

DOCUMENTO DE TRABAJO
**“Reprogramación y/o reperfilamiento de la deuda: El corazón de la
Agenda del Próximo Presidente”**

por Flavio E. Buchieri



DOCUMENTO DE TRABAJO N° 8, AÑO II
Centro Escuela de Gestión y Negocios, Facultad de Ciencias Económicas
Universidad Nacional de Entre Ríos
Gral. Justo José de Urquiza 552, E3100FEN Paraná, Entre Ríos
Teléfono: +54 0343 422 2172 int. 2114
Mail: escuelagestionynegocios@fceco.uner.edu.ar

1. Introducción.

Está claro que el tránsito hacia las elecciones de Octubre no estará exento de vaivenes en la economía que van de la mano de lo que ocurra en lo político. Si bien luce casi como irremontable la diferencia en puntos entre Alberto Fernández y el propio Mauricio Macri, sí es cierto que la dinámica que se observa en quienes ya se sienten ganadores en la próxima contienda electoral alimenta las especulaciones acerca de si dicho resultado puede darse vuelta, de la mano no tanto de los arrepentidos que votaron en contra de Macri en las PASO sino de la eventual ocurrencia de un shock en el seno del Albertismo que vuelvan a encauzar una cierta paridad electoral para así despertar alguna ilusión en el oficialismo.

Los hechos que, últimamente, se han observados en el seno de la alianza opositora alimentan las especulaciones sobre el delicado equilibrio que quienes lo integran le otorgan a la coalición electoral ya aún antes de efectivamente acceder al poder. Y en ello aparecen tanto las actitudes desafiantes de sindicalistas que se empecinan en marcarle, anticipadamente, la “cancha” a Alberto Fernández sino que expresiones como las de Eugenio Zafaroni y Horacio González devuelven la ilusión de que un “nuevo cajón de Herminio” podría ser factible de observarse antes de dicha contienda electoral. Y así Macri, como un nuevo Ave Fénix, podría aparecer como la única opción democrática y republicana en marcha.

Más allá de estas especulaciones que, como todo culebrón televisivo, alimenta las charlas del medio día y entretiene a una audiencia tanto incrédula como cansada de la crisis recurrente, lo cierto es que la economía no ha parado de dar noticias desde que las PASO dejaran boquiabierto a todo el mundo con los resultados que, mediáticamente, muy pocos esperaban. Y es que la gravedad del cuadro económico de inflación, pobreza y dólar, todas variables en alza, y con una deuda total ya casi en virtual estado de default, permiten augurar que la “herencia” que Macri dejará al próximo Gobierno es distinta pero aún tan grave como la que este último recibió. Así, nada puede dejarse descuidado al hacer y mucho menos a un futuro Gobierno del cual no se sabe mucho pero sí bastante se especula al respecto.

Vamos a intentar, en este documento de trabajo, delinear algunos puntos que hoy están en el centro de la discusión académica y profesional y que constituirán gran parte de los primeros esfuerzos de Gobierno del próximo Presidente en su intento no sólo por revertir el cuadro de situación actual para así lograr legitimidad social sino, al mismo tiempo, proyectar su gobernabilidad en el tiempo. Vamos a hablar entonces de lo que se avecina en materia de la deuda pública y la necesidad de un Plan de Estabilización para luego de las elecciones de Octubre.

