

Análisis comparativo de la sostenibilidad de la deuda: El caso de Argentina y México

A comparative analysis of debt sustainability: The case of Argentina and Mexico

Lizzeth Gómez Rodríguez, *Universidad Nacional Autónoma de México*
Alexis Manuel Cuenca Fitz, *Universidad Nacional Autónoma de México*

Resumen

Argentina y México son países en desarrollo cuya sostenibilidad de deuda presenta importantes diferencias. El presente trabajo analiza la capacidad de pago de la deuda de ambos países bajo el enfoque tradicional de Blanchard y el Sudden-Stop. Los resultados obtenidos indican que la composición de la deuda es muy importante para valorar su capacidad de pago. Este análisis muestra que, tanto en el periodo 2000-2007 como en el periodo 2010-2018, Argentina ha tenido una gran vulnerabilidad ante las crisis externas, puesto que su superávit fiscal ha estado muy por debajo del que propone el Índice de Blanchard. En contraste, desde la última década, la economía mexicana no se ha visto imposibilitada de pagar su deuda debido a que su superávit fiscal se ha encontrado dentro de los rangos propuestos por el Índice de Blanchard. Por estas razones, no se han observado grandes afectaciones en su capacidad de pago ante las crisis externas y la volatilidad cambiaria.

Abstract

Argentina and Mexico are developing countries whose debt sustainability has important differences. This paper analyzes the debt repayment capacity of both countries under the traditional approach of Blanchard and the Sudden-Stop approach. The results obtained indicate that debt composition is very important to assess their ability to pay. This analysis shows that, both in the 2000-2007 period and in the 2010-2018 period, Argentina has been highly vulnerable to external crises, since its fiscal surplus has been well below that proposed by the Blanchard Index. In contrast, since the last decade, the Mexican economy has not been unable to pay its debt because its fiscal surplus has been within the ranges proposed by the Blanchard Index. For these reasons, there have been no major effects on their ability to pay in the face of external crises and exchange rate volatility.

Keywords— sostenibilidad de la deuda, Argentina, México, Blanchard, Sudden-Stop

Palabras clave— debt sustainability, Argentina, Mexico, Blanchard, Sudden-Stop

Introducción

El estudio de la deuda de países en desarrollo ha sido uno de los temas más discutidos a lo largo de la historia, especialmente a partir de la década de 1980 (cuando Latinoamérica atravesó por severas crisis de deuda), ocasionando rigurosos cambios estructurales. Recientemente, el mundo ha tenido grandes coyunturas, sobre todo en regiones volátiles como América Latina.

Hace un par de años, la economía argentina quedó marcada por una crisis de deuda que explotó por la depreciación de su moneda ante el dólar. Los efectos de dicha crisis persisten en la actualidad, incluso cuando se pensaba que se habían superado este tipo de fenómenos. La reciente crisis argentina da paso a cuestionar la vulnerabilidad de México ante una crisis similar.

El presente artículo compara ambas economías emergentes en relación con la sostenibilidad de su deuda. Los periodos de estudio son de 2000 a 2007 y de 2010 a 2018, con la finalidad de analizar las diferencias de sostenibilidad de la deuda antes y después de la crisis internacional de 2008. Asimismo, distinguir las características de la estructura de deuda de cada país permitirá realizar un análisis más amplio y acertado.

La capacidad de sostenibilidad de las deudas se estima utilizando dos enfoques de medición: el indicador tradicional de Blanchard y el enfoque Sudden-Stop. El primero estima el superávit objetivo para poder mantener la proporción de la deuda-PIB en el largo plazo. El segundo valora la sensibilidad de la deuda ante variaciones en el tipo de cambio real (TCR) a partir del cálculo del desajuste cambiario. Este último indicador evalúa la capacidad de pago con base en la deuda emitida en divisas y la disponibilidad de bienes comerciables; por lo tanto, es de mayor utilidad en el análisis de países en desarrollo (pues estas economías son en su mayoría dependientes de la volatilidad cambiaria). Finalmente, se presentan los

resultados del análisis.

Estimaciones de sostenibilidad de la deuda.

