



Indicador de Vulnerabilidad Externa

Evolución en 2017 y su relación con el diferencial de retornos

Mayo 2018



Observatorio
de Coyuntura Económica
y Políticas Públicas



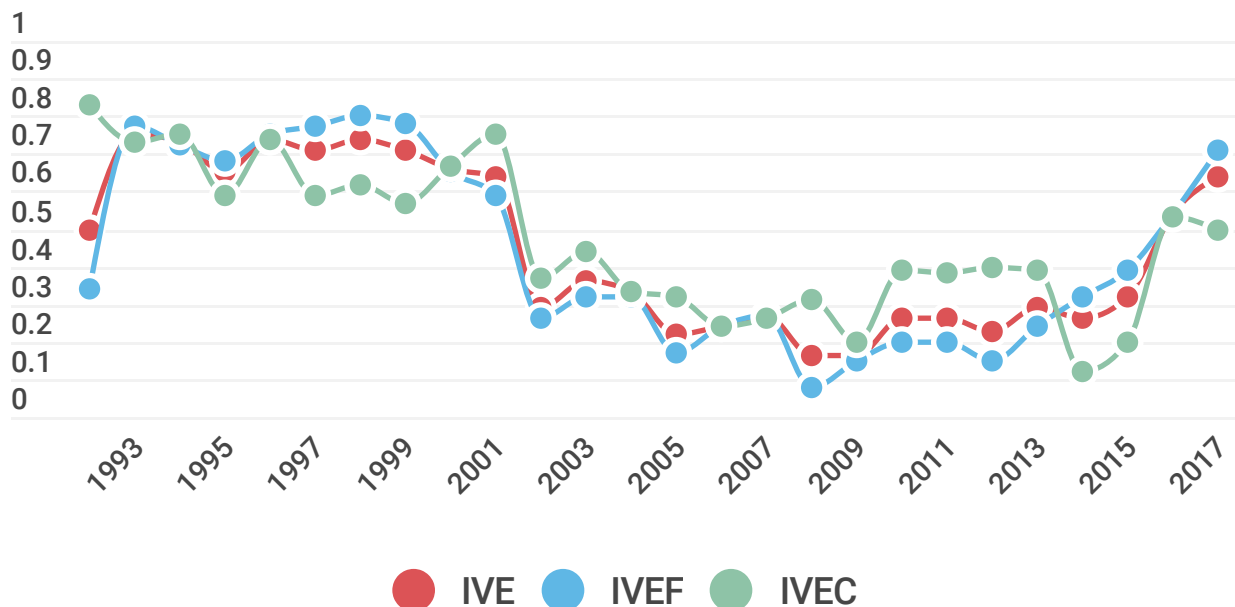
Introducción

En el presente informe se analiza la evolución reciente del Indicador de Vulnerabilidad Externa (IVE), y como este indicador se relaciona con el diferencial de retornos entre los Activos y Pasivos Externos que registra Argentina. El IVE es un indicador compuesto que analiza el promedio de distintos ratios relevantes para el análisis de la vulnerabilidad externa (ver Anexo 1 para su metodología). En el presente informe se repasan, en primer lugar, los principales resultados del IVE para el período 1992 - 2017; y en segundo lugar, se realiza un análisis acerca de la rentabilidad de activos y pasivos externos, factor de gran relevancia para el logro de la sustentabilidad externa.

El Comportamiento del IVE

El IVE se mantuvo en valores altos durante la convertibilidad, bajando aceleradamente en 2002 con el default y la devaluación, y luego descendiendo más lentamente hasta 2009. Y si bien desde entonces ha subido, desde 2014 en adelante, y en particular desde 2016, ha acelerado su ritmo de crecimiento dando cuenta de una mayor exposición. Lo mismo registran los subindicadores de vulnerabilidad comercial (IVEC) y financiera (IVEF).