2. La deuda, en el centro de la escena política y económica.

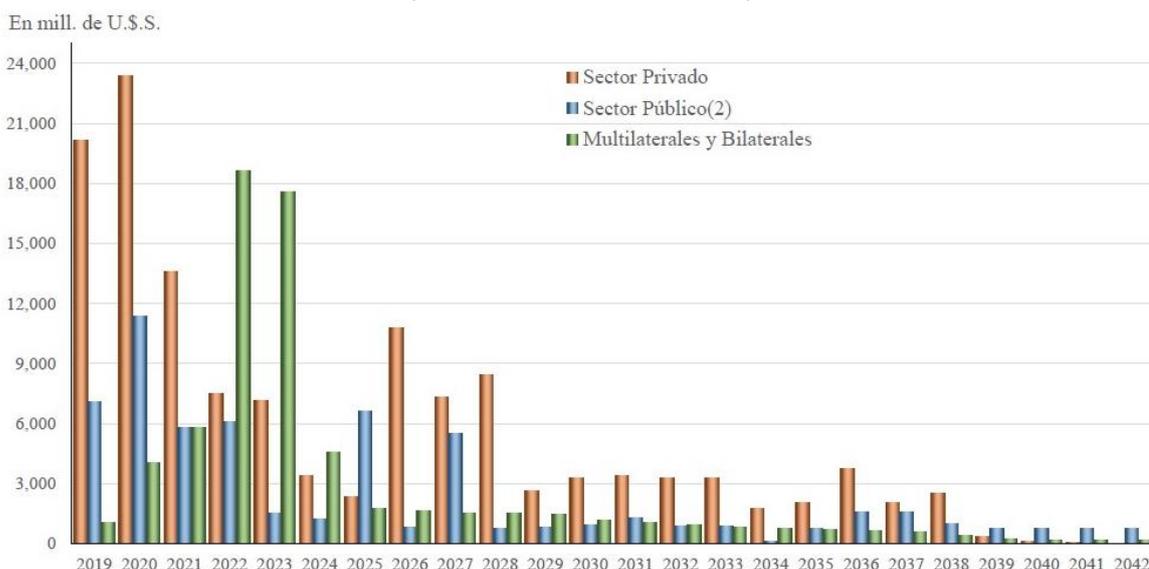
Caído el acuerdo Stand-By con el FMI, la coyuntura da pie para pensar por qué Macri no anunció antes lo que ahora está haciendo, esto es, en términos de las diferentes medidas que, más allá de su efectividad, generan cierto activismo en lo político y económico. A esta altura de los acontecimientos, ya queda claro que este año termina con más inflación, déficit fiscal, recesión y control de cambios que lo que alguna vez se pensó que Macri iba a atravesar porque lo que importa ahora es cómo se llega, fundamentalmente, a la entrega del Poder en Diciembre próximo.

En un cuadro de fuerte dolarización de portafolios aún con el cepo al dólar vigente, la pérdida de reservas y/o depósitos en dólares augura que es posible que el propio cepo implementado (esto es, permitir sólo la compra de U\$S 10.000 al mes sólo para personas, quedando vedado el resto) no alcance para llegar a Diciembre con el ritmo actual de erosión del stock del Banco Central al ritmo diario de casi U\$S 80-90 millones. Con ese nivel y con la brecha entre el dólar oficial y el contado con liquidación en torno al 17% promedio pero creciendo, la inercia inflacionaria que recibirá el próximo Gobierno ponen ya un piso a la inflación del próximo año de cerca del 40%. Si a ello hay que sumar que hoy no hay prestamista externo disponible, las necesidades de financiamiento del Tesoro en lo que

resta del año ascenderían a cerca de \$ 400-500 mil millones, con lo cual, a menos que crezca fuerte la demanda de dinero en forma estacional en Diciembre, es seguro que dicha emisión terminará por arrojar una tasa de inflación para todo el 2019 de cerca del 60%.

