

El potencial más allá de la pandemia

Daniel Marx

Director Ejecutivo de Quantum Finanzas - Ex negociador jefe de Deuda Soberana de Argentina.

Fuente: Revista Proyección Económica – Julio de 2020

Seguramente el año 2020 ya tiene un lugar en la historia económica de la Argentina. Se presenta como un “momento bisagra”. Frente a los extraordinarios desafíos que la Argentina enfrenta, quisiéramos pensar que surgirá una nueva tendencia hacia un futuro más promisorio de lo que han sido los años precedentes. Veníamos de una muy compleja situación manifestada en extendidas recesiones, problemas de empleo, subas de inflación y depreciaciones cambiarias.

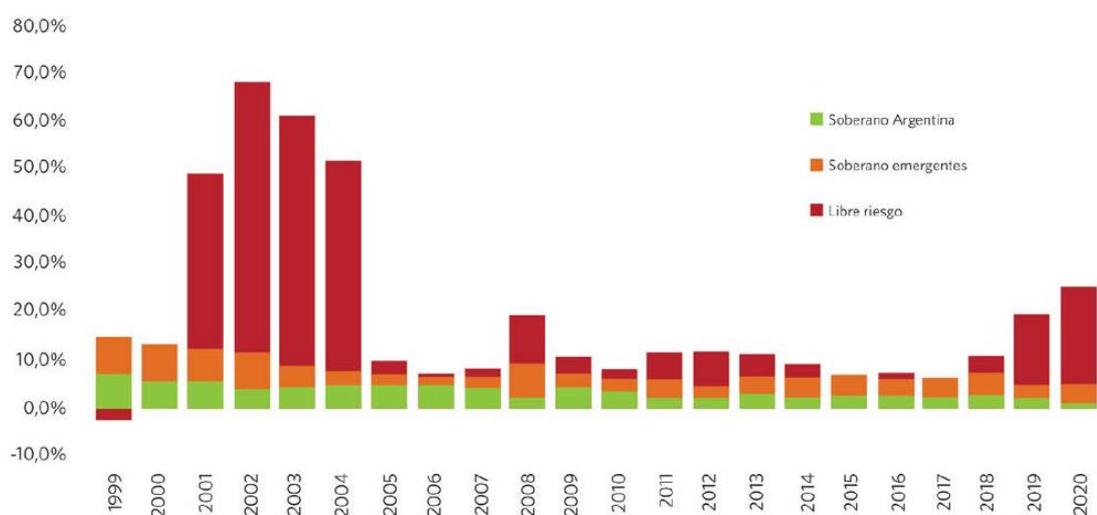
Con ello, se exacerbaban las tensiones sociales. Además, el desequilibrio fiscal fue creciendo. Luego, recientemente, apareció la fuerza de la pandemia (COVID-19) que explicitó las limitaciones para la utilización de las herramientas de gasto público y expansión monetaria en un país que presenta irregularidades en materia crediticia, particularmente en relación con el sector público. Enfrentar esa combinación de factores es particularmente complejo para un país con fuertes dificultades para acceder al crédito.

Mientras en otros países del mundo se pueden utilizar con flexibilidad herramientas monetarias y fiscales, generando un costo intertemporal relativamente reducido por la existencia de tasas de interés sumamente bajas, en Argentina los márgenes para la implementación de políticas monetarias y fiscales son muy limitados y los costos de su uso son notablemente altos. Ello no solo afecta al Sector Público sino también a familias y compañías con residencia en el país.

La relevancia de los diferenciales de tasas de interés de la Argentina en relación con otros soberanos en mercados emergentes es marcada y persistente. Ello se puede observar a partir de la evolución de la tasa de interés soberana argentina, descompuesta en términos de la tasa libre de riesgo, el diferencial de riesgo de otros soberanos emergentes y el propio diferencial de riesgo de la Argentina.

