener en los niveles actuales de apreciación del tipo de cambio real; b) las apreciaciones reales suelen coincidir con déficits de cuenta corriente (ver por ejemplo Beckmann y Czudaj, 2016).

Esto es lo que ocurre por ejemplo con la apreciación real del tipo de cambio, dado que este fenómeno ocasiona una caída del ratio de deuda total a PIB, pero conlleva un mayor déficit de cuenta corriente. Este es un efecto fácilmente identificable en la Argentina de los últimos años: la propia dinámica de endeudamiento externo del sector público permite que el tipo de cambio real se mantenga apreciado en términos históricos lo cual es, a su vez, uno de los factores detrás del persistente déficit de cuenta corriente. Si bien lo segundo puede leerse como una señal de mayor vulnerabilidad externa, el propio efecto de la deuda sobre el tipo de cambio hace que el ratio de deuda a PIB no pueda reflejar la mayor fragilidad fiscal.

En segundo lugar, un aspecto importante que se desprende del análisis es que no solo la política fiscal puede influir en la sostenibilidad externa y fiscal, sino que también puede hacerlo la política monetaria. Sus efectos, sin embargo, pueden ser ambiguos. Una política monetaria expansiva que reduce la tasa de interés real puede mejorar la dinámica de la deuda por su efecto en la tasa efectiva, y por el eventual impulso expansivo sobre la actividad: un mayor crecimiento incrementa el denominador del ratio de deuda y estimula la recaudación, mejorando el resultado primario. Sin embargo, si la política monetaria expansiva tiende a aumentar el tipo de cambio, entonces el ratio de deuda a PIB también será impulsado al alza. En todo caso, utilizar la política monetaria para influir en la sostenibilidad de la deuda implica tener que calibrar distintos efectos contrapuestos.

No obstante, también es cierto que en un esquema de Metas de Inflación (MI) como el que tiene la Argentina la política monetaria tiene como único rol reducir la inflación y mantenerla en niveles bajos y estables. Esto implica que, en este tipo de esquema, la tarea de garantizar la sostenibilidad de la deuda quede, al menos en sus versiones "puras", en manos únicamente de la política fiscal.

En tercer lugar, y como se desprende de este documento, los problemas externos pueden generarse por factores independientes de la política fiscal. La desregulación financiera y la apertura de la cuenta capital son fuentes de fragilidad externa que pueden no depender de la sostenibilidad fiscal. En efecto, trabajos como el de Schmukler (2008) muestran que la apertura financiera hace que los países sean más proclives a sufrir efectos "contagio". Como es sabido, en los últimos años el propio FMI manifestó su apoyo a las medidas de regulación de capitales (ver por ejemplo Gallagher y Tian, 2014).

Finalmente, un aspecto importante a destacar vinculado con este último punto es que las crisis de deuda pueden ser ocasionadas por crisis de balance de

pagos, dado que las propias devaluaciones suelen disparar los ratios de deuda a PIB de los países afectados. Tomando en cuenta el caso argentino, y en un contexto de marcados "déficits gemelos", apuntar únicamente a la solvencia fiscal como medida para garantizar la solvencia externa parece insuficiente. Aunque el sector público pueda reducir el déficit financiero, si se mantiene el déficit de cuenta corriente deberá ser el sector privado el que sostenga, vía un mayor endeudamiento externo, el equilibrio del balance de pagos. Cualquier evento que cuestione la sostenibilidad externa y ocasione una depreciación brusca del tipo de cambio, puede afectar negativamente la capacidad de pago de la deuda pública y terminar derivando en una crisis de solvencia del sector público.

Anexo 1. La condición de solvencia

Utilizando [2] y partiendo del período $t = 0$ tendremos que la deuda en el período $t = 1$ será

$$D_1 = (1 + i_1)D_0 - PB_1$$

Suponiendo que $i_1 = i_2 = i$, en el período $t = 2$ tendremos que

$$D_2 = (1 + i)^2 D_0 - (1 + i)PB_1 - PB_2$$

De este modo, tomando $i_j = i$ para todo j , en el n ésimo período la deuda será

$$D_N = (1 + i)^N D_0 - \sum_{j=1}^N (1 + i)^{N-j} PB_j$$

Despejando para D_0 es posible obtener que

$$D_0 = \sum_{j=1}^N \left(\frac{1}{1+i}\right)^j PB_j + \left(\frac{1}{1+i}\right)^N D_N \quad [4]$$

A esta expresión se le debe imponer alguna restricción sobre la deuda terminal, lo que se denomina "condición de transversalidad", de modo tal de garantizar que no exista un esquema Ponzi. La misma viene dada por

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \left(\frac{1}{1+i}\right)^N D_N = 0 \quad [5]$$

Un aspecto llamativo de la condición de transversalidad es que no exige que la deuda sea igual a cero en el último período, y tampoco que no tenga una trayectoria creciente. Observado la expresión anterior, lo que se advierte es que lo único que hace falta es que la deuda crezca a una tasa menor que la tasa de interés.

