



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 41 - Edición N° 994 – 2 de Septiembre de 2019

El Congreso debería actuar rápidamente para respaldar el canje de deuda sin quitas

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

El Congreso debería actuar rápidamente para respaldar el canje de deuda sin quitas¹

Entrevista de Infobae a Jorge Vasconcelos, Investigador Jefe del IERAL

- Un déficit fiscal alto como se llegó a tener en 2015, de más de 7% del PBI y sin mercado de capitales ni financiero profundos deriva en la necesidad de colocar deuda pública externa y esto genera **un escenario de potencial inestabilidad, afectando el horizonte para la inversión productiva**. Porque el financiamiento con deuda externa lo que provocó, para que no se apreciara tanto el peso como en 2017, que el Banco Central tuviera que esterilizar la emisión derivada de la compra de dólares al Tesoro con la colocación de Lebac, las que llegaron hasta representar el 11% del PBI
- El déficit sin endeudamiento lleva al cepo, que no es otra cosa **que crear un zoológico de pesos donde el Estado los podía cazar a una tasa de interés baja, porque esos pesos no tenían la opción de destinarlos a comprar otro activo, como los dólares. Pero eso destruye el comercio exterior, como ocurrió entre 2011 y 2015**
- El canje de deuda de largo plazo no debe considerarse como un sustituto del esfuerzo fiscal que el país necesita. No tener en cuenta esta premisa puede afectar negativamente el futuro de la economía por dos vertientes: **1) se necesita evitar que cierto porcentaje de tenedores de bonos pueda bloquear la propuesta; y 2) se requiere certeza respecto a que el índice de riesgo país pueda bajar rápida y sustancialmente una vez completado el proceso de canje**". Si esto no se resuelve bien, en el 2020 no va a ser posible salir de la recesión. Por eso creo que hay un llamado a la dirigencia política para que de un horizonte de previsibilidad de mediano y largo plazo

¹ Entrevista realizada para el diario Infobae antes de conocerse las medidas adoptadas por el Ministerio de Hacienda de la Nación y el Banco Central, anunciadas el domingo 1 de setiembre

La consecuencia de semejante restricción se refleja en recurrentes crisis de deuda pública, alta inflación y recesión, y consecuentemente, más pobreza, derivadas de las formas alternativas de financiamiento del gasto público: la emisión o el endeudamiento, que son los principales enemigos para atraer las inversiones productivas e impulsar las exportaciones, únicas llaves para generar empleos formales y reducir la pobreza y alcanzar la estabilidad macroeconómica.

El economista Jorge Vasconcelos, vicepresidente e investigador del Ieral de Fundación Mediterránea dialogó con Infobae y dio definiciones y recomendaciones muy simples, pero contundentes, sobre qué se debería hacer en la Argentina para poder superar la crítica situación actual, basado naturalmente en las enseñanzas de la teoría económica, pero fundamentalmente en el conocimiento de la realidad económico-social de las grandes jurisdicciones de la Argentina y en la experiencia de Uruguay que en 2003 logró una exitosa reestructuración de la deuda pública, y a partir de allí recuperar la senda del crecimiento con baja inflación.

– En la Argentina siempre se habla de ambivalencias en la economía: ortodoxia o heterodoxia, gradualismo o shock, y ahora de solvencia o liquidez, ¿a qué se puede atribuir esa particularidad, por ejemplo, hoy en el caso específico de una nueva crisis de pago de la deuda pública se explica por un problema de solvencia fiscal, de liquidez o de ambas restricciones de las finanzas públicas?

– Hoy hay un problema de liquidez más que de solvencia. De todos modos, la reacción de los mercados después de los anuncios del ministro Hernán Lacunza indica que hay muchos inversores, de afuera y de adentro que piensan que si esto no se resuelve bien también podremos tener un problema de solvencia. Por eso el valor de la moneda está en el aire. Y en realidad, lo que nos enseña todo este período de los últimos 4 años años del gobierno de Cristina Kirchner y los casi 4 del gobierno de Mauricio Macri, para entenderlo de forma simplificada, es que al no tener un mercado de capitales y un sistema financiero profundo, no se puede tener déficit fiscal más allá de un umbral muy bajo.