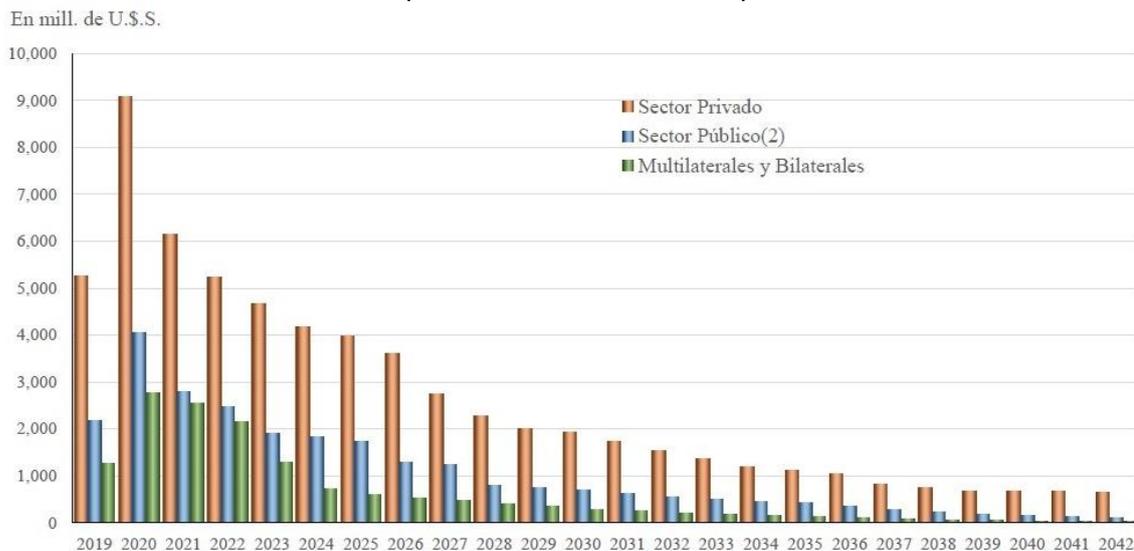
Es en ese escenario donde la agudización de la restricción externa, en particular, para hacer roll-over, al menos, de la deuda interna medida en pesos, es la que primero saltó a la consideración pública por el impacto que tendrán los vencimientos de toda la deuda a partir del próximo año y no solo la referida al FMI. El siguiente gráfico doble expone los vencimientos de capital y de interés para el período 2019-2042.

GRÁFICO 1: Vencimientos de Capital, Deuda Pública Gobierno Nacional (en U\$S; Período 7/2019-2042)



FUENTE: Ministerio de Hacienda de la Nación

GRÁFICO 2: Vencimientos de Intereses, Deuda Pública Gobierno Nacional (en U\$S; Período 7/2019-2042)

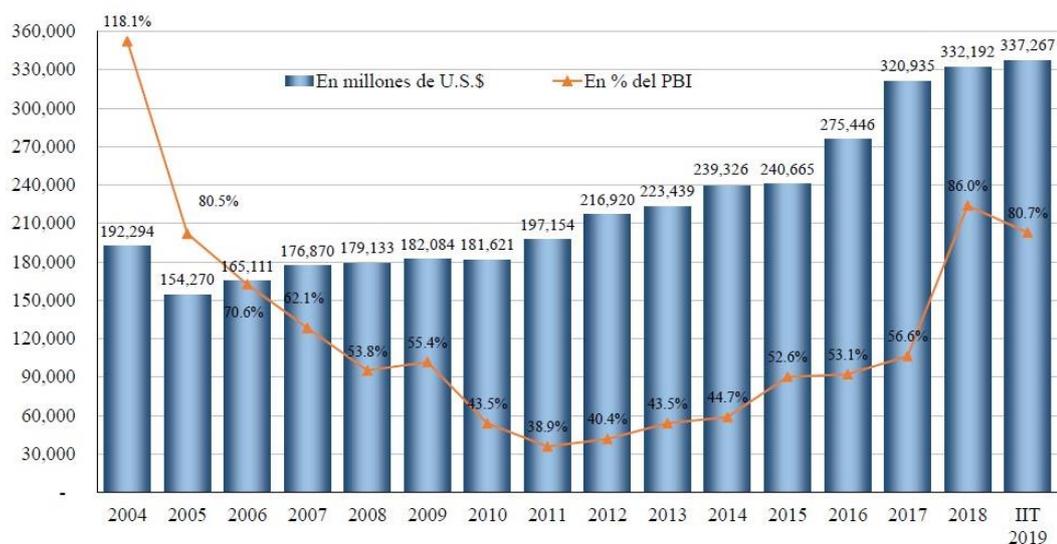


FUENTE: Ministerio de Hacienda de la Nación

Como revelan los gráficos previos, en el 2020 vencen cerca de U\$S 51.500 millones solo con acreedores privados y organismos multilaterales de crédito ya que la deuda intra-sector público se renueva. Luego se inicia un camino descendente pero igualmente importante en el corto plazo si la economía no sale de la recesión en marcha.

