



Econométrica S.A
economic research and forecasts

**INFORME
ESPECIAL
Nº400**

*“Hacen falta dólares
para pagar la deuda
externa”*

Por Juan Sommer

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**NOVIEMBRE
2008**

38 1970 - 2008
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 - 9443

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso IV Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

“Hacen falta dólares para pagar la deuda externa¹”

Por Juan Sommer²

INTRODUCCIÓN

Independientemente de los argumentos que esgrima el Gobierno, la reciente decisión de eliminar las AFJP tiene la finalidad de aumentar los recursos para afrontar los gastos de los próximos años. Al tomarla, el Gobierno intenta mostrar que está en condiciones de evitar el default de sus obligaciones financieras durante 2009 aunque aumente los gastos. Por este motivo estimó que la medida sería bien recibida por el mercado.

Este razonamiento desconoce la importancia para los mercados de la previsibilidad de los comportamientos sobre todo en un contexto de alta incertidumbre por la crisis financiera y de falta de credibilidad que ya tenía el Gobierno. La ruptura de las “reglas de juego” del sistema provisional, más allá de las fundadas críticas que se pueden hacer al funcionamiento del sistema de capitalización argentino, abre irremediamente preguntas que afectan el futuro tanto de los mercados financieros como de la economía real. Es evidente el impacto negativo del proyecto del Gobierno sobre la confianza y la credibilidad.

ALGUNAS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DE LA ELIMINACIÓN DE LAS AFJP

El efecto directo de la transferencia de recursos y activos desde las AFJP al Estado es que éste dispondrá de mayores ingresos fiscales (flujos) y también otros activos (stocks) para afrontar sus obligaciones. Ello se traduce en mejoras en el resultado de las cuentas fiscales en 2009 y en los años inmediatos posteriores (excluimos la deuda que se asume por el pago a los futuros jubilados que actualmente aportan al sistema de capitalización). Es importante para el análisis que se desarrolla más adelante dejar en claro que estos recursos adicionales están mayoritariamente denominados en pesos. De acuerdo con la información disponible, al 15 de octubre los activos externos en la cartera de las AFJP ascenderían a alrededor de 2 mil millones de dólares (sobre un total de alrededor de Dls. 30 mil millones), aunque aparentemente este dato no se traduciría en un monto equivalente a recursos externos que se podrían ingresar al país porque incluyen títulos públicos argentinos en dólares.

Sin embargo, hay efectos indirectos negativos sobre las cuentas fiscales por el impacto de los menores recursos disponibles para inversiones de las AFJP sobre el nivel de actividad económica. Se produciría un impacto negativo si el Gobierno no continúa el papel de las AFJP financiando parte del consumo y algunas inversiones del sector privado con el mayor flujo que recibe y, en cambio, los

¹ Muchas de las apreciaciones incluidas en este informe son producto de conversaciones mantenidas con Mario Brodersohn, quien desde hace tiempo viene señalando que la principal restricción para el 2009 proviene del sector externo. Sus ideas al respecto están en varios documentos de Econométrica, incluido el último [“Plan B: hacia un acuerdo con un FMI “Progresista” para evitar un nuevo default”](#)

² jsommer@econométrica.com.ar

utiliza para comprar dólares al Banco Central. Estos efectos se agregarían a la tendencia de desaceleración de la economía que se observa actualmente. Por otro lado, si los recursos son utilizados para aumentar el gasto primario, en el contexto actual existe alta probabilidad que impacte más en la tasa de inflación y en la demanda de dólares³ que en el nivel de actividad económica.

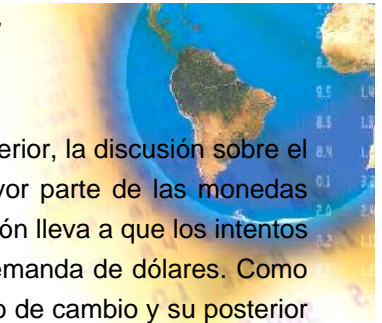
¿TENÍA EL GOBIERNO OPCIONES PARA HACERSE DE PESOS PARA PAGAR SUS DEUDAS EN 2009?