Indicador de Vulnerabilidad Externa



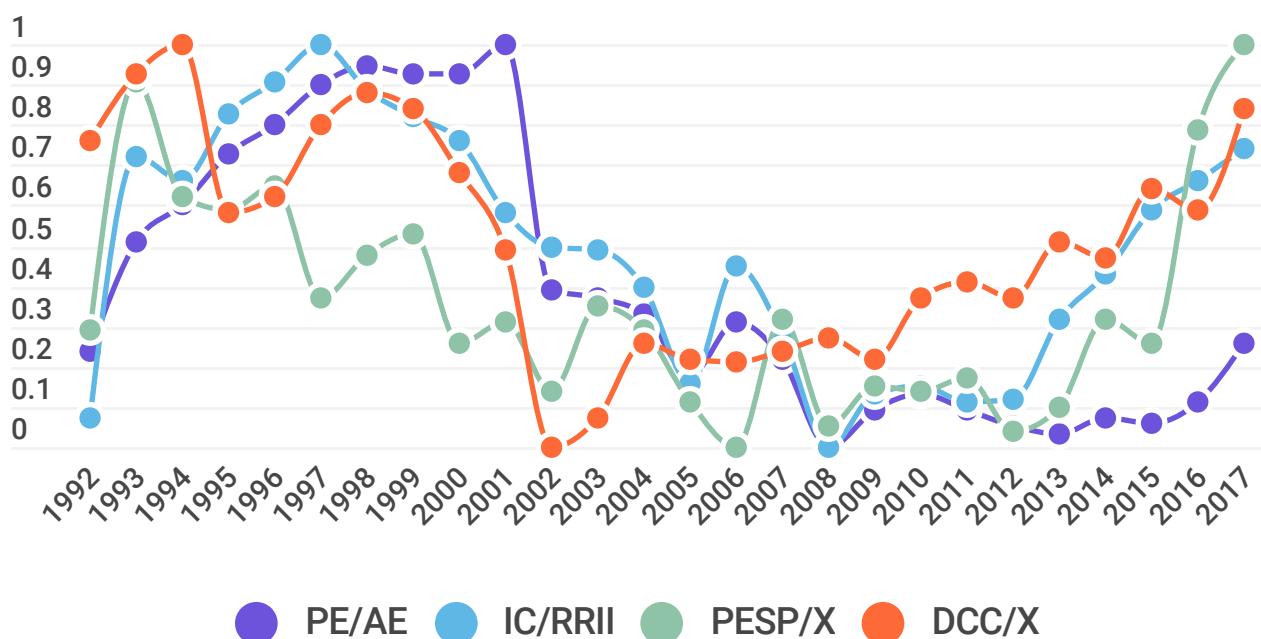
Las principales razones del empeoramiento del IVE pueden observarse al mirar los indicadores que lo componen. Dentro de indicadores del IVEF, puede identificarse que el Indicador de Solvencia PE/AE (Activos Externos sobre Pasivos Externos) todavía se encuentra en valores bajos históricamente, pero con una clara tendencia al deterioro. Sin embargo, el ratio de Pasivos sobre Activos (que determina gran parte del Ingreso Primario de la Cuenta Corriente en conjunto con las tasas de retorno), a pesar de ser bajo, debería ser mucho más bajo dado el diferencial en los rendimientos de las tasas cobradas por los activos y la pagada por los pasivos (ver más adelante).

El indicador de Liquidez IC/RRII (Pasivos por Inversión de Portafolio sobre Reservas Internacionales), por otro lado, continúa con la suba acelerada que experimenta desde 2012. Entre 2012 y 2015 este indicador empeoró por la pérdida masiva de Reservas Internacionales, a pesar de los controles de cambios, y en los últimos dos años el indicador se deterioró por el incremento de la inversión en cartera. Desde 2016 las Reservas Internacionales duplicaron su valor pero se registró un crecimiento aún más rápido de la deuda por instrumentos de portafolio, principalmente del Gobierno Central. Esta dinámica también se ve claramente en el indicador de Endeudamiento PESP/X (flujo de pasivos en la Cuenta Financiera del BCRA y Gobierno General sobre exportaciones), que alcanzó el mayor valor de la serie. Esto indica que el ingreso más relevante de Activos Externos que no generan pasivos (exportaciones) es cada vez menor en relación con el financiamiento de compra de Activos o Déficit de Cuenta Corriente mediante el endeudamiento del Sector Publico (sobre el problema de la compra de Activos con nuevos Pasivos ver más adelante).

La elección de usar todos los Pasivos por Inversión de Portafolio sobre las Reservas Internacionales trata de acercarse a un punto medio entre la regla Guidotti–Greenspan, que propone que el monto de Reservas Internacionales debe adecuarse a la Deuda Externa de corto plazo, y la visión de Wyplosz (2007), que indica que (mas allá de la viabilidad) mirar el total de los Pasivos es lo más adecuado. Al usar los Pasivos por Inversiones de Portafolio, identificamos los Pasivos que son fácilmente liquidables en mercados secundarios. No importa realmente la madurez de la deuda, un inversor no residente puede vender su titulo en el mercado de valores local y demandar divisas para extraer sus fondos.

Finalmente, el indicador de Resultado DCC/X (Déficit de Cuenta Corriente sobre Exportaciones), que indica cuánto de este déficit corriente se financia con el principal ingreso no generador de Pasivos, también registra un deterioro acelerado, aunque su evolución negativa comenzó en 2009.

