

## **La política pendular y la deuda externa argentina: De la Baring Brothers a los Fondos Buitres**

El reciente cambio de gobierno sucedido en la Argentina es un llamado al análisis y al estudio riguroso del conjunto de características sociales, políticas y económicas heredadas de la administración anterior.

Siendo la oscilación pendular en la política nacional ha sido comúnmente citada como una de las tantas características que podrían haber llevado al atraso relativo incurrido por la Argentina a lo largo del siglo XX o bien a las recurrentes crisis económicas (Llach, 2011; Rapoport 2013); el ascenso de un partido político antagónico a aquel que ha gobernado durante los últimos 12 años es, como mínimo, motivo de reflexión.

Las variables de interés que hacen al legado Kirchnerista no son pocas ni insignificantes. Sin embargo, entre el amplio cúmulo de factores a contemplar, existe uno que fue alzado como estandarte de éxito durante la mayor parte de la gestión pasada. Nos referimos, particularmente, al tan afamado desendeudamiento externo del sector público nacional.

La deuda pública ha sido aludida en repetidas ocasiones como una especie de histórico talón de Aquiles para el desarrollo nacional y, en no menos oportunidades, citada como una de las grandes victorias de la gestión Kirchnerista.

Sin embargo, tras los conflictos con los *Holdouts* (tenedores de deuda pública que se mantuvieron fuera de los canjes 2005-2010) y particularmente tras la resolución del juez Thomas Griesa avalada por la Corte Suprema de Estados Unidos respecto del pago inminente a los mismos, muchos miembros de lo que fuera la oposición política a la gestión de Cristina F. Kirchner se hicieron eco de una férrea crítica.

La misma versaba sobre la ineludible necesidad de negociar con los *Holdouts* a fin de ingresar al mercado de financiamiento internacional como condición necesaria para el crecimiento económico.

En esta línea, mientras el ex ministro de economía Axel Kicillof dejaba en claro la postura de un no acatamiento al fallo del juez Thomas Griesa declarando que "la Argentina no se va a arrodillar" o bien "no negocia con buitres" (DyN, 2015); la posición del actual presidente Mauricio Macri, por aquel entonces representante de la oposición era la de "cumplir el fallo judicial, aunque nos disguste" (TN, 2014).

Esta característica, este antagonismo, cobra especial relevancia al momento de analizar la política que vendrá en términos de endeudamiento público. Principalmente, es de suma importancia para evaluar la posibilidad de recaer en errores pasados, de tropezar con antiguas piedras, o bien de desmitificar y desenmascarar posibles mitos instaurados por la gestión Kirchnerista sobre la deuda externa pública.

En las siguientes líneas, analizaremos la evolución y desarrollo de la deuda externa pública hasta llegar a nuestros días. Nuestro objetivo será el de echar luz sobre la herencia recibida por el nuevo gobierno en términos de deuda externa y cómo la misma puede (o no) limitar el margen de maniobra futuro de la política argentina.

Al hablar de deuda externa, es necesario mencionar que a partir de 1946, con el gobierno del presidente Perón, se inicia un rescate total de la deuda externa nacional (hecho acompañado de una postura reacia frente a los mercados internacionales con el no ingreso al FMI y al B.I.R.F, futuro Banco Mundial).

En este sentido -aunque pueda carecer de relevancia para explicar el conflicto con los *Holdouts*, se torna necesario estudiar –al menos brevemente- el comienzo del endeudamiento externo nacional iniciado en 1824 aunque sea para comprender la idiosincrasia local frente al mismo y el porqué de la intensa dicotomía política y social en torno a la deuda pública con el exterior.

### **Primeros pasos de la deuda externa y el inicio de una tradición**

La Argentina tiene una larga historia de endeudamiento externo. Un ícono de la perversidad que puede acarrear el endeudamiento externo es aquél emblemático empréstito que la Banca Baring otorgó al gobierno de la Provincia de Buenos Aires en 1824.

Un primer préstamo que acarrearía una característica que, según se aclamaría en más de una oportunidad, se transformó en tradición en el futuro. Esta es que el préstamo significase un pésimo negocio para las arcas del tesoro y la sociedad en su conjunto, pero de un inmenso lucro para algunos pocos involucrados.

Como es sabido, del famoso millón de libras que debería haber sido destinado a infraestructura pública, solo llegaron 560 mil en forma de papeles que actuarían como obligaciones de compra para con Gran Bretaña (letras de cambio).

Los intereses de aquél primer paso en términos de endeudamiento fueron sin lugar a dudas exorbitados. Según afirma Rapoport (2013), cuando se terminó de pagar, la relación fue de 1 a 44 por cada libra que se pidió prestada.

