

Una Propuesta para la Reestructuración de la Deuda Pública: Bono- Exportación vs. Bono- PBI

Carlos Rodríguez - Mariano Fernández
Universidad del CEMA

13 de Abril, 2004

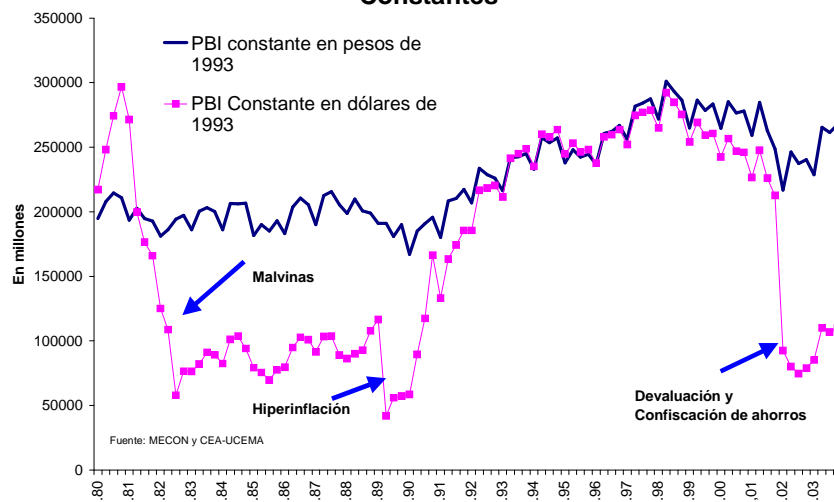
Basta hacer algunos pocos cálculos para saber que el esfuerzo fiscal de 3% de superávit primario en términos del PBI apenas alcanza para servir la deuda en estado normal y por ende no puede ser la base de negociación de los US\$102,000 millones de deuda aún en default.

Sabemos también que sin solución al problema de la deuda en default habremos dilapidado definitivamente el ahorro de gran parte de los argentinos que participaron del Sistema Privado de Jubilaciones y Pensiones, y ni hablar de nuestro crédito externo, esencial para el financiamiento de proyectos de inversión nuevos que involucren riesgos.

Creemos que la propuesta de un bono atado a la evolución del PBI, incluso cumpliendo con el superávit del 3%, es de difícil evaluación, y podría llegar a carecer de sostenibilidad y practicidad, por ende será poco atractiva para los acreedores, los que la habrán de evaluar aplicando una alta tasa de descuento (riesgo país).

El Producto Bruto Interno, o sea el flujo de bienes y servicios finales generado durante un período determinado, presenta una alta variabilidad cuando es medido en dólares. Durante la fase expansiva del ciclo aumenta la producción real y además se suele apreciar el tipo real de cambio, lo que magnifica el aumento del PBI medido en dólares; en la fase contractiva cae el producto real y sube el tipo real de cambio, por lo que el PBI en dólares cae fuertemente. Un bono atado al PBI tendría, por lo tanto, fuertes e imprevisibles oscilaciones en el valor de sus futuros pagos en dólares.

Gráfico 1: Producto Bruto Interno a precios Constantes



Nuestra propuesta consiste en instrumentar un Bono (o acción) atado, no al crecimiento del PBI, sino a nuestras exportaciones. La versión más fuerte de esta propuesta sería destinar un impuesto a las exportaciones para ser utilizado exclusivamente al servicio del bono de reestructuración. Creemos que un impuesto del 5% sobre nuestras exportaciones (por 30 años) tendría un Valor Presente neto del orden del 40% de la totalidad de nuestra deuda en default, por lo que debería ser mas que suficiente para renegociarla voluntariamente.