Los valores absolutos de las tasas libre de riesgo, de las correspondientes a soberanos emergentes y de las de la Argentina, para una selección de años, también nos muestran la importancia del diferencial de costo soberano argentino y hacen evidentes los reducidos niveles de tasas de interés actuales, que son inferiores al 1%, en el caso de la tasa libre de riesgos y menores al 5% para otros soberanos emergentes.

Formación tasa de interés en USD Argentina. Evolución anual.



Fuente: Bloomberg y FRED

Tasa anual

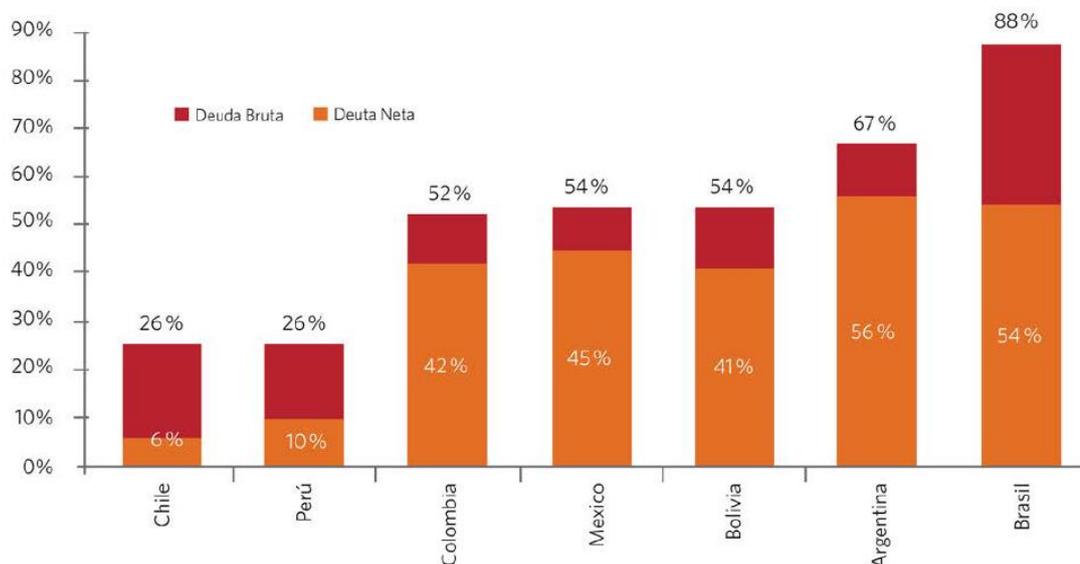
	1999	2002	2004	2010	2015	2020
Libre de riesgo	6,6%	3,8%	4,2%	3,3%	2,3%	0,7%
Soberano emergentes	14,7%	11,5%	7,8%	5,7%	6,4%	4,9%
Soberano Argentina	11,7%	67,7%	51,3%	8,2%	6,6%	25,2%

La resolución de la deuda pública de la Nación

La regularización de la deuda del sector público nacional es un paso esencial para la normalización de las relaciones de pagos. Además, dicha regularización se vislumbra como el hito en el camino que marca la entrada para la toma de otras decisiones que lleven a la adopción de prácticas en materia económica generalmente adoptadas en otras partes del mundo y que permitan el desarrollo de su potencial.

La Argentina acumula una deuda pública que no está en la categoría de las más bajas dentro de la región, pero también está alejada de la de los países considerados de mayores ingresos, como ser aquellos en Europa o los pertenecientes al G7. La cuestión clave en cuanto a la Argentina radica en la dinámica de la deuda y el costo de acceso.