Por otro lado, entre comisionistas y comerciantes relacionados, intervinieron los británicos Juan y Guillermo Parish Robertson y el criollo Félix Castro. Se acusa que los tres cobraron por sus servicios 100.000 libras esterlinas, extraídas del empréstito, y que la casa Baring descontó el pago adelantado de dos anualidades de intereses y amortizaciones, más su propia comisión. Ninguna de las obras que motivaron el empréstito llegó a concluirse y la deuda no se terminó de pagar hasta 1904 (Poniachik, 2001).

En el medio, dos fuertes crisis azotaron a la Nación. La crisis de 1873 y la de 1890, ambas relacionadas con el endeudamiento y la coyuntura externa.

La primera, a la cual se arribó como consecuencia del cese en el ingreso de metálicos proveniente del exterior producto de la depresión europea, dejó a trasluz la paupérrima situación deficitaria en la balanza comercial y de pagos que implicó políticas de ajuste y achicamiento del sector público.

Para fines de 1870 y principio de los 80, se inicia otra etapa de crecimiento, interrumpida en 1890 por un nuevo revés del sector externo. En este caso, algunos afirman que la crisis fue impulsada por banqueros europeos, acreedores, quienes propusieron al Gobierno de Juárez Celman la consolidación de la deuda, la suspensión de nuevos empréstitos y de la emisión de papel moneda además de una drástica reducción del gasto público.

Tras una serie de graves conflictos internos (entre ellos la caída de Juárez Celman en la Revolución del Parque que abrió paso a Pellegrini, vicepresidente de Celman), los problemas financieros externos fueron resueltos con nuevo endeudamiento (empréstito Rothschild) que no dejaron menores secuelas socio-económicas que los anteriores.

La situación continuó con sus matices y sus vaivenes durante el igualmente afamado y controversial modelo agroexportador. Llegada la primera guerra mundial, el contexto internacional y

local se vio alterado, no solo con el inicio del proceso de industrialización por sustitución de importaciones, sino también en términos de endeudamiento externo con su virtual desaparición durante el primer gobierno peronista.

A partir de aquí, se sucedieron diversos episodios de endeudamiento que se vieron afectados por rupturas, principalmente producto de crisis externas (ya sea juegos de balanza comercial o alteraciones del valor de la moneda y endeudamiento externo).

Posteriormente, con la caída de Perón en 1955, la historia de la deuda externa experimenta un giro, iniciando así un nuevo ciclo de endeudamiento. Müller (2013) afirma que dicha tendencia ya se entreveía en los últimos años del gobierno peronista, según lo indican el dictado de la Ley 14.222 que regula las inversiones extranjeras, la toma de un crédito del Eximbank y el fallido contrato con la Standard Oil de California para la explotación de petróleo en la actual Provincia de Santa Cruz durante los últimos años del gobierno de Perón.

Como se puede observar, el primer gobierno peronista podría entenderse como una instancia de corte en la historia de la deuda pública. Sin embargo, sería erróneo comenzar el análisis desde 1955 como punto de partida, puesto que los impactos sociales que deja la historia en la cultura política no son menores. Aunque no sea posibles mensurarlos, se los encuentra con frecuencia en los distintos discursos y declaraciones políticas utilizadas como herramientas de influencia.

### **El círculo vicioso de la deuda externa y la crisis del 2001**

En el periodo que va de 1955 a 1975, la deuda externa pública y privada per-cápita creció a una tasa anual del 9%, pasando de 57 a 320 dólares por habitante. A su vez, el ratio deuda externa-exportaciones anuales arrojó un valor de 1,5 años promedio. El impacto en las cuentas fiscales no tardó en hacerse manifiesto (Rapoport, 2010).

Posteriormente, el periodo que inicia en 1974/5 se caracterizó por un brusco cambio en el sistema financiero internacional (reflejado en un incremento de liquidez post crisis 1973 y recesión en los países desarrollados) y un fuerte endeudamiento en los países periféricos. Las consecuencias, un crecimiento del pasivo externo general, que se vio desfavorecido por el alza en las tasas internacionales a partir de 1979.

La receta a nivel local fue la liberalización financiera y las políticas de apertura y apreciación cambiaria llevadas adelante por José Martínez de Hoz. Otro rasgo distintivo que se transformará en una característica particular del hábito de endeudamiento nacional, será la estatización de parte de la deuda privada, en esta oportunidad a través de seguros de cambio.

Durante la conocida “década perdida” de los 80 en América Latina, la restricción externa y la restricción fiscal fueron ambas características presentes en las principales economías de la región.

En la Argentina, la deuda externa se transforma en protagonista de lo que será el desenvolvimiento económico del país. Durante el periodo 1980-1992, la deuda en promedio representaba 4,6 años de exportaciones, implicando, por supuesto, un alto impacto en las cuentas fiscales (Ferrerres, 2004).

