

SUPLEMENTO
136

RePro
REALIDAD PROFESIONAL

INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

Deuda Pública



Ciencias Económicas

CONSEJO | BUENOS AIRES



Deuda Pública

Las crisis por endeudamiento

Aunque Argentina ha logrado llevar su deuda pública a una situación manejable, la propia experiencia del país y la actualidad internacional nos está diciendo que esa deuda, su nivel y composición, debe ser sometida, de manera permanente, a un análisis integral. Es que las consecuencias de sus desviaciones, han llevado a países a situaciones verdaderamente límite. En el caso de Argentina, la arrastró hacia una crisis (2001-02) que fue la más profunda de su historia económica. Hoy, la deuda, está vapuleando nada menos que a las economías desarrolladas de Europa.

En todo tipo de países, la deuda es la forma en que se expresa en la superficie económica la acumulación de errores en el campo fiscal, cambiario y monetario, derivados a su vez de las deformaciones estructurales. Por cualquiera de las vías de política económica, los errores cometidos, terminan expresados, ya sea en niveles insostenibles de deuda o bien en situaciones inflacionarias incontenibles.

En ese punto, o bien se imponen severas correcciones, o bien el ajuste lo realiza la propia economía. El auto-ajuste se produce cuando desde el Estado no se intentan correcciones. En esas condiciones, los agentes económicos adoptan medidas individuales de defensa cuya agregación macroeconómica terminan por convertirse en un ajuste brutal y cuya nota característica serán sus efectos regresivos respecto a la distribución del ingreso. El costo social de ese ajuste terminará recayendo sobre los segmentos más vulnerables de la sociedad.

Debido a los riesgos del endeudamiento, hace ya dos décadas que los países de la Unión Europea se habían auto-impuesto, como límite máximo una deuda equivalente al 60% del PBI. Quien transponía ese límite quedaba fuera del proceso de integración. La realidad actual señala que:

“El mayor obstáculo al crecimiento en los próximos años será sin duda el inmenso legado de la deuda pública, que alcanza ahora en promedio 110 por ciento del Producto Interno Bruto en los países desarrollados, es decir casi en niveles de tiempos de guerra”, advirtió en Tokio, frente a representantes de los Estados miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI), la directora gerente de ese organismo, Christine Lagarde.” (Página 12; 13-10-2012).

Los orígenes de un alto nivel de deuda en Argentina

Ya en el siglo XIX la deuda tomada con la Baring Brothers en 1824, se había convertido en la preocupación económica central de Argentina hasta que pudo ser cancelada en el año 1904. Durante la mayor parte del siglo XX el endeudamiento pasó a resultar un tema secundario dentro de la política

económica hasta el proceso militar iniciado en marzo de 1976.

Durante ese periodo (1976-83) y durante la convertibilidad (1991-2001), el nivel de endeudamiento cobró impulso y pasó a ser el tema central de la economía pues condicionó toda la política económica y provocó el estallido de la crisis 2001-02.

No fue sólo el endeudamiento; éste fue sólo la expresión de las deformaciones, cuando toda la política económica se orientó a modificar de cuajo el modelo prevaleciente hasta 1975 de sustitución de importaciones.

El economista Roberto Frenkel, actualmente lo resume de la siguiente forma:

“En primer lugar, se establece una fijación del tipo de cambio nominal, como la convertibilidad o la “tablita” de Martínez de Hoz, y se desregulan los flujos financieros. Ello induce la entrada de capitales y el endeudamiento externo, estimula la demanda interna y de importaciones y genera un aumento en los costos, que debilita las exportaciones. Se genera un déficit en cuenta corriente por el desbalance comercial y la carga de los intereses de deuda, comienzan los incumplimientos y la salida de capitales. Luego, la crisis financiera y cambiaria.” (En Mesa Redonda UBA –Agosto 2012- “La crisis de la deuda y su resolución”-Página 12 - 15-08-2012)

En los '80 el problema se agravó por el aumento de la tasa de interés internacional a partir de la política económica estadounidense y la caída en el precio de los commodities. Esto, junto al default de México en 1982 y la Guerra del Atlántico Sur, provocó un reflujo de capitales y generaron una crisis de deuda en toda América Latina, y en particular en Argentina.

Las manipulaciones desde el Estado, a inicios de los '80 agravaron el problema. Mediante operaciones de pases (swaps) y seguros de cambio, se trasladó, el grueso de la deuda privada, a deuda pública.