Indicador tradicional: Blanchard

Una forma de analizar la sostenibilidad de la deuda gubernamental es comparar los egresos que tiene el país en relación con su capacidad de pago. Esto se logra utilizando el indicador de Blanchard.¹ Se trata de un indicador de sostenibilidad de deuda a largo plazo que mide el superávit fiscal permanente necesario para mantener la relación deuda-PIB constante. Esto significa que la deuda adquirida será sostenible siempre y cuando el superávit observado sea cercano al obtenido en el indicador de Blanchard, el cual se obtiene a partir de la siguiente ecuación:

$$\bar{S}_t = b_t(r_t - g_t) \quad (1)$$

Donde:

\bar{S}_t = Superávit fiscal deseado como porcentaje del PIB para mantener la relación Deuda/PIB constante

b_t = Relación Deuda/PIB r_t = Tasa de interés de la deuda² g_t = Tasa de crecimiento

Con la finalidad de hacer un mejor análisis del indicador, es conveniente estimar el promedio de las variables durante un determinado periodo de tiempo, puesto que permite

1. Olivier Jean Blanchard, «Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators», número 79 (1990), doi:<https://doi.org/10.1787/435618162862>.

2. Calculada a partir del riesgo país y el valor de los bonos del tesoro de Estados Unidos.

tener una visión más certera.³ Los periodos analizados son 2000-2007 y 2010-2018, con el objetivo de observar con mayor eficacia las diferencias de sostenibilidad de la deuda antes y después de la crisis. A continuación, se presentan los valores utilizados para la obtención del indicador.

	2000-2007	2010-2018
Deuda/PIB	87.46 %	46.43 %
Tasa de interés	32 %	9.7 %
Tasa de crecimiento	3.5 %	1.8 %
Superávit observado	3.2 % (2007)	-2.4 % (2018)
Superávit objetivo (Indicador de Blanchard)	25.22 %	3.66 %
Brecha	22.02	6.06

Cuadro 1: Economía Argentina

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, del Banco Mundial y de la OCDE

	2000-2007	2010-2018
Deuda/PIB	39.45 %	48.9 %
Tasa de interés	7 %	4.3 %
Tasa de crecimiento	2 %	3 %
Superávit observado	2.1 (2007)	0.6 (2018)
Superávit objetivo (Indicador de Blanchard)	1.86 %	0.65 %
Brecha	0.24	0.05

Cuadro 2: Economía Mexicana

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, del Banco Mundial y de la OCDE

En los cuadros 1 y 2 se observa que, en el periodo 2000-2007, Argentina debía tener un superávit 13 veces mayor que el de México si deseaba mantener la relación deuda-PIB constante; sin embargo, el superávit fue de 22 puntos porcentuales inferior al objetivo, por tanto, era de esperarse una alta participación de la deuda en el PIB. El alto nivel de requerimiento del superávit (25.22 %) se debió a la inestabilidad política y económica que sufrió Argentina en el 2001. Dicha inestabilidad desencadenó una crisis de deuda en diciembre del mismo año, dando origen al *Corralito*. Esta medida, llevada a cabo por el gobierno de Fernando de la Rúa, restringió la extracción de efectivo en los bancos con el objetivo de contener la fuga de capitales junto a las presiones inflacionarias, por lo que

3. El indicador de Blanchard es muy sensible ante las variables utilizadas, por ende, utilizar el promedio del periodo ayuda a suavizar las variables y llegar a un análisis más acertado.

terminó en una fuerte depreciación de la moneda argentina.

La figura 1 muestra que la deuda, como proporción del PIB, se disparó a partir de 2001, como consecuencia del fenómeno descrito anteriormente. La gráfica muestra también el proceso de estabilización en los años posteriores, el cual se debió al incremento del precio de las materias primas que Argentina exportaba, y a la política industrial llevada a cabo durante el gobierno de Néstor Kirchner. El aumento del valor de las exportaciones permitió que el gobierno aumentara su recaudación fiscal y, por consiguiente, redujera la deuda.

La figura 2 muestra que la economía mexicana experimentó una tendencia creciente y menos volátil que la argentina. Por esta razón, hubo una menor brecha entre el superávit observado y el objetivo, tanto en 2007 como en 2018; se puede inferir una sostenibilidad de deuda superior en México en comparación con la economía argentina (figura 3). Además, en 2018, la economía mexicana alcanzó un superávit primario muy cercano al requerido para mantener su capacidad de pago. Esto sugiere que México cuenta con una alta capacidad de ampliar el margen de endeudamiento, pues no se observan presiones en la sostenibilidad de la deuda.