Deudas brutas y netas comparadas



Deuda Bruta: Deuda Consolidada incluye deuda Banco Central -Leliq, Pases, Encaje s/dep. USD y swap BPC- y deuda de Provincias con mercado
 Deuda Neta: Deuda Bruta - Reservas Internacionales (neto repo bancos)
 Fuente: MECON, BCRA, FGS, FMI y estimaciones propias

A fin de referirnos a la estrategia del Gobierno en cuanto a la reestructuración de la deuda pública encarada durante este año, procederemos a estimar el valor de la deuda pública usando una metodología que trata de capturar al Sector Público Consolidado. Al respecto, tomamos la deuda total que incluye la del Tesoro más otras dependencias directas, como ser el BCRA, pero deducimos las tenencias de acreencias con el Tesoro de esas dependencias. Esta forma de

computar la deuda pública es similar a la generalmente adoptada como mejores prácticas en muchos países. En la estrategia planteada por el Gobierno podemos distinguir tres categorías o segmentos:

1. Deuda en Moneda Local,
2. Deuda en Moneda Extranjera con el Sector Privado, y
3. Deuda en Moneda Extranjera con el Sector Público Internacional.

Bajo la estrategia encarada, se procura mantener como regular la primera categoría y con ello tratar de transmitir el mensaje de que el Gobierno no pretende abusar del uso del poder de legislación local para extraer valor de las tenencias de instrumentos que se denominan y pagan en pesos. Ocurre que en determinadas circunstancias, aunque con recurrencia, histórica mente la Argentina fue disminuyendo el poder adquisitivo de quienes tenían estos títulos. En consecuencia, el refugio para los ahorros estaba en la búsqueda de denominaciones en moneda extranjera, especialmente bajo jurisdicción foránea. Preservar credibilidad en materia local permite reducir incentivos para salidas de capitales que debilitan estructuralmente la economía local y que implican egresos de recursos y debilitamiento de la moneda que se reflejan en presiones sobre el tipo de cambio, inflación y pérdida de reservas internacionales.

Deuda Consolidada del Sector Público Argentino / USD MM equivalentes y %. Al 31/3/2020

Tesoro Nacional	USD equiv. millones	% del total	% PBI
Organismos Internacionales y otros oficiales	72.874	24,5 %	17,6 %
FMI	43.826	14,7 %	10,6 %
Club de Paris	1.929	0,6 %	0,5 %
Resto	27.119	9,1 %	6,5 %
Sector privado	120.853	40,6 %	29,2 %
Moneda nacional	31.855	10,7 %	7,7 %
Moneda extranjera*	88.998	29,9 %	21,5 %
Ley extranjera	66.448	22,3 %	16,0 %
Ley local	22.550	7,6 %	5,4 %
Intrasector público y Adelantos transitorios	103.915	34,9 %	25,1 %
Total Deuda Bruta Tesoro Nacional	297.642	100,0 %	71,8 %
Deuda contingente Tesoro Nacional - parcial (No Seg. Social)**	26.193	100,0 %	6,3 %
Cupón PBI	13.193	50,4 %	3,2 %
Resto	13.000	49,6 %	3,1 %
Total Deuda Bruta Tesoro Nacional + Contingente (sin S. Soc.)	323.835	-	78,1 %
Total Banco Central	37.952	-	9,2 %
Total Provincias (con mercado y Organismos Internacionales)	19.063	-	4,6 %
Deuda consolidada	USD equiv. millones	% del total	% PBI
Total Deuda Bruta Consolidada	250.741	-	60,5 %
Total Deuda Bruta Consolidada + Contingente (sin. S. S)	276.934	-	66,8 %
Total Deuda Neta Consolidada + Contingente (sin. S. S)	233.303	-	56,3 %

Deuda Bruta Consolidada: Tesoro Nacional+BCRA (Leliqs+Swap BPC+Pases Netos)+Provincias (con mercado y Org. Int). Deuda Neta Consolidada : Deuda Bruta Consolidada menos Reservas Internacionales Brutas (neto REPO)

** Incluye Letras en garantía por USD 7.400 millones*

*** Previo a Ley reparación deuda contingente de la Seguridad Social supera los USD 50.000 millones (10% PBI)*

Fuente: MECON, BCRA, FGS y estimaciones propias

Esta estrategia facilita al emisor corregir los pagos futuros en formas más asociadas a la evolución de sus ingresos. En los últimos meses se percibe que han mejorado las renovaciones de vencimientos en este segmento, según se puede notar en el mayor acceso voluntario a la adquisición de títulos emitidos por el Tesoro; en consecuencia, se observa una menor recurrencia a pagos por emisión de dinero provista por el BCRA y una disminución de la utilización de

mecanismos que indujeron a forzar extensiones de plazos. Ayuda también una cierta promoción de deuda indexada con cláusulas de pagos según la variación del índice de precios.