¿Por qué?

– Porque **si se tiene un déficit importante, y se intenta financiar con emisión genera la necesidad de los cepos, que no es otra cosa que crear un zoológico de pesos donde el Estado los podía cazar a una tasa de interés baja, porque esos pesos no tenían la opción de destinarlos a comprar otro activo, como los dólares. Pero eso destruye el comercio exterior, como ocurrió entre 2011 y 2015**, y por lo tanto atentó contra uno de los objetivos que la economía argentina tiene que tener en el mediano y largo plazo para poder salir de la estanflación (alta inflación con recesión). Se requiere más comercio exterior, con exportaciones mayores a las importaciones, y más inversión.

– **Sobre todo después de más de 10 años de estancamiento en términos de PBI por habitante...**

– Exacto. Entonces, con déficit fiscal alto como se llegó a tener en 2015, de más de 7% del PBI, sin mercado de capitales ni financiero profundos, si se quiere financiar con emisión, se necesita inevitablemente poner un cepo cambiario, y eso destruye el comercio exterior. De lo contrario, habrá que financiarlo con colocación de deuda pública externa, porque no hay mercado de capitales interno. Eso lo que genera es **un escenario de potencial inestabilidad, no afecta tanto la exportación como si la inversión productiva**. Porque el financiamiento con deuda externa lo que provocó, para que no se apreciara tanto el peso como en 2017, que el Banco Central tuviera que esterilizar la emisión derivada de la compra de dólares al Tesoro con la colocación de Lebac, las que llegaron hasta representar el 11% del PBI.

Así se llegó hasta comienzos de 2018 que llevó a implementar políticas fiscal y monetaria muy restrictivas, al mismo tiempo. Y en realidad, una economía para que funcione bien tiene que tener una mezcla de las dos políticas una laxa y la otra más estabilizante o restrictiva. Las 2 en la misma dirección, blandas como pasó con el cepo; y duras, como se aplicó desde mediados de 2018, desde el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, en adelante, terminan mal.

¿Y entonces?

– Creo que **la dirigencia política debe entender que con este mercado de capitales que tenemos y un sistema financiero tan chico el déficit fiscal termina atentando o bien contra la posibilidad de crecer en exportaciones o bien contra la posibilidad de atraer inversiones productivas, o las dos juntas a la vez en una combinación de crisis.** Si nos paráramos en esa plataforma para mirar la coyuntura, me parece que se podría comprender mejor lo que está pasando, y lo que puede pasar si no se trabaja en esos temas de fondo.

– **Cuando se desagrega la composición de los inversores en la Argentina, sea en bonos de la deuda pública, como en las colocaciones a plazo fijo, e incluso en la compra de dólares, se observa que en cantidad son mayoría los pequeños, personas humanas y pymes muy chicas, pero en monto están concentrados entre 10% y 20% del total en grandes empresas, ejecutivos de altos ingresos e institucionales como la Anses, compañías de seguro, y bancos y fondos de inversión. Ese universo está muy informado y veía lo que el Gobierno estaba haciendo para tratar de ordenar la macroeconomía. ¿Le parece no sirvieron las medidas de saneamiento de las cuentas públicas, y de restricción monetaria, para que los bancos desalentaran a sus grandes clientes a comportarse como manada en busca de sacar sus depósitos y vender sus títulos públicos, y comprar dólares como ocurrió desde el resultado de las PASO?**

– Lo que pasa es que en realidad este problema de endeudamiento fuerte y de absorción monetaria fuerte, primero a través de las Lebac (Letras del Banco Central) y luego de las Leliq (Letras de regulación de la Liquidez), con una reducción del déficit fiscal que recién este año se corrigió en serio, generó una masa de acumulación de vencimientos de corto plazo, que en un país con mercado de capitales profundo y de previsibilidad respecto de las políticas futuras sería muy sencillo de renovar, y por tanto ser sólo un problema de liquidez, pero no en la Argentina porque sus mercados de capitales y financiero son muy chicos.

