



La deuda pública y el Fondo del Bicentenario

FEBRERO 2010

Fuerte endeudamiento externo durante la valorización financiera

Dictadura militar (1976-1982):

- ✓ El patrón de acumulación instaurado por la dictadura militar en 1976 determinó una transformación radical de las relaciones económicas y sociales vigentes en la Argentina durante el modelo sustitutivo de importaciones.
- ✓ La apertura irrestricta del mercado de capitales y la elevada liquidez internacional permitieron la creciente apropiación del excedente a través de la valorización financiera. El endeudamiento externo y la fuga de capitales locales al exterior se constituyeron en dos características centrales del modelo económico.
- ✓ Las fracciones más concentradas del capital y el capital financiero internacional aprovechaban los diferenciales positivos existentes entre las tasas de interés locales e internacionales y se endeudaban en el exterior. Luego, ingresaban capitales al país, cambiándolos a un tipo de cambio apreciado y los colocaban en el sector financiero obteniendo ganancias extraordinarias que, luego, fugaban al exterior.
- ✓ El aumento de las tasas de interés internacionales (consecuencia de las políticas de liberalización financiera llevadas adelante en los países centrales) al inicio de la década del ochenta, implicó una brutal contracción de la liquidez internacional y, por ende, redujo las posibilidades de endeudamiento externo del sector público. Esto determinó un mayor incremento de la fuga de capitales y una progresiva reducción de las reservas del Banco Central, por lo que finalmente se devaluó la moneda. En este contexto, se determinó la estatización de la deuda privada (1982), dando lugar a una importante transferencia de recursos desde el conjunto de la sociedad hacia los capitales más concentrados de la economía local.

Gobierno de Alfonsín (1983-1989):

- ✓ El crecimiento explosivo del endeudamiento externo condicionó la evolución de la economía argentina: la imposibilidad de refinanciar la deuda en el mercado internacional de capitales determinó la existencia de una fuerte restricción externa que afectó el crecimiento y la estabilidad económica del país.
- ✓ La crisis hiperinflacionaria de 1989 estuvo determinada por la imposibilidad del Estado de continuar pagando los intereses de la deuda externa e interna y al mismo tiempo mantener los subsidios implícitos al capital local mediante la promoción industrial y el pago de sobrepagos a los proveedores estatales.

Fuerte endeudamiento externo durante la valorización financiera

✓ Entre 1975 y 1983, la deuda externa total pasó de US\$ 7.900 millones a US\$ 45.900 millones, es decir, se quintuplicó.

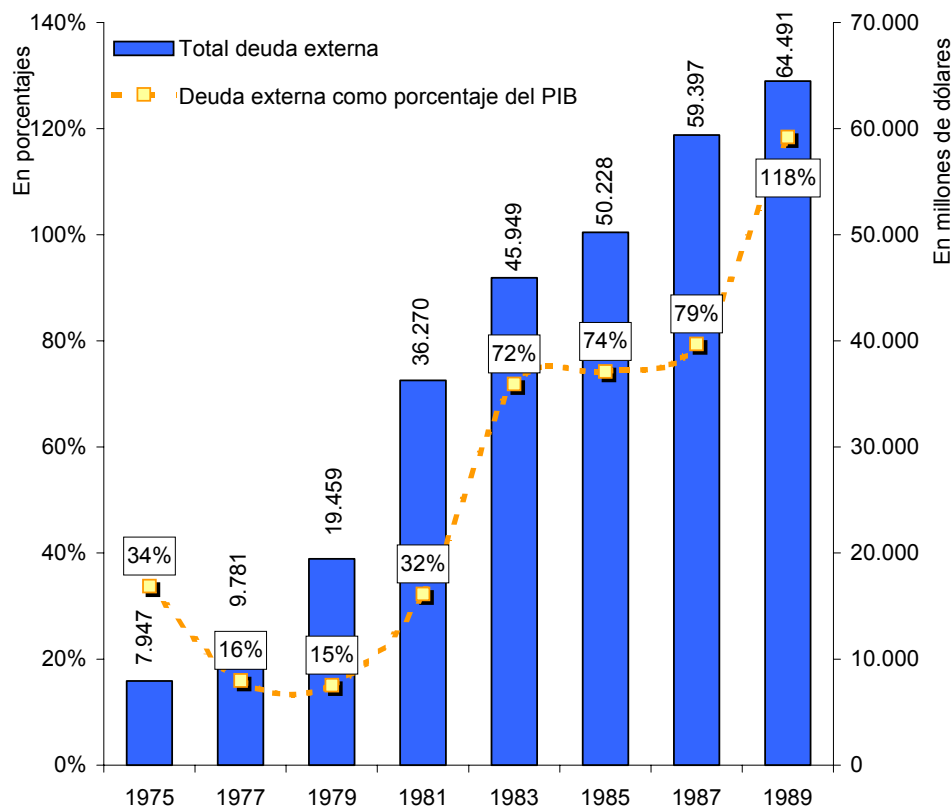
✓ De este modo, la deuda externa como porcentaje sobre el Producto Interno Bruto (PIB) se incrementó de 34% a 72%. También aumentó en gran medida su peso sobre las exportaciones, que pasó de 2,7 veces a 5,9 veces.