La deuda pública que al Golpe de Estado de 1976 representaba un 13,8% del PBI, cuando asumió el gobierno democrático a fines de 1983 ya estaba en un nivel del 46,6% del PBI (ambas estimaciones del FMI).

Argentina y el resto de países de América Latina recién salieron de la situación de default cuando EE.UU. ejecuta el plan Brady a inicios de los '90. Esto significó cambios institucionales muy profundos. Por un lado, gobiernos democráticos estaban produciendo una novación de deuda. De esta manera, reconocían el endeudamiento “non sancto” (en Argentina: la carrera armamentista, la fuga de divisas, etc.) realizado por un gobierno dictatorial. Ya no era posible una declaración de “deuda odiosa” reconocida por los tribunales internacionales, y propiciada por el mismo EE.UU. en el caso de Irak.

Por el otro, se reemplazaban títulos de deuda nominativos que sólo podían circular entre bancos internacionales por bonos al portador que



podían ser vendidos al resto del mercado y pagar privatizaciones de empresas públicas (realizadas por entonces en gran escala) por su valor nominal, es decir, sin pérdida alguna para los bancos tenedores.

En 1991, a partir de la convertibilidad, el endeudamiento cobra un nuevo impulso. En ese caso el combustible fue el déficit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos que era cubierto mediante crédito externo. Y la problemática fiscal fue originada básicamente por la privatización parcial del sistema previsional a través del sistema de las AFJP.

El FMI lo explica así:

"[...] se permitió que el sistema público coexistiera con un sistema privado financiado. No solo se retiraron del sistema público los aportes de quienes decidieron pasarse al sistema privado, sino que también se redujeron progresivamente las contribuciones y aportes patronales a la seguridad social a fin de recortar los costos laborales y aumentar la competitividad. Al mismo tiempo, se crearon nuevos pasivos cuando el sistema federal asumió las obligaciones de algunos de los sistemas provinciales en quiebra. Tanto la pérdida anual de ingresos causada por la disminución de los aportes al sistema de reparto como la acumulación de pasivos provocada por la toma de los sistemas provinciales se financiaron con deuda, lo que contribuyó a exacerbar el creciente desequilibrio fiscal. [...] Es por eso que Kotlikoff (2001) ha comparado la privatización financiada con deuda a un truco de magia.

[...] El desequilibrio fiscal creado por la reforma de la seguridad social fue significativo. [...] Considerados como un todo, la reforma y los correspondientes cambios a nivel de política empeoraron el saldo fiscal global anual del gobierno federal en, al menos, un 2,7% del PIB." (Informe sobre la evaluación del papel del FMI en Argentina, 1991-2001. Oficina de Evaluación Independiente. FMI. Puntos 96 y 97).

Entre los años 1993 y 2001, la deuda creció desde 63,2 a 144,2 mil millones de dólares. Y preanunciaba un nuevo default. Cuando éste se produjo en el año 2002, a la deuda existente se sumó el costo de "salida" de la convertibilidad que se transformó en títulos de deuda, (compensación a bancos por pesificación asimétrica y amparos, rescate de bonos provinciales, devolución de quita a salarios públicos y jubilados), llevándola a un nivel de 193,7 mil millones de dólares en el año 2004. Y la relación con el PBI había pasado de aquel 13,8% en 1976 al 166% en el año 2002.

El proceso de reestructuración de la deuda

La reestructuración original

El camino elegido fue pagar la deuda de acuerdo a las posibilidades del país. Y sobre esa base, Argentina realizó una oferta concreta de reestructuración integral de la deuda, excepto para el caso de los entes multilaterales de crédito a los que se reconocería las obligaciones previas en su totalidad.

Y se convirtió en la reestructuración de deuda más importante de la historia económica mundial hasta ese momento. Dos razones para ello:

- Por el nivel del monto de la deuda y la complejidad del número de bonos, monedas y jurisdicciones existentes.
- Porque el caso de Argentina marcó un hito en el proceso de cambio de la



arquitectura financiera mundial. Fue un canje sin intervención ni aportes de los organismos financieros internacionales.

A pesar que muchos economistas consideraron a aquella oferta como un absurdo que jamás sería aceptada por los bonistas, el canje resultó un éxito relativo. ¿Por qué?