Indicador de Vulnerabilidad Externa Financiera



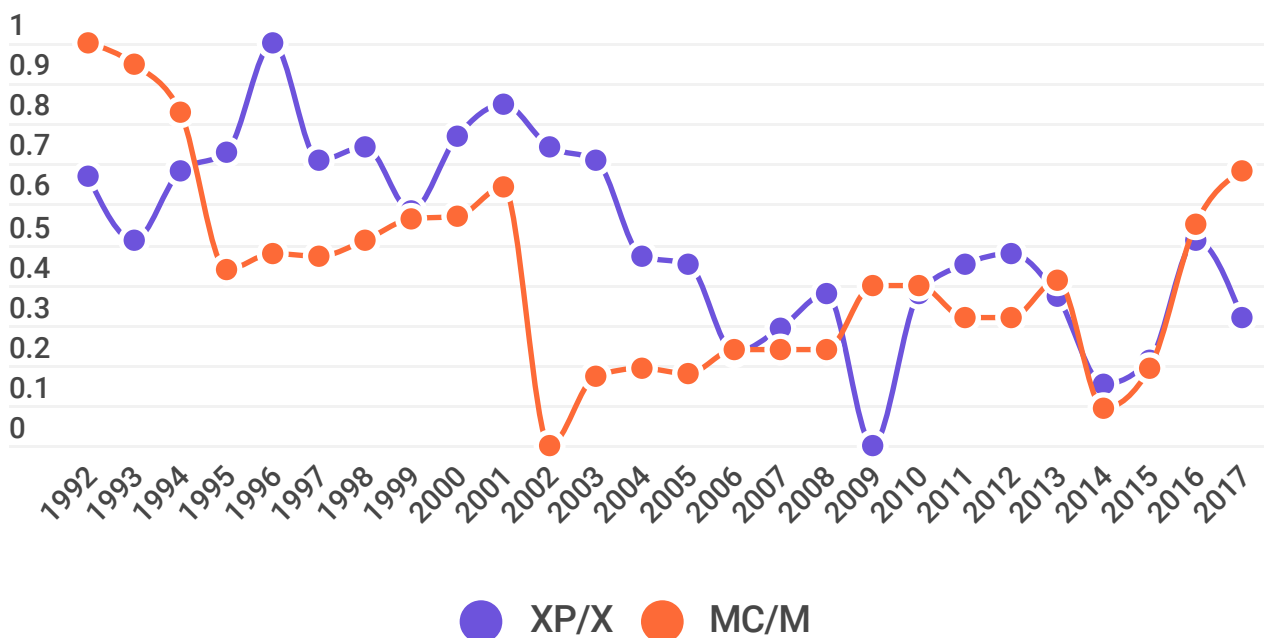
Por el lado de los indicadores que componen el IVEC, en línea con la apertura del comercio internacional luego de varios años de controles sobre el mismo, muestra un rápido crecimiento de las Importaciones de Bienes de Consumo y Vehículos de Pasajeros en relación con las importaciones totales. Esta dinámica se observa en el indicador de Importaciones Ociosas MC/M (estas importaciones, en su mayoría, no son insumos ni bienes de capital que le permitan al país producir mayores bienes exportables).

Si bien el aumento de Importaciones Ociosas es esperable en el contexto de apertura, dicho ratio se encuentra en su valor más alto en los últimos 22 años. Este indicador no tiene una mirada sobre el perfil productivo, la capacidad sustitutiva o la inserción en las Cadenas Globales de Valor. Sino, simplemente desde la óptica de la restricción presupuestaria nacional, es un gasto (en su mayoría) no generador de divisas.

El indicador de Diversificación de Exportaciones XP/X (Exportaciones Primarias y de Crudo sobre Exportaciones Totales de Bienes y Servicios) cayó en el último año, volviendo a valores similares a los de la última década. La suba de 2016 se entiende principalmente por la liquidación de exportaciones agrícolas. También es de esperarse que el indicador tenga una "mejora" en el próximo periodo por la caída de las Exportaciones Primarias causada por la sequía [1].

Esto claramente no es una buena noticia y eso queda registrado en el IVE en la caída de las Exportaciones Totales en varios subindicadores. Justamente esta volatilidad de las Exportaciones Primarias, atada no solo a las cuestiones climáticas sino también a la volatilidad de los precios internacionales, es por la que el indicador asocia un mayor peso de éstas sobre el total como un incremento de la fragilidad.

