

LAS FINANZAS DEL ESTADO URUGUAYO: ¿ILIQUEZ O INSOLVENCIA?

El tema en cuestión

A raíz de la publicación de la Carta de Intención que el gobierno acaba de firmar con el FMI se ha instalado un debate acerca de la verdadera situación de las finanzas del Estado uruguayo, y por consiguiente sobre la estrategia a seguir con respecto a la renegociación de la deuda pública.

Para unos, el Estado uruguayo enfrenta problemas de **liquidez**, es decir, puede pagar la totalidad de su deuda pero no puede hacerlo en este momento. Para quienes defienden este diagnóstico, un reperfilamiento amistoso de los vencimientos de la deuda, que le de al país el oxígeno necesario para recomponer su situación, es el tratamiento adecuado.

Para otros, el Estado uruguayo enfrenta problemas de **solvencia**, es decir, no sólo no está en condiciones de pagar ahora, tampoco está en condiciones de pagar la totalidad de la deuda incurrida. En este caso, el tratamiento adecuado no se limita a un reperfilamiento de los vencimientos, sino que también requiere de una reducción del monto adeudado, procurando quitas en el capital y/o una reducción de las tasas de interés.

Nuestra opinión

Que el Estado uruguayo se declare insolvente con el objetivo de obtener un tratamiento más benevolente por parte de los acreedores es, en el mejor de los casos, prematuro; y en el peor inconveniente, porque puede potencialmente generar mayores costos sociales que aquellos que se pretende evitar.

Una estrategia secuencial es a nuestro criterio más prudente y acertada. Un canje voluntario de la deuda pública que aleje el fantasma de una cesación de pagos traumática por parte del Estado uruguayo, y lograr en paralelo el saneamiento del sistema financiero, habilitarán la normalización de las relaciones financieras y crediticias. Esta normalización, a su vez, habilitará muy probablemente una reactivación, es decir, una mayor utilización de la capacidad productiva ya instalada pero hoy ociosa.

Una reactivación productiva relativamente moderada, de materializarse, permitiría enfrentar el servicio de la deuda pública (el que resulte después del canje voluntario con los acreedores privados) sin realizar esfuerzos fiscales adicionales a los que se habrán realizado en el bienio 2002/2003 que, justo es reconocerlo, serán muy importantes. Una reactivación algo más firme permitiría incluso revertir una parte de ese esfuerzo fiscal en los años posteriores.

La situación luciría aún más favorable si el país retomara la agenda de transformaciones necesarias, lamentablemente postergada, para apuntalar el crecimiento y aumentar su capacidad productiva.

Dado que bajo escenarios perfectamente factibles el Estado uruguayo estaría en condiciones de servir su deuda, y dado el enorme costo que potencialmente tendría que el Estado se declare insolvente, creemos que la declaración de insolvencia debe ser el último recurso, sólo utilizable si los escenarios relativamente favorables en materia de reactivación no se materializaran. Es decir, cuando resulte obvio que no queda más remedio. No es éste el momento.

El Problema de Liquidez

La estrategia que emerge de la nueva Carta de Intención con el FMI, apunta a resolver el problema de liquidez de corto plazo y asegurar la solvencia fiscal del Estado uruguayo a mediano plazo, es decir, a generar los excedentes necesarios para poder atender el servicio de la deuda pública que surja después del canje.

La estrategia se apoya en tres grandes pilares:

- Un importante esfuerzo fiscal, que apunta a generar un superávit primario (el resultado fiscal antes del pago de los intereses de la deuda pública) mayor a 3% del PBI en los próximos tres años, aumentando progresivamente hasta alcanzar el 4% del PBI en el mediano plazo.
- Un reperfilamiento de los vencimientos a través de un canje voluntario de la deuda en títulos públicos.¹
- El aporte financiero de los organismos multilaterales que habrá de materializarse en la medida que se cumpla con las metas fiscales y los compromisos de reformas estructurales contenidos en el programa.²

El superávit primario acordado con el FMI, el canje voluntario de títulos públicos y los desembolsos de organismos multilaterales previstos en la Carta de Intención permitirían cerrar la brecha financiera en el bienio 2003-04 como se desprende del **Cuadro 1**, por lo cual el problema de liquidez de este bienio quedaría esencialmente resuelto.

Cuadro 1
Necesidades Financieras 2003-2004
(millones de dólares)

USOS	(3548)
Intereses de Deuda Pública	(1340)
Amortizaciones de Deuda Pública	(2208)
Títulos Públicos	(1060)
Préstamos Oficiales (1)	(1105)
Otros	(43)
FUENTES	2729
Superavit Primario	687
Org. Multilaterales	1830
Impuesto inflacionario	212
Brecha Financiera	(819)
Canje de Deuda (2)	800
Brecha Financiera después del Canje	(19)

(1) Incluye organismos multilaterales y préstamos bilaterales

(2) Se supone un canje voluntario del 100% de los títulos sujetos a reestructuración con vencimiento en 2003-04. Parte de estos títulos ya fueron canjeados con las AFAP y el BSE a fines de 2002

Fuente: BCU, Carta de Intención FMI y estimaciones propias

¹ Por más detalles sobre la reestructuración de la deuda ver *CERES en los medios No.1-2003*.

² Las reformas estructurales del programa económico acordado con el FMI incluyen la reforma tributaria, la de las cajas policial, militar y bancaria, y medidas para estimular la competencia de los sectores de telecomunicaciones y combustibles.

El canje de los títulos públicos incluirá a los títulos con vencimiento en el bienio 2005-06 y en años posteriores. No obstante, hay en el bienio 2005-06 una fuerte concentración de vencimientos con organismos multilaterales que haría eventualmente necesario plantear un reperfilamiento de esa deuda, tarea notoriamente más sencilla que hacerlo con los tenedores de títulos públicos.