- 1.- La estrategia empleada. Por una parte avaló el criterio del status de acreedor privilegiado del FMI y por la otra dijo a los bonistas (la mayoría, de países con fuerte influencia en el FMI) que aquel reconocimiento le impedía pagar todo y debían reducir sus pretensiones dada la existencia de un "bolsillo único".
Con esto, el FMI entró en contradicción con los gobiernos de países desarrollados que defendían a sus bonistas. La consecuencia: el propio FMI decidió apartarse de la renegociación para desembarazarse de esta incómoda situación.
- 2.- Los círculos financieros internacionales habían tomado nota de que las razones estaban de parte de Argentina. Informes inobjetable, surgidos de su propio seno, daban cuenta de un proceso de endeudamiento donde Argentina fue "conejiillo de Indias" de un alucinado experimento. Y estos informes pertenecían nada menos que al propio FMI y a los periódicos de mayor influencia en los círculos financieros de Estados Unidos.
A los bonistas le quedaba claro que frente a la catástrofe que ellos mismos habían contribuido a generar, pretender cobrar todo, llevaría a que no pudiesen cobrar nada.
- 3.- La tenencia de bonos por parte de inversores institucionales (fondos de inversión y similares) contribuyó a la aceptación de las condiciones. Es que esos fondos habían procedido de manera profesional. Sabían que los altísimos rendimientos de esos bonos implicaban alto riesgo y previsionaron el diferencial de rendimiento. Y aunque la quita fue alta,



no les generó quebranto alguno.

4.-Los asesores jurídicos de los bonistas sabían que Argentina, en caso de fracaso del canje, podía acudir a tribunales internacionales y solicitar un recálculo de la deuda, donde el diferencial de intereses que pagaba se imputaría al pago de amortizaciones. En ese caso, la quita podía llegar a emparejar y aún disminuir la oferta que realizaba Argentina.

Este canje de deuda se concretó en el año 2005 y vuelve a reabrirse en el año 2010 para aquellos que no se habían presentado en aquella oportunidad.

El resultado global fue de alto impacto. Entre ambos canjes, tenedores del 92,4% de la cifra involucrada aceptó el canje con una quita muy importante (-75%) a valores actuales debido que hubo una disminución a valores nominales (-47%). Y se sumó a ese efecto nominal, el efecto de la extensión de plazos y menores tasas que llevó a aquella alta reducción en términos de valor actual de la deuda.

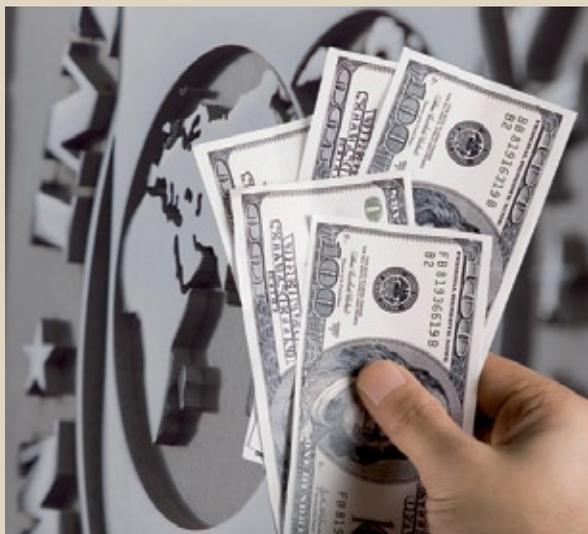
También contribuyó a mejorar el perfil de la deuda un cambio en la estructura de monedas de denominación. Y el 65,2% pasó a ser deuda interna, con el grueso denominado en moneda argentina mejorando de manera notable la situación de riesgo frente a un eventual default.

Los cambios post-reestructuración

El pago al FMI

Pero también la deuda sufrió en el periodo 2004-2010 otro cambio importante en su perfil. A inicios del año 2006 Argentina pagó, y de contado, el total de la deuda con el FMI. Esto sorprendió a los analistas ya que implicaba amortizar de una sola vez, una deuda con pagos estipulados en cuotas y con tasas de interés relativamente bajas.

Sin embargo, por aquella misma época, todos los países deudores del FMI, procedieron de la misma forma. El secreto radicó en que si un país es deudor del FMI (no por su mera adhesión) estaba obligado a seguir los lineamientos de política económica que esa institución fijaba. Y esos países querían proseguir sus políticas, en particular la acumulación de reservas que chocaba contra todos los criterios de la entidad. La única forma de



proseguir con la acumulación de reservas, que también Argentina practicó por aquellos años en gran escala, era pagar íntegramente la deuda a fin de liberarse de las obligaciones fijadas por su estatuto.

