

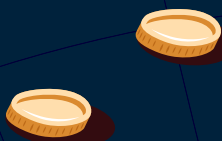


UAA
INSTITUTO
DE ESTADÍSTICA

BOLETÍN DIGITAL
N° 4

ISSN 2718- 8191

CONJUGAR LA DEUDA: PASADO, PRESENTE Y FUTURO. EL CASO ARGENTINO.



Círculo Polar Antártico

EDITORIAL

Juan Alberto Bertolotto,
Director Instituto de Estadística



INSTITUTO DE
ESTADÍSTICA

Estimados lectores del Boletín Digital del Instituto de Estadísticas de la Universidad Atlántida Argentina (UAA). Este es un año especial y un momento difícil de nuestro país. Desde hace varios meses el mundo está en vilo por el coronavirus (COVID-19), una pandemia que ha obligado a tomar medidas extremas por parte de los gobiernos y que ha cambiado la forma de vida de nuestra sociedad. La UAA no ha sido ajena a esta situación y aunque el entrenamiento que tenía nuestra institución en la era digital era muy bueno, el contexto nos ha obligado a reinventarnos en cada una de las áreas.

Parte del recorrido digital encarado con anterioridad a este presente, es nuestro Boletín Digital. En esta ocasión tenemos para llevar a nuestros lectores el N°4 con un tema que ha cortado transversalmente la historia de nuestro país y que estamos donde estamos tendrá vigencia su análisis: el problema de la deuda externa argentina y el endeudamiento en general.

El problema de la deuda externa ha cobrado relevancia en nuestro país a partir de los años 70. En efecto, el cambio del paradigma que generó la crisis del petróleo y la ruptura del tipo de cambio fijo al dólar, generó un giro hacia los modelos económicos sustentados en la financiarización y la economía basada en papeles en lugar de estar sustentada en la producción. Los bancos estallaban en dólares y el mundo desarrollado no tenía grandes márgenes de crecimiento. Aparecen entonces como grandes demandantes de ese crédito los países del mundo periférico, entre ellos, nuestro país.

Los países de América Latina venían evidenciando

desde la crisis de los años 30, grandes limitaciones al desarrollo de sus economías y no terminaban de insertarse en el mundo en crecimiento de la era de oro del capitalismo mundial después de 1945.

Principalmente los limitantes y/o condicionamientos estaban centrados en lo que la literatura identificó como los “cuellos de botella externos” al crecimiento, esto es, la insuficiencia de divisas (dólares) para sostener el mismo. Dado que en dicha época el flujo de capitales financieros era escaso, las divisas sólo podían conseguirse por inversión directa o por préstamos bilaterales de los organismos internacionales que nacieron con el fin de la segunda guerra mundial: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial principalmente. Sin embargo, estas últimas concesiones suponían ciertas recetas a cambio que hacían retroceder el crecimiento en lo que se conoció como modelo de “marchas y contramarchas” o “stop and go”.

El cuello de botella externo se generaba porque los países como la Argentina habían generado una estructura productiva dual, con una industrialización a mitad de camino y un complejo primario de alta productividad. Durante las etapas de crecimiento, la industria necesitaba divisas como agua (insumos, maquinaria, etc.) y, por otra parte, la población, que recuperaba ingresos locales merced al crecimiento, reproducía los consumos de las clases altas lo que implicaba sustituir bienes locales por bienes importados. Todo esto generaba un nivel de demanda de divisas cada vez más alto, mientras que la oferta, producto de las exportaciones primarias, se mantenían relativamente constantes. La crisis estallaba por la balanza de

pagos, devaluación, recesión, caída del ingreso y el círculo comenzaba nuevamente su ciclo.

Por consiguiente, los años 70 ofrecían una “solución” al problema estructural: al mundo le sobraban dólares y el mundo periférico los necesitaba. Con esos dólares, el mundo subdesarrollado podía reconvertir su estructura productiva y devolver las divisas más adelante. ¿Qué podría salir mal?...

A partir de allí, venimos conviviendo con los ciclos de endeudamiento y crisis de default en forma recurrente: 1982, 1989, 2001 y finalmente 2019. En este cuarto número del Boletín Digital tenemos tres grandes notas. Por un lado, Fernando Alvarez, investigador de esta casa de estudios, analiza los primeros antecedentes de endeudamiento de nuestra nación, que coinciden con el nacimiento de nuestra patria: el Empréstito Baring Brothers. Para los lectores que pensaban que emitir un bono de deuda a 100 años era una idea original de financistas del siglo XXI, tienen que leer esta esclarecedora nota de nuestro investigador.

En segundo lugar, tenemos el lujo de contar con una nota del actual Secretario de Finanzas de la Nación, el Licenciado Diego Bastourre, quien también se desempeña como docente de Macroeconomía y de Finanzas Internacionales en la Universidad Nacional de La Plata. En la nota se

revisa la enorme herencia en materia de endeudamiento que recibió la gestión actual y todo el proceso de canje y de política pública para que los niveles de endeudamiento sean sostenibles en el tiempo y dejen de ser un condicionante para el crecimiento de nuestra economía.

Finalmente, la tercera nota está realizada por un invitado con muchísima trayectoria en materia académica y de gestión en finanzas públicas como es el Licenciado Francisco Eggers, actualmente Profesor universitario en la UNLP y en la UCALP. El autor nos ilustra los riesgos que acarrea un endeudamiento para una nación y analiza las diferentes alternativas y factibilidad de los procesos de endeudamiento.

La trayectoria de las notas no es arbitraria: conocer el pasado, entender el esfuerzo que significa hacer viable los niveles de endeudamiento y estudiar a futuro no caer en las mismas trampas del pasado.

Como podrán apreciar, desde el Instituto de Estadísticas de la UAA, procuramos abordar las temáticas de cada número desde todas las dimensiones posibles (desde la óptica de los investigadores, especialistas y académicos y la de los ejecutores de la política pública) y transmitir a los lectores la mayor riqueza intelectual y espíritu crítico. Ese es el desafío y equilibrio que buscamos transmitir. Esperamos que disfruten este número.

BOLETIN DIGITAL N°4 INSTITUTO DE ESTADÍSTICA

›DIRECTOR INSTITUTO DE ESTADÍSTICA: CP. JUAN ALBERTO BERTOLOTTI.

›COMITÉ EDITORIAL: MARCELINA MAESTROMEY; JORGE MARQUEZ; PEDRO TOLON ESTARELLES ; AURORA ARENA.



UNIVERSIDAD
ATLÁNTIDA
ARGENTINA

www.atlantida.edu.ar

› Sede Central

Diagonal Rivadavia N° 515
C.P. (7109) Mar de Ajó
Partido de La Costa
Pcia. de Buenos Aires
Tel/Fax 02257- 420 338

› Sede Dolores

Belgrano N° 89
Dolores
Pcia. de Buenos Aires
Tel/Fax 02245- 441 415

› Sede Mar del Plata

Arenales N° 2740
Mar del Plata
Pcia. de Buenos Aires
Tel/Fax 0223- 491 5400

Revista desarrollada por la Secretaría de Extensión de la **Universidad Atlántida Argentina**.