Y es que el problema de la deuda no solo reside en cómo estabilizar y a qué nivel el ratio deuda pública/PBI para que el mismo sea sustentable con un cierto superávit primario al cual el próximo Gobierno se comprometa y/o pueda alcanzar sino que los niveles de ambas variables dependerán de cuánto financiamiento voluntario se consiga. De ello depende el nivel de reperfilamiento y/o quita de capital e intereses que se proponga. A mayor refinanciación de los vencimientos menor será la exigencia sobre el superávit primario y viceversa, con lo cual este es un interrogante que hoy no se puede responder. Si el mercado voluntario estuviera vedado para el país en los próximos cuatro años pues es indudable que con un reperfilamiento de los vencimientos no alcanza con lo cual la definición de la quita en capital e intereses que se proponga dependerá de cuál va a ser el nivel de superávit primario al que accederá finalmente y comprometerá el país.

**GRÁFICO 3: Evolución Deuda Pública Gobierno Nacional
(en millones de U\$S y en % del PBI; Período 2004-II trimestre 2019)**



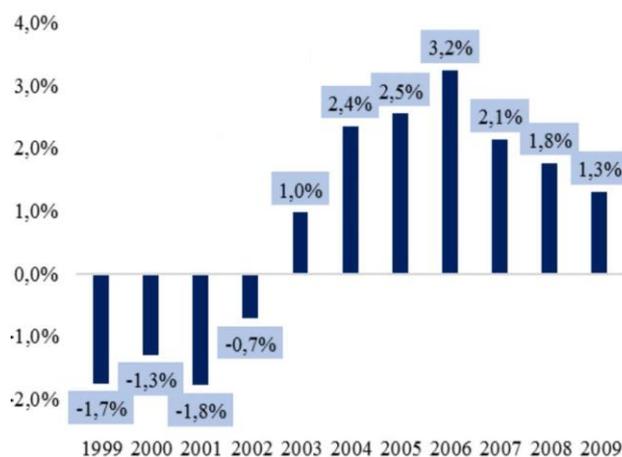
FUENTE: Ministerio de Hacienda de la Nación

La definición acerca de si habrá o no quita es, según los expertos en finanzas internacionales, crucial para determinar cuán traumático va a ser este proceso. Sin quita, Argentina podría aspirar a volver más rápido a los mercados voluntarios para conseguir financiamiento y favorecer, por tanto, la posibilidad de expandir la actividad económica y aumentar las exportaciones. Pero, como vimos en el párrafo previo, si esto no acontece las dudas se colocan sobre la sostenibilidad del superávit primario al cual el país se comprometa a arribar para honrar el nuevo esquema. Así, sin quita, un superávit primario más alto seguramente va a ser exigido con lo cual las posibilidades de una salida más rápida del actual cuadro de recesión de postergarían en el tiempo, con el impacto político y social que esto implicaría, pudiendo a tener que volver a renegociar dicho acuerdo a futuro si el mismo no se sostiene.