Cabe aclarar que se realizaron intentos de reestructuración los cuales llevaron, por ejemplo, al Plan Brady de 1989 (canje por bonos suponiendo una extensión de plazos y una moderada reducción del monto adeudado).

Ya adentrados en la década de los noventa, transcurrió lo que sería uno de los periodos más citados durante la gestión Kirchnerista. Este periodo, implicó toda una serie de transformaciones que siguieron o intensificaron muchas de las tendencias que comenzaron hacia mediados de los 70.

Ante todo, recordemos que en los 90 se provenía de un proceso de acumulación basado en la liberalización financiera el cual concluyó con una traumática experiencia inflacionaria obligando al presidente Raúl Alfonsín a terminar su mandato antes de tiempo.

Lo que vino después, encontró sustento político y social tanto por las razones empíricas de la hiperinflación, como por el aval conceptual en las teorías económicas de los países desarrollados al estilo "supply side economics" (comúnmente y erróneamente llamadas Neoliberales).

Estas teorías, que alcanzaron su punto culmine con las recomendaciones del Consenso de Washington, tomaron forma en Argentina bajo el plan de Convertibilidad instaurado a través de la ley 23.928.

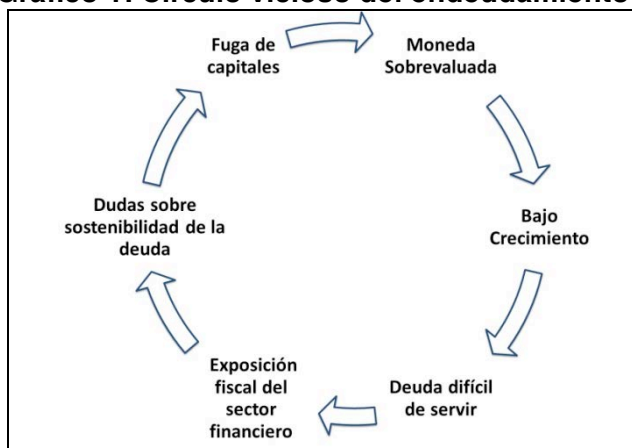
Como es sabido, la Convertibilidad implicó más que un simple mantenimiento legal de la moneda. En la práctica, implicó minimizar el control del Estado sobre la cantidad de dinero existente en la economía, hizo que el nivel de actividad sea directamente dependiente del quantum monetario, que exista un alto nivel de apertura comercial y financiera, y obligó a respaldar con divisas solo al circulante y no a los depósitos. Los resultados: una reducción del aparato estatal y de su capacidad de intervención.

Los canales para llevar adelante esta transformación fueron las privatizaciones, la apertura comercial, la inmediata inserción al mercado financiero internacional y la inversión extranjera directa. El pilar, el avance del endeudamiento externo.

Por supuesto, el incremento de las tasas de interés y la remisión de utilidades de empresas extranjeras provocaron un creciente drenaje de recursos. Este rubro del balance de pagos había experimentado una notable mejoría entre 1990 y 1993, cuando los programas de privatización redujeron la deuda externa y las empresas extranjeras se encontraban iniciando una etapa de expansión de sus inversiones. La necesidad de financiar el déficit en la cuenta corriente con capitales externos expuso al país a las oscilaciones de la coyuntura internacional. Para finales del siglo XX, la deuda externa se tornó insostenible (Rapoport, 2000).

En números, el pasivo externo del sector público pasó de 50.700 millones de dólares en 1992 a 87.900 millones en 2001. El ratio deuda-exportaciones se situó en un promedio de 3,4. La deuda externa sufre una transformación, los acreedores ya no son principalmente bancos comerciales; se trata de una deuda titularizada, distribuida entre muy numerosos tenedores de tipología diversa, tales como particulares, fondos de inversión, etc. A fines de 2001 se produce la declaración y el cese de pagos de los servicios de la deuda con el sector privado y el Club de París (Müller; 2013). El círculo vicioso del endeudamiento dio su último ciclo.