✓ El proceso de endeudamiento externo continuó en ascenso durante el gobierno de Alfonsín: entre 1983 y 1989, la deuda se incrementó US\$ 18.500 millones adicionales, es decir, aumentó en 40%.

✓ Así, la deuda externa alcanzó en 1989 los US\$ 64.500 millones, con un peso sobre el PIB de 118% y de 6,7 veces las exportaciones.

✓ El peso del endeudamiento externo contraído en el período previo condujo al pago de casi US\$ 50.000 millones en concepto de capital e intereses entre los años 1981 y 1989, derivando en una inédita transferencia neta de recursos desde la economía local hacia el exterior hasta que en el año 1988 se suspendieron forzosamente los pagos debido a la escasez de divisas.

Evolución de la deuda externa total y de su participación en el Producto Interno Bruto, 1975-1989.
En millones de dólares y porcentajes.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Dirección Nacional de Cuentas Internacionales y Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC.

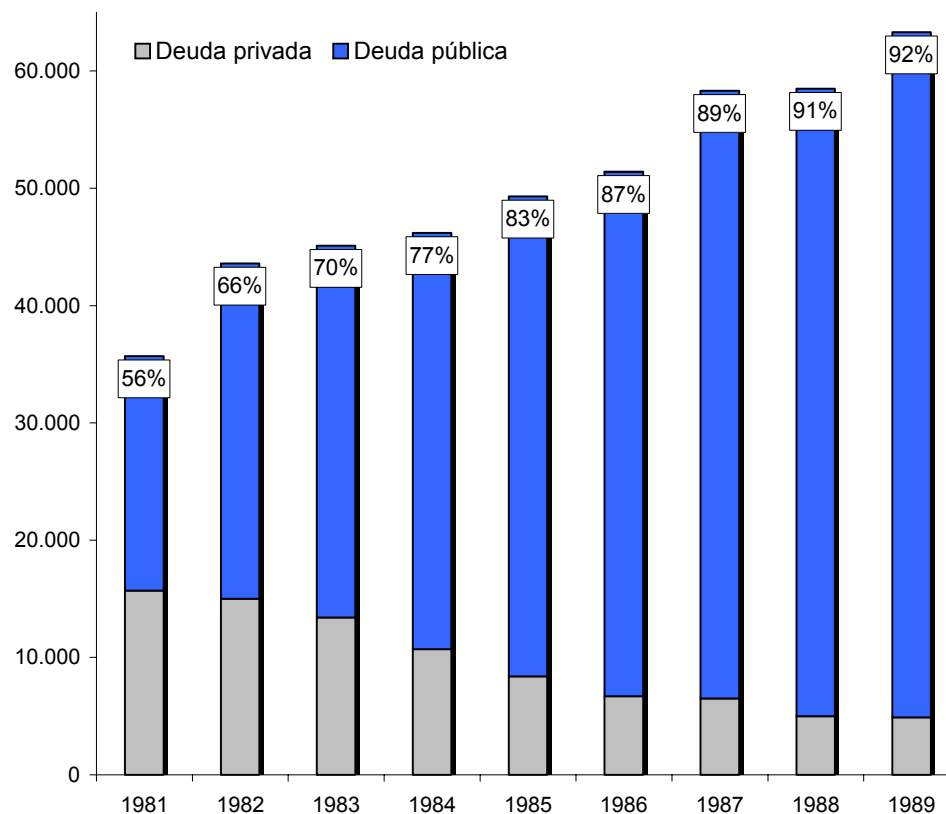
Peso de la deuda del Estado

✓ Con la valorización financiera primero y con la estatización de la deuda pública después, la dictadura militar logró una inédita apropiación de recursos en favor de las fracciones más concentradas del capital.

✓ En el año 1982, a través de la implementación de seguros de cambio, se llevó a cabo la estatización de la deuda externa privada, ante la devaluación de la moneda y el elevado nivel de endeudamiento. Si bien dicha operatoria incluía el pago de una tasa de interés, la inflación y las posteriores devaluaciones de la moneda implicaron la vigencia de una tasa de interés real negativa. Por lo tanto, en los hechos el peso de la deuda externa privada pasó al Estado.

✓ Este proceso se verifica en el incremento de la participación del Estado en el endeudamiento externo total, que pasó de representar el 56,0% a comienzos de los años ochenta al 92,3% en 1989.