Dada esta realidad de doble entrada, esto es, nivel de deuda/PBI vs. nivel de superávit primario/PBI, la propuesta de reperfilamiento de la deuda uruguaya en el año 2003, propuesto inicialmente por Alberto Fernández, parece haber caído en zona de duda no sólo por el contexto inicial de implementación sino

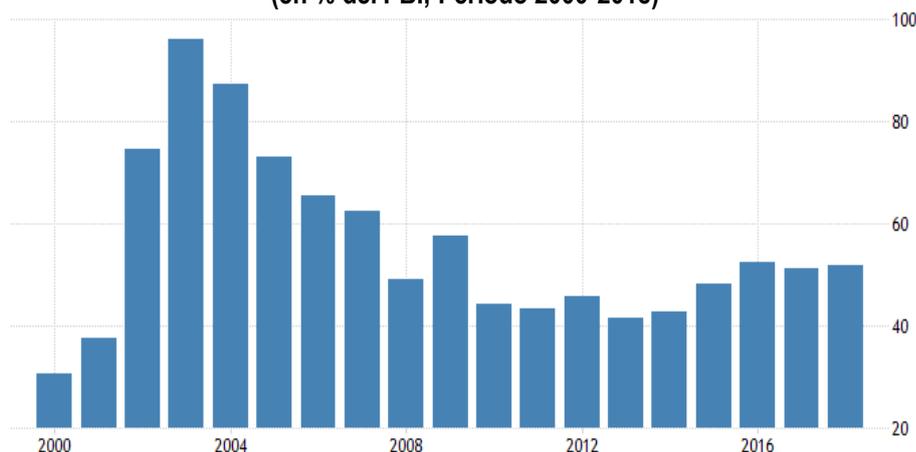
por los sacrificios fiscales a los cuales el país tuvo que someterse. Uruguay, a partir de 2003 pasó de registrar cuatro años de un déficit fiscal de 1,3% del PBI promedio a un superávit creciente y hasta alcanzar el 3% del PBI en el año 2006, para luego descender. En ese marco la reducción del Gasto Público y aumento de la Recaudación, en un contexto de reducción de salarios nominales de hasta el 10% y devaluación del peso uruguayo en casi el 100% permitieron hacer sustentable el pago de su deuda, que pasó del 90% del PBI en el año 2002 a cerca del 60% en la actualidad. Este contexto le permitió al país rápidamente recuperar actividad económica a partir del año 2004 y permitir, al mismo tiempo, la sustentabilidad de su propio endeudamiento.

GRÁFICO 4: Superávit Primario Uruguay
(en % del PBI; Período 1999-2009)



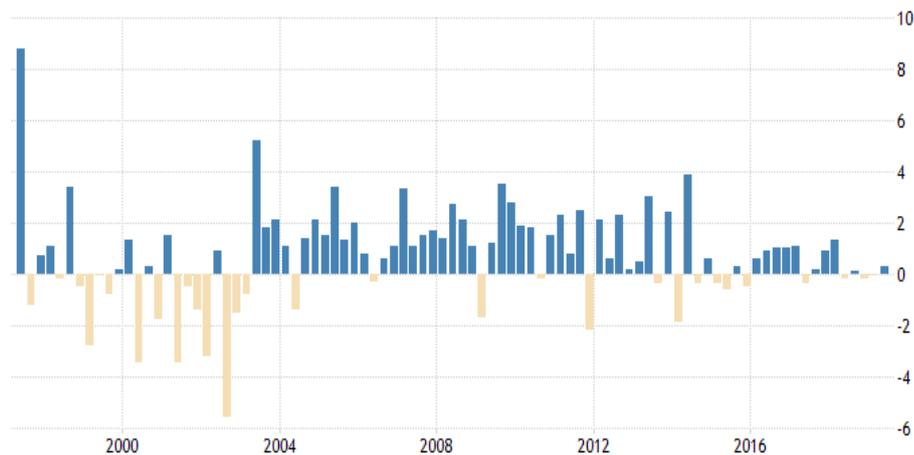
FUENTE: Instituto Nacional de Estadísticas del Uruguay.

GRÁFICO 5: Ratio Deuda Pública/PIB Uruguay
(en % del PIB; Período 2000-2018)



FUENTE: Elaboración propia en base a www.tradingeconomics.com.