Autorizada provisoriamente DCTO.PEN 491/94
Conforme a lo establecido en el art.64 inc. C de la ley 24.521



@prensaUAA



facebook.com/Universidad Atlántida Argentina



Linkedin/Universidad Atlántida Argentina

ISSN 2718- 8191

La historia argentina siempre cuenta deuda: el Origen del mal

Por Fernando Alvarez¹

El endeudamiento externo es de los principales condicionamientos al desarrollo autónomo y sustentable con groseras huellas de trazabilidad a lo largo de la historia argentina, que con poco más de 200 años de independencia, registra deuda por casi 300 años de duración entre 1824 y 2117, previo al canje actual y mayoritariamente en jurisdicción extranjera. El artículo analiza el inicio del germen de la toma de endeudamiento, el que como los siguientes, en general no produjo mejoras significativas para solventar el desarrollo de la estructura productiva y social nacional, a fin de reducir la dependencia y modificar el rol periférico de inserción internacional de la economía argentina.

El Origen: Empréstito Baring Brothers²

El primer antecedente de empréstito externo argentino se remonta a 1824, en los inicios de la organización nacional. En el gobierno de Buenos Aires de Martín Rodríguez, descollaba su ministro de gobierno: Bernardino de la Trinidad González de Rivadavia y Rodríguez de Ribadavia

y Rivadeneyra, conocido como Bernardino Rivadavia. Este buscó impulsar normas desde 1822 tendiente a tomar deuda para financiar las obras públicas necesarias como el puerto porteño, los servicios de salubridad (red de agua), la creación de poblados en la frontera con las comunidades de pobladores originarios y hasta para fundar un Banco, entre otras.

Con ese objetivo, el gobierno bonaerense, constituye a fines de 1823 el “consorcio argentino” encargado de concretar el empréstito. Ese comité estaba integrado por comerciantes porteños ingleses o muy ligados a los anglo criollos como John y William Parish Robertson, Felix Castro, Braulio Costa, Miguel Riglos y Juan Pablo Sáenz Valiente.

El contacto originario fue realizado por el propio Rivadavia en 1824, en una misión que encabezó a Londres; este poseía aceitados contactos por su periplo europeo de 1814 a 1820; pues en 1814, el Director Supremo Gervasio Posadas, le encarga a Rivadavia y Manuel Belgrano una misión diplomática en Europa a fin de obtener apoyos para la revolución reconociendo al gobierno de la Provincias Unidas. El fracaso de la misión fue

¹Se agradecen los aportes y comentarios de Germán Saller.

²Norberto Galasso, De la Banca Baring al FMI: historia de la deuda externa argentina, Ediciones Colihue.

rotundo, Belgrano regresó en 1816, pero Rivadavia permaneció en Londres hasta 1820. Allí se acerca a círculos intelectuales, políticos y económicos de España e Inglaterra que le proporcionaron gran parte de su formación liberal y le aportaron importantes contactos que le serían muy útiles en los años venideros.³

Las gestiones ante la londinense Casa Baring Brothers de Alexander y Francis Baring quedan a cargo de John Parish Robertson (comerciante inglés) y Felix Castro (socio en tierras de William Parish Robertson), con poderes emanados del

gobierno y mandato de que el precio de los títulos como piso será no menor al 70% y el interés máximo del 6%.

El empréstito sería por 1 millón de libras esterlinas, contra garantía hipotecaria de las tierras públicas bonaerenses. Las condiciones del mercado londinense permitían colocar los títulos al 85%, interés del 6% y amortización del 1% anual en 100 años.

Pero las condiciones acordadas por los emisarios argentinos fueron:

Empréstito Baring Brothers = 1.000.000 Libras Esterlinas (LE)			
Gastos relacionados a la Emisión (LE)			Capital Financiero Neto Recibido (LE)
Casa Baring	1.300	Precio bajo la par (70%) 300.000	552.700
Viaje de Rivadavia	6.000		
Gestores	10.000		
Amortización adelantada (1 año)	10.000		
Intereses adelantados (12 años)	120.000		
Total Gastos Empréstito Baring = 447.300			

En carta a Alexander Baring, del 25 de junio de 1824, el “gestor argentino” John Parish Robertson le aclara:

"Uds. pondrán en circulación el empréstito al 85%, acreditando al gobierno de Buenos Aires el 70% y a uds. y a nuestra proporción el 15%, de manera que cuando se coloque y pague todas las acciones quedará:

Destino de lo obtenido por el Empréstito		LE
Gobierno de Buenos Aires		700.000
De Vuestra Casa (vg: Baring)		30.000
Mr. Castro (vg: Felix Castro) y mío (vg: John Parish Robertson)		120.000
Total Obtenido por el Empréstito		850.000

Debiendo uds. abrir un crédito a favor de Mr. Castro y mío para ser usado en la forma en que lo precisemos por la suma de 120.000 libras”.

En criollo la diferencia de cotización entre 70% y 85% (LE 150.000) que debió llegar al Gobierno bonaerense, se la apropian los gestores argentinos y la Baring.

³ El Historiador-Felipe Pigna

Condiciones leoninas

La deuda se asumía por el total: 1 millón de Libras. Pero, además del “peaje del 15%”, la mayoría del préstamo “desembolsado”, no ingresó en metálico (oro) sino en letras de cambio sobre casas comerciales británicas en Buenos Aires, propiedad de los gestores del empréstito. Eso a los comerciantes locales les servía para hacerse (fugando) de las utilidades que tenían bloqueadas por la escasez de metálico.

Todas las tierras públicas de la provincia quedaron hipotecadas a favor de la Baring como garantía. Rivadavia aplica el sistema de “enfiteusis” por el cual los productores rurales podrían ocupar y hacer producir las tierras públicas, como arrendatarios, con cánones bajísimos que fijaban los mismos arrendatarios. Los grandes propietarios aprovecharon el sistema de enfiteusis para acaparar tierra pagando el mínimo que les permitía la ley.

Poco después de concedido el empréstito, el 31 de marzo de 1824, llega a Buenos Aires el nuevo Cónsul británico, Woodbine Parish, para firmar un tratado de Libre Comercio y Amistad, igual al que William Huskisson, jefe del “Board of trade” londinense, impusiera a todas las ex colonias de Hispanoamérica, que ambicionaban ser reconocidas. Este tratado impuesto por Inglaterra como requisito previo para el reconocimiento de la independencia, firmado el 2 de febrero de 1825, mostró un destino de nación dependiente de una nueva metrópoli que le asignó un papel inamovible en la división del trabajo que imponía al mundo: simple productor de materias primas y comprador de manufacturas.

En 1826, Rivadavia ya primer presidente de las Provincias Unidas del Río de La Plata, impulsó la Ley de Buenos Aires como capital del Estado. Esto lo enfrentó a los porteños, quedando la ciudad de Buenos Aires bajo la autoridad nacional, hasta

que ésta organizara una provincia. La provincia desaparece, contraviniéndose así lo expresado por la Ley fundamental de 1825.