Evolución de la deuda externa total, pública y privada.
En millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Arceo, N. y A. Wainer (2008) "La crisis de la deuda y el default. Los distintos intereses en torno a la renegociación de la deuda pública", Documento de Trabajo Nro. 20, FLACSO.

Evolución de la deuda pública durante la convertibilidad

- ✓ Durante la vigencia del régimen de convertibilidad, el endeudamiento externo del sector público fue un elemento central, ya que permitió compensar el desequilibrio externo privado o, más específicamente, el esquema de acumulación de la elite empresaria local estrechamente ligada a la valorización e internacionalización financiera.
- ✓ En los primeros años de la década, el plan Brady (1992) y el proceso de privatizaciones permitieron la utilización de los bonos de la deuda externa para adquirir las empresas del Estado, logrando de esta forma una estabilización del endeudamiento externo. Además, el plan Brady determinó que el acreedor dejara de ser la Banca Comercial Americana, atomizando la deuda a partir de la emisión de títulos.
- ✓ En la segunda mitad de la década, el fin del proceso de privatizaciones determinó, nuevamente, un ciclo creciente de endeudamiento en el exterior como forma de entrada de divisas. Este proceso se volvió cada vez más desfavorable al cambiar las condiciones financieras internacionales.
- ✓ El creciente deterioro del Balance de Pagos (por el creciente déficit comercial, el aumento en la remisión de utilidades y de dividendos, el déficit ocasionado por el turismo al exterior, el creciente pago de intereses de la deuda externa y la intensificación de la fuga de capitales) determinó la necesidad de un progresivo endeudamiento externo por parte del sector público tendiente a mantener el nivel de actividad interna y sostener la paridad cambiaria, en un contexto de contracción en la entrada de capital externo.
- ✓ El sector público se endeudaba para mantener el nivel de actividad económica y para responder a su creciente déficit fiscal, pero ello, a su vez, generaba un mayor endeudamiento e incremento mayor del gasto público a futuro.
- ✓ Hacia 1998, se comenzó a evidenciar la imposibilidad del sostenimiento de la paridad cambiaria en el largo plazo. Se produjo una de las más fuertes fases recesivas de la historia económica del país. La economía se contrajo en el período comprendido entre 1998 y 2002 en un 18,4 %.

Endeudamiento externo durante la convertibilidad

✓ Si bien en los primeros años del régimen de convertibilidad la deuda externa total se estabilizó, a partir de 1993 ésta se incrementó significativamente año a año.

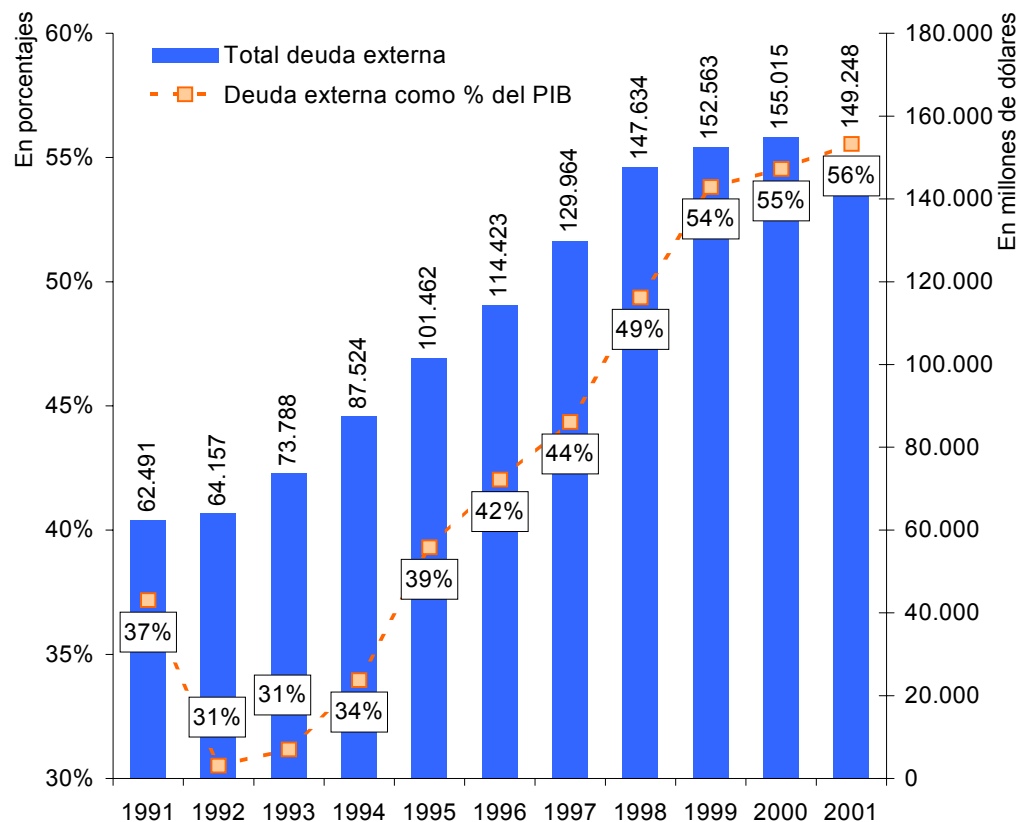
✓ Entre 1991 y 2001 la deuda externa más que duplicó, pasando de US\$ 62.500 millones a US\$ 149.200 millones. Es decir, se acrecentó en US\$ 86.700 millones.