Si no se resuelven bien las causas que llevaron a esta situación se puede transformar un problema de liquidez en un problema de también de solvencia fiscal. **Creo que lo que está reflejando el salto del índice de riesgo país a más de 2.500 puntos básicos muestra que no hay mucha confianza, y que por tanto que la Argentina pueda hacer un canje de deuda a la uruguay, como hizo en 2003.**

– **¿Cómo fue en 2003 la propuesta de canje que hizo el gobierno uruguayo?**
– **Lo hizo con acuerdos políticos en el Congreso y de ese modo aseguró la previsibilidad para los inversores de cobro y a mediano plazo. El resultado fue que pudo pasar en corto tiempo de una situación con déficit primario del sector público a un superávit mayor a 3 puntos del PBI por varios años consecutivos.** Como ahora propuso el ministro Hernán Lacunza, se extendieron los plazos de los bonos y se respetaron las condiciones iniciales de capital e interés. La deuda pública bajó de 100% a 50 del PBI en 5 años, fenómeno explicado también por el fuerte crecimiento de la actividad económica desde 2003 en adelante, ciertamente ayudado por la suba de los precios internacionales de las materias primas que exporta. Pero de todas maneras la Argentina podría hacer proyecciones en base a escenarios moderados de crecimiento del PBI que le permitan mostrar que los vencimientos futuros serán perfectamente pagables.

– **¿Es posible normalizar este escenario sin default, ni quitas compulsivas de capital e intereses, como propuso el gobierno de Macri, y que elevará a consideración de Congreso esta semana que se inicia para los bonos a más de un año de plazo bajo legislación nacional e invitará a los bancos y fondos de inversión del resto del mundo para que presenten propuestas para los emitidos bajo legislación extranjera?**

– Es dudoso, porque una pequeña minoría de 26% o 30% del total de los acreedores obstruya el canje y se ingrese en un limbo donde no se pueda resolver el problema, como ocurrió en 2005 y 2010 con los holdouts. Por eso se está frente a un problema que debería ser tomado en cuenta, en particular, por las dos mayores fuerzas políticas ratificadas en las PASO, para que expliciten de un modo nítido qué tipo de política económica se plantean aplicar a partir del 10 de diciembre. Creo que no se trata de que esté de acuerdo con el proyecto oficial de canje sin quitas, sino de dejar abierta la posibilidad de que la oposición presente una propuesta alternativa, pero sin quitas. Sería muy conveniente que se conozca en el curso del debate, para que los acreedores y la ciudadanía sepan a qué atenerse.

Lo he escrito esta semana en el Informe Semanal de Ieral: "**El grado de adhesión que tenga entre los acreedores de Argentina la propuesta de canje de deuda**"

depende en gran medida de las proyecciones que existan para una serie de variables claves de la economía, así como de su grado de realismo y verosimilitud. Se necesita confirmar que este es un problema de liquidez, no de solvencia.

El canje de deuda no debe considerarse como un sustituto del esfuerzo fiscal que el país necesita hacer para honrar sus compromisos. No tener en cuenta esta premisa puede afectar negativamente el futuro de la economía por dos vertientes: **1) se necesita evitar que cierto porcentaje de tenedores de bonos pueda bloquear la propuesta; y 2) se requiere certeza respecto a que el índice de riesgo país pueda bajar rápida y sustancialmente una vez completado el proceso de canje".**

Si esto no se resuelve bien, en el 2020 no va a ser posible salir de la recesión. Por eso creo que hay un llamado a la dirigencia política para que de un horizonte de previsibilidad de mediano y largo plazo. Me preocupa mucho que un canje que se anuncia sin alterar el pago del capital y de los intereses produzca los efectos que tuvo en el mercado, producto de que no cree que se podrá concretar si no hay una quita de capital e intereses. Y si se plantea eso, se corre el riesgo de ir a un escenario en que hayan minorías que obstruyan la reprogramación de los vencimientos, y entonces el crédito no se recuperará.

