

Artículo disponible en el ejemplar número 8 de la revista "Diagonal al Este". Disponible en: <http://dspace.biblio.ude.edu.ar:8080/xmlui/handle/123456789/72>

## ¿Por qué no llegan las inversiones a Argentina?

**Mg. Santilli Evangelina**

*Directora del Instituto de Economía Aplicada, Profesora Facultad Ciencias Económicas UDE*

Es bien sabido que para que una economía crezca necesita inversiones productivas. Ahora bien, para que las mismas lleguen, los inversores deben tener confianza en el país en el cual llevarán adelante el emprendimiento.

Argentina no se ve como el destino atractivo para los hombres de negocios; las diferentes noticias de índole política, monetaria y social hacen que los capitales más bien se vayan del país. Si bien es cierto que mundialmente los capitales se están yendo de los países emergentes, aquí se da un fenómeno particular: aun cuando esto no ocurría en el resto del planeta, las inversiones no llegaban. La pregunta es, entonces, ¿por qué?

Actualmente, aparecen cuatro indicadores en todos los medios de comunicación nacionales: valor de dólar oficial y *blue*, tasa de interés y riesgo país. Es este último el que menos se analiza en detalle. Sube y baja acorde con los vaivenes de la economía nacional, pero ¿qué nos está diciendo en realidad?

El riesgo país indica la probabilidad de una economía emisora de deuda de ser incapaz de responder a sus compromisos de pago de la misma, según los términos de pago establecidos. La forma convencional de calcular el riesgo país es comparar el precio de un bono cupón cero de un emisor riesgoso con el precio de un bono libre de riesgo. Se supone que ambos bonos tienen el mismo plazo y pagan el cupón en el mismo momento. La diferencia de precios es entendida como el valor presente del costo del incumplimiento, implicando que el mayor rendimiento del bono riesgoso es la compensación por la existencia de la probabilidad de incumplimiento. Es decir, que el riesgo país es una variable de mercado, decidida por la demanda y la oferta de títulos mundiales.

Una forma de medir el riesgo país ampliamente utilizada en la literatura y que se utilizará en el presente trabajo es el índice EMBI<sup>1</sup> (Emerging Markets Bond Index) publicado periódicamente por el banco de inversión J.P.Morgan. Este indicador se basa en los bonos de deuda externa englobados en el Plan Brady, bonos globales, bonos domésticos y otras colocaciones bancarias. Asimismo, para determinar el grado de inversión que presentan los bonos de las economías toma en cuenta indicadores de tipo político, social y económico. Se mide en puntos básicos (*pb* en adelante). A partir del conocimiento de las condiciones macroeconómicas de un país, los agentes externos deciden si invertir o no en dicha economía.

A comienzos de los años 90, en la mayoría de los países latinoamericanos ya se estaban aplicando reformas estructurales, privatizando las empresas estatales, desregulando la economía e introduciendo leyes sobre la competencia. Como resultado de estas políticas, la región registró en los primeros años un