Las exportaciones son más independientes del ciclo real de nuestra economía y presentan una menor variabilidad, por lo que darían un horizonte de mayor previsibilidad a la hora de evaluar la capacidad futura de pago de nuestra deuda. Esto redundará en que nuestra oferta de reestructuración sea evaluada con una menor tasa de descuento. Además, es altamente probable que nuestras exportaciones crezcan en las próximas décadas más rápido que el PBI y que nuestros acreedores lo perciban así. Por lo tanto el Bono- Exportaciones sería doblemente atractivo: la base crece más rápido y el riesgo es menor. **Además, se crearía un incentivo en los países acreedores para eliminar barreras a nuestras exportaciones ya que de otra manera no cobrarían su deuda.**

El Cuadro 1 muestra el valor presente de ambas alternativas (PBI o Exportaciones) bajo hipótesis alternativas de tasas de descuento y de crecimiento. Como hipótesis más probables creemos que el PBI crecerá al 4% y las exportaciones al 5%. Por otro lado creemos que el Bono- Exportaciones tendrá una tasa significativamente menor que el Bono- PBI: un 5% versus el 10%. Cabe notar que 10% es la prima de riesgo actual para los bonos de la deuda en servicio, que se financiarían con el famoso superávit del 3%.

Cuadro 1

Valor Presente por 30 años: 1% del PBI (Valor inicial: U\$S 150 MM) o 5% de las Exportaciones (Valor inicial: U\$S 30 MM)				
		Tasa de Descuento		
		5%	10%	15%
Tasa de crecimiento de la base	3%	33865	19001	12403
	4%	38930	21167	13487
	5%	45000	23698	14722
	8%	71727	34289	19626

Valor probable del Bono- Exportaciones en millones de U\$S

Valor probable del Bono- PBI en millones de U\$S

Con los valores supuestos, un impuesto del 5% a las exportaciones implicaría un pago inicial de 1,500 M de dólares y tendría un valor presente neto de 45,000 M de dólares. Un superávit de 1% del PBI llevaría un pago inicial idéntico(1,500 M de dólares) pero tendría un valor presente neto de casi la mitad: solo 21,167 M de dólares.

Un bono atado al PBI involucra las siguientes desventajas:

1. Depende del tipo de cambio real, por lo que determina un PBI en dólares subvaluado durante las crisis y sobrevaluado en los booms.
2. La recaudación del superávit es en pesos, no en dólares.
3. Su supervisión e implementación son complejas, pues requiere una auditoría permanente del FMI.
4. Los acreedores exigirían una prima de riesgo más alta por participar del ciclo real de la economía argentina.

Un bono financiado con un impuesto a las exportaciones implica:

1. Disociación del servicio de la deuda al ciclo de la economía argentina
2. El Bono estaría autofinanciado mediante un impuesto directo a las exportaciones.
3. La recaudación es en moneda de pago.
4. Genera incentivos positivos por parte de las naciones acreedoras para que abran sus mercados a las exportaciones argentinas.
5. Facilidad de instrumentación y cálculo.
6. Por todos los puntos anteriores, creemos que la tasa de descuento aplicada sería mucho menor que en el Bono- PBI.
7. Aún si no se quisiera emplear un impuesto, un bono atado a las exportaciones es más ventajoso que uno ligado a la evolución del Producto (se pierden las ventajas 2 y 3).

Análisis de Variabilidad

Para ser más rigurosos en nuestro análisis, y como se trata de series que poseen un componente tendencial, es importante estudiar el tamaño del desvío del producto, tanto en pesos como en dólares, y de las exportaciones, cuyo comportamiento se muestra en los Gráficos 2, 3 y 4.