En 1827 cae Rivadavia y la élite asociada a estos negocios. Dorrego cesa el pago a la Baring, actitud continuada por las sucesivas administraciones.

En mayo de 1844 la legislatura federal aprueba la propuesta de cancelar a Baring⁴ \$5.000 mensuales (5\$=1 Libra Esterlina -LE-); pago que se suspende temporalmente a partir de la intervención anglofrancesa en el río Paraná el 1º de octubre de 1845. Concluido el conflicto en 1848 se retoman los pagos mensuales.

El aspecto delictuoso de la operación y la adhesión del gobierno fue reconocido en 1852 por Ferdinand White, agente enviado por Baring Brothers, a gestionar el cobro de los servicios, en cese de pagos desde la asunción de Dorrego en 1827 (deuda=LE 980.000). En esa gestión de 1852, la deuda externa reclamada alcanzaba 2,3 millones de libras (con intereses impagos).

En 1855 el gobernador bonaerense Pastor Obligado recibe reclamos ingleses por LE 2.517.155 (el 61% eran intereses) y encarga a Norberto de la Riestra la negociación con Baring. Este acuerda con White un monto total de LE 2.618.000 (casi 63% intereses), unos LE 100.000 más de intereses que los reclamados unos meses antes. El acuerdo es refrendado en la legislatura bonaerense. Se emiten bonos diferidos sustituyendo los anteriores con interés creciente: de 1861 a 1865 del 1%, de 1866 a 1870 al 2% y desde 1871 al 3%. Dichos pagos se cumplen regularmente hasta 1892. La deuda externa total ya alcanzaba LE 74,8 millones.

En julio de 1893 se renegocian y consolidan las acreencias inglesas con un convenio entre el gobierno nacional representado por Victorino de la Plaza (luego J.Romero) y la Banca Rothschild, que otorga empréstito de moratoria de LE 15 millones al 6% anual, de los que LE 10 millones

⁴Tal como se abonaba a Francia por las indemnizaciones del conflicto de 1838-40 originado por el bloqueo francés del Río de La Plata.

iban a la Baring en cancelación parcial, y que reducía por 6 años un 60% los intereses; y desde 1899 se abonarían íntegramente, con el compromiso de pagar LE 1.564.000 por año; mientras que las amortizaciones se suspendían hasta el 12/01/1901. Aunque en 1897 por acuerdo de ministros se adelantan 1 año las cláusulas de integralidad de intereses.

Al cierre del siglo, un informe de deuda externa argentina en el Congreso Nacional, al 31/12/1900 reconocía debérsele LE 167.630 a la Baring por el préstamo de 1824. Un estudio de Pedro Agote calculó que en 1901, 75 años después, el país había abonado LE 4.757.000, 4,8 veces la deuda emitida, y 8,64 veces lo recibido. La deuda externa total sumaba LE 77,7 millones.

Finalmente la totalidad de la deuda derivada por el empréstito Baring, como toda la deuda externa argentina hasta ese momento, de LE 65,6 millones = USD 264 millones es cancelada entre 1946 a 1948 por el gobierno del Partido Laborista encabezado por Juan Perón, o sea más de 120 años después de empezar a endeudarse.

Lecciones y recomendaciones

El endeudamiento, y sobre todo el externo, es uno de los principales condicionantes del desarrollo a lo largo de la historia nacional. Argentina, como cualquier país emergente, necesita una estrategia de financiamiento propia que priorice los objetivos planificados hacia un sendero de desarrollo estructural del aparato productivo local. Tras el desendeudamiento total del primer gobierno peronista, Argentina volvió a enfrentar 3 grandes procesos de endeudamiento masivo, la última dictadura cívico-militar desde 1976, los 90 hasta 2001 y 2016-2019, todas conducciones con un rasgo predominantemente ortodoxo desde lo económico.

En 2017 con el reingreso al club de deudores a 100 años, el bono centenario del siglo 21, tal como el Empréstito Baring fue una emisión que respondió a las necesidades de los inversores ya que las mismas entidades colocadoras hicieron público que ofrecieron la operación al gobierno argentino, con inversores preexistentes. En una coyuntura de tasas bajísimas o negativas, fluida liquidez y poquísimas oportunidades de inversión de altos rendimientos duraderos, ese título al 7,91% anual por 100 años es pan caliente⁵. Pero a la vez con ese rendimiento durante 1 siglo, Argentina resignaba modificar su historia financiera, con la demostración más palpable de que “su riesgo soberano a largo plazo es 8%”, mientras que para la mayoría de los países desarrollados o emergentes es 1 a 2%, entonces por 100 años financiar a Argentina implicaría 6 puntos adicionales de riesgo.

Un año después, fuera nuevamente del mercado voluntario de crédito internacional, se recurrió al FMI como prestamista de última instancia, y en 2019 se volvió a defaultear la deuda.

La historia nos enseña con tremendo dramatismo que todos los ciclos de endeudamiento externo de nuestro país finalizan con nefastas consecuencias sociales. La restricción de divisas que desemboca en crisis del sector externo, con peores índices macroeconómicos y fiscales, donde el país no logró sortear la trampa del subdesarrollo, la estructura productiva no se diversificó, el tamaño del mercado nacional no se amplió, entre otras; manteniendo el rol periférico, subordinado, y dependiente del capital extranjero, de las importaciones de insumos y bienes de capital de los países más industrializados y de las pesadas condicionalidades de los organismos internacionales, principalmente del FMI.

⁵ El bono centenario (AC2117) fue emitido por USD 2.759 millones con un cupón de renta del 7,125% anual, pero bajo la par cortando al 90%, de allí se deduce un rendimiento del 7,91% anual para los USD2.475 millones recibidos.

Lo anterior no debe leerse como oposición al endeudamiento, sino que la toma de deuda debe ser estratégica, debe planificarse y derivarse al propósito de repotenciar la capacidad reproductiva del país. Enriquecer la democracia explicitándole a la sociedad pros y contras del endeudamiento es imperioso. Entre otras cualidades, esta estrategia de la deuda debería:

a) respetar la dinámica de sustentabilidad financiera tal que la tasa de interés del endeudamiento soberano no supere a la tasa de crecimiento esperada de la economía. Solamente se creció a más del 8% en cuatro oportunidades en toda la historia argentina, la emisión del bono a 100 años de 2017 es como mínimo mala praxis; y b) en la aplicación de los fondos obtenidos debería privilegiarse la potencialidad de mayor autonomía para sustentar el proceso de desarrollo. Aprovechar una ventana temporal favorable para financiar ese sendero necesariamente debe conducir a pagar tasas con menores costos y plazos más razonables.

Por ello, dado que la potestad constitucional de

endeudamiento radica en el Poder Legislativo, como contrapeso a la discrecionalidad del Poder Ejecutivo, debe cumplimentarse este rol con sentido estricto, ya sea en los niveles de autorizaciones de “todo” endeudamiento, en los seguimientos y fundamentalmente en el control de su aplicación.

Ambas experiencias con deuda centenaria deberían servir de aprendizaje al Parlamento para que en las autorizaciones anuales de endeudamiento otorgadas al Ejecutivo se fije un plazo mínimo de amortización y un plazo máximo a fin de generar coherencia intergeneracional.