✓ De este modo, mientras que en 1993 la deuda externa representaba el 31% del PIB, en 2001 llegó a ser el 56% del mismo.

✓ Cabe resaltar que, si bien el endeudamiento externo del sector público fue el más relevante en este período, el endeudamiento privado registró una tasa de expansión mayor.

✓ Los paquetes de reestructuración parcial de la deuda (blindaje financiero, megacanje, préstamos garantizados) de fines de la década no lograron frenar el aumento del endeudamiento del sector público.

Evolución de la deuda externa total y de su participación en el Producto Interno Bruto, 1991-2001.
En millones de dólares y porcentajes.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Dirección Nacional de Cuentas Internacionales y Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC.

Proceso creciente de pago de servicios de la deuda durante la convertibilidad

✓ Como consecuencia del creciente endeudamiento del Estado, entre 1993 y 2001 el pago anual de servicios de la deuda pública fue en franco ascenso.

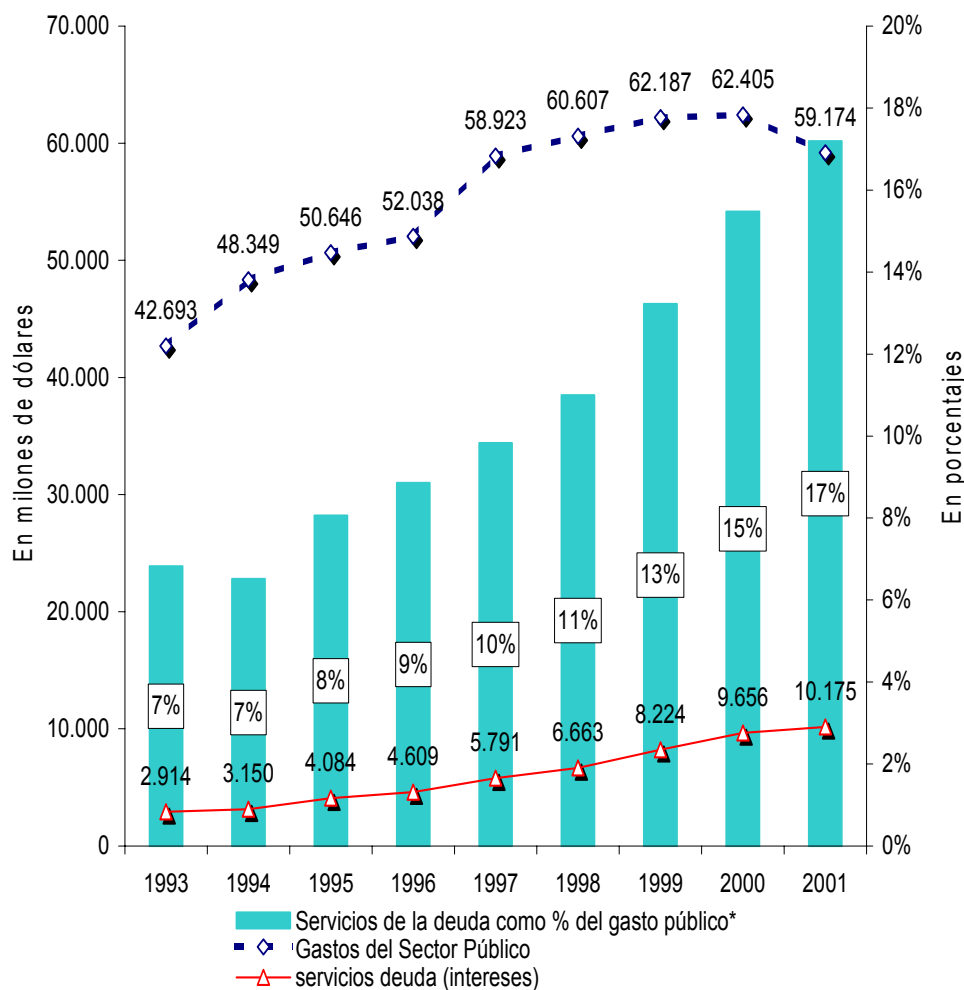
✓ Mientras en 1993 los intereses pagados representaban el 7% del gasto público, en 2001 alcanzaban a dar cuenta del 17% del mismo.