Indicador de Vulnerabilidad Externa Comercial



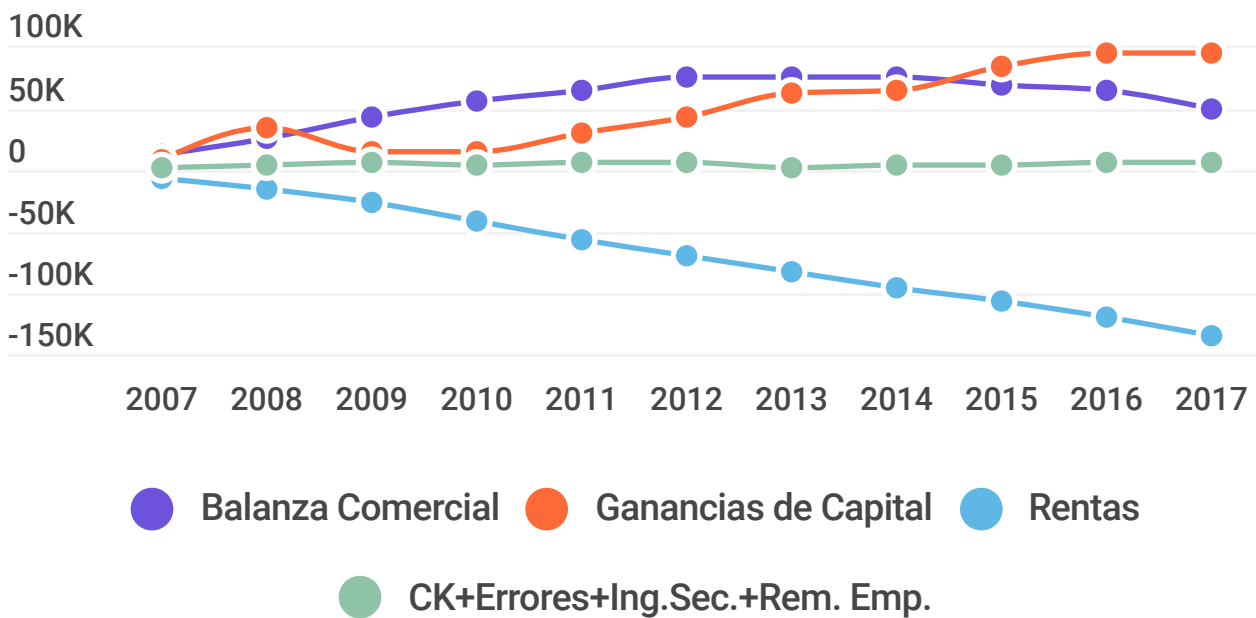
[1] Según la Bolsa de Comercio de Rosario las pérdidas en concepto de exportaciones derivadas de la sequía serían de USD 4.600 millones.

Activos y Pasivos Externos: ¿Intercambio desigual en las tasas de retornos?

Comúnmente, al analizarse el sector externo de un país, existen dos ejes que se consideran relevantes. Por un lado, el resultado de la Cuenta Corriente, que registra los cobros, pagos y remuneraciones procedentes del intercambio de bienes y servicios, como así también las rentas pagas y cobradas de beneficios, intereses y dividendos obtenidos de lo invertido en el país por los no residentes y en el resto del mundo por los residentes. Un resultado negativo de la Cuenta Corriente significa que el país requiere financiar el monto en el que superan los egresos a los ingresos. Por otro lado, la Deuda Externa (pública y privada) también recibe mucha atención, principalmente en Latinoamérica, por las repetidas crisis asociadas a este pasivo. Sin embargo, tanto la Cuenta Financiera como la Posición de Inversión Internacional contienen información relevante para analizar el perfil de riesgo externo de un país.

Si bien, por definición, la Cuenta Financiera es la contracara de la Cuenta Corriente (sumada a las transferencias de capital registradas en la Cuenta Capital, que por registrar montos despreciables no serán parte del eje de discusión de este trabajo), sus componentes no son neutrales. De forma consolidada, la Cuenta Financiera expresa la adquisición neta de activos y pasivos externos. Su igualdad con la Cuenta Corriente se debe a que todo el excedente que egresa (ingresa) debe financiarse con nuevos Pasivos (Activos) externos o con una disminución del stock previo de Activos (Pasivos). Y al estar neteada la compra de nuevos Activos con nuevos Pasivos, el guarismo total de la Cuenta Financiera no registra esta práctica. Sin embargo, en su apertura puede observarse qué flujos de instrumentos y qué actores institucionales intervienen. Esto es relevante porque no es trivial en qué instrumento se invierte o se toma deuda, ya que estos tienen distintos rendimientos, liquidez, riesgo, y externalidades sobre el resto de la economía, impactando sobre el desempeño del país en el futuro.

