

Introducción: El laberinto de la deuda pública

Edgardo Demaestri

Gabriel Vilches

Fuente: Revista Proyección Económica – Julio de 2020

Otra vez la Argentina enfrenta una crisis de su deuda pública, por lo que Proyección Económica no puede menos que hacerse eco de la relevancia y complejidad de la actual situación de endeudamiento, de las dificultades para afrontar los servicios de intereses y principal en tiempo y forma, del arduo proceso de reestructuración de la deuda y de las complicaciones que generaría el mantenimiento de un nuevo default.

Las circunstancias particulares que se presentan en esta ocasión agravan las posibilidades de la Argentina de encauzar su economía en un sendero de equilibrio macroeconómico y de saneamiento de las cuentas públicas, requisito imprescindible para ordenar el manejo de las necesidades financieras del sector público. En especial, el fenómeno de la pandemia por COVID-19 añade obstáculos e incertidumbres a los ya existentes.

Las soluciones que se alcancen en la actual encrucijada definirán en buena medida el futuro de la Argentina en materia económica. Por ello, el actual proceso de reestructuración de la deuda iniciado por el gobierno nacional acapara la atención de expertos, analistas, prensa especializada y ciudadanos en general.

A pesar de todo el interés despertado por la presente negociación, se enfoca en una cuestión que, aunque es muy relevante, refleja en forma parcial la problemática. En primer lugar, el proceso de reestructuración en curso se encuentra ceñido a los títulos públicos emitidos en moneda y bajo legislación extranjera. Esa deuda asciende a U\$S 65 miles de millones, aproximadamente, según el prospecto de la oferta, mientras que la deuda bruta de la Administración Central suma U\$S 325 miles de millones. Por lo tanto, la reestructuración encarada alcanza a un escaso 20 % del total de la deuda bruta de la Administración Central de Argentina.

En segundo lugar, no debe olvidarse que la definición de deuda pública contemplada (deuda de la Administración Central) no incluye el endeudamiento del Banco Central, el de las empresas públicas, ni el de las provincias. Desde luego, tampoco tiene en cuenta las obligaciones soberanas contingentes.

Así, alcanzar un acuerdo generalizado con respecto a la deuda elegible no significaría consolidar una situación de sostenibilidad para la deuda pública en un sentido amplio que incluya el resto de las obligaciones del sector público. Y, por lo tanto, probablemente ese acuerdo tampoco implique asegurar la sostenibilidad siquiera de la deuda reestructurada. Por ello, entendemos que la problemática de la deuda pública argentina supera el marco de la presente reestructuración y del eventual resultado de la negociación.

La percepción de que el análisis y discusión del tema de la deuda pública requiere de un mayor conocimiento y entendimiento de los conceptos técnicos involucrados, la relevancia de la cuestión y la necesidad de alimentar el debate sobre bases aún más sólidas guiaron a Proyección Económica a presentar, esta vez, dos números relacionados con la temática: este primer número que ponemos a disposición del lector y un segundo que será publicado a la brevedad.

En el primero, los autores adoptan una mirada amplia de lo que es la temática de la deuda pública, estudiando su alcance, profundizando en los conceptos y definiendo indicadores para su análisis y criterios para evaluar su sostenibilidad. Parten del examen de la situación actual, que da lugar a la renegociación vigente, y extienden el análisis para considerar, por ejemplo, el tratamiento de la deuda subnacional y aspectos vinculados con la institucionalidad en la que se enmarca la política pública y el seguimiento de la deuda.

Por su lado, el segundo volumen ofrece una mirada con mayor énfasis en el mediano plazo, advirtiendo sobre mecanismos y procesos orientados a romper con el círculo vicioso que hace caer a la Argentina, aproximadamente cada diez años, en dificultades financieras que la obligan a modificar, a veces unilateralmente, las obligaciones contraídas con el exterior y con los acreedores locales. ¿Cómo administrar la deuda y gestionar los riesgos?, ¿por qué hay que estar atento a las decisiones de las calificadoras de riesgo?, ¿es posible impulsar un mercado de endeudamiento local y en pesos que canalice el ahorro interno?, ¿cuáles son los desafíos que impone el futuro? son todas preguntas que buscarán respuesta en el número que muy pronto saldrá a la luz.

En este ejemplar, entonces, la colaboración de los autores especialistas en la materia nos permite un recorrido rico en temas y matices.

Cuál es el alcance de la deuda pública, cómo analizarla y cómo evaluar su sostenibilidad

El artículo de Leone, Demaestri y Demaestri presenta y estudia los conceptos y herramientas fundamentales que se requieren para entender la deuda pública, analizarla y explorar su sostenibilidad, con especial atención en nuestro país.