Argentina rifó varias veces, en pocos años, su estatus de país sin deuda o en vías de desendeudarse. En ellos se toma irresponsablemente endeudamiento externo, como un enorme festival de endeudamiento. Como todo festival cuando la música se corta, ya no hay fiesta y la realidad te muestra el desorden que te queda para arreglar, que siempre afectará la vida de varias generaciones. Aprendamos del Origen del Mal.



Restaurando la Sostenibilidad de la Deuda Pública Argentina

Por Diego Bastourre⁶

Introducción

El gobierno de Alberto Fernández asumió en un contexto social y económico extremadamente difícil producto de las políticas macroeconómicas inconsistentes implementadas por la administración anterior: la economía llevaba siete trimestres en recesión, la inflación anualizada superaba el 50%, el desempleo se acercaba a los dos dígitos y la pobreza mostraba una tendencia creciente con un piso del 35%.

En el frente financiero, la situación que se recibió también era crítica. El irresponsable proceso de endeudamiento público llevado a cabo por

la administración de Macri combinado con la fenomenal devaluación del peso de los últimos dos años de su gobierno disparó el ratio de deuda pública a PIB, el cual pasó del 52,6% en 2015 al 89,4% a finales de 2019, alcanzando un nivel claramente insostenible en función de la capacidad de repago de la República Argentina.

El problema era aún más complejo porque toda la estructura de la deuda pública se había vuelto insostenible (Figura 1), tanto la denominada en pesos como aquella instrumentada en moneda extranjera con tenedores locales, externos y organismos multilaterales. Es decir, el endeudamiento era incompatible con el objetivo de un sendero de recuperación económica con inclusión social.

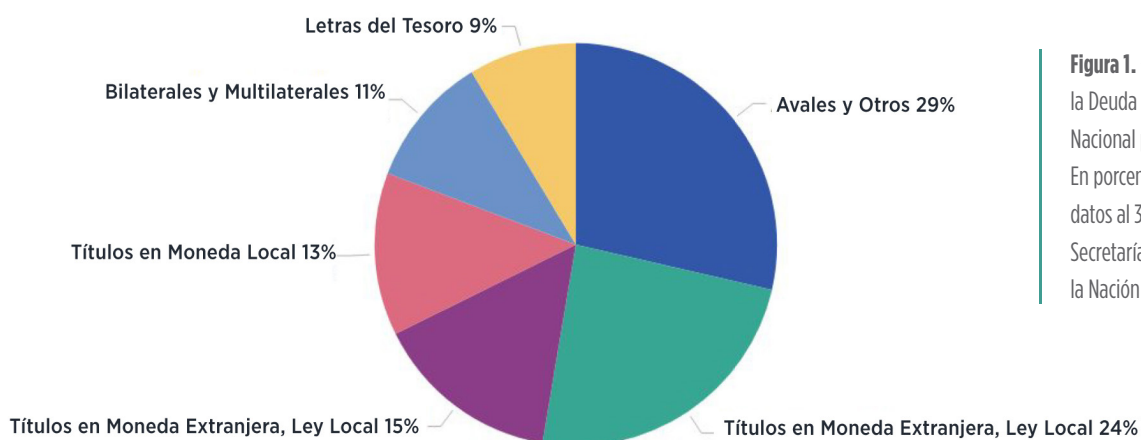


Figura 1. Composición de la Deuda del Sector Público Nacional por acreedores. En porcentaje del total, datos al 31.12.2019, Fuente: Secretaría de Finanzas de la Nación

⁶ Secretario de Finanzas de la Nación – UNLP

Por su parte, el acceso al mercado de deuda en pesos y en dólares se encontraba cerrado, tanto para emisiones locales como internacionales, no sólo para el Tesoro Nacional sino también para las Provincias y las empresas.

De este modo, la solución al gravísimo problema de insostenibilidad del endeudamiento público heredado requería un enfoque integral que contemplase soluciones para cada uno de sus diversos componentes. En función de este diagnóstico, el Gobierno Nacional trazó su estrategia y desplegó simultáneamente acciones orientadas a atacar las diferentes aristas del problema.

Normalización del mercado de deuda pública en pesos

El reperfilamiento de los instrumentos del Tesoro realizado por las autoridades económicas del

gobierno anterior en agosto de 2019 interrumpió literalmente el funcionamiento del mercado de deuda en pesos. Al asumir en diciembre, la última colocación realizada en el mercado local había sido efectuada en julio de ese año a tasas altísimas (73,55% anual a 73 días y 67,95% a 303 días), incompatibles con la sostenibilidad y la producción.

De esta forma, el panorama heredado en diciembre lucía complejo, ya que no sólo el financiamiento se encontraba virtualmente cerrado, sino que se enfrentaban elevados vencimientos concentrados en el corto plazo. A lo largo del año 2020, las obligaciones en pesos con inversores privados eran de \$1,15 billones, de los cuales el 74% ocurrían en el primer semestre (Figura 2). Por su parte, este mercado estaba totalmente ilíquido con títulos que cotizaban en torno al 35%-40% de paridad.

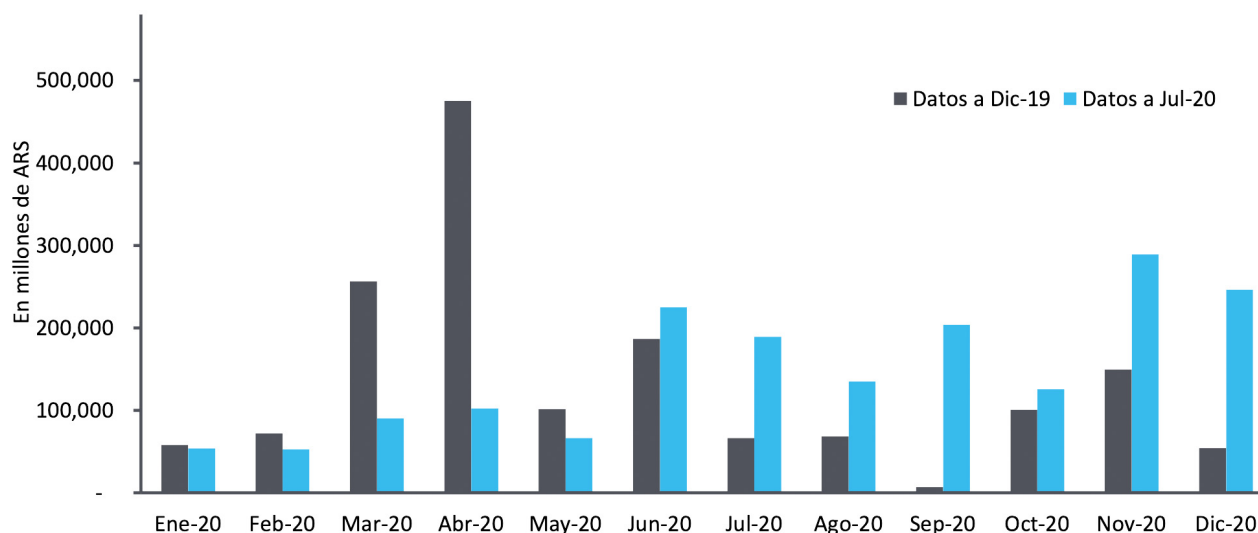


Figura 2. Perfil de vencimientos de capital e intereses, comparativo diciembre 2019 vs. julio 2020. Fuente: Secretaría de Finanzas de la Nación

Frente a ese escenario, el Gobierno Nacional definió como objetivo el normalizar el funcionamiento del mercado de deuda en pesos. El fundamento de esta decisión es que su normalización es un requisito para el desarrollo de un mercado de capitales doméstico profundo, el cual constituye un elemento central para acabar con el patrón de inestabilidad macroeconómica que por tanto tiempo ha caracterizado a nuestro país. Además, es un factor indispensable para incentivar el ahorro en instrumentos denominados en pesos, para los gobiernos provinciales constituye una fuente de financiamiento significativa y para las empresas representa una alternativa al fondeo bancario.