Política actual y los resultados obtenidos

La estrategia en el periodo 2010-12 se caracterizó por los siguientes elementos:

- Cumplimiento a rajatabla de las obligaciones, cualquiera fuere el volumen de los vencimientos
- No solicitar refinanciamiento, ni siquiera parcial a los acreedores, ni acudir al mercado de capitales para refinanciar, en ningún caso
- Utilización de las reservas del BCRA para todos los vencimientos de deuda en moneda extranjera.

A esta política, el gobierno la denomina de “desendeudamiento”. El término empleado es algo confuso ya que si un lego revisa las cifras se encontrará con que la deuda, en valores absolutos, ha venido en permanente aumento. (Ver cuadro estadístico)

La confusión deriva del hecho que la estadística refleja la deuda en términos absolutos y no acusa dos fenómenos importantes:

- a) La deuda crece pero a menor ritmo que la economía global (medida en PBI) que ha tenido crecimientos muy notables en los últimos años, excepto en el año 2009 por el impacto de la crisis y con similar efecto en este año.
- b) El mecanismo implementado, ha tenido como efecto, disminuir la deuda externa y la deuda en divisas e incrementar, más que proporcionalmente, la deuda interna y en pesos.

Cuando el gobierno toma reservas del BCRA no está acudiendo a una caja “propia” como serían los fondos del Tesoro. Está solicitando un préstamo en divisas para el pago de deuda externa que se transforma en deuda interna. Lo mismo sucede cuando toma anticipos en pesos del mismo BCRA o bien cuando toma fondos (también en pesos) del Anses para el pago de los vencimientos en moneda local.

En todo caso es un “desendeudamiento” en términos relativos (Deuda/PBI) y en términos de deuda externa respecto al total. Y esto es muy importante. No sólo que la deuda es más “liviana” en términos de la capacidad global de la economía sino que frente a una eventual devaluación o bien una ruptura de la arquitectura financiera internacional, no tiene el mismo grado de riesgo una deuda interna en pesos que una deuda externa en dólares; una deuda con organismos del Estado que una deuda con acreedores privados.

El impacto del canje de deuda, el pago al FMI y la política desarrollada en el periodo 2010-12, modificaron de manera radical el perfil de la deuda. De acuerdo al cuadro adjunto, el impacto ha sido notable.

Allí observamos la relación “Deuda / PBI” y “Deuda Externa / PBI”. Por el efecto conjunto de la devaluación y las emisiones para pagar el costo de la salida de la Convertibilidad (pesificación asimétrica en bancos, amparos de los depositantes, cuasi-monedas provinciales, devolución de la disminución salarial, etc.), esas relaciones se triplicaron entre 2001 y 2002. En el año 2006 estas relaciones, respecto al año 2002 ya se habían reducido en un 61,5%



y 72,4% respectivamente. Actualmente representan, respecto de su punto más alto (año 2002), un 74,9% y un 85,1% menos. Todas estas reducciones en valores reales.

También aportó a este tema el proceso de estatización de las AFJP en el año 2008. Tuvo impacto sobre el presupuesto y sobre la deuda ya que la cartera de inversión de las AFJP (deuda pública en manos privadas) pasó a manos del sector público. Fuentes privadas estiman que se transfirieron al Anses títulos por U\$S 32,0 mil millones generando una disminución en el pago de amortizaciones e intereses ya que éstos se refinancian.

Hoy la estadística oficial muestra que al 30-06-2012 el 54,9% de la deuda pública está en manos de “agencias del sector público.” (Cf. en http://www.mecon.gob.ar/finanzas/sfinan/documentos/informe_deuda_publica_30-06-12.pdf)

Los costos de la estrategia

El tema de la deuda ha desaparecido como problema estructural. Sin embargo, desde el punto de vista coyuntural, tanto la estrategia de desendeudamiento empleada como los problemas derivados de la reestructuración, han dejado problemas pendientes. Y pueden generar efectos negativos que ya se están haciendo sentir y que deberán tener soluciones integrales para no perturbar en el futuro, la marcha de la economía.

Y esos problemas existen, en tanto la estrategia utilizada, que obtuvo resultados muy concretos en términos de diluir el peso de la deuda, no fue gratuita. Ha tenido y tiene costos externos e internos muy altos, soportables hasta ahora, pero que en otra coyuntura pueden llegar a plantear serias dificultades.

Costos externos

Están generados por los problemas subsistentes de la deuda. La existencia de cuestiones pendientes con los acreedores que quedaron fuera del canje (holdouts), y que representan actualmente alrededor de un 7% del total de deuda reestructurada, sumado a la no definición de la deuda con el Club de París (deudas con gobiernos de países desarrollados), más algunos problemas internos como el de las mediciones del Indec y otros menores, han generado un altísimo nivel de “riesgo país” en el mercado financiero internacional.