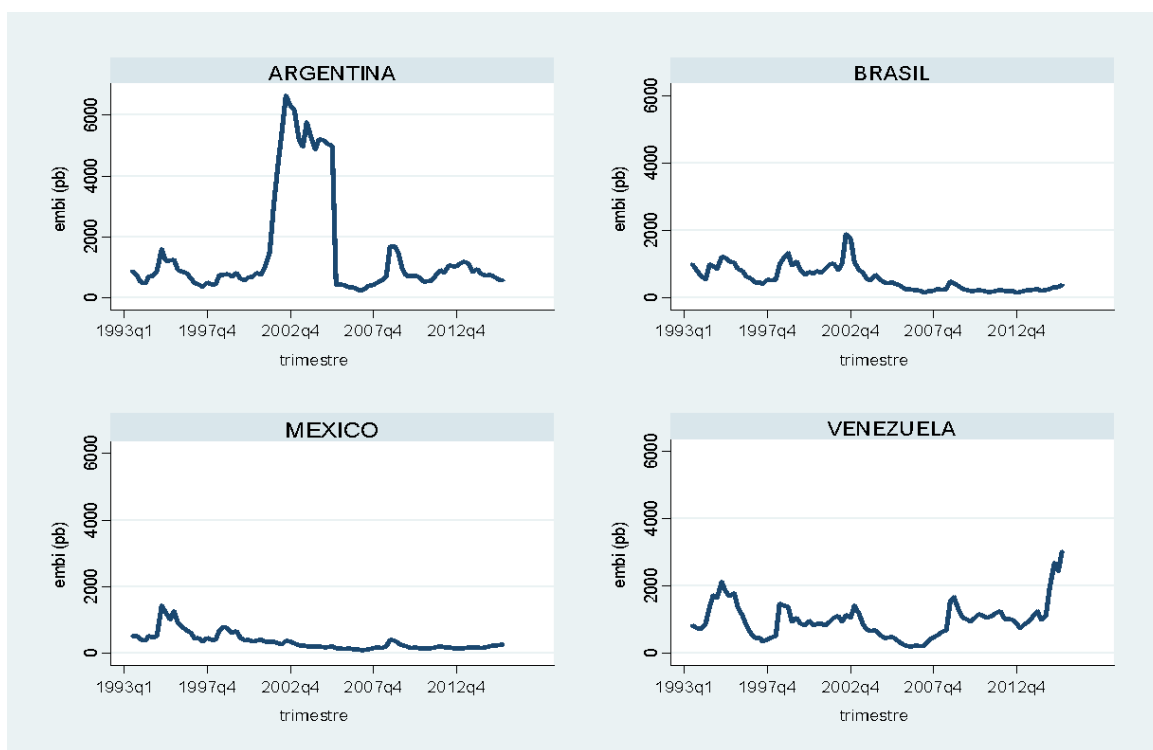
---

<sup>1</sup> Existen diferentes tipos de índices, el EMBI, el EMBI+ o PLUS y el EMBI GLOBAL, según la economía y según los títulos de deuda que incluye.

aumento en su producto bruto interno (PBI) y una relativa “estabilidad” en el indicador del riesgo país. Sin embargo, posteriormente el PBI y el riesgo país comenzaron a variar de manera muy significativa. En el año 1995, la llamada crisis del tequila en México tuvo consecuencias no sólo en ese país, sino también en Argentina. En México se registró una caída del PBI del 10% y un aumento del riesgo país del 187% (pasó de 504pb al 1.445pb); mientras que en Argentina el PBI cayó un 4,37% y el riesgo país aumentó un 80%. A su vez, en Brasil, la crisis del tequila produjo una suba del 48% del riesgo país. La crisis argentina del año 2001-2002 produjo una caída del 14% del PBI y un aumento del riesgo país del 272% (pasó de 671pb en el año 2000 a 1.543pb y a 5.743pb en los dos años siguientes). También la crisis subprime elevó este último indicador en un 167% en Argentina en el año 2008.