Retornando a la restricción de presupuesto [4] y suponiendo que se cumple [5] tendremos que la solvencia del gobierno exige que

$$D_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+i}\right)^j PB_j \quad [6]$$

Esta última expresión implica que la deuda debe ser igual al valor presente de los futuros resultados primarios.

Anexo 2. Dinámica de la deuda en una economía abierta

En una economía abierta, la deuda total del gobierno vendrá dada por

$$D_t = D_t^d + e_t D_t^f \quad [7]$$

donde D_t^d es la deuda denominada en moneda doméstica, D_t^f es la deuda denominada en moneda extranjera y e_t es el tipo de cambio nominal.

En este caso, la restricción de presupuesto del gobierno vendrá dada por

$$D_t^d + e_t D_t^f = (1 + i_t^d) D_{t-1}^d + (1 + i_t^f) e_t D_{t-1}^f - PB_t + OF_t$$

donde i_t^d es la tasa de interés efectiva de la deuda denominada en moneda doméstica y i_t^f es la tasa de interés efectiva de la deuda en moneda extranjera.

La expresión anterior puede escribirse de modo alternativo como

$$D_t = (1 + i_t^d)(1 - \alpha_{t-1})D_{t-1} + (1 + i_t^f)\alpha_{t-1}(1 + \varepsilon_t)D_{t-1} - PB_t + OF_t \quad [8]$$

Donde α es la proporción de la deuda total denominada en moneda extranjera y ε_t es la tasa de depreciación del tipo de cambio.

Dividiendo ambos miembros de la expresión anterior por el PIB nominal $P_t Y_t$ y tomando en cuenta que $P_t = (1 + \pi_t)P_{t-1}$ y $Y_t = (1 + g_t)Y_{t-1}$, donde π_t es la tasa de inflación y g_t es la tasa de crecimiento real de la economía, tendremos que

$$d_t = \frac{[1 + i_t^w + \alpha_{t-1}\varepsilon_t(1 + i_t^f)]}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + of_t \quad [9]$$

donde las minúsculas representan las variables expresadas en términos del PIB y i_t^w es la tasa efectiva promedio ponderada de la deuda.

A partir de [9] es posible calcular la variación del ratio de deuda a PIB como

$$\Delta d_t = \frac{[i_t^w - \pi_t(1 + g_t) - g_t + \alpha_{t-1}\varepsilon_t(1 + i_t^f)]}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + of_t$$

que puede descomponerse de la siguiente manera

$$\Delta d_t = \frac{i_t^w - \pi_t(1 + g_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - \frac{g_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} + \frac{\varepsilon_t \alpha_{t-1}(1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + of_t \quad [10]$$

donde el primer término del segundo miembro de la ecuación representa el efecto sobre el ratio de deuda a PIB de la tasa de interés real efectiva, el segundo corresponde a la tasa de crecimiento de la economía y el tercero al tipo de cambio, es decir

$$\Delta d_t = Er_t - Ey_t + Ee_t - rp_t + of_t \quad [3]$$

tal como se quería mostrar.

Anexo 3. Ejemplo con ratio deuda / PIB constante

Año	D/PIB ¹	PIB ²	Inflación ³	Tasa efectiva ¹	Devaluación	% deuda monex ¹ ₄	Tasa en dólares ¹	Resultado primario ⁵
2014	44,7%					64,9%		
2015	53,5%	2,7%	24,5%	5,5%	33,7%	66,9%	3,9%	-3,8%
2016	54,2%	-1,8%	39,7%	6,0%	38,5%	67,4%	4,1%	-4,2%
2017	53,7%	2,9%	24,8%	6,2%	11,8%	67,3%	4,3%	-3,8%
2018 (p)	53,7%	3,5%	15,0%	6,2%	15,0%	67,3%	4,3%	-3,2%
2019 (p)	53,7%	3,5%	10,0%	6,2%	10,0%	67,3%	4,3%	-2,2%
2020 (p)	53,7%	3,5%	5,0%	6,2%	5,0%	67,3%	4,3%	-1,2%

Año	Δ D/PIB	Descomposición Δ D/PIB				
		Tasa de interés real	Crecimiento	Tipo de cambio	Resultado primario	Otros flujos
2015	8,8%	-6,9%	-1,0%	7,9%	3,8%	4,9%
2016	0,8%	-12,9%	0,7%	10,4%	4,2%	-1,7%
2017	-0,5%	-8,1%	-1,2%	3,5%	3,8%	1,5%
2018 (p)	0,0%	-4,2%	-1,6%	4,8%	3,2%	-2,2%
2019 (p)	0,0%	-1,9%	-1,7%	3,3%	2,2%	-1,9%
2020 (p)	0,0%	0,5%	-1,7%	1,7%	1,2%	-1,7%

¹ 2017 corresponde al II.17.