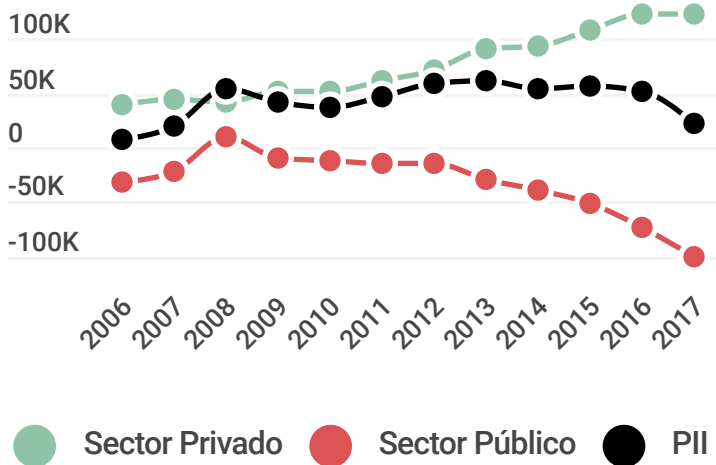
Todos estos flujos de Activos y Pasivos quedan registrados en la Posición de Inversión Internacional, que contabiliza los stocks de cada uno de estos instrumentos y el sector institucional que registra tal derecho u obligación. Lo que diferencia las variaciones en la Posición de Inversión Internacional de los flujos de la Cuenta Corriente o la Cuenta Financiera, es que esta registra también las Ganancias (o pérdidas) de Capital originadas en variaciones en el precio de los Activos y Pasivos, o en el tipo de cambio. Este último juega un rol importante, cuando por ejemplo, un instrumento de deuda o una empresa con operatoria destinada al mercado interno con inversores extranjeros, sufren una desvalorización por una depreciación de la moneda. Esto no es menor, ya que el financiamiento con el exterior en moneda doméstica tiene efectos contracíclicos frente a devaluaciones imprevistas, reduciendo el monto en divisas de la renta o la amortización de dichas deudas, aminorando las presiones en la moneda. Sin embargo, si las presiones devaluatorias persisten en las expectativas, los inversores externos tratarán de salir de las inversiones en moneda nacional antes que se desvaloricen aún más, teniendo en este caso un efecto negativo.

Factores acumulados de la Posición de Inversión Internacional. *En M de USD*

Al analizar los Activos Externos Netos (Activos menos Pasivos) consolidados en Sector Público (Gobierno General y BCRA) y Sector Privado (Sociedades captadoras de Depósitos y Otros Sectores), se puede observar que si bien la Cuenta Corriente registra déficits desde 2009, los Activos del Sector Privado crecieron continuamente hasta 2016, registrando en 2017 una leve baja. Esta baja no se explica por una disminución de los Activos Brutos (que aumentaron en 28.800 millones de dólares), sino por un aumento mayor de los Pasivos Brutos (que aumentaron en 29.900 millones de dólares, de los cuales 17.300 millones se deben a Inversión de Cartera). Por otro lado, el Sector Público está en terreno negativo desde 2009, y continúa acumulando Pasivos netos aceleradamente. Finalmente la Posición de Inversión Internacional, después de no registrar grandes variaciones por 8 años, registró en 2017 una caída que la ubica en valores similares a 2007. Está claro que, al todavía estar en valores positivos, todos los Pasivos Externos del Sector Público, podrían ser canjeados por Pasivos Internos con el Sector Privado, y este último aceptar estos nuevos Activos para así a cambio de sus Activos Externos. Esto es una simplificación obviamente, ya que el mismo intento de diversificar su portafolio ahuyentaría al Sector Privado de esta operatoria. Pero este esquema donde el Sector Privado de manera consolidada acumula Activos Externos, mientras el Sector Público acumula Pasivos, que además deben crecer a una tasa mayor para financiar el déficit de Cuenta Corriente, tiene mayores peligros a la sustentabilidad.

Cada Activo y Pasivo, tiene sus efectos sobre el comportamiento de los agentes, su percepción del riesgo y el desempeño de la economía, como así también de su posibilidad de sufrir una crisis externa. Así, tal como expresan Cavallo, Fernández-Arias & Marzani (2017), no solo importa la Posición de Inversión Internacional, sino cada Activo y Pasivo Bruto según el instrumento, e implícitamente en el efecto preventivo de crisis que encuentran en las Reservas Internacionales, el sector tenedor del instrumento.

Activos Externos Netos. En M de USD



Uno de los factores más determinantes al analizar cómo se distribuyen los Activos y Pasivos Externos, es su tasa implícita de Retorno. Esta se divide en las Rentas de la Inversión registradas en el Ingreso Primario de la Cuenta Corriente (y se calcula como estas Rentas divididas por el stock total de cada Activo y Pasivo en el periodo anterior) y en las Ganancias (o pérdidas) de Capital (calculadas como los cambios en la Posición de Inversión Internacional que no se deben a flujos registrados en la Cuenta Financiera). Primero, al observar la tasa de Retorno implícita debido a Rentas pueden observarse grandes divergencias según el instrumento.

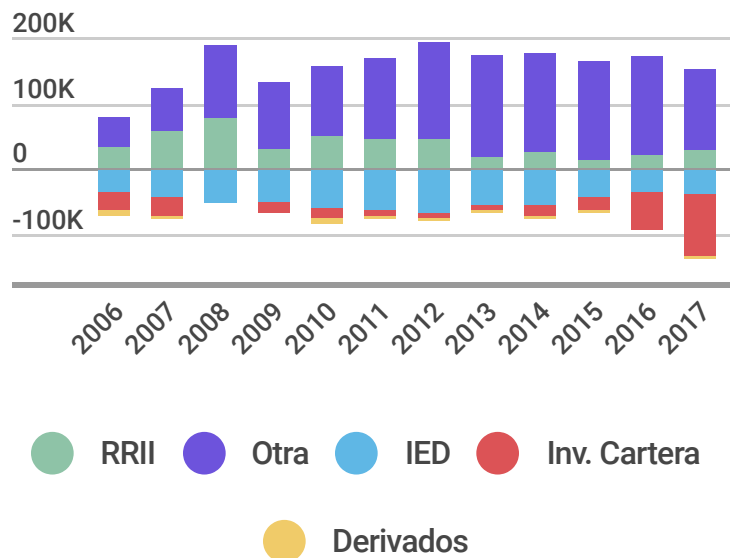
Pero además, todos los Pasivos argentinos rinden mayor tasa que los Activos argentinos, significando una renta desigual.