✓ Este proceso fue uno de los determinantes el importante incremento del déficit público durante la década del noventa.

✓ El gobierno de la Alianza (1999-2001) intentó revertir el contexto recesivo sin tocar el régimen de convertibilidad. Se continuó buscando la confianza de los mercados financieros a través de la reducción del déficit público como forma de reestablecer el financiamiento, tanto del sector público como privado, a menores tasas de interés. Sin embargo, el contexto recesivo continuó agravándose.

✓ El colapso del régimen de convertibilidad a finales del año 2001 condujo a la cesación de pagos de buena parte de la deuda externa, que perduraría hasta el cierre del proceso de renegociación a comienzos del 2005.

Intereses de la deuda pagados por el Sector Público Nacional, y peso de los intereses sobre el gasto público. En millones de dólares y porcentajes.



Reducción del peso de la deuda durante la post-convertibilidad

✓ El colapso del régimen de convertibilidad, como se mencionó, determinó la imposibilidad de seguir haciendo frente a los pagos de intereses y de capital de la deuda pública, declarándose la suspensión de los pagos a finales del 2001.

✓ Por otra parte, la devaluación de 2002 implicó un incremento adicional del endeudamiento externo como consecuencia del proceso de “pesificación asimétrica”. Entre 2002 y 2004, la deuda externa total se acrecentó en US\$ 14.457 millones.

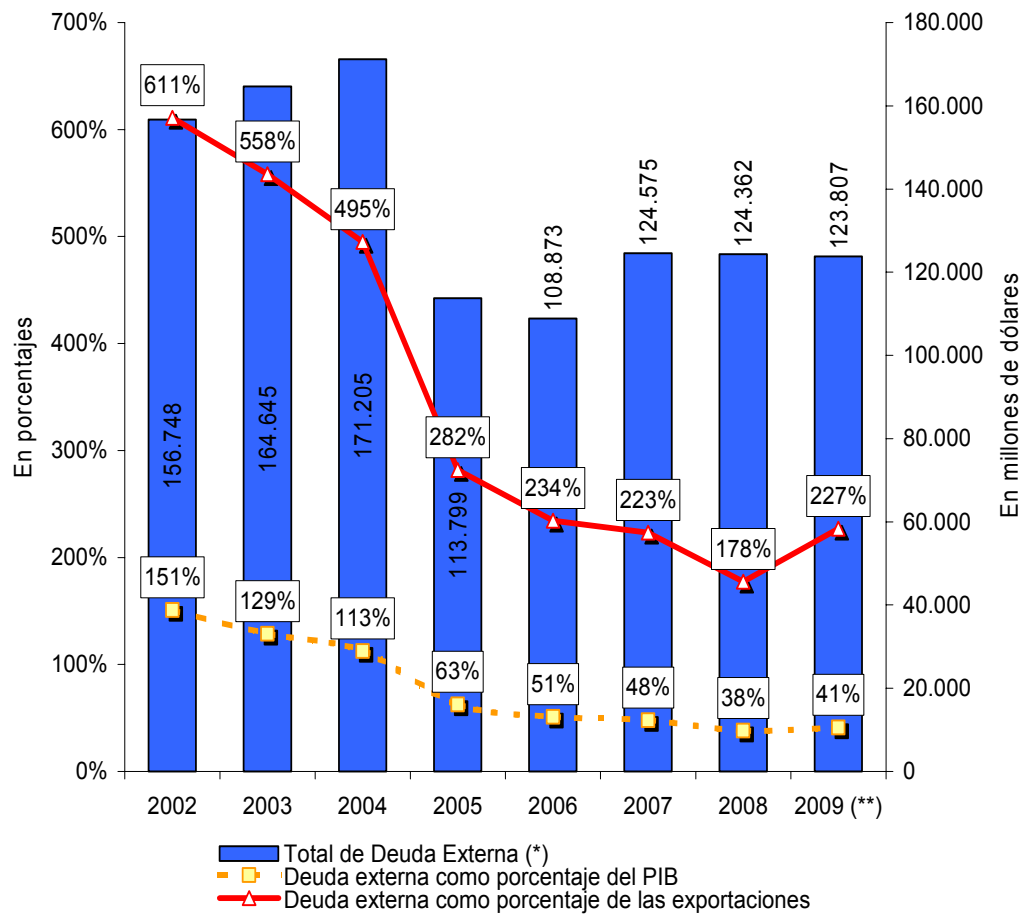
✓ Tras la renegociación y el canje de deuda pública realizado en 2005, el endeudamiento externo se redujo considerablemente, pasando de representar el 113% del PIB en 2004 al 41% en 2009.

