

La agenda económica de Argentina continúa casi monopolizada por la situación de la deuda pública y los avances (o retrocesos) en la estrategia de renegociación y restauración de la sostenibilidad de la deuda externa. En este plano se entrecruzan la estrategia principal y más importante, comandada por el ministro Guzmán en relación a la deuda nacional, y la de la provincia de Buenos Aires. **A inicios de esta semana justamente ocurrió el primer tropiezo en la estrategia de Kicillof** al no conseguir la adhesión necesaria para posponer el pago del BP21. Al día siguiente, se conoció que el canje propuesto para el bono dual nacional AF20 consiguió una adhesión de solamente el 10%.

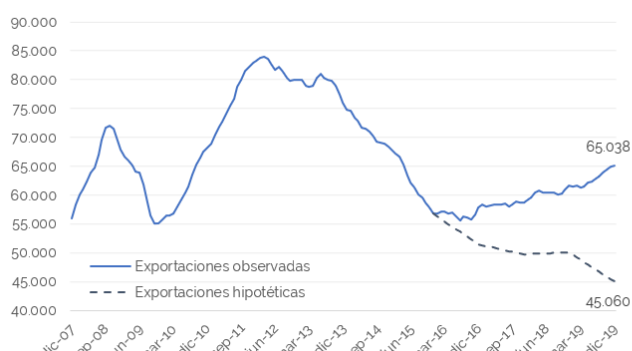
En todas las conferencias de prensa que ha brindado el Ministro de Economía hasta el momento ha explicado que, desde su punto de vista, la crisis de deuda que enfrenta la Argentina responde a que en los últimos cuatro años se “aumentó brutalmente el endeudamiento y el país no generó un aumento de su capacidad productiva con la cuál generar los dólares para poder hacer frente a los compromisos que el país había tomado”. Es decir, un problema generado por la combinación del incremento en el stock de deuda y una pobre dinámica exportadora. De esta manera, **la política de endeudamiento habría resultado inconsistente en el tiempo por no haber sido acompañada por el crecimiento necesarios en las exportaciones.**

Esta explicación es complementaria a la que hace foco en la inconsistencia de la política de endeudamiento en relación a la trayectoria fiscal. De hecho, para que la deuda pública sea sostenible con mayor probabilidad es preciso que las necesidades de endeudamiento del gobierno sean decrecientes en el tiempo (que el déficit fiscal sea cada vez menor) y que la economía genere la suficiente cantidad de dólares como para hacer frente a posibles cancelaciones que puedan ser exigidas por los acreedores. Es decir que el gobierno debería poder contar con los recursos fiscales para comprar los dólares con los cuales hacer frente a exigencias de capital que pudieran surgir a lo largo del tiempo. Claro está que el escenario ideal es aquel en el cuál la confianza que genera el manejo de la macroeconomía hace que las exigencias de cancelaciones nunca ocurran y la deuda sea renovada de manera permanente al momento de su vencimiento.

Al momento de medir la capacidad de repago o la sostenibilidad de la deuda pública, la práctica más habitual es observar la evolución del ratio entre el stock de deuda y el PBI. Sin embargo, este indicador puede estar brindando información equivocada. El principal factor que impide que este ratio sea una buena imagen de la sostenibilidad de la deuda es un fenómeno muy común en la economía argentina: la apreciación cambiaria. Al medir la evolución de un stock en dólares (la deuda) en relación a un flujo en pesos dolarizado (el PBI), los vaivenes del tipo de cambio real pueden generar importantes distorsiones al inflar artificialmente la valuación del PBI en moneda extranjera. Por ello, y en línea con la explicación de Guzmán, **un indicador más oportuno de sostenibilidad de la deuda puede ser el ratio deuda sobre exportaciones.** Si bien las exportaciones (al igual que el PBI) no son “propiedad” del gobierno, si cuenta con los recursos en pesos necesarios, podrá adquirir los dólares en el mercado con mayor facilidad y menor impacto si la oferta de dólares crece.