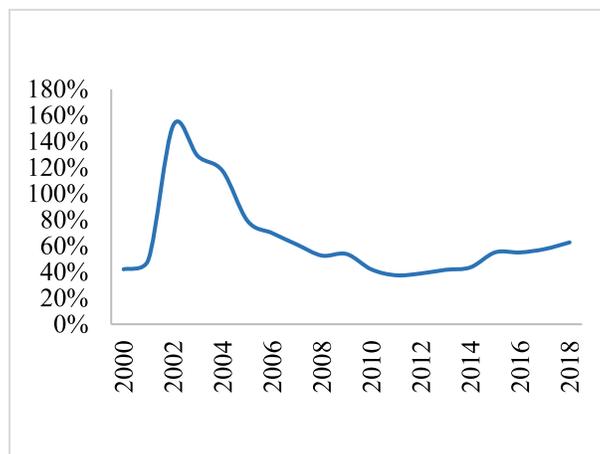


Figura 1: Evolución de la deuda como porcentaje del PIB en Argentina 2000-2018
Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

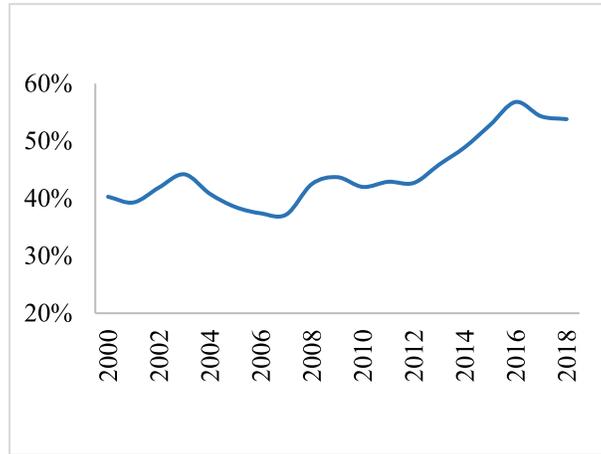


Figura 2: Evolución de la deuda como porcentaje del PIB en México 2000-2018
Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

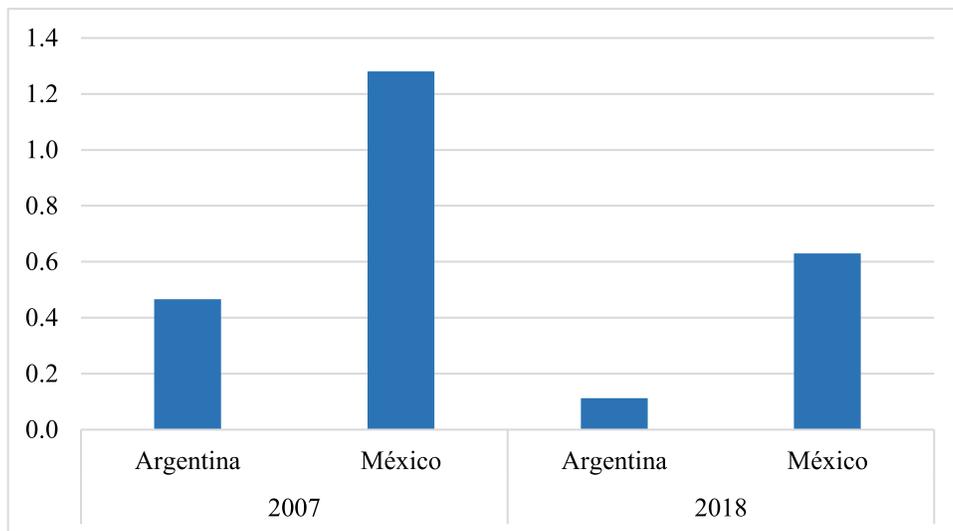


Figura 3: Indicador Tradicional de Blanchard
Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Finanzas de Argentina