Partiendo de la estructura del sector público argentino, examina el alcance y cobertura de la deuda, para luego concentrarse en los criterios para su definición y clasificación. Distingue entre la deuda bruta y la deuda neta y expone criterios de clasificación según el plazo de vencimiento, la legislación a la que está sujeta, la residencia del acreedor, la moneda de denominación y el tipo de interés, en todos los casos ejemplificando con la situación actual de la deuda argentina.

Al tratar los aspectos relacionados con la valoración de la deuda, los autores diferencian entre el valor nominal y el valor de mercado. Un tema de particular relevancia que se trata en el artículo se refiere a la discusión sobre los principios para la contabilización de la deuda, en especial en conexión con la residencia del acreedor, el momento y base de registro, y el tratamiento de los intereses.

A partir de la discusión sobre los riesgos inherentes a la gestión de la deuda, en particular los crediticios, de refinanciación, de mercado y contingentes, el artículo ilustra la utilización de herramientas examinando el caso argentino. Dadas las limitaciones en cuanto a disponibilidad de información, y tal como se realiza habitualmente, el análisis se concentra en la deuda de la Administración Central. En relación con el alcance de la deuda, se ejemplifica la importancia relativa de otros componentes del sector público, teniendo en cuenta información sobre la deuda provincial y la del Banco Central.

Por último, los autores destacan la importancia de desarrollar estrategias de gestión de riesgos fiscales y de la deuda pública en el mediano plazo, y presentan los conceptos y metodología básicos para indagar la dinámica de la deuda y analizar su sostenibilidad.

La deuda actual ¿Conduce el proceso de reestructuración a que la deuda sea sostenible?

El nivel de endeudamiento y las obligaciones financieras resultantes han crecido en los últimos años. Ahora bien, ¿se encuentra la Argentina ante un problema de solvencia de su deuda o ante un problema de liquidez?, ¿ante ambos, o ante otro tipo de problemas?

Para intentar dilucidar esos interrogantes, el artículo de Hirsch estudia la deuda actual, su composición por moneda, vencimiento, la estructura legal de los bonos y el tipo de acreedor. Analiza los montos adeudados y los flujos de desembolsos resultantes de las condiciones de emisión, como así también las posibilidades de refinanciación. Y llega a la conclusión de que la Argentina se enfrenta, fundamentalmente, a un problema de liquidez y no de solvencia, con una elevada exposición en moneda extranjera, con una estructura de los contratos de deuda compleja, con una base inversora poco flexible, y con la falta de desarrollo de un mercado de capitales local que agrava la falta de crédito externo.

El autor sostiene que “el enfoque del análisis de la sostenibilidad de la deuda pública propuesto por el Gobierno no difiere significativamente respecto del elaborado por el FMI” pero, dado que la disminución del déficit fiscal a alcanzar no es políticamente viable, invierte los términos de la ecuación dejando como variable dependiente el stock de deuda. De esa forma, se estima la magnitud de reducción a la deuda actual que permitiría solventar los pagos futuros con un resultado fiscal admisible.

A partir de esa conclusión, Hirsch presenta un interesante análisis de la literatura reciente sobre resolución de crisis de deuda donde identifica que:

Cuanto mayores son las quitas resultantes de la negociación, mayor es el impacto en términos de riesgo país y más lento es el retorno al acceso en los mercados de capitales; las crisis no suelen resolverse en una sola reestructuración; el tipo de estrategias de reestructuración tiene efectos diferentes. Al respecto, se distingue entre estrategias estrictamente preventivas, débilmente preventivas, y posteriores al incumplimiento en los pagos; las reestructuraciones finales tienen un mayor impacto positivo en el crecimiento de los países; y la duración de los procesos de negociación es relevante. Cuanto más corto el proceso y cuanto antes se inicie, los efectos negativos serán menores.

El artículo de Hirsch fue escrito con anterioridad a la presentación de la oferta argentina del 22 de abril pasado. Por ello, el autor incorpora, con fecha de finales de junio, una adenda donde reseña los hechos relevantes producidos en materia de la renegociación con los acreedores y los evalúa desde la perspectiva de los principios de reestructuración considerados en el texto principal.

Una visión institucional del seguimiento y análisis de sostenibilidad de la deuda

El seguimiento de la deuda y el análisis de sostenibilidad requiere la realización de estudios proyectivos que tienen que estar basados en información certera y confiable. Deben estar destinados a que los organismos encargados de la administración de la deuda estén en condiciones de manejar el riesgo de manera razonable, produciendo canjes y reestructuraciones no traumáticas que mejoren las condiciones de sustentabilidad de las obligaciones públicas sin mengua de la confianza.

Con un enfoque institucional, Ortiz Villafañe va más allá. En primer lugar, hace un repaso de la deuda analizando su estructura y evolución reciente, detectando las razones de su incremento en los últimos años: el arreglo con los holdouts, que facilitó la obtención de nuevo endeudamiento en el mercado,

la aceleración del endeudamiento de corto plazo y el efecto de la variación del tipo de cambio dada la alta participación de deuda en moneda extranjera.