GRÁFICO 6: Tasa de Crecimiento Económico Uruguay
(en % del PBI; Período 2000-2018)



FUENTE: Elaboración propia en base a www.tradingeconomics.com.

2. La deuda, en el centro de la escena política y económica.

Es claro que el problema del tamaño y/o sustentabilidad de la deuda pública constituye el centro del problema económico del próximo Gobierno. No sólo por la magnitud de los compromisos de pagos que hoy ya son incumplibles sino cómo el mismo impacta en la disponibilidad de dólares al resto de la economía, al mismo tiempo que su magnitud condiciona la recuperación de la actividad económica como la corrección del déficit fiscal consolidado, clave para viabilizar cierto contexto de estabilidad cambiaria con baja de la inflación.

Al respecto no es menor contemplar la importancia que el propio Alberto Fernández le ha asignado al problema. No controlar el mismo implicaría carecer de herramientas para comenzar a estabilizar el resto de las principales variables económicas para encarrilar la economía hacia la recuperación de la actividad económica, del consumo (en menor medida) y de la inversión, variable clave para sostener un ritmo creciente de producción y empleo. Si esta convergencia no se logra va a ser muy difícil para el mismo Alberto Fernández legitimar su gobierno con lo cual se podría ingresar a una dinámica política y social hoy contenida por la propia perversión del cuadro económico reinante que ponen frenos en el corto plazo.

Creemos que es inevitable una re-estructuración de toda la deuda a partir de la dinámica que antes expusimos. Sin lugar a dudas que esto podría generar un contexto de alejamiento de los mercados de deuda voluntaria para el país, sin considerar que la repetición de las condiciones internacionales que se vivieron en los años 2003-2008 hoy no son observables. Por tal motivo, un acuerdo rápido con el FMI en lo que concierne a la transformación del programa Stand-By en uno de Extended Facilities facilitaría la renegociación con los acreedores privados.

Aún siquiera se ha producido las elecciones de Octubre próximo ni menos el recambio presidencial de Diciembre pero ya el volumen y complejidad de la agenda del nuevo Presidente anticipan las complejidades y el costo de las pérdidas a repartir.

BIBLIOGRAFÍA.

- Alesina, A. (1989): "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies", *Economic Policy*, 8.
- Buchieri, F., Perticarari, N., Mancha Navarro, T. y Pereyra, A. (2016), "Macroeconomía: Un Enfoque Latinoamericano". ECOE Ediciones.
- Buchieri, F. (2019): ""El Plan "Llegar a Octubre (como sea!!!)" ¿alcanza o ya hay que pensar en otras medidas?" . Documento de Trabajo N° 4. Centro Escuela de Gestión y Negocios, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Entre Ríos.
- Buchieri, F. (2019): "Cristina, una vez más, lo hizo!!!. Análisis Político y Económico de la pre-fórmula presidencial Fernández-Fernández". Documento de Trabajo N° 5. Centro Escuela de Gestión y Negocios, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Entre Ríos.
- Calvo, G. (1987): "On the Costs of Temporary Policy". *Journal of Development Economics*, 27. 1-2.
- Cuadrado Roura, H. y Otros (2015): "Introducción a la Política Económica". Mc Graw Hill Editores.
- De Pablo J. C. (2008): "Política Económica con debilidad política", *Criterio*.
- De Pablo J. C. (2018): "Política Económica Práctica: 4 Episodios Ilustrativos", Reproducido de Contexto; Suplemento a la entrega No. 1.513.
- De Pablo, J. (2016): "Política Económica y Toma de Decisiones, 2012-2015". Mimeo. Disponible en <https://www.juancarlosdepablo.com/articulos.php>
- Ferreres, O. (2010): "Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2010". Edición Bicentenario. El Ateneo y Fundación Norte y Sur.
- Rapoport, M. (2010): "Las Políticas Económicas de la Argentina: Una Breve Historia". Editorial Booket.