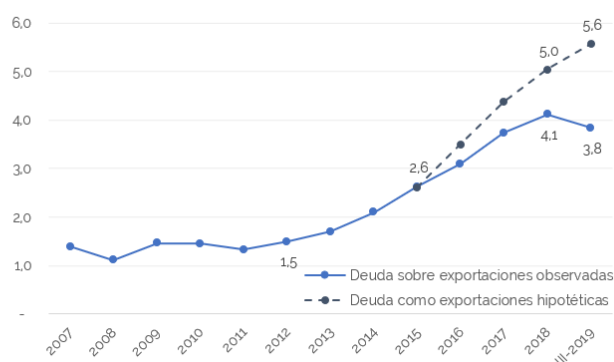
En los siguientes gráficos se muestra la evolución de las exportaciones y del ratio deuda externa sobre exportaciones en los últimos doce años. **Hasta el año 2012, cuando el país exportaba unos 80.000 millones de dólares anuales, la deuda pública externa se mantenía estable en torno a 1,5 veces el valor de las exportaciones anuales.** Sin embargo, desde ese año en adelante, las exportaciones argentinas entraron en un fuerte proceso contractivo que las llevó a caer 35% en cuatro años hasta un valor anual cercano a los 55.000 millones de dólares. Esta caída fue consecuencia de una combinación de menores precios internacionales (fenómeno global) y de menores cantidades producidas (fenómeno local). Así **la relación entre deuda externa y exportaciones pasó de 1,5 en 2012 a 2,6 en 2015.**

Evolución de las exportaciones
-acumulado 12 meses-



Fuente: Invecq en base a INDEC y estimaciones

Evolución deuda como % de exportaciones
-deuda en dólares-



Fuente: Invecq en base a Min. Economía, INDEC y estimaciones

Al analizar el período 2016-2019 se identifican dos fenómenos simultáneos. **Por un lado, a partir de 2016, se logra detener y revertir lentamente el proceso de declinación de las exportaciones iniciado en 2012. Sin embargo, el ratio de deuda en relación a las exportaciones continúa creciendo: desde el 2,6 de 2015 al 4,1 en 2018** (que luego desciende a 3,8 como consecuencia de la cancelación de deuda y el incremento de exportaciones). Esto significa que con el cambio de gobierno **en 2016 se comenzó un proceso de mayor generación de divisas vía exportaciones pero que, sin embargo, no tuvo la magnitud y el ritmo necesario para estabilizar el nivel de endeudamiento.** En palabras de Guzmán es cierto que no se generaron los dólares suficientes para hacer frente a los compromisos de deuda asumidos, pero no porque las exportaciones no hayan crecido sino porque no lo hicieron a la velocidad necesaria.

En este sentido es preciso señalar que, suponiendo que la tendencia de caída de los volúmenes exportados hubiera continuado como en el período 2012-2015 (en caso de no haber implementado varios de los cambios llevados a cabo desde 2016 para el sector exportador) y sumado a la evolución de los precios internacionales de 2016-2019, el valor de las exportaciones actuales rondaría los 45.000 millones de dólares y la sostenibilidad de la deuda estaría más comprometida aún: el ratio de 3,8 de 2019 se ubicaría en 5,6. Desde ya que este ejercicio hipotético no puede ser tomado en consideración de forma

directa ya que, si bien es probable que la tendencia de las exportaciones hubiera continuado siendo negativa, también probablemente el gobierno hubiera continuado financiándose en mayor medida con emisión de moneda y la emisión de deuda habría sido menor. De todos modos, **se observa que la tendencia en el crecimiento del ratio deuda/exportaciones no es muy diferente entre los años 2012-2015 y 2015-2018.**

Además de revisar la historia reciente, es preciso pensar que más allá de cuan exitosa sea la renegociación de la deuda en cuanto a la quita y/o la extensión de plazos que se pueda conseguir, **la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo continuará dependiendo de estos dos factores: la trayectoria fiscal y la trayectoria de exportaciones.** El equipo económico debería continuar con el sendero de corrección fiscal de los últimos años hasta poder llegar a un superávit primario suficiente para hacer frente al pago de los intereses. Al mismo tiempo la nueva configuración de precios relativos, incentivos, política comercial, entre otros, no debería interrumpir la lenta recuperación de las exportaciones que se observa desde el año 2016. Es decir, el programa macroeconómico de corto plazo debe concentrarse en la estabilización sin comprometer el mediano plazo. Lamentablemente **las primeras medidas en este sentido no parecen estar evitando esta contradicción.** La corrección fiscal se basa en gran medida en el aumento de la presión tributaria sobre el sector transable, las primeras medidas para moderar la inflación se basan en controlar el tipo de cambio y el precio de exportables (tarifas), y los primeros cambios en cuanto a la administración del comercio exterior también muestran un sesgo antiexportador.

Si consensuamos que es más conducente monitorear la capacidad para repagar la deuda observando la relación con las exportaciones, deberíamos consensuar también que las políticas económicas no deberían desincentivar las exportaciones.