Desde un punto de vista estrictamente “contable” el Gobierno podía haber obtenido recursos en pesos para afrontar las obligaciones de 2009 a través de otros caminos. En primer lugar, siempre cabe la posibilidad de financiarse con emisión vía adelantos transitorios del Banco Central (o con utilidades del Banco Central que en la práctica es equivalente), aunque asumiendo un mayor riesgo de inflación. También podría haber explorado la posibilidad de obtener los recursos induciendo o “forzando” a las AFJP a través de una Ley de Emergencia Financiera a que inviertan recursos en activos del Estado Nacional incluso a una tasa que no fuera de mercado hasta cubrir las necesidades de financiamiento del año. Por supuesto, ello impedía disponer de todos los recursos acumulados en el sistema de capitalización. Demás está decir que ninguna de estas opciones hubiera sido evaluada positivamente por el mercado.

De cualquier forma, la mayor parte de las proyecciones de los analistas de las necesidades de financiamiento del sector público para 2009 no cubiertas suponían que las amortizaciones de los títulos públicos en poder de las AFJP serían renovadas con nuevos títulos y también que estas instituciones tomarían parte de las nuevas emisiones de obligaciones públicas. Más aún, esas proyecciones no preveían un problema serio de disponibilidad de pesos para cubrir los vencimientos de ese año.

Observando las decisiones tomadas por la mayoría de los países que enfrentan perspectivas de recesión por la crisis financiera, se observa que en la mayoría de ellos se ha apelado a la emisión monetaria para sostener sus sistemas financieros y evitar una restricción crediticia para el sector privado “credit crunch”. La decisión de nacionalizar los recursos de las AFJP va en sentido contrario, al menos en una primera instancia, al reducir los recursos del sector privado y no dejar claro si el Estado continuará el papel que hoy cumplen las AFJP en el financiamiento al sector privado. Argumentar la decisión desde un punto de vista fiscal sólo tiene sentido si Argentina estuviera “desacoplada” del mundo o si por alguna razón no fuera posible aplicar políticas anticíclicas. Creemos que existen hoy dificultades para la aplicación de este tipo de políticas. Hay dos motivos principales, en el contexto económico actual de relativamente altas tasas de inflación la expansión del gasto público o una política monetaria “activa” puede exacerbar más la inflación y la demanda de

³ El impacto contractivo se potenciaría si el Gobierno reduce parte del stock de activos locales (títulos públicos propios, certificados de participación en Fideicomisos, acciones, certificados de depósitos, etc.), vendiéndolos en el mercado o no renovándolos a su vencimiento para hacerse de “caja”. Al absorber recursos, restringe la disponibilidad de recursos financieros para el sector privado (“crowding out”). Sin embargo, si los recursos así captados por el Gobierno se destinan a incrementar gastos o pago de deuda interna, lo que es más probable, el efecto se neutraliza (este análisis deja de lado efectos redistributivos). En esta nota supondremos que el Gobierno no se desprenderá de estos activos en forma neta. Ello implica que renovará todos los vencimientos de los activos de las AFJP sean depósitos en Bancos, Certificados de participación en Fideicomisos, etc. excluidos los vencimientos de las obligaciones públicas.



dólares que el nivel de actividad. En segundo lugar, independiente de lo anterior, la discusión sobre el futuro del tipo de cambio nominal afectado por la devaluación de la mayor parte de las monedas contra el dólar y por la reducción del precio de los commodities de exportación lleva a que los intentos del Gobierno de sostener el tipo de cambio se enfrenten con una fuerte demanda de dólares. Como dijimos en otro informe⁴, con esto no estamos propiciando un salto en el tipo de cambio y su posterior fijación porque en el contexto de incertidumbre actual no es posible determinar un tipo de cambio sostenible y porque el pass through del ajuste cambiario puede ser sumamente rápido (mucho más rápido que en 2002).

En consecuencia, como la decisión que toma el Gobierno al eliminar las AFJP no ataca los motivos que generaron el crecimiento en la demanda de dólares que se tradujo en salida de capitales de 16 mil millones de dólares desde comienzos de este año, el principal problema que enfrenta la economía no se resuelve con la apropiación de los recursos administrados por las AFJP.

LO QUE NECESITA EL GOBIERNO PARA EL 2009 NO SON PESOS SINO DÓLARES.