En el caso de Uruguay la adhesión al canje fue altísima y la baja del riesgo país fue inmediata al día siguiente, y en semanas volvió a la situación previa al de la crisis. Por eso creo que para lograr eso es responsabilidad de las 2 fuerzas políticas que compiten para la presidencia a partir del 10 de diciembre, el 27 de octubre, para que inicien rápidamente una discusión profunda en el Congreso, sobre todo, porque cualquiera fuere el resultado, no cambiará significativamente la composición de ambas Cámaras legislativas, en cuanto a la participación conjunto de Cambiemos y el Frente de Todos. Y por tanto lo que se resuelva dará previsibilidad.

– ¿La aprobación de cualquier propuesta de canje de deuda sin quitas de capital y de intereses es suficiente para generar previsibilidad de corto plazo?

– Claramente, es una condición necesaria. Para que sea suficiente pienso que **habría**

que consultar a la Oficina de Presupuesto del Congreso, y pedirle que informe qué condiciones se requiere para la macroeconomía argentina para que en un período de 10 a 20 años el pago de la deuda pública sea sustentable; cuánto se requiere de resultado primario de las finanzas públicas, tasa de crecimiento, etc., etc. para que sobre esa base el Poder Ejecutivo pueda presentar un proyecto de Ley de Presupuesto Plurianual que logre una adhesión masiva al canje de deuda, y no repetir la historia de los holdouts que llevó a estar más de una década fuera de los mercados de capitales internacionales.

- **¿Si se llegara a una rápida votación de un canje de deuda sin quita para los inversores institucionales, no incluiría como aspira el Gobierno a las personas humanas, cómo imagina el proceso, será tan largo como el de 2005 y 2010 que recién se pudo cerrar en 2016?**
- En Uruguay el canje se hizo en 2 meses y medio, comenzó a mediados de marzo de 2003 y se cerró en mayo de ese año. Pero el proceso de adhesión es complejo, porque en los primeros días y semanas de lanzado el canje no aparece nadie adhiriendo, porque todos quieren ver qué hace el otro bonista. Sólo sobre el cierre se sabe exactamente cuál es el monto final. Por tanto lleva mucha incertidumbre para saber si va a ser exitoso o no.

De ahí la **importancia de ofrecer una propuesta que no aparezca muy riesgosa de rechazo, porque de lo contrario no se podrá iniciar el paso hacia la estabilización macroeconómica. Me parece que sería muy conveniente que como parte de los debates y consultas de los legisladores a economistas y especialistas en temas de deuda, se convoque al economista Carlos Steneri, que fue director de la Unidad de Gestión de Deuda Pública durante el primer gobierno del Frente Amplio, para que explique cómo fue la experiencia del proceso de canje exitoso de Uruguay.**

- **¿Por qué cree que se llegó a esta instancia, porque la economía estaba muy frágil y se la disimulaba, o por la aparición de declaraciones**

desafortunadas de quien fuera el ganador de las PASO referida al default, necesidad de reestructurar los vencimientos de la deuda, fuga de capitales con los fondos del FMI y, el viernes con declaraciones a The Wall Street Journal sobre el "default escondido"?

– Creo que adjudicar responsabilidades de un sólo lado no corresponde, porque la economía estaba muy frágil; los vencimientos de deuda estaban muy concentrados en el corto plazo; y en todo el mundo los discursos de campaña no suelen ser exactamente lo que después los candidatos electos terminan haciendo, y por tanto aceptan un margen de error entre lo que se dice y lo que se hace. Pero en la Argentina ese margen de error no puede ser alto, porque como estamos acostumbrados a volantazos entre una política y otra, generar esa incertidumbre genera costos altos.

