

COMENTARIO DE ENRIQUE BOUR AL TRABAJO DE GUILLERMO ESCUDE

Bour, Enrique A. es un economista argentino, autor del comentario del trabajo de Guillermo Escude. Es graduado en Economía, enseña "Planeamiento Económico y Evaluación de Proyecto" en la Universidad de Buenos Aires, desde 1977. Ha llevado a cabo investigaciones en varios temas econométricos, proyecciones econométricas, planeamiento económico y en compañías del Sector Público, publicando, entre otros trabajos: "Un modelo anual Econométrico de la Argentina", (1979), "Los mercados agrícolas en la Argentina: Un estudio econométrico" (1983). "Teoría Económica y Reforma del Estado" (Incluido en un estudio publicado por la Fundación FIEL sobre la Reforma del Estado", 1986, "Regulación como fuente de Ineficiencia; el caso de las empresas de Sector Público de la Argentina" (1989). También colaboró en un estudio sobre las empresas del Sector Público (1982, con A. Sturzenegger), en varios estudios sobre planeamiento sectorial, ejercicios de previsión, y estudios sobre reglamentaciones gubernamentales específicas (Compre Argentino, 1988, con D. Artana). Como consultor ha trabajado en el Depto. de Planeamiento para la Universidad (1973), para el Ministerio de Economía (1982) y para el Sector Externo en el Banco Central (1983 a 1988).

El trabajo que se comenta encara un tema de indudable relevancia en el momento actual, en que la administración entrante deberá revisar las políticas aplicadas en el período 1983-1989 respecto del tratamiento a otorgar al sector externo y, en particular, a la relación con bancos, gobiernos y organismos acreedores del país.

El autor desarrolla un modelo mediante el cual se conceptualiza la relación entre precio de la deuda externa en los mercados secundarios y superavit comercial. Aún cuando el trabajo no contiene mediciones ni datos sobre la economía argentina, el autor considera que las conclusiones derivadas del modelo arrojan luz sobre las cuestiones de índole práctica que enfrenta la Argentina como país deudor.

Comentaré el trabajo en dos planos: el modelo en sí y su verosimilitud y relevancia para el caso argentino, y luego me referiré al diagnóstico implícito del autor sobre la situación de la deuda externa. Anticipo que en ambos planos tengo razones para creer que el trabajo debe ser ajustado a efectos de reflejar la situación real y que las conclusiones de política del autor no se siguen necesariamente de su análisis. Destaco la claridad expositiva y precisión técnica de la exposición de Escudé, de tal manera que me concentraré en aquellos puntos que estimo perfectibles.

1. Las ecuaciones relevantes del modelo ([2]-[4]) presentan algunos problemas de especificación que, a juicio de este comentarista, deberían ser subsanados en una versión posterior.

Los parámetros de las ecuaciones de comportamiento son tratados como constantes, aunque sobre este punto el autor no es totalmente explícito. Así, el parámetro τ de ajuste del superavit comercial se mantiene constante en el análisis de la evolución a lo largo del "sendero de ensilladura", pero luego se supone arbitrariamente que se hace cero cuando se llega a un límite no bien definido dado por la "imposibilidad de seguir agrandando el excedente". El gobierno luego destina una fracción constante s del excedente comercial para recompra de títulos. En consecuencia, no queda claro si las conclusiones (por ejemplo: "el problema de la deuda externa no ha sido resuelto") se originan en estos supuestos o en la estructura general del problema. Mi sugerencia en este campo es evitar la teorización ad-hoc y derivar las políticas gubernamentales de un modelo explícito de planificación, del

cual podría surgir que los coeficientes deben variar en función del estado del sistema.

En la ecuación de arbitraje [2] observo que no es lógico suponer, como lo hace el autor, que dinero "viejo" y dinero "nuevo" son sustitutos perfectos y tienen un precio idéntico en el mercado secundario (p). De hecho, el caso argentino es un ejemplo de la práctica habitual en la negociación de la deuda externa, a saber que el aporte de fondos frescos no es proporcional a la exposición actual, sino a la posición de deuda "de fecha básica" (30.6.82), ajustada por cambios en la titularidad de los préstamos y atrasos significativos en el pago de intereses, tal como fue acordado en el Contrato de Crédito a Plazo de 1987.

La ecuación [3] es a mi juicio una conceptualización errónea de la predicción de riesgo por parte del tenedor de un título o bono, ya que incorpora como determinante exclusivo de la evaluación del inversor el elemento liquidez del balance de pagos y no contiene referencia alguna a las perspectivas de largo plazo del deudor o, como se suele decir, el elemento solvencia. Como consecuencia, el comportamiento de los inversores es excesivamente miope y el modelo tiene "built-in" un elemento de rigidez que resulta sospechoso. No debe olvidarse tampoco la importancia del factor riesgo de default; de hecho, la extensión de préstamos de dinero nuevo se hace, en un préstamo involuntario, en función de apuntalar los créditos anteriores reduciendo el riesgo de default.