La agenda de normalización fue encarada con una consigna clara: bajar las tasas de interés a niveles compatibles con la reactivación económica y la sostenibilidad de la deuda. El desafío por delante no era sencillo ya que implicaría transitar un filo, en el que el logro de tasas de refinanciación adecuadas era lo único que evitaría caer o bien en la expansión monetaria excesiva o bien en la iliquidez de un eventual nuevo reperfilamiento.

Desde luego que el éxito en la tarea encarada requería de la actitud colaborativa y del compromiso de los diversos agentes que conforman el mercado, motivo por el cual se establecieron canales de diálogo para lograr un marco de entendimiento mutuo.

Efectivamente, a lo largo de nueve meses de gestión, el esfuerzo conjunto permitió que en sucesivas licitaciones y operaciones de canje se lograra reducir drásticamente las tasas de interés, extender los plazos y conseguir un adecuado ratio de refinanciación de los vencimientos.

Respecto a este último punto, se destaca la tendencia creciente del fondeo del Sector Público Nacional en el mercado de deuda en pesos: ya en el segundo trimestre del año se logró un ratio de refinanciamiento superior al 100%, en el mes de julio subió al 119% (financiamiento neto de

\$ 38.993 millones) y en agosto se alcanzó el 158% (financiamiento neto de \$80.806 millones).

Otro hecho destacable de este proceso fue la realización exitosa de operaciones de conversión de instrumentos denominados en dólares por títulos en pesos con el objetivo de disminuir la exposición del Tesoro Nacional a obligaciones de corto plazo en moneda extranjera. Se lograron canjear el equivalente a USD 7.839 millones, lo cual implicó una reducción del 52,4% de la deuda pública de corto plazo en divisas emitida bajo legislación argentina.

Finalmente, una señal inequívoca de la normalización del mercado de deuda pública en pesos es la revalorización en el precio de los activos que tuvo lugar como resultado de la mayor demanda por parte de los inversores y que permitió una mejora en las paridades.

Este fenómeno tuvo especial intensidad a partir de junio. De rendimientos anuales en torno al 8% y 10% a fines de mayo para los bonos ajustables por CER, en junio se observó una significativa compresión en las tasas en el mercado secundario de aproximadamente 400 puntos básicos para el tramo corto de la curva.

La normalización del mercado continuó en forma sostenida durante el mes de julio, en el cual se registró una compresión adicional de toda la curva de rendimientos en CER (promedio de 356 pbs). Esta mejora fue aún más marcada en el tramo medio de la curva, la cual se redujo en aproximadamente 500 pbs en promedio. A su vez, se destaca que el segmento más corto se ubicó sobre la par, presentando rendimientos menores a su cupón de emisión.

Todos estos logros eran algo absolutamente impensado al momento de asumir la gestión cuando se planteó el desafío de normalizar el mercado de deuda en pesos. Es más, muchos analistas descontaban en aquel momento que los títulos en pesos serían reperfilados.

La reestructuración de la deuda en moneda extranjera con tenedores privados

A partir de abril de 2018, en el contexto del colapso del modelo económico vigente, el mercado comenzó a evaluar como insostenibles los grandes volúmenes de deuda pública en moneda extranjera (principalmente bajo legislación externa) que la República había acumulado en los dos años previos y que no fueron acompañados por un incremento de la capacidad productiva que permitiera el cumplimiento de tales obligaciones respetando la sustentabilidad social.

En efecto, el informe elaborado por el BCRA “Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019” muestra que Argentina lideró en el periodo enero 2016 - abril 2018 el ranking de los países emergentes que mayor volumen de bonos soberanos habían colocado en los mercados internacionales. Para el período 2020-2024, los vencimientos en moneda extranjera de títulos públicos en manos del sector privado y las obligaciones previstas del crédito del FMI totalizaban más de USD 100.000 millones.

Así, la deuda pública de Argentina se encontraba en una posición no financiable e insostenible. Por lo tanto, resultaba imperioso un ajuste en los términos del endeudamiento soberano que permitiera recuperar la senda del crecimiento de la economía y así mejorar su capacidad de pago.

En particular, los títulos públicos emitidos en moneda extranjera representaban el 39% de la deuda pública nacional bruta, correspondiendo un 24% a los emitidos bajo legislación externa y un 15% a los regidos por la ley local (Figura 1). Dada su magnitud relativa y la gran cantidad de recursos en divisas que demandaba su cumplimiento, poner a la deuda pública en un sendero sostenible constituía una necesidad crítica en la resolución de la crisis económica argentina agravada por la pandemia del coronavirus.

En consecuencia, el Gobierno Nacional definió como uno de sus objetivos principales la restauración de la sostenibilidad de la deuda en el marco de un proceso ordenado, negociando sobre la base de la buena fe para reestructurar los contratos de deuda de una forma consistente con la capacidad de pago y el crecimiento con inclusión social.

El diagnóstico inicial fue que el enfoque utilizado para resolver las crisis de deuda soberana anteriores no funcionaba: las reestructuraciones llegaban demasiado tarde y con un alcance limitado para resolver el problema. Aunque las crisis de deuda no resueltas imponen grandes costos a las sociedades, muchas reestructuraciones recientes no han sido lo suficientemente profundas como para proporcionar las condiciones para la recuperación.

Con esta evidencia internacional muy presente, el Gobierno Nacional comenzó en enero de 2020 el proceso de negociación invitando a los tenedores de deuda pública emitida bajo legislación externa a iniciar conversaciones a efectos de adecuar la deuda pública a los objetivos de su sostenibilidad.

El Gobierno Nacional también definió que la negociación se haría de cara a la sociedad, motivo por el cual concurrió al Congreso Nacional para impulsar un conjunto de herramientas legislativas clave que encuadrarían el marco legal de la misma. El Poder Legislativo brindó amplio apoyo y aprobó los proyectos de ley enviados.

La República Argentina publicó su primera oferta el 21 de abril de 2020. El perímetro de la deuda elegible (títulos públicos emitidos bajo ley extranjera) ascendía a USD 66.185 millones, de los cuales el 93,3% se encontraba en tenencias de acreedores privados, casi en su totalidad externos.