✓ La deuda externa del sector público pasó de ser el 74,3% al 19,2% en el mismo período.

✓ En 2009 el incremento relativo de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones y del PIB, se explica por la recesión económica del último año, donde cayeron las exportaciones y por el aumento del tipo de cambio.

Evolución de la deuda externa y de su participación en exportaciones y el producto bruto interno, 2002-2009.

En millones de dólares y porcentajes.



(**) Los datos de 2009 correspondientes a deuda externa pertenecen al stock de de septiembre y los del PIB al promedio entre los tres primeros trimestres.

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC.

Resultados del canje de deuda de marzo de 2005

- ✓ Tras la entrada en cesación de pagos en enero de 2002, se realizaron largos procesos de renegociación de la deuda pública, tendientes a salir de esa situación.
- ✓ En marzo de 2005 culminó ese proceso con el canje de una porción importante de la deuda pública. En efecto, entre la deuda elegible para el canje el nivel de aceptación de la propuesta de renegociación alcanzó al 76,2%. (La parte de la deuda elegible que no fue presentada al canje es la que aún hoy persiste en litigiosidad).
- ✓ El canje implicó una quita sobre capital e intereses atrasados que alcanzó al 65,6% sobre la deuda elegible para el canje y de 46,6% si se considera la deuda pública total al momento del default.

Cuadro resumen sobre renegociación deuda pública. Canje en 2005. En millones de US\$.

Deuda pública total al 31/12/2001	144.453
- Default	69.833
- Bonos y títulos	61.803
- Otros	8.030
- Org. Internacionales	32.362
- Préstamos Garantizados	42.258
Deuda elegible para canje	102.566
- Capital + intereses atrasados al 31/12/2001	81.836
- Intereses en Default	20.730
Canje	
- Nivel de aceptación (%)	76
- Monto reestructurado	62.318
- Emisión nueva deuda	35.261
Reducción endeudamiento	67.305
(% sobre deuda elegible para canje)	65,6%
(% sobre deuda total)	46,6%
- Por canje de bonos	27.057
- Por intereses atrasados no pagados	20.730
- Por no presentación al canje	19.518

Perfil de vencimientos de la deuda pública

✓ Dado el cronograma de pagos dispuesto al momento de la renegociación, así como los aumentos posteriores en la deuda del sector público, en el año 2009 los vencimientos de capital adeudado tuvieron un aumento importante respecto de los años anteriores.

✓ En 2010, si bien el monto de intereses a pagar es superior que en 2009, no sucede lo mismo con las amortizaciones a pagar, que tienen un monto menor.

✓ De este modo, los pagos de la deuda pública nacional que deberán afrontarse este año no necesariamente serán superiores a los de 2009.

✓ Sin embargo, la discusión sobre su financiamiento surge ante la estimación de que no se contará con superávit fiscal a nivel nacional.

✓ En este marco, se crea el Fondo del Bicentenario.

Perfil de vencimientos anuales de la deuda del sector Público Nacional (en situación de pago normal), 2009-2014.
En miles de millones de dólares.

Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total	28,3	18,8	13,4	11,0	11,9	14,1
Capital	24,0	13,7	8,6	6,1	7,4	9,9
Intereses	4,3	5,1	4,8	4,8	4,5	4,2

Notas: Los vencimientos de 2009 se calcularon con el tipo de cambio vigente al 31/12/2008. Desde 2010 se calcularon según el tipo de cambio vigente al 30/09/2009.

No incluye estimación del pago eventual por las GDP Units.

Fuente: Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía.

El Fondo del Bicentenario

- ✓ Se trata de un fondo a constituirse con parte de las reservas en poder del Banco Central (BCRA), por valor de US\$ 6.569 millones.
- ✓ Este Fondo pasa del BCRA al Tesoro (el gobierno nacional) y queda reservado para hacer frente en 2010 a los vencimientos de la deuda con los bonistas privados y con los organismos multilaterales del crédito.
- ✓ Como en el caso del pago al FMI en 2006, se utilizan las reservas para pagar deuda externa. El hecho de crear por anticipado el Fondo del Bicentenario implica comprometer desde ya las reservas para los pagos de 2010.
- ✓ Esta señal positiva en el mercado de crédito apuntaba a despejar posibles dudas sobre la capacidad de pago del gobierno en 2010, con el fin de lograr una menor tasa de interés para los créditos que se otorguen al gobierno y a las empresas del país.