Enfoque Sudden-Stop

Con el propósito de estudiar el efecto de una variación del Tipo de Cambio Real (TCR) en la deuda, se recurre al enfoque Sudden-Stop, el cual fue desarrollado por Guillermo Calvo.⁴ Se trata de un índice formulado a partir de la relación entre la deuda, emitida en moneda nacional y extranjera, y la producción de bienes comerciables y no comerciables. Este enfoque mide la capacidad de pago de deuda de una economía que utiliza todo el capital económico que dispone. El desajuste cambiario se obtiene con base en la siguiente ecuación:

$$m = \frac{\frac{b}{eb^*}}{\frac{y}{ey^*}} \quad (2)$$

Donde:

m = Descalce cambiario

e = Tipo de Cambio Real

b = Deuda emitida en moneda local

b^* = Deuda emitida en moneda extranjera

y = PIB no comerciable

y^* = PIB comerciable

El indicador presenta valores alrededor de uno: si el valor de $m = 1$ significa que la deuda puede pagarse haciendo uso de los recursos disponibles. Cuando $m > 1$, la deuda es poco sensible ante variaciones del TCR debido a que se dispone de una significativa cantidad de bienes comerciables; mientras que, cuando $m < 1$, la deuda puede ser insostenible ante cambios moderados del TCR. Cuando m tiene un valor más cercano a 0 o lejano a 1, el impacto de una variación del TCR es mayor, por lo que un país debe obtener valores ubicados por encima de la unidad para sostener su deuda.

4. Guillermo A. Calvo, «Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops», *Journal of Applied Economics*, 1998, doi:10.7551/mitpress/2701.003.0017.

	2007	2018
Deuda pública emitida en moneda nacional (b)	215,296,530.3	2,084,717.54
Deuda pública emitida en moneda extranjera (b*)	240,453,957.2	6,737,734.93
PIB no comerciable (y)	497,836,002.2	9,047,276.00
PIB comerciable (y*)	258,999,279.6	3,301,740.00
Deuda/PIB	60 %	71.44 %
Descalce Cambiario	0.466	0.11

Cuadro 3: Economía Argentina

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, del Banco Mundial y de la OCDE

	2007	2017
Deuda pública emitida en moneda nacional (b)	1,881,419.396	7,036,273.24
Deuda pública emitida en moneda extranjera (b*)	575,492,992	3,982,939.03
PIB no comerciable (y)	7,952,263,851	16,429,573
PIB comerciable (y*)	3,114,909,068	5,857,249
Deuda/PIB	22 %	49.44 %
Descalce Cambiario	1.28	0.63

Cuadro 4: Economía Mexicana

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, del Banco Mundial y de la OCDE

Las figuras 4 y 5 muestran el gran problema de endeudamiento argentino durante el periodo estudiado. Debido al bajo valor del desajuste cambiario y a que la mayor parte de su deuda fue contraída en moneda extranjera, la deuda argentina tendía a ser más sensible a la volatilidad cambiaria. Por esto, la deuda se volvió difícil de sostener, provocando una crisis económica. Se observa que Argentina continuó contrayendo deuda en moneda extranjera hasta el primer trimestre de 2019 (incluso en mayor proporción que en los años anteriores), propiciando en gran medida la crisis de deuda 2018.

A diferencia de Argentina, México mantuvo relativamente estable su composición de deuda, la cual estaba conformada, en su mayoría, por moneda local. Es interesante observar que, hasta 2008, el peso relativo de la deuda en moneda extranjera fue disminuyendo en México. A partir de ese año (caracterizado por el desencadenamiento de una crisis financiera de impacto global), el porcentaje de la deuda en moneda extranjera aumentó, pero se mantuvo estable en un nivel menor al 40 %. Esto se debió a que la crisis financiera de 2008

provocó una depreciación del peso mexicano; sin embargo, este aumento no generó presiones sobre su sostenibilidad.

En contraste con Argentina, la capacidad de pago de México ha sido menos sensible a la volatilidad cambiaria, gracias a una baja composición en moneda extranjera. En consecuencia, los grandes efectos de la crisis no provocaron alta incapacidad de pago. Además, para el último trimestre se muestra que, aunque la composición de la deuda mexicana no es la más baja en moneda extranjera a lo largo del periodo, sí es baja en comparación con la de Argentina (lo que contribuye a la diferencia de capacidad de pago entre ambos países).