El Problema de Solvencia: el año 2003

Por donde se lo mire, el año 2003 será duro desde el punto de vista fiscal y alcanzar la meta del 3,2% de superávit primario exigirá un esfuerzo considerable, ya que se parte de un resultado primario apenas levemente positivo en el año 2002.

Como se desprende del **Cuadro 2**, la mayor parte del esfuerzo fiscal habrá de recaer sobre el gasto público: el programa económico tiene implícita una fuerte caída real del gasto primario (-9,2%), fundamentalmente concentrada en el gasto salarial (-13,8%) y las prestaciones de la seguridad social (-15,1%). Dadas las caídas reales experimentadas en el año 2002, las remuneraciones públicas y las prestaciones de la seguridad social acumularán en el bienio 2002-03 una caída real de 27% y 24%, respectivamente.

Cuadro 2
Proyecciones Fiscales del Sector Público Consolidado
Año 2003

Resultado Fiscal		Variación de Ingresos y Gastos Primarios		
% PBI		2002 vs 2003		
		Var. Nominal		Var. Real
Resultado Primario	3.2%	Ingresos	28,7%	1,3%
Intereses	6.3%	Gastos Primarios	15,4%	-9,2%
		Salarios	9,5%	-13,8%
Resultado Global	-3.1%	Prestaciones SS	7,8%	-15,1%

Fuente: Carta de Intención FMI y estimaciones propias

Estas caídas son de similar magnitud a las que se registrarán en el sector privado. De acuerdo a las proyecciones de CERES, los salarios reales privados acumularán en el bienio 2002-03 una caída de 25,5%, en tanto que la caída de los ingresos laborales (salario promedio multiplicado por el número de trabajadores ocupados) será de 33% real en ese período. Estas cifras sólo son comparables a las que se observaron después del colapso de “la Tablita” en el año 1982. Los salarios privados y públicos y las prestaciones del sistema de seguridad social acumularon una caída real de 25%, 32% y 40%, respectivamente, en el bienio 1983-84.

El reconocimiento de que el año 2003 exigirá ajustes de gasto público particularmente duros, es el que conduce a algunos a plantear mecanismos que alivien la carga de la deuda pública y, presumiblemente, reduzcan la magnitud de esos ajustes.

El Problema de Solvencia en el Mediano Plazo

Dada la ausencia de mecanismos aceptados, los Estados soberanos no pueden declararse insolventes de manera indolora. Por el contrario, una declaración de insolvencia es potencialmente tan grave que puede terminar generando costos sociales mayores a los que se pretende evitar. Por lo tanto, una decisión de esta envergadura no puede ni debe tomarse sin una perspectiva de mediano plazo.

¿Cómo luce la solvencia del Estado uruguayo en los próximos cinco años? El stock de deuda pública a diciembre 2002 se estima en 92% del PBI (dicho sea de paso, este es exactamente el mismo nivel de deuda pública que el Uruguay tenía en 1985), por lo que el superávit primario necesario para generar los excedentes para atender el servicio de esa deuda es de aproximadamente 4% del PBI, lo cual coincide con la meta de largo plazo del programa con el FMI.

La capacidad de generar y sostener en el futuro previsible elevados superávits primarios dependerá en buena medida de la capacidad de reactivación de la economía. Para ilustrar la importancia de la reactivación económica trazamos tres escenarios para el 2004 y los años subsiguientes que se ilustran en el **Cuadro 3**.

- **Escenario sin reactivación**, donde suponemos que la actividad productiva no se recupera y se mantiene en los deprimidos niveles actuales. En este escenario, el gasto primario debería reducirse un 6% adicional en términos reales a partir del 2004, para generar un superávit primario de 4% del PBI.
- **Escenario con reactivación moderada**, donde suponemos que la actividad productiva recupera un 40% de lo perdido desde diciembre de 2001 (cuando se desata la crisis financiera). En este escenario la meta de 4% de superávit primario se alcanzaría si el gasto primario real se mantiene constante a los niveles de 2003, es decir, que en este escenario no se requerirían ajustes adicionales.
- **Escenario con recuperación firme**, donde suponemos que la actividad productiva recupera un 100% de lo perdido desde diciembre de 2001. En este escenario, el gasto primario real se podría incrementar un 9%, por lo que podría comenzar un proceso de real recuperación del salario público sin poner en riesgo la meta de superávit primario del 4% del PBI.

Cuadro 3
Evolución del Gasto Primario Real Necesario para Generar un Superávit Primario de 4% del PBI a partir de 2004

	<i>Sin Reactivación (1)</i>	<i>Reactivación Moderada (2)</i>	<i>Reactivación Firme (3)</i>
% de Recuperación del PBI Real (respecto a lo perdido desde Dic-2001)	0%	40%	100%
Cambio en el Gasto Primario Real (%)	-6%	0%	9%

(1) La actividad productiva se mantiene a los niveles actuales

(2) La actividad productiva recupera un 40% de lo perdido desde diciembre 2001

(3) La actividad productiva recupera un 100% de lo perdido desde diciembre 2001

El horizonte luciría aún más promisorio si además de reactivarse, lo que implica volver a utilizar capacidad productiva ya instalada pero ociosa, la economía pudiera retomar una senda de crecimiento, lo que implica aumentar la capacidad productiva del país.

Este análisis de mediano plazo sugiere que, bajo escenarios perfectamente factibles, el Uruguay está en condiciones de servir su deuda pública sin recurrir a ajustes adicionales, incluso revirtiendo parte de los ajustes del bienio 2002-03.