Hoy ya se ve que generar esa incertidumbre ya está afectando las condiciones con la cual va a arrancar el presidente que resulte electo y asuma el 10 de diciembre. Por tanto, debería existir un interés de quien piensa que va a ganar en empezar a frenar esta situación y encarrilarla. Y me parece que más importante que los discursos moderados será que veamos en el Congreso a los legisladores de ambas fuerzas trabajando en estos temas, donde se podrá dar muchísima más certeza.

Y respecto de la fragilidad de la economía en la cual estamos, creo que ahí están los pecados de origen del Gobierno actual, que también debieran ser una lección para el próximo gobierno. Porque **lo que se hizo a fines de 2015 fue afrontar una especie de trinidad imposible de plantear: la unificación del mercado de cambios; hacer un mix entre baja de retenciones y suba de tarifas a un ritmo muy acelerado, para una economía donde los índices de pobreza son altos, mucha gente vive al día o no llega con sus presupuesto a fin de mes, no era aconsejable, y la tercera cosa fue querer llegar a una inflación de un dígito anual en 4 años, partiendo de un déficit fiscal de 7% del PBI. Eso fue lo que forzó la máquina de endeudamiento y nos puso muy vulnerables en 2018.**

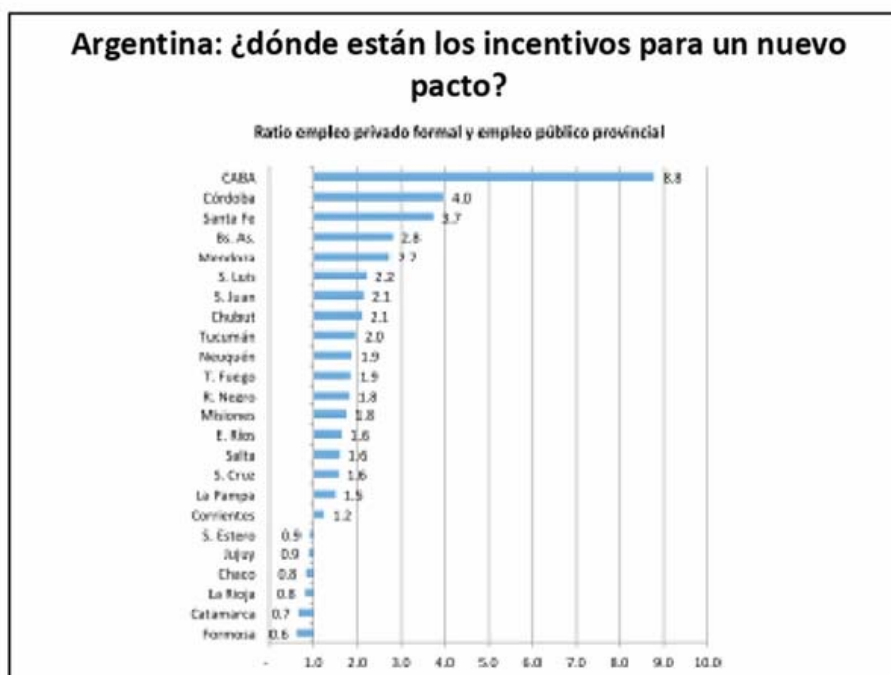
Y cuando se perdió el financiamiento externo se quiso seguir con la idea de metas de inflación. En los primeros días de la crisis cambiaria de abril-mayo de ese año se la

enfrentó con un tipo de cambio muy bajo y tasas de interés fija, porque eso era congruente con la meta de inflación, pero no con la presión externa que el país estaba recibiendo.