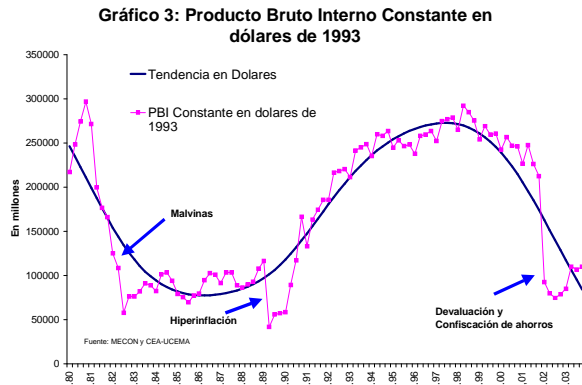
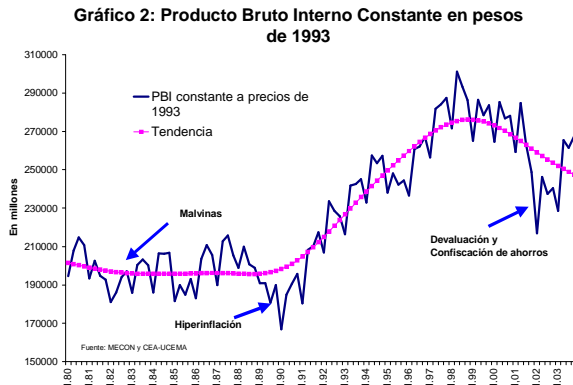
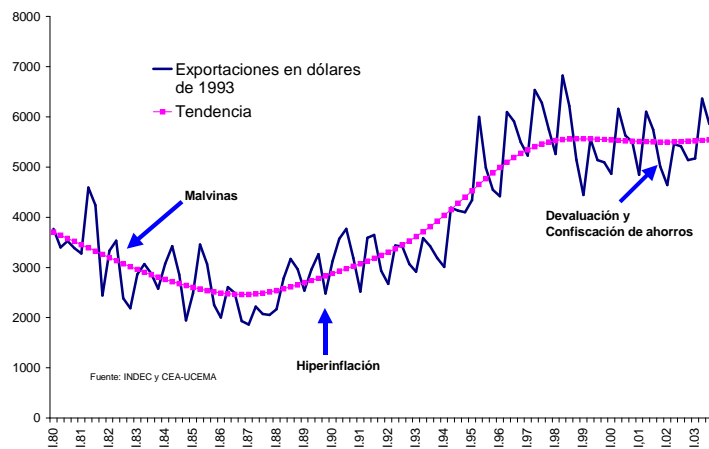


Gráfico 4: Exportaciones en dólares de 1993



De los gráficos se pueden extraer las siguientes conclusiones:

A) Las crisis profundas de nuestra historia económica reciente nos indican que el PBI en dólares tiene un mayor desvío en valor absoluto que el PBI en pesos. Esta tendencia a la subvaluación durante las crisis nos coloca en dificultades de pago, básicamente porque la recaudación impositiva depende del nivel de actividad y se realiza en pesos, mientras que el servicio de la deuda se realiza en dólares.

B) Las devaluaciones nominales afectan al tipo de cambio real, pero por el pánico que generan no son significativas para aumentar el nivel de exportaciones.

C) Las exportaciones son menos sensibles a los cambios del ciclo de nuestra economía. Los momentos de mayor desvío con respecto a la tendencia no se producen necesariamente en los momentos donde el PBI en dólares se encuentra fuertemente subvaluado (Malvinas- Hiperinflación- Devaluación y Confiscación). Por esta razón un impuesto sobre las exportaciones o un bono ligado a la evolución de las mismas tiene el beneficio de ser poco dependiente del ciclo económico.

Nuestro análisis técnico intenta mostrar que un bono atado al PBI tendrá una serie de dificultades que no solucionan la prociclicidad de nuestro acceso al mercado de capitales ni la alta imprevisibilidad de los futuros flujos de pagos y por ende no puede ser el pilar fundamental sobre el que se asiente la renegociación de la deuda en default. Un bono atado a las exportaciones nos aleja del ciclo real de la economía, dando previsibilidad a los acreedores, con lo cual nuestra propuesta sería evaluada con una menor tasa de riesgo país.

Quizás con esta propuesta del Bono- Exportación podamos reducir los riesgos para el acreedor y con ello obtener una quita de capital importante de manera tal que podamos servir lo refinanciado con responsabilidad, demostrándole al mundo que tenemos voluntad y compromiso de pago.