La Inversión Extranjera Directa Pasiva (IED P) es la que mayor rentabilidad registra, seguida por los Inversiones de Portafolio Pasivas (IC P). Muy por debajo, Otras Inversiones Pasivas (OI P), Inversiones de Portafolio Activas (IC A) y Inversión Extranjera Directa Activa (IED A) rinden tasas muy similares, y finalmente, las que menos rinden son las Reservas Internacionales (RRII) y Otras Inversiones Activas (IO A, que principalmente es Moneda del Sector Privado No Financiero). Esto es mucho más claro al observar los Activos y Pasivos consolidados.

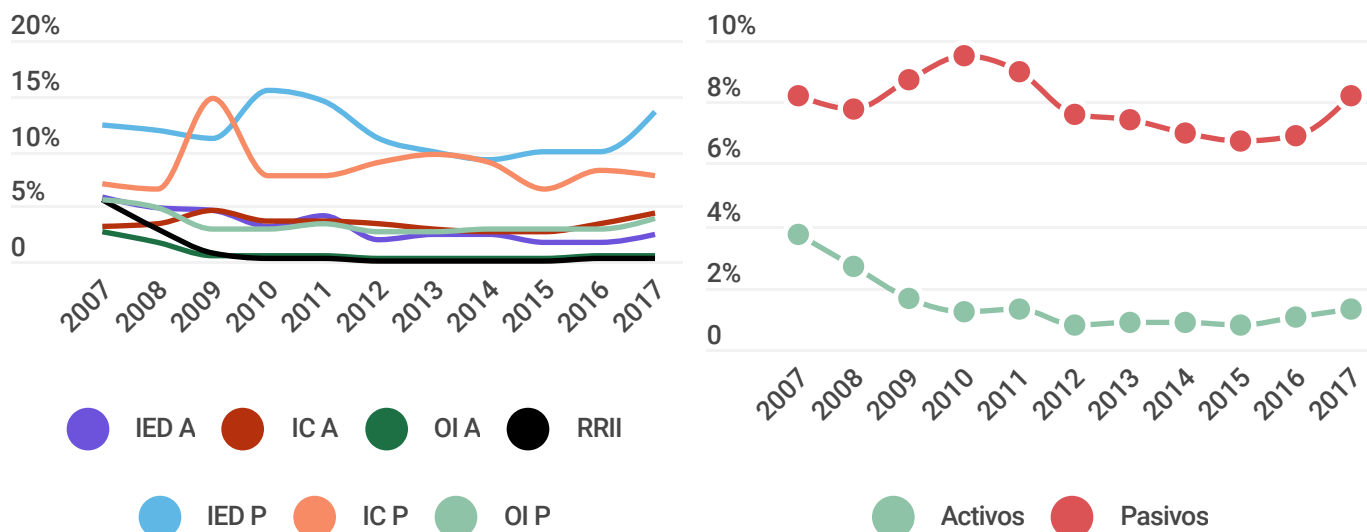
Este spread entre la tasa de implícita de las Rentas entre Activos y Pasivos se hace presente en la Cuenta Corriente en el masivo déficit que tiene Argentina en el Ingreso Primario.

Ante una presión depreciatoria, el Banco Central o el Tesoro, tienen incentivos a vender Reservas para defender la moneda, mientras el Sector Privado posiblemente tenga mayores incentivos a esperar a que se realice la devaluación para obtener ganancias de capital. Al observar el stock de Activos Externos Netos por instrumento, puede observarse la mayor parte de los Activos se encuentra en Otras Inversiones, que al mismo tiempo se explica casi en su totalidad por Moneda y Depósitos de Otros Sectores (una definición similar a Sector Privado No Financiero).