Posteriormente, entre fines de abril y principios de agosto se desarrolló un proceso de diálogo constructivo con los bonistas que fue acompañado por propuestas de ambas partes para lograr un acuerdo. Finalmente, el mismo se alcanzó el 4 de agosto.

Los resultados de la oferta de canje se dieron a conocer el día 31 de aquel mes. Los tenedores del 93,55% del monto total de capital pendiente de todos los bonos elegibles emitidos en virtud del Contrato de 2005 y del Contrato de 2016 adhirieron a la propuesta. En función de las cláusulas contractuales de los bonos elegibles, la República obtuvo los consentimientos requeridos para reestructurar el 99,01% del monto total de capital pendiente de todas las series de bonos.

Por su parte, la oferta de reestructuración de la deuda denominada en moneda extranjera contempló desde su génesis un tratamiento equitativo para ambas legislaciones, la nacional y la externa. Debido a la mayor complejidad legal y operativa que reviste la deuda emitida bajo legislación extranjera, se decidió primero llevar a cabo las negociaciones con los tenedores de estos títulos.

De este modo, una vez que las negociaciones con los tenedores externos se encontraron próximas al cierre de un acuerdo definitivo, se avanzó también en el diseño de una propuesta de reestructuración de la deuda pública nacional instrumentada mediante títulos en dólares y emitidos bajo ley de la República Argentina. La misma fue enviada al Congreso de la Nación como Proyecto de Ley para que tenga tratamiento legislativo, donde recibió un apoyo contundente, convirtiéndose en ley el 8 de agosto.

El perímetro de la deuda elegible (títulos públicos emitidos bajo ley local) totalizaba USD 41.715 millones, compuesto por títulos denominados y pagaderos en dólares (USD 41.631 millones) y títulos denominados en dólares y pagaderos en pesos (USD 84 millones).

Como fuera mencionado, a través de una serie de operaciones de conversión de activos, el Gobierno Nacional ya había logrado canjear USD 7.839 millones por instrumentos denominados en pesos con anterioridad a esta oferta.

En línea con el proceso de normalización del mercado doméstico, el diseño de la propuesta de canje bajo ley local contempló un tratamiento equitativo en relación con las condiciones ofrecidas (tanto actuales como futuras) a los tenedores externos. De igual forma, se incorporaron dos opcionalidades de nuevos títulos en pesos ajustables por CER.

El día 4 de septiembre el Ministerio de Economía informó que tras la finalización del período de aceptación temprana de la oferta, ya se había alcanzado un porcentaje de adhesión que permite reestructurar el 98,8% de la deuda en dólares emitida bajo ley local.

De esta manera, ambas ofertas de canje recibieron una adhesión contundente que despeja cualquier tipo de incertidumbre sobre alguna eventual litigiosidad.

La reestructuración permitirá reducir el interés que pagan los títulos externos a una tasa promedio de 3% mientras que el perfil de deuda heredado contemplaba un cupón promedio cercano al 7% (Figura 3). Por su parte, también se observa una disminución significativa en el cupón máximo de los nuevos instrumentos (5% vs. 8,28% del perfil anterior).

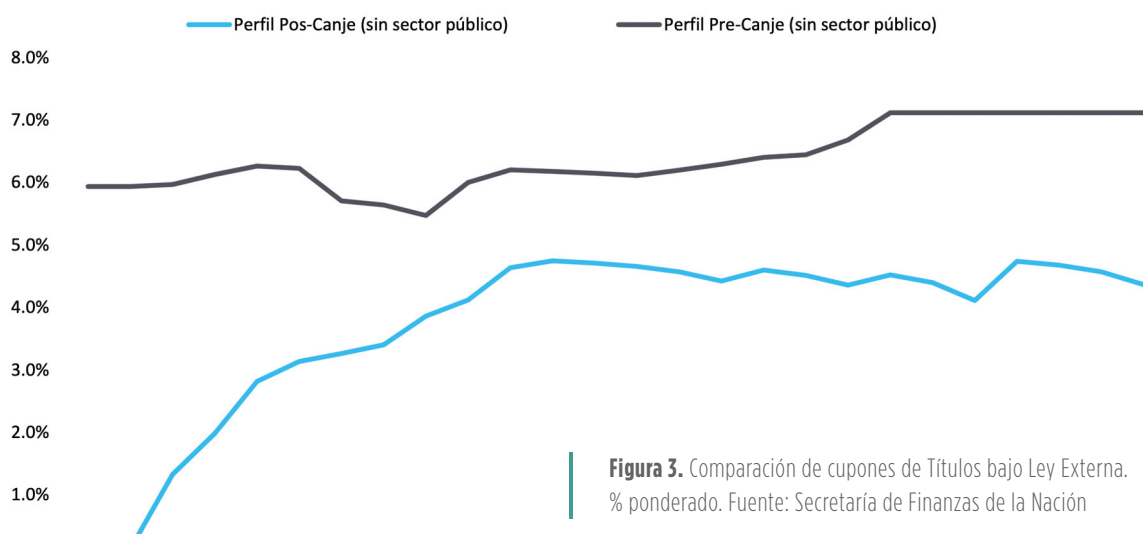


Figura 3. Comparación de cupones de Títulos bajo Ley Externa. % ponderado. Fuente: Secretaría de Finanzas de la Nación

Asimismo, en el caso de los títulos en moneda extranjera emitidos bajo legislación local la reducción en el cupón promedio es aún mayor al pasar del 7,6% al 2,7%. Se destaca, además, la extensión de plazos conseguida habiéndose incrementado en 5,5 años la diferencia entre la vida promedio del conjunto de títulos de entrada al canje y la de los títulos de salida.

A partir de ambas operaciones, que permitieron reestructurar más de USD 100.000 millones de deuda pública denominada en moneda extranjera, la República tendrá un alivio en su carga de servicios de deuda de aproximadamente USD 42.000 millones en el período 2020-2024 (Figura 4).