**Gráfico 1: Círculo vicioso del endeudamiento**

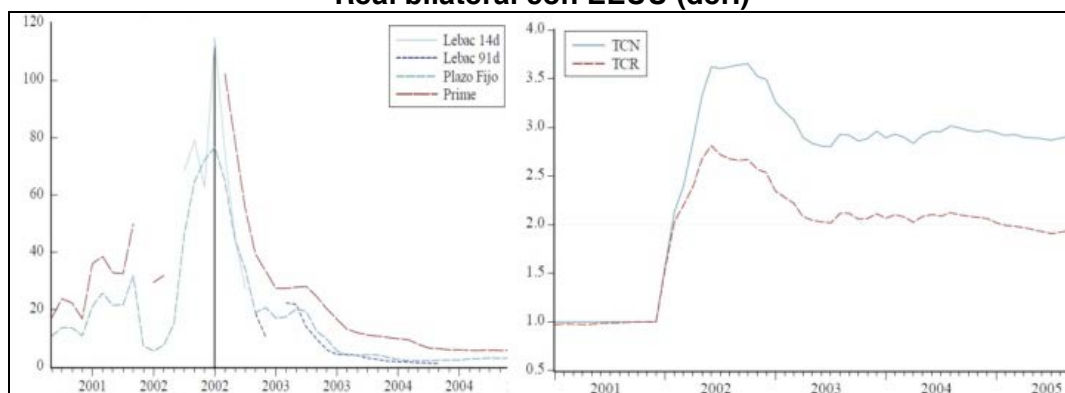


*Fuente: Elaboración propia*

La crisis del 2001 no fue solo una crisis, sino una triple crisis. Esto es, una crisis política, de deuda, y de moneda, sin duda la más férrea que ha presenciado la historia de la Argentina. La caída acumulada del PIB fue de un 18% entre 1998 y 2002.

La corrida bancaria no se detuvo hasta mediados del 2002. Algunos autores interpretan que fue la propia actitud del Mercado Financiero (con Plazo Fijos al 76% y Lebac a 14 días en 115%) acompañada de un valor del dólar anormalmente alto, el cual al estabilizarse, calmó las expectativas y detuvo la corrida. (Frenkel y Rapetti, 2007).

**Gráfico 2: Tasas de Lebac, Plazo Fijos y Prime (izq.) - Tipo de cambio Nominal y Real bilateral con EEUU (der.)**



*Fuente: Frenkel y Rapetti, Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad (2007)*

Al momento del cese de pagos, el default ascendió aproximadamente a los 88.000 millones de dólares. El 92.4% de este monto correspondía a títulos en manos del sector privado, y el resto a la deuda con el Club de París (Müller; 2013).

Tenemos que mencionar, que durante todo este periodo (y otro tanto antes del mismo), la oscilación pendular de la política nacional, pasando de un gobierno a otro a través de partidos

políticos intensamente contrapuestos, además de los nefastos gobiernos dictatoriales, fue una característica propia de la historia argentina.

### **Canjes y reestructuraciones de la deuda argentina**

Como dijimos, tras la salida de la convertibilidad y la intensa crisis del 2001 en la que el endeudamiento externo público jugó un papel fundamental, la Argentina ingresó en cesación de pago con sus acreedores.

No fue hasta el año 2005 cuando el gobierno nacional avanzó en un canje con los tenedores de bonos entrados en default. Este canje, básicamente, consistió en cambiar los bonos en default por nuevos títulos con distintos términos y condiciones.

A finales de aquel año, el 15 de diciembre de 2005, el presidente Néstor Kirchner anunció la cancelación de la deuda con el FMI a través de un único pago por 9.530 millones de dólares. Se daba inicio con hechos al proceso de desendeudamiento externo por parte del Estado.

En el año 2010, se repitió el esquema de canjes abriéndose la puerta a todo aquel que no haya ingresado en el canje 2005 y deseara cambiar sus títulos por nuevos bonos. Al primer canje realizado en el año 2005 ingresó un 76% del valor nominal del monto total adeudado tras la crisis del 2001, con el canje 2010 se sumó poco más del 16%, alcanzando así un total del 92.4%.

En los hechos, esto implicó una quita del monto total adeudado y una extensión considerable en los plazos de pago, los cuales se prolongaron hasta el 2033 y 2038.

En términos generales, la reestructuración fue muy beneficiosa para la Argentina. En la misma se emitieron tres tipos de bonos: Bonos a la par (reconocieron el valor nominal de los títulos en default entregados en canje), Bonos cuasi par (emitidos únicamente en moneda local, incorporaron una quita nominal de 33%) y Bonos Discount (comportaron una quita de 66% sobre el valor nominal).

Por su parte, el 37% de la nueva deuda fue emitida en moneda local indexada al C.E.R. (Cláusula de Estabilización de Referencia) y los cupones PBI actuaron con premios metas de crecimiento preestablecida en el orden del 3%.

Müller (2013) calcula que el rescate ascendió aproximadamente a los 75.300 millones de dólares. Lo emitido por dicho canje fueron unos 40.820 millones de dólares implicando una quita en términos nominales de 46%.

### **Holdouts, Griesa y conflictos abiertos**

Tras la adhesión del 92.4% de los tenedores de bonos en default, el porcentaje restante emprendió la cruzada incesante de avanzar por cuanto camino y recoveco legal le fuese posible a fin de obtener el pago total del valor nominal de los bonos en default.

Debemos aclarar que a partir de la crisis del 2001, los tenedores de bonos comercializaron sus títulos en el mercado secundario vendiendo muchos de ellos a valores ampliamente inferiores a aquel impreso en el papel de deuda pública. Estos son, los informalmente llamados "Fondos Buitre", esa parte de bonistas que compraron títulos en default dentro del mercado secundario con

el objeto de realizar una inmensa ganancia cobrando la totalidad de la deuda a través de litigios judiciales pero que en los hechos son acreedores legítimos.