Activos Externos Netos por Instrumento. En M de USD



Tasa de Retorno (Solo Rentas)



Ahora, dos fenómenos merecen ser resaltados sobre la forma en la los distintos sectores argentinos acumulan pasivos y activos.. Por un lado, dado este spread entre la tasa implícita de los Activos y los Pasivos, Argentina necesita tener un ratio de Activos sobre Pasivos equivalente a este spread para no tener déficit en la cuenta de Ingreso Primario. Esto puede demostrarse fácilmente. Si el resultado de la Renta de las inversiones (Rentas) puede expresarse como el retorno de los Activos menos el de los Pasivos del periodo anterior, a una tasa implícita (i_{ae} para los Activos e i_{pe} para los Pasivos).

$$Rentas_t = i_t^{ae} AE_{t-1} - i_t^{pe} PE_{t-1}$$

Y el spread entre la tasa activa y pasiva como un número mayor a la unidad que multiplica a la menor:

$$i_t^{ae} Spread = i_t^{pe}$$

Las rentas pueden expresarse como:

$$Rentas_t = i_t^{ae} AE_{t-1} - i_t^{ae} Spread PE_{t-1}$$

Y si buscamos que el resultado del Ingreso Primario sea nulo:

$$i_t^{ae} AE_{t-1} - i_t^{ae} Spread PE_{t-1} = 0$$

Se puede reordenar la igualdad, cancelar la tasa activa que multiplica a ambos lados:

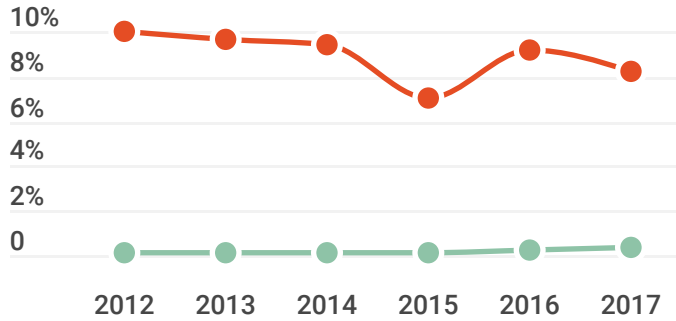
$$Spread PE_{t-1} = AE_{t-1}$$

Y expresar el ratio necesario entre Activos y Pasivos para tener un resultado nulo en las rentas como el valor del spread que surge de dividir la tasa activa por la pasiva:

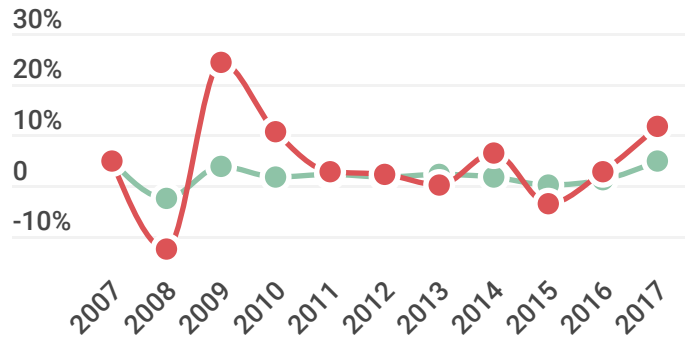
$$Spread = AE_{t-1} / PE_{t-1}$$

Además, dado el historial de acumulación de Activos de bajo rendimiento por parte del Sector Privado (compra de divisa dura) financiada con la adquisición de pasivos de mayor rendimiento (deuda pública) observado en las últimas décadas, el Déficit de la Cuenta Corriente estará condenado a empeorar por el deterioro del Ingreso Primario.

Tasa de Retorno (Solo Rentas)



Tasa de Retorno Total



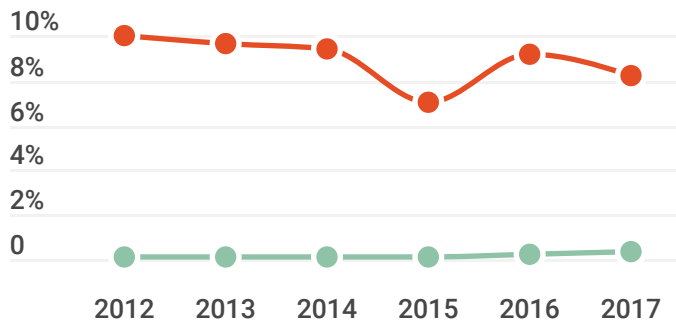
● IC P Gobierno general ● OI A Otros Sectores ● Activos ● Pasivos

Vale la pena aclarar que es posible que mucha de las inversiones que el INDEC registra como Moneda y Depósitos hayan sido compra de dólares en efectivos, pero hoy puedan ser instrumentos financieros o inmuebles, y que su renta no sea declarada por los residentes. Pero, a fin de cuentas, al no registrarse en la Cuenta Corriente y tampoco dar liquidez real al mercado de cambios, esto es indiferente a los fines de este análisis. Que empeore la Cuenta Corriente no es neutral. El valor de la misma sobre el PBI es uno de los indicadores más usados por los analistas financieros para decidir invertir en un país periférico, por lo cual, a un valor más alto, mayor prima de riesgo pagará el país por sus pasivos, retroalimentando el problema inicial. Por otro lado, existe una amplia literatura que alerta sobre los grandes déficits de Cuenta Corriente, como una exposición peligrosa a “Sudden Stops” (Calvo & Talvi, 2005; Cavallo et al., 2013), reversiones repentinas en la entrada de los flujos financieros que financian este déficit, e incluso salida de los stocks acumulados (lo cual, como antes se discutió, empeora si existen flujos para financiar la compra de activos externos).