Luego, el autor aborda la participación y el rol del Congreso de la Nación en todo el proceso, tanto para contraer deuda, brindar consentimiento en cuanto a su servicio y aprobar los presupuestos con las fuentes y aplicaciones financieras resultantes, como para adecuar las partidas presupuestarias iniciales hacia las partidas vigentes. Tanto la Constitución como la legislación específica, incluyendo la ley de presupuesto, constituyen la base fundamental sobre la cual el Congreso puede actuar sobre el endeudamiento de la Nación y el estado de su seguimiento y sostenibilidad.

La participación activa del Congreso en todas esas etapas, además de verse reflejada en las aprobaciones legislativas correspondientes, se da a través del accionar de tres instancias institucionales directamente relacionadas: la Oficina de Presupuesto del Congreso, la Comisión Bicameral de Seguimiento de la Deuda y la Auditoría General de la Nación.

Ortiz Villafañe, al tratar sobre la sostenibilidad de la deuda pública, describe metodologías alternativas, distinguiendo entre enfoques determinísticos y estocásticos. Finalmente, en relación con este tema advierte que un “factor relevante para determinar la robustez del análisis está dado por la cobertura institucional e instrumental de los agregados considerados, que debería ser lo más amplia posible” tanto a nivel institucional como en cuanto a los instrumentos incluidos. Al igual que Hirsch, Ortiz Villafañe complementa su artículo con una adenda donde expone y opina sobre los hechos más recientes en relación a los intercambios de ofertas y contraofertas que el gobierno argentino y grupos de acreedores realizaron en el mes de junio.

Los determinantes de la deuda provincial y su sostenibilidad a nivel global e individual

La deuda provincial representaba, a fines de 2019, alrededor de un 7,8 % del PBI y un 8,2 % de la deuda de la Administración Central. Su relevancia y su especificidad hacen necesario un seguimiento y análisis particular. El artículo de Di Gresia describe la composición de la deuda provincial y su evolución. A partir del artículo se observa que dos provincias, Buenos Aires y Córdoba, más la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, concentran casi dos tercios del total de la deuda subnacional. Sin embargo, esas jurisdicciones no son las que están más expuestas en términos de la relación entre deuda y producto bruto geográfico (PBG). Provincias como Jujuy, LaRioja, Chaco, Tierra del Fuego, Chubut y Río Negro presentan deudas que en relación con el PBG superan el 12 %.

Además de la comparación de la deuda con el PBG, en el artículo se consideran otros indicadores, como la evolución de las tasas de interés y de la relación de la deuda con respecto a los ingresos provinciales. El artículo también considera la distribución de la deuda por tipo de acreedor, destacando la relevancia del papel del gobierno federal.

Di Gresia se concentra en los determinantes de la deuda provincial. Discrimina, particularmente, entre el impacto del resultado fiscal primario, las variaciones del tipo de cambio y el costo del endeudamiento. Conjuga esos elementos para expedirse acerca de la sostenibilidad de la deuda provincial.

¿Es sostenible la deuda provincial? Para intentar responder esta pregunta, el autor desarrolla un modelo matemático que le permite observar que “...a nivel agregado, la deuda

provincial no parece un condicionante decisivo de la situación fiscal, al contrario de la situación que exponen las finanzas públicas del gobierno federal”.

Sin embargo, realiza dos matizaciones. La primera se refiere a que “la dinámica incremental de la deuda en porcentaje del PBI y el costo financiero creciente constituyen alertas que no deben obviarse”. La segunda tiene en cuenta a los resultados obtenidos del citado modelo matemático para cada provincia tratada individualmente. Así “a nivel de la situación desagregada de cada provincia, se observa que, bajo un criterio de sostenibilidad fiscal, se registran diez jurisdicciones de las 24 con dinámicas fiscales no sostenibles” y, agregamos nosotros, la primera matización, realizada para la evolución de la deuda pública provincial agregada, es aplicable para cada una de las provincias, tanto para las que hoy tienen dificultades de sostenibilidad como para las que, por el momento, no las tienen. Asimismo, no debe olvidarse que una crisis de deuda provincial conduce, sin duda, a través del sistema de garantías, a un agudizamiento de los problemas del gobierno nacional para afrontar sus obligaciones.

Fortalecer las posibilidades potenciales

Finalmente, Daniel Marx, en el artículo con que cerramos este número, resalta las dificultades y desafíos que tendrá la Argentina para llevar adelante las políticas fiscal y monetaria con las restricciones impuestas por su situación externa, agravadas por las consecuencias de la pandemia.