Como se argumenta más adelante, políticas domésticas erróneas, desorden fiscal, señales equivocadas, regulaciones distorsionantes e incumplimiento de los paquetes financieros constituyen sin duda determinantes más importantes que la situación transitoria de liquidez de la economía para juzgar su solvencia en el largo plazo.

La ecuación [4] es de comportamiento del gobierno, ya que presumiblemente surgiría de una política de tipo de cambio controlado. Aquí resulta relevante analizar la experiencia del período 1983-1988 (Cuadro 1).

Como resultado de los acuerdos obtenidos, Argentina pagó con los fondos frescos aportados por los bancos, el FMI, el Club de París y los organismos internacionales, una proporción de intereses que se puede estimar en el 40 % de los intereses cancelados entre 1984 y 1988.

El autor expresa una opinión sostenida reiteradamente en fuentes de la administración saliente, a saber que el gobierno procuró aumentar el excedente comercial tanto mediante controles a la importación como mediante incentivos a la exportación. Sería interesante tratar de obtener una aproximación empírica del parámetro τ , cuyo valor positivo

está directamente asociado al concepto de "esfuerzo". Soy escéptico respecto de que los datos empíricos sean consistentes con la hipótesis del esfuerzo, y creo que más bien abren campo a la tesis inversa, que el aumento de financiamiento externo del servicio de la deuda contribuyó a relajar internamente la disciplina de la economía, en particular a través del financiamiento al sector público¹⁴. Sobre esto se volverá más adelante.

Cuadro 1: **BALANCE DE PAGOS: CUENTA CORRIENTE**
Mill. de Dis.

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Cuenta Cte	-2461	-2391	-953	-2859	-4238	-1615
Saldo Com.	3331	3523	4582	2128	540	3810
Export.	7836	8107	8396	6852	6360	9134
Import.	4504	4584	3814	4724	5820	5324
Serv. Reales	-400	-205	-231	-573	-285	-290
Serv. Financ.	-5408	-5712	-5304	-4416	-4485	-5127
Util. Ddos.	-425	-439	-425	-482	-558	-660
Intereses	-4983	-5273	-4879	-3934	-3927	-4678
Pagados	5423	5537	5132	4291	4145	4884
Cobrados	440	264	253	357	218	206
Transf. Ctas.	16	3	0	2	-8	0
Intereses Financiados^{B/}		809	3096	1504	2389	807

^{B/} Desembolsos de bancos, gobiernos y organismos internacionales imputables a cancelación de intereses.

2. Considero apropiados los comentarios del autor en cuanto a: a) señalar la conexión inescindible entre servicio de la deuda, reanudación de préstamos voluntarios y estímulo de la inversión productiva; b) considerar necesario un replanteo de las estrategias seguidas a partir de 1983; e) ausencia de soluciones únicas al problema de la deuda.

Por el contrario, las limitaciones indicadas de los supuestos me inducen a sospechar de algunas de las conclusiones que se extraen. La introducción de una quita en la deuda (a ser efectuada por los gobiernos de los acreedores

externos) no me parece bien analizada en términos de costo y beneficio para deudores y acreedores. En primer término, la quita debería ser realmente importante para dar lugar al "caso virtuoso", en que la propensión al ajuste τ se eleva sustancialmente. Segundo, las propuestas de quita no resuelven adecuadamente el problema de las pérdidas de capital de los bancos, dados los esquemas regulatorios vigentes. Cómo asegurar que las políticas de perdón de la deuda son incentivo compatibles para deudores y acreedores? Cómo evitar introducir en el sistema incentivos "built-in" para que los deudores se vean tentados a repudiar la deuda en el futuro o a postergar las necesarias medidas de disciplina fiscal, monetaria y cambiaria?

3. Es oportuno ahora considerar la posición del autor acerca de la insolvencia de la economía argentina dadas las actuales tasas de interés, y pasar al plano del diagnóstico implícito sobre el problema de la deuda. A tal efecto, permítasenos poner en contexto las políticas nacionales seguidas en la materia.

Pueden delinearse tres subperíodos relativamente bien delimitados en materia de estrategia del gobierno nacional respecto de la deuda.

El primero (diciembre de 1983 a junio de 1985) puede caracterizarse como de enfrentamiento con la comunidad financiera y aprendizaje de las realidades internacionales. Acumulación de atrasos, incremento de las reservas internacionales, carencia de acuerdos estables con el FMI y una actitud de cuestionamiento de la "legitimidad" de la deuda heredada son datos de este tramo.

El segundo subperíodo (junio de 1985 a marzo de 1988) es el de los grandes acuerdos con la banca comercial, el Club de París y los organismos internacionales. Los atrasos en los pagos se reducen al mínimo, se desacumulan reservas y se tienden a consolidar las relaciones con los acreedores. Los acuerdos con el FMI son renegociados, dentro de un contexto internacional en que la banca comercial aumenta fuertemente sus reservas por los créditos a las naciones endeudadas al tiempo que surgen iniciativas para un tratamiento especial a la deuda externa. Durante este segundo tramo de su gestión, el gobierno aplicó una estrategia de refinanciación de los vencimientos de capital, pago parcial de los intereses de la deuda y contratación de nuevos créditos (especialmente préstamos involuntarios de la banca comercial) para cerrar la brecha financiera externa.