Argentina, en teoría, ya que el país no ha solicitado crédito, tiene actualmente el triple de tasa que Bolivia. Este país acaba de conseguir crédito internacional a una tasa levemente inferior al 5% anual, y Chile y Brasil aún menor que ella. Si suponemos que ese nivel de Bolivia es el “piso” deberíamos agregarle 10 puntos porcentuales más derivado de un alto nivel de riesgo país.

Con ese nivel de tasa, resultaría incorrecto intentar refinanciar la deuda. De hacerlo, en pocos años estaríamos nuevamente frente a una crisis por una deuda pública no sostenible.

El problema radica en el pago de los compromisos a rajatabla sin intentar, con esa capacidad de pago, presionar para refinanciar parcialmente a tasas relativamente normales. Argentina es el mejor pagador sin obtener

ningún beneficio a cambio.

A esto lo reconocen los propios economistas cercanos a la posición del gobierno. Alfredo Zaiat que escribe habitualmente en Página 12 nos dice:

“[...] no quedar atrapado en la lógica de sumisión del mercado financiero tiene el beneficio de eludir la trampa que conduce hacia una crisis económica. Pero tiene su costo. [...] El costo del desafío del desendeudamiento es, paradójicamente, quedar fuera del acceso voluntario al crédito internacional a tasas de interés bajas. Veda que termina reforzando la política de desendeudamiento vía utilización de reservas del Banco Central, porque el Gobierno rechaza la posibilidad de tomar deuda a tasas altas o disminuir el gasto público para generar el superávit fiscal necesario para pagar vencimientos.

Después del pago del Boden 2012, indicadores de deuda muestran un escenario muy holgado [...]. Estas cifras en un proceso de crecimiento económico prolongado, con el compromiso oficial de pagar la deuda hasta con reservas del Banco Central, se traduciría para cualquier otro país en ofertas de financiamiento a tasas bajas. No es el caso para Argentina. [...]” (Página 12; 11-08-2012)

Un país como Argentina perteneciente al mundo no desarrollado, y más en las condiciones internacionales actuales de alta volatilidad, debería procurar tener siempre abiertas las vías del mercado financiero internacional, realizando aunque sea sólo pequeñas operaciones. Es que pueden llegar a presentarse situaciones no previstas que obliguen a tomar crédito internacional en grandes volúmenes de una día para el otro.

En las actuales condiciones eso no es posible. La alta tasa riesgo-país implica que los mercados financieros están cerrados para Argentina.

Costos internos

Una alternativa a la estrategia actual de la deuda hubiese sido regenerar un alto superávit fiscal total y con ese excedente “comprar” reservas en el BCRA para el pago de amortización e intereses. Sin embargo, los cambios presupuestarios que esto supone significarían un fuerte ajuste inmediato. Cuando se debatió la nueva Carta Orgánica del BCRA, alrededor de este punto, la titular de esa institución insistió repetidamente: “o esto o un ajuste brutal”. Vemos cómo, a través de esta metodología, se reemplaza un ajuste actual por un ajuste futuro.

Hemos revisado el costo de origen externo derivado de altas tasas de interés para Argentina. Esto “rebota” en costos internos derivados de la necesidad de continuar la estrategia de pagar deuda en moneda extranjera en base a préstamos al gobierno de las reservas del BCRA.

Pero el gobierno dice que, por el contrario, paga con reservas debido al ahorro que genera esta operación respecto a un eventual crédito internacional. Veamos en que consiste ese ahorro.

En la ley de presupuesto 2013 se introdujo un artículo que por primera vez deja en claro la posición del gobierno acerca de porque utiliza las reservas para el pago de la deuda:

“ARTÍCULO 33.- Autorízase al PODER EJECUTIVO NACIONAL, [...] a integrar el Fondo del Desendeudamiento Argentino, creado por el Decreto Nº 298 de fecha 1º de marzo de 2010, por hasta la suma de U\$S 7.967.000.000.



Los recursos que conformen el Fondo del Desendeudamiento Argentino se destinarán, **en la medida que ello disminuya el costo financiero por ahorro en el pago de intereses, a la cancelación de servicios de la deuda pública con tenedores privados correspondientes al ejercicio fiscal 2013 y, en caso de resultar un excedente y siempre que tengan efecto monetario neutro, a financiar gastos de capital.**

A tales fines, autorízase [. . .] a colocar, [. . .] una o más letras intransferibles, denominadas en dólares estadounidenses, amortizables íntegramente al vencimiento, con un plazo de amortización de DIEZ (10) años, que **devengarán una tasa de interés igual a la que devenguen las reservas internacionales del BCRA por el mismo período, hasta un máximo de la tasa LIBOR anual, menos UN (1) punto porcentual** y cuyos intereses se cancelarán semestralmente.

