

---

# Macroeconomía y Deuda Pública\*

**Martín Uribe**

Presentación Preparada para las  
53 Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad Nacional de Córdoba  
Septiembre 2020

\*Corregida el 1 de Octubre de 2020.

## **En Esta Presentación: Dos Temas**

- Reflexiones Sobre la Reestructuración de la Deuda
- Reflexiones Sobre la Situación Cambiaria

## **Reflexiones Sobre la Reestructuración de la Deuda**

- Dada la trayectoria de la deuda hasta Agosto de 2019, fue inevitable el default post PASO?
- Sirven los 'Sustainability Statements' del FMI?
- La reestructuración conseguida, tiene consistencia intertemporal?
- Es hora de que nos impongamos un límite al endeudamiento público?

## RD#1: Dado el nivel de deuda a Agosto de 2019, fue inevitable el default post PASO?

No lo creo. Veamos:

- En Julio de 2019 el FMI publica un 'debt sustainability assessment' en el que concluye que la deuda Argentina es sostenible.
- En Febrero de 20 el FMI emite un sustainability statement y concluye que la deuda Argentina es insostenible.
- Qué pasó en Argentina entre Julio de 2019 y Febrero de 2020? Nada, excepto que una fuerza política que prometía no pagar la deuda ganó las PASO contundentemente.
- **Ejercicio contrafáctico:** Qué hubiese pasado después de las PASO, si ambas fuerzas mayoritarias hubiesen prometido llevar el superávit fiscal primario de alrededor de -0.5% del PBI (donde estaba) a, digamos, +3%?

## RD#2: Para Qué Sirven los ‘Sustainability Assessments’ del FMI?

No para el análisis económico. Veamos:

**Argumentos del FMI para concluir que la deuda Argentina era insostenible:**

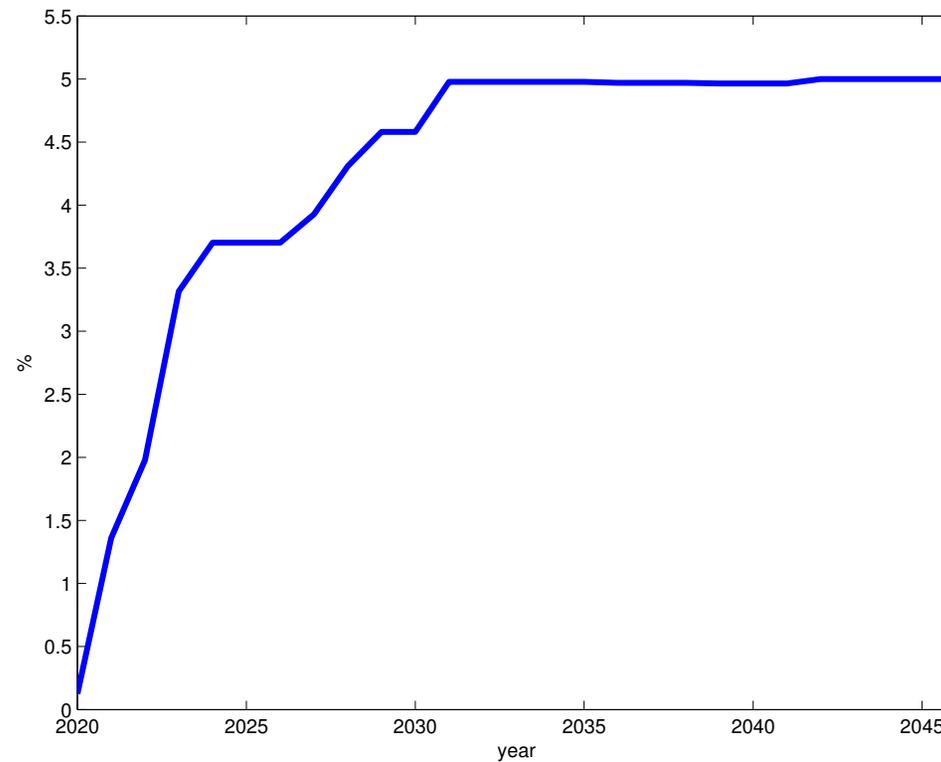
- (1) El riesgo país se disparó en Agosto del 2019.
- (2) El gobierno debió extender vencimientos unilateralmente.