Argumentos a favor

- ✓ El presupuesto 2010 ya preveía la necesidad de acceder a financiamiento externo. De este modo, se podría acceder a un menor costo.
- ✓ En efecto, las reservas en manos del BCRA tienen actualmente un rendimiento menor al 0,5% anual. Si el país refinanciara los vencimientos de la deuda no podría hacerlo a tasas inferiores al 10%. Por lo tanto, en lugar de pagar la deuda con financiamiento caro se lo haría con reservas que tienen rendimientos mínimos.
- ✓ La constitución del Fondo implicaría, por su efecto sobre las expectativas, un aumento en el precio de mercado de los bonos y una reducción en el riesgo país y la tasa de interés. Contribuiría así a la reducción de las tasas de interés que el país deba pagar en los mercados internacionales.
- ✓ Además, si se utilizan las reservas para pagar parte de los vencimientos de la deuda externa, se liberan recursos presupuestarios para otros fines. Entre esos fines estaría el aumento del gasto público (salarios, planes sociales) y la inversión pública en obras de infraestructura.

Argumentos en contra

- ✓ Se prioriza el pago a los acreedores externos frente a otros potenciales usos de las reservas acumuladas.
- ✓ Se vuelve a poner en el centro de la política económica el envío de “señales” a los mercados de capitales, entendiendo que la confianza de los capitales y la disponibilidad de crédito serán indispensables para el crecimiento en 2010.
- ✓ Si se trata de la vuelta de Argentina a los mercados internacionales de crédito, como dijo Boudou, ello implica un grave peligro: el peligro del retorno al endeudamiento crónico que caracterizó a todo el período de la valorización financiera.
- ✓ Como lo enseña la historia reciente de nuestro país, el financiamiento del sector público en los mercados privados de capitales se traduce en el mediano plazo en un aumento de la tasa de interés, con el consiguiente desplazamiento de las inversiones productivas ante la mayor rentabilidad de las colocaciones financieras.

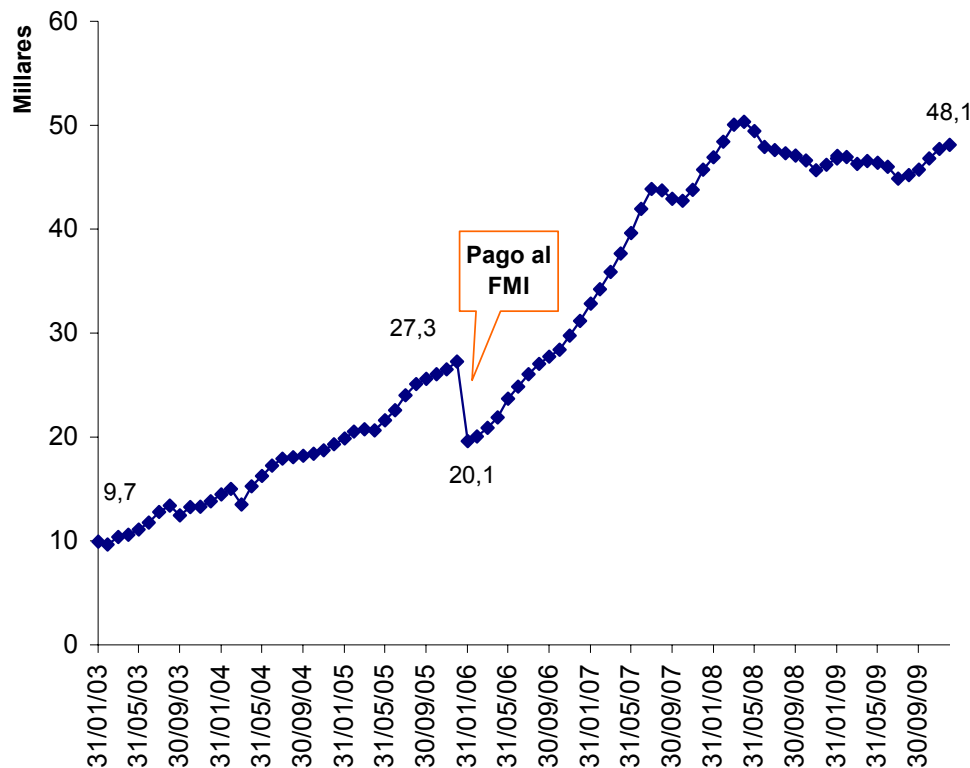
En síntesis

- ✓ No pagar la deuda externa no aparece como una opción recomendable para el país, en tanto el *default* tiene consecuencias negativas sobre la economía a corto y a mediano plazo.
- ✓ La continuación de la política de desendeudamiento y el mantenimiento de un superávit fiscal es una condición para el crecimiento genuino, como quedó demostrado en los últimos años. Las consecuencias del endeudamiento crónico son ruinosas.
- ✓ En todo caso, la discusión que se abre es sobre el origen de los fondos para hacer frente a los pagos de la deuda: si se sacan de las reservas, si se obtienen mediante reducciones del gasto público, o si vuelve a endeudarse el gobierno para pagarlos.
- ✓ La situación fiscal es menos holgada que en años anteriores. Por eso, la constitución del Fondo no debe dejar de lado la cuestión acerca de cómo mejorar la situación fiscal.
- ✓ Mientras tanto, permite liberar fondos para otro tipo de gastos, como la inversión pública y el gasto social.