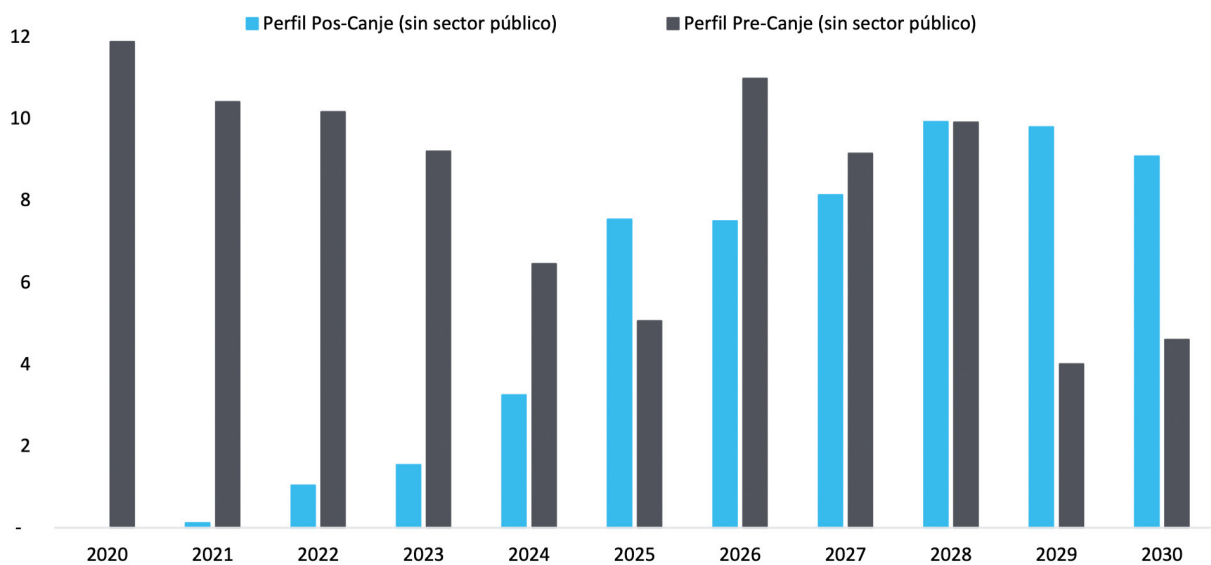


Figura 4. Comparación perfil de Títulos en moneda extranjera (Legislación Local + Legislación Extranjera) (en miles de millones de USD). Fuente: Secretaría de Finanzas de la Nación

Esta reestructuración permitirá generar condiciones de saneamiento a las finanzas públicas, dará certidumbre al sector privado y brindará al país una nueva plataforma de crecimiento con inclusión social una vez superada la pandemia.

En la estrategia integral delineada por el Gobierno Nacional para solucionar el problema de la insostenibilidad de los distintos componentes del endeudamiento público, el próximo paso es acordar un nuevo programa con el FMI. A fines de agosto se dio inicio formal a las consultas con dicho organismo multilateral de crédito a los efectos de lograr un nuevo acuerdo que tenga como

premisas respetar los objetivos de la recuperación económica y resolver los problemas sociales más acuciantes.

Hacia adelante, por su parte, desde el Gobierno Nacional se continuará priorizando el desarrollo del mercado local de deuda e incrementando la participación relativa del financiamiento en pesos, en un marco de consistencia con el proceso de restauración del endeudamiento público; alentando a alinear incentivos y expectativas y contribuyendo a la coordinación de un mercado más eficiente.

Los peligros de la deuda pública

Por Francisco Eggers⁷

En un sistema capitalista como el que existe en casi todo el mundo, el crédito es un dinamizador fundamental de la economía. Además de tener un rol en el sistema de pagos, los créditos permiten concretar proyectos y superar momentos difíciles. Quienes reciben créditos, contraen deudas. En el mundo, la gran mayoría de las empresas y de los gobiernos tienen deudas, y no por casualidad ni por equivocación, sino porque lo encuentran conveniente.

Pero, en las últimas cuatro décadas, para los argentinos la deuda pública ha sido mala palabra: no nos dejó ningún beneficio palpable, y estuvo en la raíz de crisis económicas que trajeron al país recesión, inflación, desempleo y pobreza.

Entonces, el tener la posibilidad de contraer deuda pública, ¿es una bendición o una maldición? Depende.

Las decisiones económicas racionales comparan costos con beneficios. Cuando una empresa se encuentra ante la opción de tomar una deuda, hace (explícita o implícitamente) una evaluación económica y una financiera.

La primera requiere proyectar los flujos de ganancias (netas de pérdidas) que se prevé obtener en el futuro, a partir de los supuestos que se consideren más probables, en dos situaciones: con la deuda y sin ella. Se convierten las ganancias futuras a valor actual usando una tasa de descuento que se considere adecuada (típicamente, la tasa de interés de la deuda) y, se coteja en cual situación se logra un mayor valor actual neto de las ganancias futuras descontadas.

Si, por ejemplo, una deuda que se está considerando tomar es para financiar una inversión, se comparará el rendimiento de la inversión con el costo de la deuda; si es mayor, la toma de deuda sería conveniente, sujeto al resultado de la evaluación de riesgos financieros.

El endeudamiento de una empresa no tiene por qué estar limitado al financiamiento de una inversión de largo plazo. Puede ocurrir que ya tenga el capital fijo necesario para producir, pero que en algún momento se encuentre sin los fondos suficientes para pagar a sus proveedores y empleados para poner sus máquinas en marcha y abastecer la demanda. En ese caso, el financiamiento de “capital de trabajo” puede permitirle funcionar, y el costo de la deuda podría pagarse con el aumento en los ingresos netos por ventas.

La evaluación económica generalmente supone que la empresa no enfrentará restricciones financieras. Pero si se prevé que en algún momento la empresa tendrá un flujo de “caja” negativo, debe tener “espaldas” para poder cubrir el “bache” financiero, o tener las fuentes financieras a las que pueda recurrir. Caso contrario, podría enfrentar la posibilidad de no poder pagar sus deudas exigibles, lo que puede llevar a la convocatoria de acreedores o a la quiebra.

Por eso, debe realizar una evaluación financiera, previendo los ingresos y egresos de “caja” y las fuentes de financiamiento; analizando, además, cuán sensibles son los resultados a los supuestos. Aun cuando la evaluación económica sea positiva, si existen riesgos significativos de que los ser-

⁷ Profesor UNLP/UCALP

vicios de la deuda se tornen impagables, lo prudente sería no contraer la deuda, ya que el costo de una cesación de pagos podría ser muy grande.

Un Estado, antes de tomar deuda, también tendría que hacer una evaluación económica y una financiera, con sus correspondientes análisis de sensibilidad, para analizar la conveniencia y los riesgos.

El endeudamiento, como en el caso de una empresa, podría ser para financiar una inversión: en ese caso, se pagará en el futuro por beneficios que se recibirán en el futuro. El análisis debe tratar de estimar costos y beneficios sociales, tengan o no correlato en ingresos y gastos fiscales. Los precios a usar en el cálculo no son siempre los que se observan en los mercados; cuando éstos presentan fallas (situación muy común) deben tenerse en cuenta los costos sociales. Por ejemplo: si la inversión emplea mano de obra que en caso contrario estaría desocupada, el costo social de la contratación es menor al salario que se paga, al considerar el beneficio social derivado de disminuir la desocupación.

El endeudamiento también podría ser para “adelantar” gastos: permitiría un mayor nivel de consumo en el presente, a costa de que en el futuro parte de los ingresos se deban destinar a pagar ese consumo, más los intereses. Se requiere evaluar qué valoramos más: la utilidad que nos provee el gasto ahora o la que resignaríamos en el futuro al tener que pagar la deuda, más sus intereses. Si la tasa intertemporal de preferencia (que nos dice cuánto valoramos el consumo presente en relación con el consumo futuro) es mayor que la tasa de interés a pagar, la deuda se tomaría; caso contrario no.

Una situación especial se da cuando el gasto, financiado con deuda, logra un mayor nivel de actividad del sector privado en una recesión. Además de los beneficios directos del gasto, hay que computar el efecto multiplicador producto de la movilización de fuerzas productivas privadas que, en su ausencia, permanecerían ociosas.