Los referidos instrumentos podrán ser integrados exclusivamente con reservas de libre disponibilidad; se considerarán comprendidos en las previsiones del artículo 33 de la Carga Orgánica del BCRA [. . .] y no se encuentran alcanzados por la prohibición de los artículos 19, inciso a) y 20 de la misma. [. . .]”

Ya hemos dicho que son préstamos en divisas debido a que el BCRA no es una “caja” propia del gobierno. El BCRA, para comprar las reservas no lo hizo con fondos propios sino con su capacidad de emitir títulos de deuda sin vencimiento y sin pago de intereses, más conocidos como “billetes” (emisión monetaria).

Como esas divisas que entran al BCRA es el excedente del mercado cambiario que, en las condiciones de los últimos años, debió comprar de manera inevitable para que el tipo de cambio no se redujera ya que mantener su diferencial fue clave en el crecimiento de la economía argentina.

Como esa emisión monetaria es excedente respecto a la demanda monetaria para transacciones y liquidez, el BCRA debe instrumentar maniobras de esterilización monetaria a fin de que el exceso de pesos no genere tensiones inflacionarias. Y la esterilización la consigue mediante la emisión de letras de corto plazo.

Dicho esto, volvamos a la justificación del uso de las reservas. Se utilizarán “en la medida que ello disminuya el costo financiero por ahorro en el pago de intereses”.

Y el gobierno paga con reservas porque toma como “ahorro” la diferencia entre la tasa internacional a la que tomaría el crédito (relativamente alta por cierto) y la tasa que cobra por el depósito de las reservas en bancos internacionales (exageradamente baja por la crisis). De esa manera, siempre será conveniente.

Sin embargo no toma en cuenta los altos intereses que está pagando el BCRA por la formación de reservas. Cuando emite para comprarlas, como son recursos monetarios adicionales a las necesidades de moneda circulante, debe realizar maniobras de absorción para esterilizar moneda. Son las letras y pases del BCRA que pagan intereses de mercado.

Cuando se retiran reservas en carácter de préstamo, como en este caso, no ingresan pesos al BCRA que le permitirían reducir aquella deuda. Un simple cálculo nos dice que si el gobierno en lugar de tomar las reservas en préstamo, las hubiese comprado con superávit fiscal, esa deuda del BCRA

hoy no existiría. Y esa deuda es hoy de \$136,7 mil millones (al 31/10/2012) que no figura como “deuda pública” debido a que por definición, la deuda flotante (corto plazo) no forma parte de la deuda ya que debe estar “consolidada” (más de un año de plazo). Pero se sigue renovando y tomando un volumen cada vez mayor lo que a la postre podrá generar perturbaciones macroeconómicas.

Aquí debemos preguntarnos quién compra esas Letras y nos encontramos con que alrededor del 80% está colocado en el sistema bancario, sostenido a su vez, por los depósitos privados y restando capacidad prestable a los bancos.

Ahora, el pasivo de las emisiones del BCRA, en lugar de sostener un activo en divisas, sostiene aquello en lo cual se transformaron: un activo formado por las obligaciones del gobierno.

Ese costo adicional derivado de fondear con letras la deuda del gobierno debería ser parte del costo fiscal. Y se elude, ubicándolo como costo del BCRA, un costo “cuasi-fiscal”.

Los intereses de esa deuda deberían ser tomados en cuenta a fin de evaluar si existe o no el llamado “ahorro”. Si se tomaran en cuenta, las decisiones serían distintas a las que el gobierno actualmente adopta.

Por otra parte, el cambio de activos (reservas por papeles del gobierno) licua el activo del BCRA e incidirá, de manera negativa en las futuras calificaciones de crédito de Argentina.

Pero hay algo más. Todo este costo deriva de la existencia de ese fondeo, con la consecuencia negativa de quitar capacidad prestable a los bancos. Pero el verdadero riesgo deriva de una eventual coyuntura sin fondeo. Para evitar ese riesgo vienen permitiendo a los bancos elevar la tasa pasiva de las colocaciones de plazo fijo (tasa Badlar), y las consecuencias no son sólo el bajo nivel de crédito privado sino también un mayor costo del crédito a empresas.