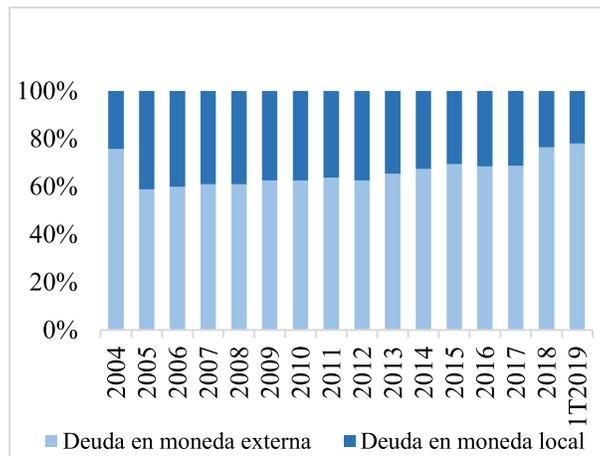


Figura 4: Composición de la Deuda en Argentina

Fuente: Elaboración propia con datos de SHCP y Secretaría de Finanzas Públicas de Argentina.

Conclusiones

La economía argentina sufrió grandes complicaciones económicas, causadas por la composición de su deuda. Después de una depreciación de su moneda, dicha deuda afectó negativamente la capacidad de pago del país, pues la sensibilidad de la deuda con respecto al mercado cambiario era muy alta. En contraste, la economía mexicana, aunque sufrió un im-

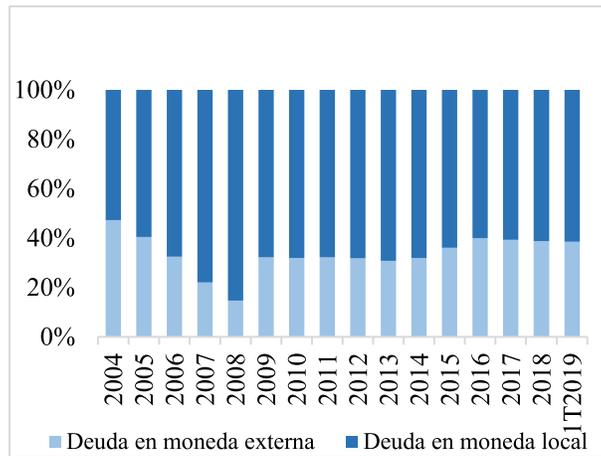


Figura 5: Composición de la Deuda en México

Fuente: Elaboración propia con datos de SHCP y Secretaría de Finanzas Públicas de Argentina.

portante efecto negativo debido a las crisis económicas, no comprometió la sostenibilidad de su deuda. Este hecho se logró gracias al bajo porcentaje de su deuda en moneda extranjera en relación con la deuda total.

Esto cuestiona el argumento de reducir el gasto para sostener la deuda, ya que la evidencia empírica, en el caso mexicano, indica que la sostenibilidad de la deuda no se encuentra comprometida, y la composición de la misma la puede hacer menos sensible ante la volatilidad del mercado cambiario. Si bien los resultados obtenidos no consideran la incertidumbre de la economía mexicana, la cual se ha intensificado en los últimos meses, la metodología utilizada revela la existencia de un amplio margen en la capacidad de endeudamiento.

Esto implicaría que México puede seguir manteniendo su capacidad de pago sin necesidad de un recorte fiscal; incluso podría aprovechar su margen de endeudamiento para ejercer políticas anti-cíclicas que permitan evitar una recesión. Recientemente, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) ha declarado que, al cierre de 2019, México conseguirá un superávit primario de 1%. Esta cifra está por encima del sugerido por el indicador de Blanchard, y es aún mayor si consideramos que una gran parte de su deuda se encuentra en

moneda nacional.

Referencias

Blanchard, Olivier Jean. «Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators», número 79 (1990).
doi:<https://doi.org/10.1787/435618162862>.

Calvo, Guillermo A. «Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops». *Journal of Applied Economics*, 1998. doi:10.7551/mitpress/2701.003.0017.

Fondo Monetario Internacional. *FMI Data*. Visitado 23 de noviembre de 2018. https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/ARG.

Organisation for Economic Co-operation and Development. *Long-term interest rates*. Visitado 20 de noviembre de 2018. <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>.

Secretaría de Finanzas. *World Bank Group*. Visitado 20 de noviembre de 2018. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>.