En lo referido a la deuda en moneda extranjera con el Sector Privado tenemos dos partes. Una bajo la legislación local y la otra manejada según jurisdicciones en el exterior. Aquí también rige el principio de no dar un tratamiento inferior de términos de pago a la primera parte que a la segunda. Ello, como lo mencionamos, apunta a construir credibilidad sobre lo legislado en el país. En consecuencia, las normas dictadas en esta materia apuntan a esperar el resultado de las negociaciones con los acreedores bajo la jurisdicción externa y aplicar términos similares a los que se obtengan a todo el endeudamiento en moneda extranjera, sin diferenciar por legislación aplicable. A la fecha, se observan demoras frente al cronograma planteado por el gobierno para la resolución de este segmento. Ello repercute en el debilitamiento de la credibilidad con consecuencias de mayor inestabilidad reflejada en la evolución de indicadores financieros externos con impacto en la economía en general. Tengamos en cuenta que este segmento tiene una notable visibilidad en la evaluación de decisiones por parte de agentes de la economía.

Estimación pagos netos de deuda del Tesoro en ARS y asistencia del BCRA / ARS MM y %. Al 23/6/2020

Entre el 10/12 y el 19/5	Vencimientos capital e intereses		Emisiones mercado primario**	Canje	Reperfilamiento	Financiamiento neto (6) = (3)+(4)+(5)-(1)	Comentarios	Asistencia BCRA al Tesoro
	(1)	Sector privado (2)						
dic-2019 (desde 10/12)	63.412	54.120	37.015	0	0	-26.397		170.224
Jan-20	109.361	105.613	35.714	36.671	0	-36.976	• Canje LECAPs por ARS 36,7 mil MM	16.464
Feb-20	170.640	151.640	28.313	0	100.000	-42.327	• 4/2 Reprogramación bono DUAL por ARS 100 mil MM	110.804
mar-20	167.351	124.351	56.983	89.787	0	-20.581	• Canje BOGATO, AF20, Lecap, Lecer, Lelink, Lebad con vencimientos en marzo	187.859
abr-20	361.102	135.635	121.907	314.069	0	74.874	• Canje BONCER 20 por ARS 314 mil MM	271.853
may-20	100.148	85.126	135.311	151.225*	0	35.163	• Canje LETES USD y DUO por USD 2,4 mil MM	279.170
jun-20 (al 23/6)	186.292	158.348	193.693	0	0	7.401		141.282
Acumulado 10/12 al 23/6	1.158.306	814.833	608.936	591.752	100.000	-8.843		1.207.226
% del total			53 %	51 %	9 %			

* Canje Letes en u\$d con vencimiento Agosto/2020 por BONCER 22-23-24

** Incluye intra-sector público

Fuente: MECON, BCRA, Bloomberg y estimaciones propias

Resolver la deuda para la Nación no puede dejar de lado la parte con el Sector Público Internacional, tanto por su magnitud como por la interacción con las estrategias perseguidas en cuanto a las otras categorías mencionadas. Al respecto, la formulación de un programa económico es requisito para obtener financiación, incluso para renovar el endeudamiento con los Organismos de Crédito Internacional, empezando por el FMI. Además, habilita a reestructurar lo nucleado por el Club de París y la apertura de líneas de crédito amparadas por agencias oficiales de exportación de muchos países, entre otros. Movilizar el tratamiento de este segmento lleva a despejar algunas incertidumbres sobre el cierre del programa financiero de la Nación y ayuda a determinados acreedores a delinear su evaluación sobre la economía en general.