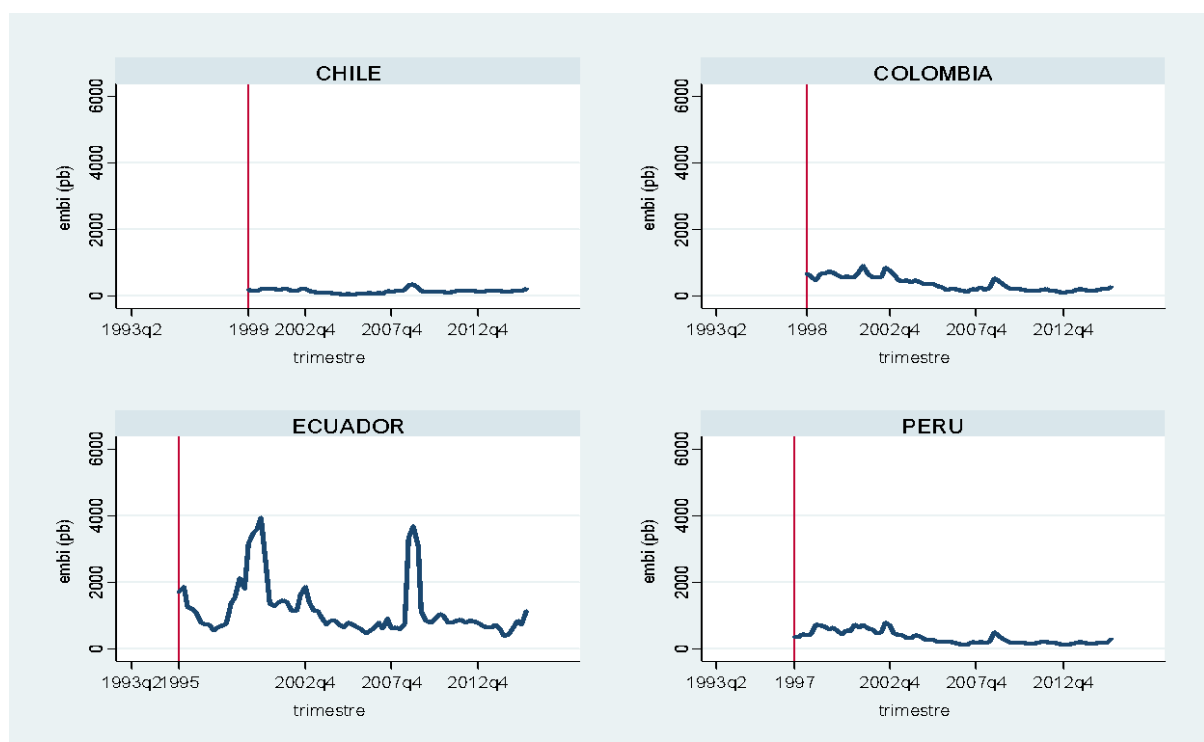
A continuación, se presentan las variaciones del EMBI, indicador del riesgo país, en las últimas dos décadas. En el gráfico 1 se presentan los datos de Argentina, Brasil, México y Venezuela. Mientras que en el gráfico 2, los datos para Chile, Colombia, Ecuador y Perú. Esta distinción se realizó en función a la disponibilidad de datos.

**Gráfico 1:** Evolución del riesgo país en economías latinoamericanas. Argentina, Brasil, México, Venezuela. Período 1993-2015. Datos trimestrales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bancos Centrales, Bconomics y Bloomberg.

Gráfico 2: Evolución del riesgo país en economías latinoamericanas. Chile, Colombia, Ecuador, Perú. Datos trimestrales hasta 2015.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bancos Centrales, Bconomics y Bloomberg.

Lo que se puede inferir a partir de los gráficos precedentes es que, para las economías bajo análisis, las grandes fluctuaciones en el riesgo país aparecen en el período de estudio, acompañadas por momentos de relativa estabilidad. En principio, estas subas y bajas coinciden con momentos de crisis y estabilidad en el mercado, respectivamente. No obstante, no solo la volatilidad del mercado es un determinante de las variaciones en el riesgo país, sino que factores internos de las economías son posibles causantes de estas variaciones.

El estudio realizado utiliza la metodología de efectos fijos para un panel de datos compuesto por 8 economías de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Perú, Ecuador y Venezuela para el período 1993-2015. Los resultados obtenidos indican la importancia significativa, tanto estadística como económica, de las reservas internacionales, la presión tributaria y la deuda externa como determinantes del riesgo país. Resultados que se mantienen aun cuando se controla por eventos de default, crisis bancarias y monetarias, pertenencia a un mercado común (Mercosur) y tamaño de la economía. Estos resultados van en línea con estudios previos y son robustos a la inclusión del riesgo país rezagado y adelantado como controles adicionales. Es decir, que las expectativas y el conocimiento de los datos del período anterior adquieren significatividad.

Cuando se analiza la economía argentina únicamente, las variables que explican el riesgo país siguen siendo las reservas internacionales, la presión tributaria y la deuda externa. Esto nos indica que si las reservas internacionales que posee el país aumentan, el riesgo país se reduce. Cuanto mayor es el nivel de deuda externa y mayor la presión tributaria, el riesgo país aumenta.