Un vuelco inesperado de la situación

Los problemas pendientes de la reestructuración, mientras más tiempo pasa sin soluciones eficaces, tienden a agravarse. Algunos de los bonistas que quedaron fuera del canje (7% de la deuda al momento de la reestructuración) son los llamados fondos buitres, es decir, fondos de inversión que compran bonos en default “por monedas”, con el único objetivo de pleitear con los países emisores y jugarse al todo o nada para obtener, eventualmente, suculentas ventajas.

Esos fondos habían estado tratando de realizar embargos para capturar efectivo o bienes que se destinaran al pago de su acreencia original ya vencida. Y los jueces, especialmente los de Nueva York (jurisdicción de la mayoría de los títulos) rechazaron de manera sistemática las medidas cautelares.

Prácticamente todas sus embestidas (alrededor de 28 casos) fracasaron. La última fue el embargo de la Fragata Libertad en el puerto de Ghana y sobre la que no está dicha la última palabra. Una acción cuya espectacularidad proviene del fuerte impacto sobre los argentinos por el sentido simbólico. Pero en líneas generales podemos decir que esa estrategia hasta ahora ha sido sistemáticamente frustrada.

Es por eso que los fondos buitre ensayaron alternativas. Una de ellas ha sido plantear la aplicación del concepto “pari-passu”, que traducido a la cuestión financiera significaría “igualdad de condiciones”. Se presentan ahora denunciando discriminación en los pagos de Argentina respecto a los bonistas presentados al canje. Esto tuvo un fallo de primera instancia del Juez Griesa y ha sido avalado por un fallo de la Corte de Apelaciones de Nueva York. La situación se ha modificado notablemente desde el punto de vista jurídico.

A partir de ello, los tribunales de Nueva York consideraron que los fondos para el pago a los bonos reestructurados (con disminución en valor nominal, intereses y extensión de plazos) deberían ser redistribuidos entre todos los acreedores, se hayan o no presentado al canje. Con esto ignoran la inequidad que significaría el pago total frente a quienes han aceptado fuertes quitas.

Y este problema no es sólo de Argentina. Los fondos buitres habrían encontrado el “talón de Aquiles” de todos los procesos de reestructuración de deuda. Justamente de eso deriva la preocupación internacional por dicho fallo ya que esta situación impediría, o por lo menos perturbaría seriamente la posibilidad de realizar este tipo de operaciones en el futuro.

Y tras ese fallo, deterioro en las calificaciones que generan un alto riesgo país y menores posibilidades de apertura de los mercados financieros. Debe tenerse en cuenta que el embargo de la Fragata Libertad (y probablemente de otro buque de guerra) se encuentra dentro de la estrategia anterior de los fondos buitres, que en este caso contaron con la complicidad de la justicia de Ghana.

Argentina vuelve a ser el caso piloto, pero esto provoca no sólo un problema a Argentina sino que genera un nuevo cambio en el esquema financiero mundial. Así como el caso Argentino frente al default del año 2002 y la reestructuración del año 2005, marcó un nuevo libreto en el

accionar financiero internacional, este fallo vuelve a introducir un giro notable en la situación.

Sus efectos no serían tan graves para el caso argentino que ya consiguió que el 93% de las acreencias ya fueran canjeadas y presenta una situación financiera holgada en materia de deuda tal como hemos visto mas arriba. El problema se plantea para los países que veían el caso argentino como una alternativa de salida a su situación de endeudamiento.

No por casualidad, personalidades de la economía mundial y premios Nóbel vienen recomendando para algunos países una solución “a la Argentina”. Pero a partir de este fallo, ningún acreedor se presentaría, de manera voluntaria, a un canje de deuda con disminución de montos ya que el antecedente lo pone ante la posibilidad de cobrar su deuda en sus términos originales.

Justamente, debido a las graves consecuencias de este fallo, es que en el caso de Argentina, se presentó a los tribunales de Nueva York nada menos que el gobierno estadounidense. Lo hizo a través del Tesoro de los Estados Unidos realizando una presentación en términos de la figura del “amicus curiae”, expresión latina que significa que un “amigo” del tribunal, pero tercero ajeno al litigio, puede realizar un aporte a la causa.