² Desde 2018, corresponde a las proyecciones de presupuesto.

³ 2015 - 2016 corresponde al IRP de ITE, 2017 a IPC Nacional, 2018 - 2020 metas BCRA.

⁴ Se computa el coeficiente correspondiente a t-1.

⁵ Ver <https://goo.gl/STeZnR>.

Anexo 4. La sostenibilidad externa

Para obtener la "condición de transversalidad" de la deuda externa (es decir, de las obligaciones con los no residentes que corresponden tanto al sector público como al privado) debe partirse de la identidad del balance de pagos

$$CC_t + CK_t + F_t = 0 \quad [11]$$

Suponiendo que el saldo de la cuenta capital es igual a cero tendremos que

$$CF_t = -CC_t$$

La cuenta financiera puede descomponerse en los siguientes elementos

$$\Delta D_t^f + ND_t - A_t = -CC_t$$

donde ΔD_t^f es el incremento (o caída) de la deuda externa total, ND_t son los pasivos externos que no son deuda (por ejemplo, la IED) y A_t es la acumulación de activos externos. Despejando para D_t^f y sumando y restado los intereses de la deuda I_t en el segundo miembro de la ecuación tendremos que

$$D_t^f = D_{t-1}^f - CC_t - ND_t + A_t - I_t + I_t$$

$$D_t^f = D_{t-1}^f - CA_t + I_t$$

donde $CA_t = (CC_t + I_t) + (ND_t - A_t)$ es la suma del saldo de cuenta corriente sin los intereses de la deuda y las fuentes de financiamiento externas netas que no incluyen la deuda. Tomando en cuenta que $I_t = i_t^f D_{t-1}^f$ la expresión anterior se transforma en

$$D_t^f = (1 + i_t^f)D_{t-1}^f - CA_t \quad [12]$$

La ecuación [12] es muy similar a la restricción de presupuesto del sector público, de modo tal que para obtener la condición de solvencia puede aplicarse el mismo procedimiento. Así, tendremos que la restricción intertemporal para la deuda externa será

$$D_0^f = \sum_{j=1}^N \left(\frac{1}{1+i^f}\right)^j CA_j + \left(\frac{1}{1+i^f}\right)^N D_N^f \quad [13]$$

Imponiendo a [13] la condición de transversalidad tendremos que

$$D_0^f = \sum_{j=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+i^f}\right)^j CA_j \quad [14]$$

es decir, la deuda externa debe ser igual al valor presente de los futuros superávits de la cuenta corriente ajustada.

Referencias

Abeles, M.; Cuattromo, J.; Mareso, P. y Toledo, F. (2013). "Sector Externo y Política Fiscal, en los Países en Desarrollo: La Experiencia de América Latina ante la Crisis Internacional de 2008-2009", CEFID-AR, Documento de Trabajo N°48.

Akyüz, Y. (2007). "Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal", DESA Working Papers No. 61.

Beckmann, J. y Czudaj, R. (2016). "Effective Exchange Rates, Current Accounts and Global Imbalances", Ruhr Economic Papers No. 610.

Calvo, G. (2003). "Explaining Sudden Stops: Growth Collapse and BOP Crises: The Case of Distortionary Output Taxes", NBER Working Paper No. 9864.

FMI (2002). "Assessing Sustainability", SM/02/06, Policy Development and Review Department.

Gallagher, K. P. y Tian, Y. (2014). "Regulating Capital Flows in Emerging Markets: The IMF and the Global Financial Crisis", Global Economic Governance Initiative, Working Paper No. 5.

Ghosh y Ramakrishnan (2017). "Current Account Deficits: Is There a Problem?", Finance and Development, International Monetary Fund.

Islam, I. y Chowdhury, A. (2010). "Fiscal consolidation, growth and employment: what do we know?", Centre for Economic Policy Research.

Kose, M. A.; Prasad, E. S.; Rogoff, K. y Wei, S-J (2009). "Financial Globalization: A Reappraisal", International Monetary Fund Staff Papers, 56(1), 8-62.

Milesi-Ferretti, G. M. y Razin, A. (1998). "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities", IMF Working Paper 98/89.

Reinhart, C.; Rogoff, K. S. y Savastano M.A. (2003). "Debt Intolerance", Brookings Papers in Economic Activity No 1, 1-62.

Schmukler, S. L. (2008). "The Benefits and Risks of Financial Globalization", en Ocampo, J. A. y Stiglitz, J. (eds.), Capital Market Liberalization and Development, N.Y.