Posteriormente a las reestructuraciones de los años 2005-2010, se pudo observar que el porcentaje que decidió quedar fuera de dichos canjes correspondió a tenedores de bonos adquiridos por grandes fondos de inversión internacional como el Aurelius, el NML y otros. Estos, litigaron en distintas cámaras hasta encontrar un apoyo legal que obligara al país a pagar la totalidad de su deuda en default.

De este modo, el primer golpe acertado sucedió en noviembre 2012 cuando el juez federal de Nueva York, Thomas Griesa, avaló el reclamo de los *Holdouts* y ordenó a la Argentina pagar 1.330 millones.

La Argentina apeló inmediatamente este fallo, inicialmente la Cámara de Apelaciones que intervino aceptó la apelación y otorgó efecto suspensivo al fallo de Griesa. Este fallo beneficiaba aproximadamente a un 1,4% del 7,6% de los *Holdouts*.

Un mes más tarde, en diciembre 2012, la Argentina propone a los *Holdouts* ingresar a un nuevo canje de deuda en iguales condiciones a aquellas que obtuvieron los que ingresaron a los canjes 2005-2010, rechazando éstos la propuesta.

En agosto del año 2013, se ratificó el fallo del juez Thomas Griesa pero otorgándole efecto suspensivo a la decisión hasta tanto se expida la Corte Suprema de los Estados Unidos. Así, Argentina pudo seguir cancelando su deuda con los bonistas reestructurados mientras el fallo se encontraba en estado suspensivo (*stay*).

Para el mes de octubre del mismo año, la Corte Suprema resolvió no hacer lugar al pedido de apelación argentino, a lo que este país respondió inmediatamente presentando una nueva apelación. La sentencia, que obligaba al país a pagarles 1.330 millones de dólares en efectivo a los *Holdouts* quedó congelada.

En simultáneo, el contexto local era de regularización y acercamiento a los mercados internacionales con los casos del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas (CIADI); Repsol y Club de París.

El 16 de junio 2014, la Corte Suprema de Estados Unidos rechazó la última apelación argentina y el caso volvió a Griesa quien instó al país a cumplir con su sentencia y pagarle a los bonistas.

Diez días más tarde, el 26 de junio 2014, Argentina concretó depósitos por 832 millones de dólares para el pago a bonistas reestructurados. Con el fin de evitar el default, volvió a pedir al juez Thomas Griesa una suspensión de la sentencia. Griesa denegó el pedido y obstruyó el pago a los bonistas.

Desde este modo, Argentina pasó a lo que distintos analistas optaron por llamar default "técnico" o default "Griesa", lo que sería una cesación de pago por imposibilidad legal y no por falta de ingresos.

La decisión del equipo económico del gobierno de Cristina F. Kirchner fue la de no ceder. De hecho, se sancionó la Ley de Pago Soberano y se reabrió el canje con la idea de ofrecer el mismo trato que al resto de los acreedores que sí habían ingresado en los respectivos canjes.

Desde entonces, Argentina ha iniciado una férrea batalla que la ha llevado a obtener el apoyo y a recibir muestras de preocupación por las Naciones Unidas, el FMI, el G77+China, Gran Bretaña, Brasil, México, distintos bancos de inversión y ONGs internacionales, e incluso a impulsar y

obtener la adhesión de las nuevas Clausulas de Acción Colectiva (CAC) en los contratos de renegociación de deuda además de la modificación en las cláusulas *Pari Passu* a futuro.

Esta última cláusula, la cual en su génesis se establece para salvaguardar que los créditos tengan las mismas igualdades de derechos y obligaciones en relación con otras deudas similares del mismo emisor, fue en la que se basó el juez Thomas Griesa para emitir su fallo.

El eje de la discusión, hasta entrado el 2015, se centró en esperar el vencimiento de otra cláusula incluida en los contratos de los títulos ofrecidos en los canjes 2005-2010, la de Derechos Sobre Futuras Ofertas (RUFO, por sus siglas en inglés *-Right Upon Future Offers-*). Ésta, básicamente prohibía pagarle más a los *Holdouts*, tal y como ordenó el fallo de Griesa.

La cláusula impedía a la Argentina abonar a los *Holdouts* el monto total de la deuda en default por una razón trivial: se consideraba que el otorgamiento de mejores condiciones a otros bonistas podía permitir que aquellos acreedores que sí ingresaron a los canjes demandaran un trato igualitario, por lo que la reestructuración, en su conjunto, se vería destruida.