El tercer subperíodo (marzo de 1988 a la actualidad) está caracterizado por el incumplimiento de los acuerdos suscriptos, fuerte acumulación de atrasos, la imposibilidad de cerrar nuevos acuerdos con bancos y organismos internacionales y el deterioro de la reputación externa de

Argentina y de su capacidad negociadora.

La situación hiperinflacionaria que vive la Argentina en coincidencia con el traspaso del gobierno a otra administración ha determinado que pasara a un segundo plano la grave situación existente en el frente externo. Los indicadores (atrasos, nivel exiguo de reservas internacionales, reducción del financiamiento comercial y encarecimiento de las líneas de crédito, etc.) muestran un pronunciado deterioro de la situación de corto plazo. A ello se suman los problemas estructurales del sector externo no resueltos, conformando así un panorama sumamente complejo para la implementación de cualquier programa de estabilización y crecimiento. Los incumplimientos de Argentina, que la ubican claramente en una situación de default contractual con la banca acreedora, los gobiernos y los organismos internacionales, unidos a la baja reputación internacional del país, al colapso fiscal prevaleciente y al proceso hiperinflacionario en vigencia, tornan difícilmente accesible una negociación externa sin "poner en orden la casa" previamente.

La continuación de las estrategias 1983-1989 hacia el sector externo no parece ya un camino viable ni deseable para la economía argentina. Debe concluirse pues que sólo resta esperar un gesto de los acreedores - encuadrado o no dentro del famoso "tratamiento político de la deuda"? Permítaseme, para concluir mi comentario, algunas observaciones que sugieren volver la atención hacia las políticas domésticas como factor de salida de la situación actual, y dar una respuesta negativa a esta pregunta.

Un viejo precepto hacendístico estipula que "los shocks temporarios deben ser financiados, los shocks permanentes deben ser enfrentados mediante el ajuste". No caben dudas de que desde 1982 el contexto internacional ha sufrido cambios permanentes o, si se quiere, se inició un ciclo de larga duración. El capital pasó a ser un recurso más caro; para Argentina se discontinuó el crédito voluntario. Por consiguiente, no caben mayores dudas de que el ajuste es un componente necesario de las políticas hacia el sector externo. Argentina, durante la administración 1983-1989, no realizó los ajustes necesarios de su economía para considerar que "se hicieron los deberes" desde la óptica de la comunidad financiera internacional.

Y aquí es importante subrayar que el problema de la deuda externa es, básicamente, el problema de la insolvencia del sector público: en 1989 la deuda pública constituye más del 90 % de la deuda externa. También es el problema de las políticas erróneas hacia los mercados, particularmente en cuanto a la adopción de políticas de deficit y regímenes cambiarios que sistemáticamente han penalizado las inversiones privadas y las exportaciones y alentado la

exportación de capitales de residentes.

Tómese como ejemplo el tema de las empresas públicas. Distintos estudios, en particular los realizados por FIEL en los últimos años, han demostrado las gruesas y crecientes ineficiencias existentes en esta área. Las distorsiones han sido cuantificadas en una cifra no inferior a 3000 mill. ds. anuales. Parte de esta pérdida obedece a la baja productividad del capital inducida por las regulaciones gubernamentales sobre compras, empleo, etc. y también por el mismo hecho de tratarse de empresas públicas. Pero la responsabilidad atribuible a la política tarifaria es grande. En Argentina, el contribuyente general subsidia al consumidor de bienes y servicios públicos. El costo de tales políticas debe computar la mayor presión tributaria requerida, que en Argentina se ha traducido invariablemente en impuestos distorsionantes al comercio exterior y reducción del excedente comercial potencial. Curiosamente, con las empresas públicas el gobierno está en una posición que guarda alguna similitud con la de los acreedores del país, ya sea perdiendo el retorno de sus inversiones o viéndose "forzado" a extender nuevos fondos frescos a las empresas para sostenerlas.

4. El problema de pago de la deuda externa argentina, más allá de los instrumentos que se han venido aplicando para reducir su impacto representa en Argentina, primariamente, un gran desafío: el de encarar el ajuste de la economía via reforma del sector público y de sus modalidades de intervención en la economía, a fin de transformar nuevamente al país en un deudor solvente y permitir así la reapertura de las fuentes de financiamiento voluntario.

Por lo tanto, así como en el plano interno la reforma del sector público ha pasado a ser el instrumento principal del programa de estabilización, también constituye el principal instrumento necesario para el ajuste en las cuentas externas del país. Que un mismo instrumento de la política económica sirva para obtener simultáneamente dos objetivos, el interno y el externo, es una circunstancia positiva que la administración entrante deberá aprovechar. Acaso la situación no sea, después de todo, tan negativa como lo indican los datos del sector externo.

NOTAS

- 4/ Ajustes de la ecuación [4] con datos del período parecen indicar que existen evidencias en cuanto a que el parámetro τ no es distinto de cero y aún podría resultar negativo.