

Extrait du El Correo

<https://www.elcorreo.eu.org/Estudio-del-FMI-Alergia-a-la-deuda-argentina>

Estudio del FMI : Alergia a la deuda argentina

- Argentine - Économie - Dette externe -

Date de mise en ligne : vendredi 30 avril 2004

Copyright © El Correo - Tous droits réservés

Un estudio revelado por el FMI atribuye la intolerancia de los mercados financieros a la volatilidad de la economía y dice cuál es el remedio.

¿Por qué razón fueron los mercados financieros tan "intolerantes" con la Argentina, exigiéndole sobretasas tan altas y crecientes (riesgo país) que precipitaron el default ? ¿Por qué esa intolerancia no aceptaba que el cociente deuda/PIB sobrepasara un límite sí admitido en otros países, incluso emergentes ?

El año pasado, un estudio de tres economistas (Rogoff, Reinhart y Savastado, que el Fondo Monetario Internacional dio a conocer y este diario comentó) lo explicaba por la mala reputación, basada en una larga historia de cesaciones de pagos, que empezó casi con la independencia. Pero ahora otros investigadores, Luis Catão y Sandeep Kapur, demuestran económicamente que el factor decisivo que limita el techo de endeudamiento es la volatilidad macroeconómica, que puede provenir de una alta proporción de commodities en las exportaciones, ya que su mercado mundial es muy fluctuante, o de una inestabilidad institucional que vuelve imprevisible la política económica. No puede decirse que la Argentina no encaje casi a la perfección en este modelo interpretativo, difundido ayer por el FMI.

A los autores les intrigaba el hecho de que la mayoría de los defaults soberanos (deuda pública) hubieran afectado a países con proporciones bajas o medias de endeudamiento en relación al Producto (tamaño de la economía). Otras naciones, más endeudadas, podían en cambio seguir tomando crédito con menores sobretasas (spreads). Llamaron entonces a ese fenómeno " intolerancia a la deuda " (de los mercados respecto de algunos países). Y hallaron que los países más volátiles (de economía muy cíclica y fluctuante) arrastran un mayor riesgo de default y enfrentan un techo crediticio bajo. Comprobaron también que esa intolerancia de los mercados financieros respecto de tales países no es un fenómeno episódico sino sistemático.

Catão y Kapur aclaran que su tesis sobre la influencia de la volatilidad sobre el riesgo soberano no excluye otros factores previamente identificados en la profusa literatura existente. Uno de esos factores son los descalces cambiarios en el balance (caso del Estado argentino y de gran parte del sector privado durante la convertibilidad : tener ingresos en pesos y deber dólares) y el asociado papel de un tipo de cambio mal alineado (sobreevaluación insostenible del peso hasta 2001).

Como para Rogoff y sus colegas, la reputación del deudor, edificada a lo largo de décadas y siglos, es un determinante crucial de la intolerancia de los prestamistas, remover ésta exigiría a muchas economías emergentes reducir drásticamente su ratio deuda/Producto, hasta el punto (a veces situado en apenas el 15 por ciento) en que el pasivo resulte suficientemente bajo para ser visto como sostenible. Luego comenzaría el lento establecimiento de una reputación mejor.

Pero bajar la proporción de deuda (desapalancamiento) es un proceso arduo y la buena fama no se consigue en un santiamén. Además, como explican Catão y Kapur, para desendeudarse habría que olvidarse del objetivo de alisar las fluctuaciones del consumo, e impediría así combatir las fuentes de volatilidad de ingreso interno. Aquí arriban estos economistas a su paradoja de la intolerancia. Por un lado, el hecho de que los países más volátiles son los más necesitados de crédito internacional para morigerar sus altibajos de consumo. Pero, por el otro, son esos países precisamente los que menor acceso tendrán al financiamiento por el riesgo de default que su volatilidad engendra.

La clave, por tanto, consistiría en disminuir la volatilidad macro. Esto permitiría bajar las sobretasas de la

financiación externa, lo que a su vez haría descender las tasas de interés para el sector privado, lo que favorecería el crecimiento económico. Este vínculo entre la volatilidad y los spreads (riesgo país) de la deuda soberana aporta así otra plausible explicación de la relación inversa entre la volatilidad del Producto y los términos de intercambio (relación entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones), por un lado, y el crecimiento económico, por el otro.

El trabajo concluye con la mención de una vía alternativa para elevar el techo crediticio de un país : consiste en abrir más la economía (es decir, la proporción del comercio exterior en la oferta y demanda global). Alcanzado un grado de apertura suficiente, caer en cesación de pagos acarrearía pérdidas potencialmente significativas tanto para el intercambio como para la producción. Los financistas pensarán en este caso que el default es menos probable. Cabe recordar que en el caso argentino el grado de apertura trepó bruscamente (aritméticamente al menos) tras el default por el derrumbe del PBI medido en dólares.

Julio Nudler

Página 12, 14 de abril del 2004