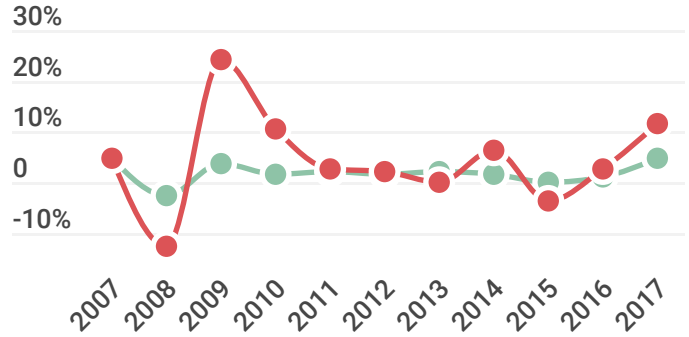
La renta diferencial de los Activos y Pasivos Externos explica gran parte del Déficit de Cuenta Corriente de los últimos años, a pesar de tener una Posición de Inversión Internacional positiva. Sin embargo, como se mencionó antes, existe un efecto no captado en la Cuenta Corriente que modifica la Posición de Inversión Internacional, debido a la acumulación, durante de varios periodos, de Ganancias (o pérdidas) de Capital. Al calcular el Retorno total (Rentas más Ganancias de Capital) de los Activos y Pasivos se puede observar que el diferencial disminuye.

La principal fuente de las Ganancias de Capital se encuentra en la desvalorización de la Inversión Extranjera Directa Pasiva, que puede deberse a la valuación de empresas en pesos en conjunto con

Tasa de Retorno (Solo Rentas)



Tasa de Retorno Total



● IC P Gobierno general ● OI A Otros Sectores ● Activos ● Pasivos

Ahora bien, la tendencia de acumulación de Pasivos de Cartera del Sector Público puede deteriorar estas Ganancias de Capital, ya que la mayor parte de la Deuda Externa emitida por el Gobierno Central se concentra en instrumentos denominados en moneda extranjera. Por lo cual, mientras mayor sea el stock de este tipo de Pasivos, menor será el impacto de las variaciones del tipo de cambio en las Ganancias de Capital, uno de los elementos que le ha dado sustentabilidad a la Posición de Inversión Internacional.

Comentarios Finales

En el debate económico argentino sobran analistas que aluden a las restricciones presupuestarias como un elemento de la teoría económica que los hacedores de política olvidan a la hora de pensar la política fiscal. Respetar la restricción presupuestaria pareciera ser “no consumir más de lo que se produce”, y el uso de esta máxima está dirigido como ataque a los déficits fiscales que Argentina que sufre estructuralmente. Sin embargo, pareciera que la restricción externa, o mejor dicho la restricción presupuestaria nacional con respecto al resto del mundo, no fuese algo relevante. Según ellos, los déficits de Cuenta Corriente no son relevantes, ya que mientras los mecanismos del mercado funcionen, este será una condición de equilibrio. El tipo de cambio flotante y las elecciones de financiamiento privada harán lo suyo, y como mucho, en realidad el problema externo es el reflejo del desmanejo fiscal. Y si uno no se convence con estas reflexiones, el consuelo de “muchos países pasaron décadas con déficits de Cuenta Corriente” se hace presente.

La restricción externa merece mayor atención y mayor esmero en su análisis. Es verdad que muchos países mantienen déficits de Cuenta Corriente durante largos años, pero ese razonamiento puede extenderse a los déficits fiscales que son aún más comunes en todo el globo. Y la simplificación de ambos déficits como espejos es también limitada. Existen países con superávits externos y déficits fiscales, con déficits gemelos y superávits gemelos. Algunos de estos son difíciles de ver, porque solo se mira el déficit del Gobierno Central, sin contabilizar los gobiernos provinciales, municipales, y otras dependencias públicas. Lo que es realmente raro de ver durante periodos extendidos, son países con déficits externos y superávits fiscales, que es lo que parece plantear el Gobierno Nacional en sus Mensajes del Presupuesto Nacional 2017 y 2018 y en muchas de sus declaraciones. Este esquema implica necesariamente un déficit del Sector Privado que debe ser financiado con Pasivos Externos, con los riesgos que esto implica. Argentina puede tener déficits de Cuenta Corriente como tantos países en el mundo, pero prestar la adecuada atención a los Activos y Pasivos brutos, según instrumento y según tenedor, puede ser el eje que le dé sustentabilidad externa al país, porque, como queda claro al ver el rol jugado por las Rentas negativas acumuladas en la Cuenta Corriente, las decisiones de portafolio del pasado (presente) tienen grandes efectos sobre el presente (futuro).