También es necesario realizar la evaluación financiera; ya que, si bien un Estado no quiebra, su cesación de pagos trae consecuencias no sólo sobre la actividad fiscal sino sobre la economía en general. Y, al igual que en el caso de una empresa, habrá un costo reputacional que pesará en cada financiamiento que se tome luego de la cesación.

Un país desarrollado, que se endeuda en su propia moneda, como Estados Unidos, Reino Unido o Japón, corre riesgos financieros relativamente menores: siempre podrá hacer frente a sus pagos, emitiendo dinero. Pero cuando un país se endeuda en una moneda que no controla, como es el caso de Argentina, la evaluación financiera es insoslayable.

Por supuesto, la evaluación debe ser seria y responsable. Lo opuesto a lo que hizo el Fondo Monetario Internacional en noviembre de 2016 y diciembre de 2017, en sus revisiones de Artículo IV. En la última, pocos meses antes de que se hiciera evidente que el país se encaminaba a una cesación de pagos, afirmaba que “los cambios en las políticas pusieron a la economía en una posición fuerte, y corrigieron varias de los desbalances macroeconómicos más urgentes”. Ya se sabía, por ese tiempo, que el déficit de balance de pagos estaba en un nivel récord, y que el déficit del sector público nacional estaba en un nivel máximo en décadas.

¿En qué supuestos se basaban esas proyecciones? Por ejemplo, que durante al menos seis años seguidos (2017-2022), el país no tendría problema para financiar un déficit en cuenta corriente equivalente a 4 a 5% del PBI, con tendencia creciente; a lo que se agregaba la salida de capitales, que en 2017 fue equivalente al 3,5% del PBI, y venía en crecimiento. Era absurdo pensar que el resto del mundo seguiría ingresando capitales en Argentina, incrementando incluso el nivel observado en 2017; esa evaluación del FMI fue más política que técnica, como lo señalé en su momento (<https://eleconomista.com.ar/2017-12-deficit-externo-optimismo-las-ensenanzas-la-historia/>).

Si una persona toma una decisión, y es ella la que recibirá los beneficios y soportará los costos, tiene todos los incentivos para tomar la decisión más conveniente, a partir de la información de que dispone. En un Estado, quienes toman las decisiones son los gobernantes, pero los costos son pagados por la población en general. Si los gobernantes tienen una fuerte preferencia por gastar mientras están en el gobierno, y les importa menos el gasto futuro (cuando tal vez ya no estén gobernando) es probable que la decisión óptima para ellos sea diferente de la mejor decisión para la sociedad. Esto se acentúa si el control social se debilita, por la falta de conocimiento de la población acerca de los actos de los gobernantes y sus consecuencias.

Nuestro país ha sufrido en las últimas décadas tres situaciones de cesación obligada de pagos, que siguieron a períodos de fuerte endeudamiento público: en la última dictadura militar (el “Proceso”), en la Convertibilidad y en el gobierno de Macri. No tiene mucho sentido el análisis de lo sucedido en el “Proceso”: fue un gobierno de saqueo, las preferencias de la sociedad no importaban a los gobernantes. La deuda pública fue tomada por una fuerza de ocupación, que no tenía legitimidad para gobernar el país.

Los de Menem y Macri no fueron gobiernos de saqueo: electos por voluntad popular, aspiraban a continuar en el poder. Aun así, ejecutaron políticas que no podían mantenerse en el tiempo, con eje troncal en el endeudamiento externo, no destinado a financiar inversiones sino gasto corriente. El crecimiento del déficit, que originaba el endeudamiento, no se limitó a períodos recesivos, no tuvo una lógica anticíclica, sino de gastar ahora y después... se verá. Cualquier evaluación financiera sería habría advertido los peligros de cesación de pagos de la deuda en cuanto los mercados dejaran de refinanciarla. Pero aun así, ambos procesos no cesaron por decisiones de política, sino por reacción de los mercados financieros.

Es imposible saber si en esos gobiernos alguien hizo alguna evaluación económica y financie-

ra con proyecciones de largo plazo acerca de la conveniencia de tomar deuda. Pero podemos interpretar que, para la conducción política, la tasa de preferencia intertemporal era altísima. En otras palabras: la política se enfocaba tanto en el corto plazo, que el largo plazo era prácticamente irrelevante. Y en el corto plazo había que maximizar el consumo; y la forma de hacerlo era tomando deuda.

Desde ya, esa no podía ser la preferencia social: si la gente hubiera sabido que nos encaminábamos al desastre, hubiera reaccionado. No es que los números de deuda se falsearan: cuando se celebraron las elecciones de medio término de 2017, sabíamos que en el primer año y medio de gestión de Macri la deuda pública nacional con el sector privado había aumentado más de 42 mil millones de dólares, una suma superior a la deuda que tomó Menem en sus últimos 4 años de gestión. Pero faltó conciencia social acerca del significado y potenciales consecuencias de ese aumento. Tanto durante el gobierno de Menem como en el de Macri, la mayor parte de los economistas “reconocidos” y los medios de comunicación coincidieron con los funcionarios gubernamentales, el FMI, los analistas de los bancos de Wall Street y hasta las calificadoras de riesgo en que no había de qué preocuparse. Cuando, en pocas semanas, todos cambiaron de opinión, el desastre ya era inevitable.

En la mayor parte de los países, esto no pasa; al menos no con una recurrencia similar a la nuestra. Se tiende a comprender la importancia de la estabilidad macroeconómica como requisito previo para el aumento del bienestar social; y se tiene claro que la estabilidad requiere una gestión fiscal ordenada, que permita el suficiente espacio fiscal por si hay acontecimientos que lo requieren, como la actual pandemia. Los gobiernos sienten que serán castigados si su mala gestión se hace evidente, y tienden a ser cuidadosos.

En Argentina todavía ocurre que gobernantes que recibieron una deuda pública “manejable” (situación reconocida por los propios funcionarios que acababan de asumir) y en pocos años

la transformó en una impagable (lo que fue reconocido hasta por el FMI) todavía logra apoyo de buena parte de la población. Si queremos que los gobiernos mejoren, los ciudadanos debemos administrar premios y castigos para incentivarlos a que piensen en el futuro del país.

Mientras tanto, valdría la pena analizar el proyecto de ley del Diputado Nacional Jorge Sarghini, de Consenso Federal (<https://www.diputados.gov.ar/proyectos/proyecto.jsp?exp=5785-D-2019>), tendiente a limitar la toma de deuda en moneda extranjera en los mercados de capitales por parte del Gobierno Nacional; porque es ese tipo de

deuda la que ha provocado las reiteradas crisis que padecemos. Si por ley se prohíbe el endeudamiento en moneda extranjera, salvo que sea para cancelar servicios de deuda en moneda extranjera, o para llevar a cabo proyectos de inversión específicos con financiamiento internacional concesional (como el del Banco Mundial o el BID), y eso se adopta como política de Estado, no tendremos nuevos Menem o Macri que desestabilicen la macroeconomía por financiarse con deuda externa, para que sus gastos lo pague el que sigue.