Esto es, el 92.4% de los bonistas reestructurados podrían ampararse en la cláusula RUFO y demandar el valor nominal de los bonos en default, incrementando el valor de la demanda de aquellos 1.300 millones a un importe entre 120.000 y 500.000 millones de dólares, según afirman algunos analistas. Algo virtualmente impagable (Negocios, 2014).

Esto implicó, en los hechos, que Argentina no pudiera pagarle a sus otros bonistas reestructurados, por el fallo de Griesa, pero tampoco a los amparados por dicho fallo por la posibilidad de que se disparara la cláusula RUFO. Durante todo el 2014 el fallo implicó un bloqueo financiero-judicial.

Como afirman algunos autores, los acreedores que ingresaron a los canjes, los bonistas reestructurados, fueron tomados como rehenes por el fallo del juez Thomas Griesa. También afirman que el mismo fallo podría constar de una violación de las leyes internacionales (Raffer, 2014).

Esta situación se vio alterada iniciado el 2015 con el vencimiento de la cláusula RUFO. Sin embargo, habiendo sido el mismo un año electoral y, finalmente, el último del periodo Kirchnerista, no se realizaron grandes cambios de rumbo la política general y tampoco en lo inherente al conflicto con los *Holdouts*.

### **Situación actual y comentarios finales**

Sin duda, el conflicto judicial con los *Holdouts* ha dejado su huella. La principal, ha sido aquella sobre el marco regulatorio internacional en lo inherente a futuras reestructuraciones de deuda soberana. Los 136 votos a favor (impuestos sobre 124 en contra) en las Naciones Unidas respecto del nuevo diseño de un marco legal para la reestructuración de deuda soberana, a través de los “principios básicos”, son una clara muestra de ello.

En el ámbito local, la deuda externa pública ha dejado su huella una y otra vez a lo largo de la historia nacional. Ésta, nos ha demostrado que su utilización como herramienta para equilibrar la balanza de pagos no ha llevado al crecimiento económico sostenido, ni mucho menos al desarrollo. Por el contrario, ha desembocado en un amplio número de crisis económicas que van desde los ciclos de *stop-and-go* hasta la crisis de diciembre del 2001.



La política de desendeudamiento externo fue una parte sustancial del proceso político y económico post-convertibilidad con los canjes del 2005-2010. Sin embargo, la mejoría en términos de endeudamiento externo público no se debió únicamente a una política activa por parte del gobierno, también los precios internacionales que permitieron acumular reservas y saldar deudas fueron una condición necesaria en dicha empresa.

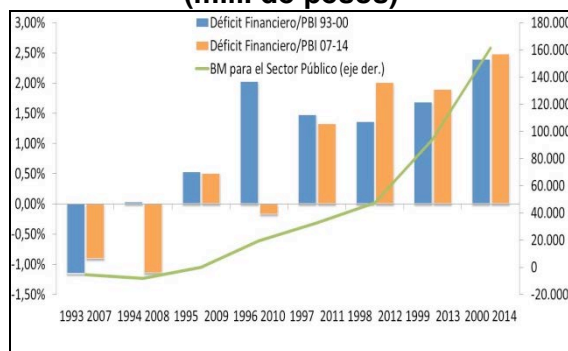
En la actualidad, no solo la coyuntura nacional sino también la internacional ha cambiado. La caída en el valor de las commodities y los costos energéticos que perjudican la cuenta corriente, implican que el re-endeudamiento o la extensión de plazos se presenten como una salida menos trágica al ajuste y reducción del gasto público.

De cara al 2016 el nuevo gobierno enfrentará en categoría de urgencia un problema arduamente conocido por los argentinos: la falta de divisas.

En la década de los noventa (más específicamente entre los años 1991-1998) la magnitud de la deuda pública llevó a que el pago de intereses en moneda extranjera contemplara -en promedio- un 8.85% de los ingresos corrientes anuales del sector público. Este contexto implicó, como vimos, un drenaje constante de divisas que fueron inicialmente solventadas por el proceso de privatizaciones pero que no pudo ser contenido. Esta situación llevó a que para 1998 el ratio intereses sobre ingresos corrientes ascendiera al 11.8% y a 17.2% al año 2000. Conjuntamente, el déficit en el resultado público financiero ocupó un 1.36% del PIB en 1998 ascendiendo a un 2.39% en el año 2000.

En el 2014 dicho déficit alcanzó los \$109.719 millones de pesos, esto es un 2.48% del producto corriente, acelerándose de manera constante a partir del año 2010.

**Gráfico 3: Déficit Financiero cómo % del PIB y BM explicada por Sector Público (mill. de pesos)**



*Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo*

La ecuación en los noventa era más simple. En un contexto de déficit fiscal sin posibilidad de emisión monetaria o de devaluación como lo fue la convertibilidad, los caminos (de corto plazo) a seguir eran tres: o bien aumentar los ingresos -con menos gastos o más impuestos- o bien vender activos -privatizar- o bien incurrir en endeudamiento. Tres caminos transitados en simultaneo por la política económica de los noventa.