Como se señaló anteriormente, ya sea a través de los recursos que recibe de las AFJP o mediante mecanismos alternativos el Gobierno podía obtener pesos para pagar sus obligaciones de 2009. Pero, una parte significativa de estas obligaciones -alrededor de 8 mil millones de dólares- son en moneda extranjera. Ante un marcado deterioro de la balanza comercial del año entrante y sin financiamiento externo disponible, el Gobierno no tiene otra opción que utilizar las reservas del Banco Central para efectuar esos pagos. Ello independientemente que tenga un mayor o menor superávit fiscal.⁵ La diferencia es que con mayor superávit fiscal puede emplear pesos para comprarle al Banco Central las divisas y en caso alternativo tendrá que recibir los pesos de esta última institución con mayor riesgo inflacionario.

¿Cuál es el problema de utilizar las reservas para esos efectos? Se podría argumentar que es perfectamente posible hacerlo. El Gobierno lo hizo para pagar obligaciones con el FMI e informó que lo haría para cancelar las deudas con el Club de París. Sin embargo, el problema es que cuando se pagó al FMI se acumulaban dólares en el Banco Central y cuando se anunció la intención de pagarle al Club de París, aunque ya no entraban dólares al Banco Central, el superávit comercial era significativo, lo que posibilitó “financiar” durante 2008 la salida de capitales con un impacto relativamente bajo sobre las reservas. El problema es que, por la caída en los precios internacionales de los commodities de exportación argentinos, el superávit comercial tiende a desaparecer en 2009 (excepto que el nivel de actividad se reduzca significativamente lo que generaría menores dificultades en el balance comercial pero mayores en el resultado fiscal).⁶ Y ese menor superávit unido a un proceso de continuidad de la salida de capitales por si mismo se traduciría en una pérdida de reservas relevante (o en una fuerte devaluación y recesión). La utilización de reservas para pagar deudas en esa moneda, que se haría en un escenario donde los flujos del sector privado al Banco Central serían negativos, profundiza esa caída.

⁴ Ver [“El impacto de la crisis económico financiera actual”](#) Econométrica, Informe Mensual Octubre.

⁵ Como se mencionó anteriormente, un aumento en el superávit fiscal actuaría procíclicamente y, en ese sentido, generaría una reducción de las importaciones y una mejora en el balance comercial. Sin embargo, nuestra hipótesis es que el Gobierno no utilizará los mayores recursos que recibe de las AFJP para aumentar el superávit, sino en todo caso para evitar su reducción por el impacto de la caída de los precios internacionales y la reducción del nivel de actividad económica.

⁶ Una estimación de este impacto se puede ver en la nota de Mario Brodersohn [“Plan B: Hacia un acuerdo con un FMI “progresista” para evitar un nuevo default”](#)

*“Hacen falta dólares para pagar la deuda externa”
Por Juan Sommer*



Claramente este es un escenario “no viable” por sus consecuencias económicas sobre el nivel de actividad y sobre el sistema financiero y también por sus implicaciones políticas. Antes de llegar a esa situación cabe esperar un cambio en la política económica para preservar las reservas del Banco Central.

En resumen, aun en el caso poco creíble de que el Gobierno no incremente el gasto con los recursos que obtiene de la eliminación de las AFJP y disponga de mayor cantidad de pesos para comprar dólares, los riesgos que percibe el mercado de un eventual default no se modifican significativamente. Ello se debe a que el país no dispone de financiamiento externo y el superávit comercial que permitía acumular reservas tiende a desaparecer en el nuevo escenario. En ese contexto, la salida de capitales se reflejará en menores reservas del Banco Central que experimentarían una caída superior si se utilizan para pagar obligaciones del Estado. En consecuencia, la potencial contribución de la eliminación de las AFJP al resultado fiscal no resuelve el principal problema que enfrenta el Gobierno cual es el de revertir la situación de demanda excedente en el mercado de cambios. Para superar estas dificultades en el corto plazo se debe actuar sobre los factores que inducen la salida de capitales a través de políticas que desregulen el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, el sinceramiento de las variables económicas y, en ese marco, la implementación de una política cambiaria adecuada para el nuevo contexto externo. Si se avanza en esa dirección y se encara seriamente la negociación de las obligaciones externas pendientes (Hold Outs y Club de París) no habría razones para desestimar una negociación con los Organismos Internacionales, incluyendo el FMI para obtener financiamiento en lugar de utilizar las reservas para el pago de la deuda.