El potencial de la Argentina, más allá de la reestructuración de la deuda de la Nación

La superación del estancamiento prolongado de la economía requerirá el diseño y la implementación de políticas que estén asociadas a ir construyendo mayor credibilidad y a desarrollar el potencial de la Argentina en su conjunto. Ello permitirá el acceso y utilización de recursos, incluyendo por y para el sector privado, familias y compañías, que ayudará a dinamizar el proceso de recuperación post-pandemia.

Suponiendo que se alcance un buen resultado en el capítulo de la deuda soberana bajo ley extranjera, también hay otras deudas que requerirán su normalización: algunas provincias y empresas –como ya lo estamos viendo- deberán encarar procesos de reestructuración de sus deudas producto de las consecuencias de la pandemia y pérdida de capacidad de pago medida en moneda dura. En el caso de las provincias esa pérdida en la capacidad de pago se deriva tanto por la caída en sus ingresos, que en parte fueron compensadas por mayores transferencias del Tesoro Nacional, como por aumento de sus gastos para asistencia social.

Las cuentas con el exterior de la Argentina nos muestran dónde están las posibilidades de mejoras o, en su defecto, las crisis que resultan cuando se choca con las barreras impuestas por faltantes de divisas. Para razonar su funcionamiento, pensemos en una matriz de dos filas y dos columnas para explicar la interacción de fuerzas que se manifiestan en la balanza de pagos del país.

En las filas figuran los tipos de rubros de movimientos de fondos con el exterior: la Cuenta Corriente, dominada por lo comercial pero también computando otros pagos corrientes desde servicios hasta intereses y dividendos, y la Cuenta de Capital, donde se incluyen desde las transferencias de ahorros hasta los ingresos o pagos de préstamos e inversiones externas. En las columnas pongamos a los actores: Sector Público y Sector Privado.

El Sector Público demanda divisas en la parte de la Cuenta Corriente por el servicio de las deudas contraídas y otros servicios que consume. El Sector Privado debería aumentar exportaciones de manera de generar más oferta de divisas y, para ello, pasa a ser importante dilucidar los mecanismos que permitan tal dinámica. A la vez, se debería tratar de generar un saldo comercial tal que también permita gastos por transformación de bienes e inversiones que persigan el bienestar.

La Cuenta Capital tiene dimensiones con fuerte impacto de corto plazo sobre el funcionamiento de la economía argentina. Particularmente, en estos rubros hay una velocidad de movimientos que afectan fuertemente las variables de la economía argentina. Al margen de las percepciones de política, en los años venideros no será posible contar con inlujos netos significativos por parte del Sector Público y, entonces, deberíamos volcar la atención sobre qué puede motivar a los movimientos del Sector Privado. Empezando por el destino de los ahorros, habría que prestar atención a la resolución de las condiciones que llevaron a que los refugios en esa materia estén asociados a colocaciones en el exterior.

También debemos prestar atención a los cambios en los saldos de inversiones que obtiene o no el Sector Privado. Incluso comparando con varios países de la región, la Argentina ha mostrado valores muy menores en los últimos años. Cabe preguntarse qué se puede hacer para contar con números más alineados con situaciones percibidas con potencial de desarrollo. No es menor lo que se pueda hacer para mejorar las condiciones de financiamiento regular para el Sector Privado. El rubro más significativo está asociado a movimientos comerciales. En esta materia, ayuda evitar interferencias al sistema de pagos conectados a estos conceptos. Los saldos de títulos de deuda y préstamos con terceros demuestran que, si la Argentina se normalizase, nos podríamos caracterizar por una mayor carga de endeudamiento con el exterior de las empresas. Sin embargo, dado el “riesgo país”, las condiciones actuales son onerosas, dando una desventaja competitiva por costo de capital y dificultades de acceso.