El autor sostiene que resolver el tema de la deuda es esencial y que debe hacerse de manera consonante en todas las categorías relevantes: la deuda en moneda local, en moneda extranjera con el sector privado y la deuda en moneda extranjera con el sector público internacional. De otra manera, se generarían señales negativas para quienes desearan encauzar su dinero hacia las emisiones públicas. En tal sentido, y dadas las “perspectivas de un gasto que (el Estado) no podría financiar si la economía no recupera una senda de expansión”, Marx considera fundamental avanzar en mejoras institucionales que den mayor credibilidad a contratos y normas para que las personas humanas y jurídicas dentro del territorio nacional incorporen sus ahorros al financiamiento de la actividad productiva.

Siendo el sector privado el que aporta las divisas que demanda el sector público, el autor señala la necesidad de remover las causas que pudieren retardar los ingresos por exportaciones, desalentar la inversión y asociar los refugios al ahorro con colocaciones en el exterior.

Asimismo, destaca la participación del sector privado en el endeudamiento externo e ingresos de divisas, señalando que “el rubro más significativo está asociado a movimientos comerciales”, por lo que ayudaría “evitar interferencias al sistema de pagos conectados a estos conceptos”.

El debate que continúa

Los artículos aquí presentados nos permiten entrever algunas cuestiones aún pendientes en relación con la situación actual de la deuda y la negociación de reestructuración que se está desarrollando. En primer lugar, el proceso de reestructuración iniciado sólo contempla, como afirmamos anteriormente, una pequeña parte de la deuda pública. Lo que se observa hasta ahora

es que, en relación a esa porción de la deuda, las posiciones se han acercado bastante y que todas las alternativas muestran, en los primeros años, una disminución de los servicios con respecto a los que habría que afrontar sin reestructuración.

Esa ecuación se invierte en los años siguientes. El posible acuerdo, entonces, significaría un alivio para las finanzas públicas en los próximos años cercanos, pero nos dice poco acerca de la sostenibilidad en el tiempo referida a la parte renegociada, y menos en lo que se refiere a la parte restante de la deuda de la Administración Central, y mucho menos en relación al endeudamiento del sector público en su conjunto.

El análisis de sostenibilidad de la deuda deberá incluir el tratamiento que se le dé al resto de los conceptos adeudados. Y es aquí donde la lectura de los textos presentados nos sugiere encender algunas luces amarillas alertando acerca de la falsa idea, bastante generalizada, de que los arreglos de la deuda en pesos, con legislación local y/o intra-sector público son más sencillos y ofrecen menos dificultades que los acuerdos en curso por acreencias bajo legislación extranjera. No debería desatenderse el impacto negativo que tendría un tratamiento desventajoso a la deuda local sobre algunas variables que resulta necesario tener en cuenta:

La profundización del mercado financiero local y la constitución de pasivos públicos en moneda nacional es un objetivo cuyo logro se vería demorado nuevamente si deudas similares recibieran un tratamiento desigual;

la preservación del ahorrista local en los mercados institucionales y el combate a la fuga de capitales también sufrirían un duro golpe si se diferenciara negativamente el ahorro local colocado en moneda extranjera;

un manejo más arbitrario aún con las deudas con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad y los pasivos con el Banco Central redundarían en impactos negativos sobre el sistema de jubilaciones y la intención de blanquear el mercado de trabajo, en el primer caso, y sobre el déficit cuasifiscal, la emisión monetaria y la inflación, en el segundo.

En segundo lugar, es necesario hacer un llamado de atención con respecto a las pautas macroeconómicas contenidas en los análisis de sostenibilidad que se estén efectuando y que, muy probablemente, deban sufrir un proceso de revisión como consecuencia de la pandemia del COVID-19. Independientemente de cómo finalice la negociación que se está llevando a cabo y cuya resolución se acerca pero es aún incierta, nuevos análisis de sostenibilidad deberán hacerse con las revisiones que imponen los temas reseñados y considerando los efectos de las políticas y acciones que imprescindiblemente deberán implantarse en el marco de un programa económico consistente. No tener en cuenta estas consideraciones podría significar alejarse de la solución a los problemas de fondo y solamente posponerlos hasta la próxima crisis.

Finalmente, como ya se señaló, en este ejemplar son tratadas cuestiones que tienen mayor relación con la situación y problemática en el corto plazo. Otros temas, que se enfocan más en el mediano y largo plazo, como los relacionados con la gestión de la deuda pública y con enfrentar los desafíos hacia adelante, se tratarán con más detalle en el próximo número.

Los contenidos de ambas presentaciones proveerán elementos que contribuyen al conocimiento del tema; su dominio ayudará a un mejor desempeño del país en el manejo de sus obligaciones internas y externas. Por eso, somos optimistas en la apreciación de que lo tratado en ambas publicaciones aportará al debate, al encauzamiento de las políticas públicas y a un desarrollo más eficaz y eficiente de la gestión de la deuda pública.