Hace cinco años que el fantasma de la falta de divisas necesarias para sostener la operatoria estatal volvió a materializarse en un déficit fiscal cada vez más arduo de solventar, impulsando una emisión monetaria que pareciera estar fuera de control.

Desde el año 2009, la emisión monetaria por parte del BCRA orientada a financiar los gastos del tesoro fue constante y creciente. En el periodo 2009-2014 ascendió a un total de 335.341 millones de pesos de los cuales más del 47% se emitió el año pasado. En lo que va del 2015 el monto asciende a los 110 mil millones de pesos.

En simultaneo, los gastos corrientes del sector público crecieron a una tasa anual del 33.3% ascendiendo a un 44.8% en el 2014.

**Gráfico 4: Gasto Público Corriente y su distribución. Periodo 1993-2014**

GASTO CORRIENTE	Media 93-00	Media 07-14	2014
<i>Incremento anual</i>	5,88%	33,33%	<b>44,80%</b>
<i>Gastos Corr. / PBI</i>	18,81%	17,59%	<b>22,63%</b>
<i>Participación por capítulos</i>			
<i>-Prestaciones de la seguridad social</i>	31,68%	36,68%	<b>36,28%</b>
<i>-Transferencias corrientes</i>	40,18%	31,34%	<b>30,21%</b>
<i>Al sector privado</i>	22,30%	74,97%	<b>73,61%</b>
<i>Al sector público</i>	77,41%	24,42%	<b>26,37%</b>
<i>-Gastos de consumo y operación</i>	17,36%	19,45%	<b>19,42%</b>
<i>Remuneraciones</i>	75,08%	74,78%	<b>81,01%</b>
<i>Bienes y servicios</i>	24,87%	25,18%	<b>18,68%</b>
<i>-Rentas de la Propiedad</i>	10,59%	8,91%	<b>7,13%</b>
<i>-Otros gastos corrientes</i>	0,00%	2,55%	<b>4,36%</b>
<i>-Otros gastos</i>	0,09%	0,01%	<b>0,00%</b>
<i>-Déficit oper. de empresas públicas</i>	0,09%	1,06%	<b>2,60%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo*

Este esquema limita el margen de acción al nuevo gobierno. Para sostener el gasto público y los compromisos asumidos por el Estado se deberá elegir el camino a transitar con un margen de maniobra bastante acotado.

En este sentido, un incremento de los ingresos públicos netos será una tarea difícil sin un serio reacomodamiento del aparato de subsidios, eficiencia del gasto o bien un incremento de los impuestos todo ello con su inherente costo político (costo que pareciera estar dispuesto a asumirse tras el reciente ajuste de la planta laboral del sector público). La venta de activos no pareciera estar contemplada por el momento, al menos en sus discursos. A su vez, la consecuencia inflacionaria viene poniendo un límite a la emisión monetaria que deberá revertirse más temprano que tarde. Por último, una devaluación de moneda o el endeudamiento externo parecieran ser las opciones más factibles.

Siendo neutrales y sin entrar en el debate de si los caminos son buenos o malos per-se, para solventar la falta de divisas en el corto plazo, parece ser que el nuevo presidente deberá contemplar seriamente la posibilidad de un ajuste en el tipo de cambio o bien de re-abrir las puertas al endeudamiento.

Respecto a la primera posibilidad, se ha empezado a trabajar inmediatamente con la liberación del control cambiario durante el primer mes de gobierno. Respecto a la segunda, todo lo dicho apunta a una nueva negociación con los *Holdouts* a fin de asegurar la apertura del mercado financiero.

Sobre el endeudamiento, cabe recordar la orden emitida por el juez Thomas Griesa el pasado 30 de octubre del pago a los "me too" en el conflicto con los *Holdouts*, elevando a \$8.000 millones de

dólares la deuda por el default (incluyendo esa diferencia dentro del 7% que no fue beneficiada por el fallo original).

En este contexto, pareciera ser que el nuevo presidente optará por una pronta negociación con los *Holdouts* que abra los canales tradicionales de endeudamiento externo.

A modo de conclusión, un corolario sobre el endeudamiento externo y el presente informe sería el que sigue: cuando de deuda externa se trata, no basta centrarse en la magnitud de la misma sino, principalmente, en el fin de dicho endeudamiento.

Un endeudamiento relacionado a la fuga de capitales o exclusivamente orientado a cubrir el déficit fiscal, sin duda no tendría impacto alguno en la productividad y el crecimiento económico del país además de tornarse insostenible su repago.

Sin embargo, un endeudamiento con vistas al incremento en términos de productividad mediante inversión en infraestructura pública en condiciones justas, no solo sería lo adecuado sino también lo deseado.