Matriz de evolución deseable de la balanza de pagos en los próximos años

	Sector público	Sector privado
Cuenta corriente	Pago de intereses de la deuda y otros gastos netos con el exterior 	Balanza comercial (exportaciones e importaciones de bienes y servicios) 
Cuenta capital y financiera	Pago de servicios de capital de la deuda (sectores privado y público internacional)  Financiamiento neto adicional 	Inversión extranjera directa, inversiones de portafolio y otro financiamiento neto 
Reservas internacionales	Acumulación por superiores flujos netos provenientes del sector privado	
Generar incentivos para aumento de inversiones y repatriación parcial de ahorro externo del sector privado		

La agenda para el futuro

Este “año bisagra” nos muestra que hay cuestiones a resolver si logramos adecuarnos a nuestras circunstancias para encarar una dinámica que las condiciones del pasado no han incorporado. Sería una agenda que va más allá de las banderías de política partidaria.

Una agenda de ese tipo tomará tiempo para su implementación y, más aún, muy probablemente sus resultados también requerirán un importante período hasta hacerse evidentes. La adaptación a las nuevas circunstancias demandará, también, formas de atender la transición en una sociedad con un débil tejido social.

Para recuperar las capacidades de la Argentina se nos plantea la conveniencia de implementar mejoras institucionales que den mayor credibilidad a los contratos y normas, de forma tal que permitan una interacción entre las personas, tanto humanas como jurídicas, dentro del territorio nacional para que adopten, crecientemente, esta jurisdicción para la aplicación de los recursos generados, empezando por los ahorros de dinero, y que los usen con eficiencia creciente e incorporen nuevos a su estructura productiva.

También resulta apropiado, dentro de lo sostenible, regularizar los contratos que involucran al sector público, incluyendo ordenar sus deudas. Todo ello puesto en términos de funcionamiento de una economía amoldada a las exigencias modernas, que permita desarrollar mecanismos que den lugar a un crecimiento sostenido que derrame a la sociedad de manera positiva. En ello, aún regularizados, hay que tomar consciencia de cuánto puede hacer el Estado, dadas las perspectivas de un gasto que no podría financiar si la economía no recupera una senda de expansión.

Además, para recuperar las capacidades de la Argentina, deberíamos atender a cuestiones para dinamizar la economía, facilitando el desarrollo de estructuras productivas flexibles, complementando un sendero fiscal que muestre mayor estabilidad a lo largo de los naturales ciclos económicos y que incluya un esquema tributario más regular que el actual con claras definiciones de criterios para asignación del gasto público. Dinamizar la economía también

involucra un manejo monetario consistente con la estabilización de precios y contar con mecanismos que robustezcan el sistema de pagos local y con el exterior.

Un acuerdo sobre la deuda nacional es un elemento que solo funciona en un contexto mucho más amplio que brinde consistencia intertemporal y haga converger la sostenibilidad de la misma con el desarrollo del potencial de la Nación en su conjunto.

Deuda externa sector privado / USD MM. Al 31/12/2019

	USD MM	% total
Bancos y sociedades financieras	8.803	11,0 %
Moneda y depósitos	1.132	1,4 %
Títulos de deuda	2.801	3,5 %
Préstamos	3.978	5,0 %
Créditos y anticipos comerciales	693	0,9 %
Otros pasivos de deuda	199	0,2 %
Empresas no financieras	71.523	89,0 %
Títulos de deuda	12.563	15,6 %
Préstamos	8.254	10,3 %
Créditos y anticipos comerciales (1)	27.566	34,3 %
Otros pasivos de deuda	291	0,4 %
Crédito entre empresas relacionadas (2)	22.850	28,4 %
Total deuda externa sector privado	80.327	100,0 %

(1) Créditos concedidos directamente por proveedores (no residentes) de bienes y servicios, anticipos de no residentes por trabajos en curso y adelantos de clientes (no residentes) por bienes y servicios aún no recibidos

(2) Préstamos de fondos entre inversionistas directos y filiales, sucursales y asociadas relacionadas

FUENTE: INDEC