Ambos datos son ciertos, pero analíticamente inútiles, porque tanto el riesgo país como el reperfilamiento so variables *endógenas*: consecuencia no causantes del default post PASO.

Un indicador más confiable de sostenibilidad es la **elasticidad deuda del superávit fiscal primario**. Con el resultado aplastante de las PASO, esta elasticidad cayó a cero, ergo default.

# RD#3: La reestructuración conseguida, tiene consistencia intertemporal?

## Perfil de Tasas de Interés de la Duda Restructurada



## RD#4 Es hora de empezar a pensar en imponemos un límite al endeudamiento público?

- **Argumento en Contra de un Límite:** El financiamiento externo actúa como un amortiguador de shocks, y por lo tanto ayuda a suavizar el ciclo económico.
- **Argumento a Favor de un Límite:** (1) Las recurrentes crisis externas y la falta de acuerdo político para evitarlas, lejos de suavizar el ciclo, lo amplifican. (2) Un límite a la deuda puede atenuar el problema de inconsistencia intertemporal. (3) Un límite a la deuda puede actuar como fondo de estabilización.
- Un marco conceptual sencillo y útil para comenzar a pensar en esto: Almut Scholl, “The Dynamics of Sovereign Default Risk and Political Turnover,” *Journal of International Economics* 108, 2017, pages 37-53.

## **Reflexiones Sobre la Situación Cambiaria**

## **La Situación**

La virtual ausencia de un mercado cambiario funcional está limitando gravemente:

- (1) el comercio exterior
- (2) el ahorro
- (3) el financiamiento externo privado

que posiblemente comprometerá tanto la recuperación post pandemia como el crecimiento post recuperación.

## Súper Cepo Cambiario

**Eficacia** El cep (a) ayuda moderar la depreciación del peso; (b) ayuda a cuidar los dólares del BCRA; (c) ni (a) ni (b).

## Diagnóstico

El súper cepo pone a la Argentina (a) en un atolladero; (b) al borde de un precipicio; o (c) a ahogarse en un balde de agua.

## Tratamiento

(a) continuar aguantando; (b) desdoblar el tipo de cambio, con un dólar ahorro y financiero por un lado y otro comercial por el otro.  
(c) eliminar el cepo completamente.

En lo que sigue, explicaré por qué creo que la respuesta a ambas preguntas es (c): El BCRA se está ahogando en un vaso de agua y la salida es levantar el cepo completamente.

## Eliminación Total del Cepo Cambiario

- **Dificultad Técnica:** Baja o nula. Basta anunciar que: (i) todos los agentes económicos (hogares, empresas, y gobierno) que deseen comprar o vender dólares deberán hacerlo en el mercado cambiario; y (ii) comprar y vender dólares es legal.

## Eliminación Total del Cepo Cambiario

- **Riesgos:**

- ◇ **Rodrigazo?** Poco probable, si la eliminación del cepo no se demora y la actualización tarifaria es gradual. La devaluación de alrededor de 130% de junio de 1975, fue sólo una parte del paquete de medidas: naftas 180%, agua, transporte, 100%, luz 75%, todo en un solo día.

- ◇ **Salto en el Precio de la Canasta Básica.** El mayor efecto sería en el posible aumento en el costo de los productos básicos de origen transable: derivados del trigo, lácteos, carnes. Pero probablemente su magnitud es limitada: Ejemplo: Del precio de un kilo de pan en la mesa, sólo el 10% es el costo del trigo.

## Eliminación Total del Cepo Cambiario

### Beneficios:

Probablemente altos en términos de bienestar.

La recuperación post-pandemia vendrá del sector privado, no de un sector público quebrado. Los impuestos implícitos  $\pm 50\%$  a las ventas al exterior y del  $\pm 65\%$  a la importación de bienes intermedios importados generados por el cepo empastan dos motores claves para la reactivación económica: el sector exportador y la industria nacional que compite con las importaciones.

## **Conclusiones**

- La reciente reestructuración de la deuda no despeja el riesgo de default en los próximos 3-10 años.
- La eliminación del cepo: (i) debe incluir al comercio exterior; (ii) es de simple implementación y acarrea bajo o nulo riesgo de un Rodrigazo si la medida no se demora y la actualización tarifaria es gradual; y (iii) es imprescindible para que el sector privado motorice la salida de la debacle económica que causaron la pandemia y la larga cuarentena.