El objetivo de acelerar el desarrollo de las economías latinoamericanas mediante una inversión más intensa y un crecimiento más rápido se ha logrado en los años noventa gracias a préstamos cuantiosos y a tasas de interés muy favorables. Sin embargo, los episodios de crisis en la región con los consecuentes vaivenes institucionales generaron atrasos en los pagos y la demanda de nuevos

préstamos. Estos episodios llevaron a aumentar los niveles de deuda de estas economías y, como establece la teoría del sobreendeudamiento<sup>2</sup>, en el caso de existir alguna probabilidad de que la deuda llegue a superar la capacidad de reembolso del país, el costo previsto del servicio de la deuda desalentaría la inversión nacional y extranjera, perjudicando así el crecimiento. Los posibles inversionistas tendrán temor de invertir en el país, a menos que se motive a estos últimos. La forma de hacerlo es ofreciendo una tasa de interés más alta. Si las condiciones políticas, económicas y sociales son favorables a los intereses del inversor, éste decidirá invertir en dicho país. Asimismo, en economías abiertas, el riesgo país es un determinante de la tasa de interés doméstica, variable que afecta las decisiones de consumo e inversión de los agentes de la economía y, por lo tanto, el nivel de actividad. Es por ello que en la agenda política se deben incluir aquellas acciones tendientes a mantener los niveles de deuda externa en valores “sostenibles”. Esto se logra a partir de auditar eficazmente el destino de los fondos solicitados para inversiones, como así también el cumplimiento de los pagos y tratando de evitar la renegociación de la deuda.

En cuanto a las reservas internacionales, es deseable que las mismas se encuentren en un nivel tal que le permita a la economía contar con un adecuado grado de liquidez internacional para enfrentar desarrollos imprevistos en sus mercados externos, morigerar los costos de ajuste frente a desequilibrios externos y garantizar la viabilidad del régimen cambiario. En este sentido, la literatura considera varios criterios a partir de los cuales se determina cuál debe ser el nivel adecuado de reservas de una economía, según las preferencias de las autoridades sobre el nivel y la variabilidad del PBI, la balanza de pagos y el régimen cambiario. Una metodología para calcular el nivel óptimo de reservas internacionales de una economía es la de Ben-Bassat y Gottlieb. Esta minimiza una función de costos esperados basada en tres criterios: el costo de oportunidad de mantener un saldo de reservas, la evaluación del riesgo país y el grado de apertura de la economía expresado en la propensión media a importar. Las fuertes subas y bajas del PBI de las economías latinoamericanas bajo análisis (ver gráficos X.4.1 y X.4.2 del apéndice) han sido la consecuencia de crisis propias de los países o bien como “coletazos” de crisis en otras economías. Estas variaciones abruptas del PBI producen descontento social e inestabilidad institucional, haciendo menos confiable al país. Por ello a estas economías se les exige un mayor nivel de reservas internacionales a fin de suavizar el sendero de su producto.

Finalmente, si la presión tributaria en un país aumenta indica que los recursos del sector privado se derivan al sector público para realizar inversiones. El efecto sobre el crecimiento va a estar sumamente ligado con la productividad de la inversión pública, y es posible que la distorsión generada por los impuestos pueda ser sobrecompensada por los beneficios del capital público (Artana 2006). El efecto sobre el riesgo país puede ser positivo o negativo dependiendo del destino de los recursos tributarios. La intuición sugiere que mayores impuestos quiten recursos para afrontar deudas, o que se vuelvan más costosas las inversiones o la contratación de mano de obra, es decir que provocarían “turbulencias” en el clima de negocios.

Se pone entonces de manifiesto la importancia de contar con las políticas económicas que reduzcan la deuda externa y la presión tributaria, y aumenten el nivel de reservas internacionales a fin de morigerar los efectos sobre el riesgo país y se brinden las condiciones políticas, económicas y sociales favorables a los intereses de los inversores.

---

<sup>2</sup> Argumento de la curva de Laffer