



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 786 – 4 de agosto de 2014

# Default o no default, un debate sin sentido

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

### Default o no default, un debate sin sentido <sup>1</sup>

Desde que se cerró el canje de deuda de 2010 se sabía que un 7 % de los acreedores afectados por la cesación de pagos de fin de 2001 estaban en condiciones de litigar contra la Argentina. Sin embargo, ese riesgo no fue contemplado por el gobierno y hace 45 días (cuando la corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos rechazó reconsiderar el fallo del juez Griesa) que la economía viene sufriendo las consecuencias. ¿Hasta cuando y con que profundidad? Todavía dominan las conjeturas, pero hay que subrayar que la idea de los bancos nacionales de “comprar el juicio” para solicitarle al juez, como nuevos acreedores, que reponga la cautelar, fue un intento serio que no prosperó porque el ministerio de Economía adoptó una posición opuesta a la del Banco Central. Parece predominar en el ministerio un enfoque “estado-céntrico”, donde lo único relevante es la caja del Tesoro, en una visión de muy corto plazo, que prescinde de la suerte de las actividades productivas. Para que el deterioro de las expectativas no se profundice, debería ganar terreno la opción del “default transitorio”, que desemboque en un canje de deuda con el total de los holdouts a principios de 2015. Esto incluso abriría la puerta a una “solución privada” antes de esa fecha. Sin embargo, acechan riesgos, tanto por nuevas acciones legales en Nueva York de parte de los acreedores, como por la tentación local de intentar un cambio de domicilio de la deuda, para concentrarla en la jurisdicción Buenos Aires.

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 2º 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](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

---

<sup>1</sup> Nota publicada en el diario La Voz del Interior del 3 de Agosto de 2014

Nuestros abuelos nos enseñaron que “llorar sobre la leche derramada” era la peor de las opciones: el desastre ya no podía ser evitado y, además, al quejarnos, perdíamos un tiempo valiosísimo en lugar de dedicarlo a la contención de daños. Es cierto que los fallos del juez Griesa chocan, en algún aspecto, con la arquitectura financiera internacional vinculada con las reestructuraciones de deuda soberana. Pero los reveses judiciales en Estados Unidos ya son un dato, y la actitud de muchos funcionarios argentinos parece contradecir aquel sabio proverbio.

Por ejemplo, la batalla semántica que se procura dar alrededor de si la Argentina cayó o no en default. La verdadera cuestión es si, bajo las actuales condiciones, el país es capaz de conseguir financiamiento externo. Formulado el interrogante de este modo, no hay discusión posible. Y el contraste con el resto de los países de la región se hace patente: Brasil acaba de emitir un bono en el mercado internacional, con vencimiento en 2045 y tasa del 5,1 % anual, por el que consiguió 3.550 millones de dólares.

En la medida en que el canal del financiamiento externo siga cerrado para la Argentina, habrá un impacto negativo sobre la dinámica de inversión (YPF y demás casos), pero también puede complicarse el manejo cotidiano de un buen número de gobiernos provinciales.

Hay un error de diagnóstico cuando se asegura que en años anteriores la Argentina pudo lograr altas tasas de crecimiento sin necesidad de recurrir al endeudamiento externo y que esta vez puede ocurrir lo propio. El dato clave para definir si puede o no haber crecimiento sin recursos externos es el nivel del ahorro nacional. Y esta variable, a su vez, depende de lo que ocurra con el resultado fiscal y con la rentabilidad de las empresas. En la época de los “superávits gemelos”, que llegó hasta 2008, la tasa de ahorro nacional alcanzó más de 23 puntos del PIB, lo que permitió financiar una tasa de inversión de 22 % del PIB, sin afectar el superávit del sector externo. En el presente, la tasa de ahorro no supera los 20 puntos del PIB (debido al elevado déficit fiscal), lo que define un techo bastante más bajo para la tasa de inversión si debe prescindirse de fondos externos.

Subsiste un incentivo para la inversión, y es el hecho que el tipo de cambio a 8,2 pesos por dólar hace baratos los bienes de capital importados. Sin embargo, esta fuerza está destinada a chocar con las prioridades del Banco Central, enfocado en

perder la menor cantidad posible de divisas. Las reservas brutas se ubican en torno a 29,7 mil millones de dólares, pero las de libre disponibilidad están por debajo de los 20 mil millones y los vencimientos de deuda externa de aquí a fin de 2015, de Nación y provincias, superan los 15 mil millones de dólares.

Si el conflicto con los holdouts no tuviera arreglo visible para principios de 2015, entonces los bonos que hoy están fuera del alcance de Griesa (jurisdicción Buenos Aires, por caso) comenzarían también a sufrir, no por razones legales, sino simplemente por la disponibilidad de divisas.

De allí que el gobierno debería comenzar a dar señales más claras respecto que efectivamente la situación actual se trata de un "default transitorio" y que, apenas quede liberado de la cláusula RUFO (1ro de enero de 2015) buscará cerrar el tema holdouts, con una propuesta que abarque al 7 % de acreedores que han quedado fuera de los canjes. El camino no será lineal. Puede haber acciones legales en Nueva York que traben más la situación, o puede haber iniciativas locales que aumenten la incertidumbre, como la nunca desmentida idea que forzar un canje para cambiar el domicilio de los títulos y concentrarlos bajo la jurisdicción de Buenos Aires. Cabe subrayar que ese tipo de incertidumbres es la que dificulta la "solución privada", ya que faltan elementos para valorar el activo que los llamados "fondos buitres" tienen en su poder (un juicio ganado).

Ahora bien, si el objetivo es seguir prescindiendo de los "dólares financieros", la obtención de "dólares comerciales" no es tampoco un trámite sencillo. Pese a la devaluación de enero, el superávit comercial de los primeros seis meses del año, de 3,6 mil millones de dólares, se achicó en 1,5 mil millones de dólares respecto de igual período de 2013. Para que las devaluaciones se reflejen en mayor saldo comercial se necesita que vayan acompañadas de una estricta política fiscal. No es eso lo que ocurre, ya que en los primeros cinco meses del año el gasto total del sector público nacional subió a un ritmo nominal del 42,5 % interanual, comparado con un incremento del 34 % de los ingresos genuinos (sin computar transferencias de ANSES y del Central).

Hasta aquí, ha habido un "ajuste infructuoso", ya que la economía se está contrayendo a un ritmo del 2 % interanual y los salarios reales caen en torno al 7%, pero los desequilibrios externo y fiscal se profundizan en lugar de corregirse.

En la medida en que el arreglo externo se dilate, el gobierno se verá obligado a sacrificar algunos de los objetivos internos de la política económica. El gasto público se haría inabastante y el sector externo sería la verdadera piedra en el zapato, por lo que el tipo de cambio tendría que ser ajustado nuevamente. Según el "índice cuarto de libra" (el Big Mac dejó de ser representativo para el caso argentino), para igualar el precio en dólares de la hamburguesa entre Estados Unidos y Buenos Aires se necesita un tipo de cambio de 10,2 pesos por dólar, en lugar de 8,2 actual. Frente a ese escenario, todavía hay quienes piensan que el gobierno tiene incentivos suficientes para volver sobre sus pasos y facilitar, no dinamitar, la remanida "solución entre privados".