En ese texto se advertía que avalar la teoría del tratamiento igualitario (o “pari-passu”) para los bonistas que quedaron fuera del canje, eliminaría la posibilidad de utilizar las reestructuraciones de deuda como instrumento para salir de una crisis financiera. Si todos los acreedores cobran, y los que no entran al canje cobran más, no existe incentivo alguno para aceptar, en el futuro, las reestructuraciones de deuda. No estaban pensando sólo en Argentina, sino en la cantidad de casos que hoy en el mundo (en particular en la Unión Europea), pueden llegar a necesitar de este instrumento.

El problema es serio y provocó una caída generalizada de títulos de Argentina y por ende un deterioro en la nota de las calificadoras de riesgo, con traslado de efectos de calificación hacia bancos y empresas. El impacto fue de tal magnitud, que la Presidente tuvo que salir personalmente a reafirmar que se seguirá pagando la deuda en moneda original.

Debe tenerse en cuenta que esto no representa un riesgo inmediato para Argentina por varios motivos:

- a) La resolución está suspendida hasta que el tribunal que originó el fallo no explique como debe redistribuirse el pago
- b) No está claro si se refiere a pagos de intereses o de amortizaciones. O de ambos. La propuesta de pago puede ir desde abonar el total de la deuda original, hasta abonar según montos, plazos y tasas “como si” se hubiese presentado al canje, superando así la inequidad. En una palabra, introducirlos en el canje “por la fuerza”, es decir lo que nuestro país trató de lograr y no pudo hacerlo. Esta alternativa significaría volcar el fallo a favor de Argentina.
- c) Quedan pendientes las apelaciones posibles por parte de Argentina que pueden llegar hasta la Corte Suprema de Estados Unidos.
- d) Argentina podría volver a abrir la “ley cerrojo” que ya reabrió en el 2010 para volver a poner el canje a disposición y con lo cual obtuvo que el 93 % de las acreencias lo aceptara.



e) Aún con una interpretación del fallo en su alternativa más negativa para los intereses de Argentina, los pagos que deben realizarse vía bancos de Nueva pueden realizarse por otras vías.

Qué hacer hacia adelante

El objetivo de limitar los efectos negativos de una alta deuda sobre la macroeconomía ha sido cumplido. El gobierno debería ahora enfocarse hacia la solución de los costos externos e internos que arroja la estrategia utilizada. Hasta ahora esos costos han sido soportables pero en coyunturas diferentes derivadas de la alta volatilidad internacional pueden convertirse en un serio obstáculo para la marcha de la economía dada la necesidad de financiamiento externo e interno.

El financiamiento externo, bloqueado por el alto nivel de riesgo-país a pesar del cumplimiento estricto de las obligaciones, el interno, bloqueado por una eventual falta de fondeo para la esterilización monetaria.

Nadie podría volcar la situación de un día para el otro, pero podría realizarse un mix de financiamiento. Parte, con refinanciamiento del exterior a tasas internacionales normales y parte con reservas del BCRA, donde uno u otro elemento tendrán mayor o menor peso de acuerdo a la coyuntura nacional e internacional. Pero más allá de eso, aún cuando el gobierno considere que debe seguir la estrategia actual, tener habilitado los canales de financiamiento del mercado internacional, aún cuando no se utilicen, es crítico para el futuro del país ya que no puede esperarse que siempre Argentina vaya a contar con un alto saldo de divisas y capacidad de fondeo interno.

Argentina Deuda Pública y Deuda Externa				
Periodo A fines de	Deuda Bruta en millones de U\$S	P. B. I. en millones U\$S ctes	Deuda Pública / PBI en porcentos	Deuda Externa / PBI en porcentos
1992	63.250	228.791	27,65	s/d
1993	71.112	236.756	30,04	s/d
1994	80.679	257.696	31,31	23,63
1995	87.091	258.095	33,74	25,71
1996	97.105	272.244	35,67	26,78
1997	101.101	293.005	34,50	24,87
1998	112.357	299.073	37,57	27,13
1999	121.877	283.523	42,99	29,09
2000	129.750	284.204	45,65	28,64
2001	144.222	268.697	53,67	31,47
2002	172.826	103.866	166,39	95,29
2003	177.701	128.078	138,75	79,17
2004	193.704	152.158	127,30	74,29
2005	134.387	181.967	73,85	34,82
2006	136.174	212.868	63,97	26,32
2007	146.231	260.682	56,10	24,08
2008	159.488	326.872	48,79	18,63
2009	149.715	306.754	48,81	18,25
2010	166.848	368.399	45,29	16,85
2011	186.353	445.652	41,82	14,16

Fuentes: Ministerio de Economía

Consulte Informes de Coyuntura anteriores
en la sección Biblioteca Virtual

WWW.CPBA.COM.AR