Por eso siempre cito a Mário Henrique Simonsen, ingeniero, economista, profesor y banquero brasileño, fallecido, que tenía una frase muy buena y aplicable a la Argentina: "La inflación lastima pero lo que mata es la balanza de pagos". Es decir, **el sector externo puede generar un cortocircuito en la economía, mientras que la inflación tiene otros efectos dañinos, pero de otra índole. Se mantuvo eso, pensando que la meta de inflación se podía defender y se vendieran reservas a un precio bajo y tampoco se subiera la tasa de interés para enfrentar ese escenario. Esto debiera servir de aprendizaje para las autoridades que asuman el 10 de diciembre.**

– **¿Cuánto influye en estos procesos de recurrentes crisis cada 7 a 10 años que los argentinos, o la dirigencia opositora al gobierno de turno, se muestre impaciente para ver resultados inmediatos, cuando hay vasta evidencia empírica en países ahora desarrollados, y también actualmente en naciones en desarrollo de la región, de que los procesos de ordenamiento de la macroeconomía y mejora de bienestar general llevó y lleva décadas, y aún no han logrado una situación social cercana a la deseada?**
– Creo que hay una gran responsabilidad de la dirigencia política en tratar de mostrar un sendero o optimista, pero que requiere esfuerzo de mediano y largo plazo. Por ejemplo, el Gobierno está pagando el costo de intentar normalizar el precio de las tarifas, que en el caso de la energía eléctrica cuando asumió el precio cubría el 15% de su costo y hoy está en 70%, pero en términos de dólares hoy se paga el equivalente a 11 centavos el kilovatio, y es la mitad de lo que pagan los ciudadanos en Perú, Uruguay, Brasil y nos cuesta mucho aceptarlo. Ha sido leído como un golpazo sobre las familias argentinas, pese a que es la mitad a lo que pagan nuestros vecinos.

Por eso **es importante la responsabilidad de la política que en sus discursos ponga en contexto las cosas que está pasando. Sino se hace, será muy difícil resolver los problemas recurrentes que se le presentan a la Argentina, como el de la situación fiscal. En el fondo tiene que ver con una base de la economía muy chica para todo el aparato estatal que tenemos arriba.** Fijese el gráfico sobre la cantidad de empleados en el sector privado registrado por cada uno en el empleo público provincial:



En promedio, la Argentina tiene 13 empleados privados formales por cada 100 habitantes; Chile tiene 26. Si se tuviera esa proporción sería menos exigente sostener el peso del Estado con el pago de los impuestos por parte de los trabajadores formales. Por tanto no hay ninguna solución de política económica si no se logra ampliar la base de la pirámide de tributación, con más empleo formal. Eso sólo se podrá generar con más inversión y más exportaciones, para lo cual se necesita alguna estrategia destinada a suavizar costos, y con un rumbo firme.

Veo muy difícil que la Argentina logre estabilidad en corto tiempo, pero si necesita lograr previsibilidad. Eso es más profundo que bajar la inflación, porque quiere decir que si al gobierno se le presenta un problema el inversor sabe cómo va a reaccionar para no afectar sus decisiones de mediano y largo plazo.

Además, la estrategia de crecimiento en la Argentina tiene una particularidad que es muy difícil de contemplar, referida a las asimetrías regionales que existen con provincias que tienen 4 empleos privados formales por cada uno en el sector público; y otras en que es de menos de 0,8 por cada 1. Eso requiere revertir la heterogeneidad que tiene el mapa productivo del país.

Por eso, si bien hay muchos elementos en común en estrategias de crecimiento para distintos países, como: estabilidad; previsibilidad; calidad de las instituciones; tipo de cambio flotante; precios alineados con el mundo; tasa real de interés baja; para lo cual se requiere índice de riesgo país bajo, no voluntarismo; pero las brechas regionales es un tema muy particular de la Argentina, por su historia, por la forma en que se armó el proceso económico del país por décadas y porque si bien es un problema es también una oportunidad de solución, en la medida en que haya estrategias de mediano y largo plazo apropiadas.