Al hablar de condiciones justas, no nos referimos únicamente a términos como las tasas de interés o los plazos, sino también a la jurisdicción, los actores y los instrumentos involucrados. El endeudamiento externo no debería ir en contra de la soberanía de una Nación, muy por el contrario, debería tener como objetivo incrementar la independencia de la misma mediante inversiones que apunten mejorar el entramado económico y social.

En este sentido, la herencia recibida en términos de endeudamiento por el gobierno entrante no es menor, puesto que la posibilidad de cerrar los asuntos pendientes y acercarse a los canales de financiamiento le permitirían re-abrir el juego y las posibilidades de inversión con mucha soltura financiera.

De cualquier modo, será el tiempo quien decida sobre la prudente o no utilización de dichos recursos. Como dijera algún columnista argentino por mayo del 2001, "*no te alegres cuando te prestan, alégrate cuando devuelves*" (Jaime Poniachick, 2001).

**Ignacio E. Carballo**

## **Bibliografía**

- DyN Agencia. (08 de Mayo del 2015). Kicillof ratificó que Argentina no negociará con los fondos buitres. Recuperado de: <http://www.lavoz.com.ar/politica/kicillof-ratifico-que-argentina-no-negociara-con-los-fondos-buitre>
- FERRERES, Orlando. Dos siglos de economía argentina. Historia argentina en cifras, Fundación Norte y Sur, Buenos Aires, 2005.
- FRENKEL, Roberto; RAPETTI, Martín. Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad. PERI (UMASS), CEPR.[Links], 2007.
- LLACH, Juan José, "Claves del retraso y del progreso de la Argentina", Temas, Bs. As. 2011.
- NEGOCIOS, (22 de Julio del 2014) "La cláusula Rufo puede disparar la deuda de 120.000 a 500.000 millones", Diario económico Negocios Recuperado de: <http://www.negocios.com/noticias/clausula-rufo-pude-disparar-deuda-120000-500000-millones-22072014-1742>

- MÜLLER, Alberto; BENASSI, A. Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?. CESPA Documento de Trabajo Nro, 2013, vol. 32.
- PONIACHIK, Jaime (06 de mayo del 2001). Cómo empezó la deuda externa. La Nación. Recuperado de: <http://www.lanacion.com.ar/212745-como-empezo-la-deuda-externa>
- RAFFER, Kunibert (7 de julio de 2014) "NML - Argentina: An Unemotional Analysis", PRIME – Policy Research in Macroeconomics, July, Recuperado de: <http://www.primeconomics.org/articles/nml-argentina-an-unemotional-analysis>
- RAPOPORT, Mario. El Plan de Convertibilidad y la economía argentina (1991-1999). Economía e Sociedade, 2000, vol. 15, p. 15-47.
- RAPOPORT, Mario. Las políticas económicas de la Argentina: una breve historia. Booket, 2010.
- RAPOPORT, Mario. "Breve historia de la deuda externa argentina. A propósito de una disertación". OETEC, 2013. <http://www.oetec.org/nota.php?id=735&area=14>
- TN Online (24 de julio de 2014). Macri, sobre los fondos buitres: "Aunque nos disguste, hay que cumplir el fallo judicial" Recuperado de: [http://tn.com.ar/politica/macri-sobre-los-fondos-buitre-aunque-nos-disguste-hay-que-cumplir-el-fallo-judicial\\_519825](http://tn.com.ar/politica/macri-sobre-los-fondos-buitre-aunque-nos-disguste-hay-que-cumplir-el-fallo-judicial_519825)

### **CV Abreviado**

**Ignacio Esteban Carballo** es Licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires con título cum-laude, posee certificados de Analista en Microfinanzas por la Pontificia Universidad Católica Argentina (UCA) y UNED de España; y de Experto en Microfinanzas por la Frankfurt School of Finance & Management, Alemania. A su vez, se encuentra realizando estudios de Maestría en Historia Económica en la Universidad de Buenos Aires. Se ha desempeñado como Investigador en el Centro de Investigación Aplicada perteneciente a la Escuela de Negocios de la Pontificia Universidad Católica Argentina, en el IAE Business School de la Universidad Austral y colaborando externamente en el Centro de Innovación de los Trabajadores (CITRA) de la Universidad Metropolitana por la Educación y el Trabajo (UMET) además de en proyectos de consultoría. Es Profesor Adscripto Universidad Católica Argentina en la asignatura Economía Argentina y colaborador en Microeconomía II dictada en la Universidad de Buenos Aires. Actualmente es Becario por la Fundación Carolina del Máster Internacional en Microfinanzas para el Emprendimiento de la Universidad Autónoma de Madrid, España.

**Blog:** [www.ignaciocarballo.weebly.com](http://www.ignaciocarballo.weebly.com)