



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 781 – 23 de Junio de 2014

En la cuenta regresiva

Jorge Vasconcelos

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Resumen

En la cuenta regresiva¹

Más allá del discurso, el gobierno, con un año y medio de gestión por delante, tiene incentivos para terminar aceptando que perdió el juicio con los llamados buitres y que la salida “menos mala” es pagar. Sin embargo, como el nivel de reservas del Banco Central no permite hacer una propuesta en efectivo, está en los litigantes aceptar títulos públicos. Dado el poder de negociación que han logrado luego de los sucesivos fallos de la justicia estadounidense, es probable que un eventual arreglo tenga que basarse en el esquema por el cual se le pagó a Repsol por la estatización de YPF, que incluyó una garantía sobre el valor de mercado de esos títulos. Todo esto deberá ser negociado antes de fin de julio, ya que es en esa fecha cuando la Argentina estaría entrando en rebeldía y default, un mes después de los vencimientos del 30 de junio que ya se anunció que no serán desembolsados. La economía está cayendo a un ritmo de 1,5 % interanual y si el desenlace fuera negativo, esa tendencia se profundizaría. Cada punto adicional de caída del PIB implica una merma de recaudación del orden de los 1.000 millones de dólares, una buena forma de cuantificar los costos de una ruptura.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea. Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5160632 ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

¹ Nota publicada en el diario La Voz del Interior del 22 de Junio de 2014

El lunes 16 pasado fue un mal día para la economía no sólo porque la Corte Suprema de los Estados Unidos rechazó tratar el caso Argentino, sino porque se hizo evidente en Buenos Aires que el gobierno no había diseñado un “Plan B” frente a una situación que de ningún modo era desechable (ver al respecto el artículo “Evitar el default, el mejor de los escenarios, publicado el 8 de junio pasado). La falta de ese plan B explica las idas y venidas de las horas siguientes.

La posición negociadora de la Argentina es débil, y reconocer esto no debería ser motivo de estigma. El país ha perdido un juicio por una reestructuración de deuda (la de 2005), que dejó flancos abiertos. No había cláusula previa que obligara al 7 por ciento de los acreedores que no se presentaron al canje a seguir el camino del resto. Se privilegió el aspecto testimonial, enfatizando que se había logrado una quita récord en ese proceso cuando, en realidad, había un plus formidable para los bonistas, el “cupón PIB”, que está resultando carísimo en términos fiscales y de divisas, pero cuya valuación inicial fue marginal. Tan es así que entre 2006 y 2012 se llevan pagados 10,6 mil millones de dólares por este instrumento. Más adelante faltaron argumentos legales para impedir el avance del juicio en Nueva York. Ahora, el nivel de reservas disponibles del Banco Central no alcanza para pagar la suma de demandas que se montarán a la jurisprudencia que logró instalar el Fondo Elliot, incluidos los 1.500 millones de dólares de este caso.

El país también está vulnerable en la dimensión económica, fiscal y social. Por lo tanto, no se puede dar el lujo de prolongar la incertidumbre por demasiado tiempo.

El PIB y la industria están cayendo a un ritmo anual de 1,5 % y 4 %, respectivamente. Un escenario de default implica la profundización de estas tendencias, agravando los problemas sociales y de empleo. En general, un cuadro recesivo tiene al menos el efecto de contener la suba de los precios. Pero, en este caso, habría también un riesgo de mayores presiones inflacionarias. Ocurre que por cada punto adicional de caída del PIB, la merma en la recaudación de impuestos nacionales es del orden de los 1.000 millones de dólares (multiplicando las pérdidas del juicio). Para este año, hay un piso estimado de transferencias del Banco Central al Tesoro de 120 mil millones de pesos, para cubrir el déficit fiscal. Pero si el cuadro macroeconómico se agravara, la recaudación se frenaría mucho antes que el gasto, por lo que la emisión monetaria se estaría acelerando, con las consecuencias inflacionarias conocidas.

En la medida en que las expectativas se coordinen en función de un escenario más negativo que el presente, la brecha cambiaría tenderá a ampliarse. Ya se sabe que una diferencia de más de 40 % entre el "dólar blue" y el oficial activa diversos círculos viciosos por lo que la víctima termina siendo el nivel de reservas del Banco Central.

De modo que el gobierno debería ser capaz de encontrar un equilibrio entre la quita perseguida en el pago a los "fondos buitres" y la necesidad de evitar que la economía descarrile como consecuencia de un default. Ya se subrayó en el artículo del 8 de junio que intentar un cambio de domicilio de los bonos (de Nueva York a Buenos Aires) implica abrir una "Caja de Pandora". Es un camino demasiado riesgoso que, además, impediría volver a los mercados internacionales por mucho tiempo.

Para evitar esos extremos, habría que lograr que los litigantes acepten títulos públicos como forma de pago, en lugar de cash. De ese modo se estaría despejando el horizonte en función del resto de los bonistas que no entraron a los canjes de 2005 y 2010 y que ahora habrán de apoyarse en la jurisprudencia del caso Elliot.

El problema está en que difícilmente pueda haber un arreglo sin algún tipo de garantía del valor de realización de esos bonos, tal como se acordó con Repsol por la expropiación de YPF. Este compromiso será muy difícil de digerir para el gobierno, pero en realidad fue la propia Argentina la que generó este antecedente cuando negoció con la petrolera española. Una variante que cambia las formas pero no el fondo pasa por una triangulación, en la que un banco de inversión le compra el juicio a los acreedores en efectivo, mientras la Argentina le entrega bonos garantizados a ese intermediario.

En la medida en que este proceso sea una "discusión" y no una negociación, y que finalmente sea el propio juez Griesa el que "imponga" las condiciones, este arreglo estaría lejos de ser calificado como "voluntario" y, por lo tanto, no podría considerarse que el país está violando la cláusula RUFO (por la que tendría que extender a los bonistas del canje los beneficios de esta propuesta).

Se ha dicho que no es tan costoso cerrar este problema de los litigios de la deuda, ya que estaría insumiendo 15 mil millones de dólares en total, equivalentes a 3 % del PIB. En realidad, los títulos públicos a emitir probablemente incluyan un cupón de intereses del 8 por ciento anual, por lo que no puede afirmarse que esto resulte barato. Se trata, más bien, de una situación con pocas opciones.

Además, el stock de deuda externa del sector público nacional ya es una cifra considerable. Después de los arreglos con el Club de París, el CIADI y Repsol, los pasivos en moneda extranjera (netos de tenencias de la ANSES) se aproximan a los 75 mil millones de dólares, a los que habría que agregar los 15 mil millones en juego, para totalizar 90 mil millones. Si computamos los futuros pagos del cupón PIB, llegamos a una deuda pública externa que equivale a 125 % de las exportaciones actuales y que multiplica por 3,5 el valor de las reservas del Banco Central. Brasil, en cambio, registra una deuda pública externa de 82 mil millones de dólares, equivalente a sólo 34 % de sus exportaciones.

De modo que, si bien es menos costoso arreglar estos litigios que no hacerlo, no debería tomarse a la ligera la responsabilidad que se asume en materia de deuda externa. Será necesario crecer en exportaciones y mejorar las calificaciones crediticias del país para que estas propuestas no signifiquen sólo postergar un problema que habrá de volver, corregido y agravado.