Relación con las reservas

- ✓ Actualmente el monto total de reservas en manos del BCRA es de US\$ 48.116 millones.
- ✓ Como resultado del saldo positivo del Balance de Pagos, las reservas muestran un claro crecimiento desde el año 2003. Entre enero de ese año y abril de 2008 se cuadruplicaron, a pesar del pago al FMI.
- ✓ Sin embargo, desde inicios de 2008 tuvieron una reducción relativa, como contracara de la fuga de capitales, exacerbada por la política de mini-devaluaciones periódicas del BCRA.
- ✓ Volvieron a incrementarse desde septiembre de 2009, y el gobierno confía en que seguirán incrementándose.
- ✓ El monto del Fondo del Bicentenario equivale al 13,7% de las reservas totales, una proporción bastante inferior a la que representó en su momento el pago al FMI con reservas, realizado en enero de 2006.

Reservas internacionales del BCRA.
En millones de US\$. Enero 2003-enero 2010.



Fuente: Ministerio de Economía.

Reservas de libre disponibilidad

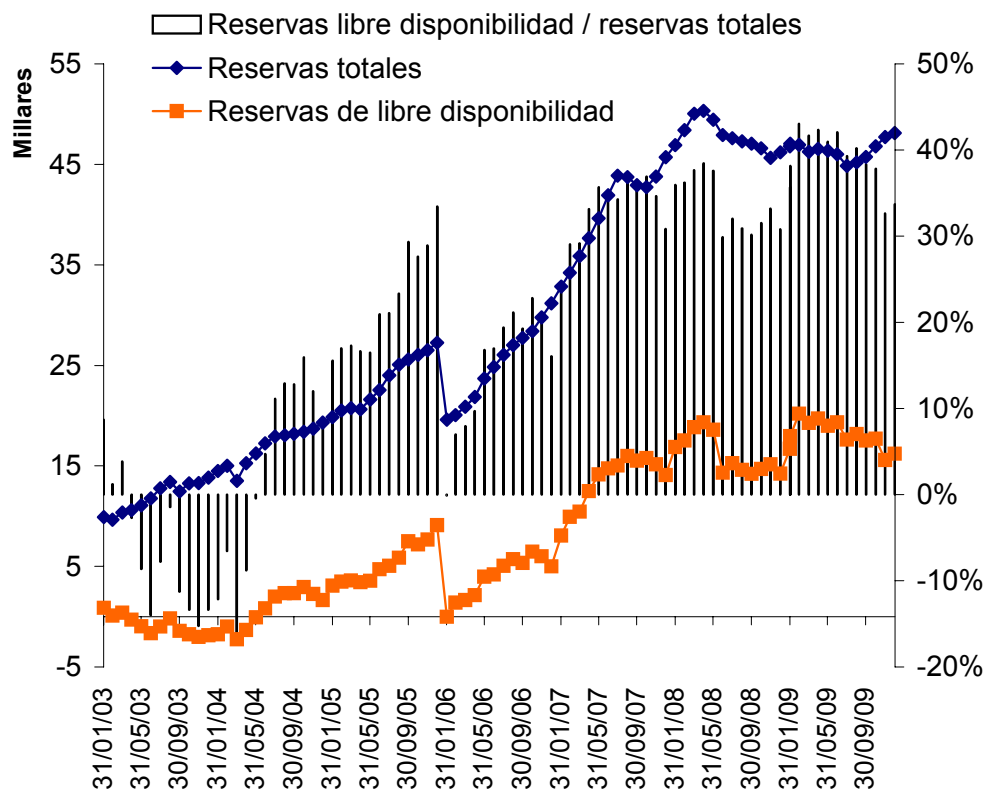
✓ Se llama reservas de libre disponibilidad a aquellas que exceden la base monetaria (circulante más depósitos en cuentas corrientes y cajas de ahorro). Se definieron de este modo mediante un decreto de dic-2005 (previo al pago al FMI).

✓ Las reservas de libre disponibilidad muestran un incremento muy significativo desde inicios de 2004. Las reducciones que se observan en la serie estuvieron asociadas con a) el pago al FMI de enero de 2006, b) la reducción del tipo de cambio nominal a mediados de 2008.

✓ La caída en el último año se asocia con una expansión de la base monetaria superior al aumento de reservas.

✓ Actualmente las reservas de libre disponibilidad son US\$ 16.600 millones. Por lo tanto, el Fondo equivaldría al 39,6% de las mismas.

Reservas internacionales del BCRA y reservas de libre disponibilidad. En millones de US\$. Enero 2003-enero 2010.

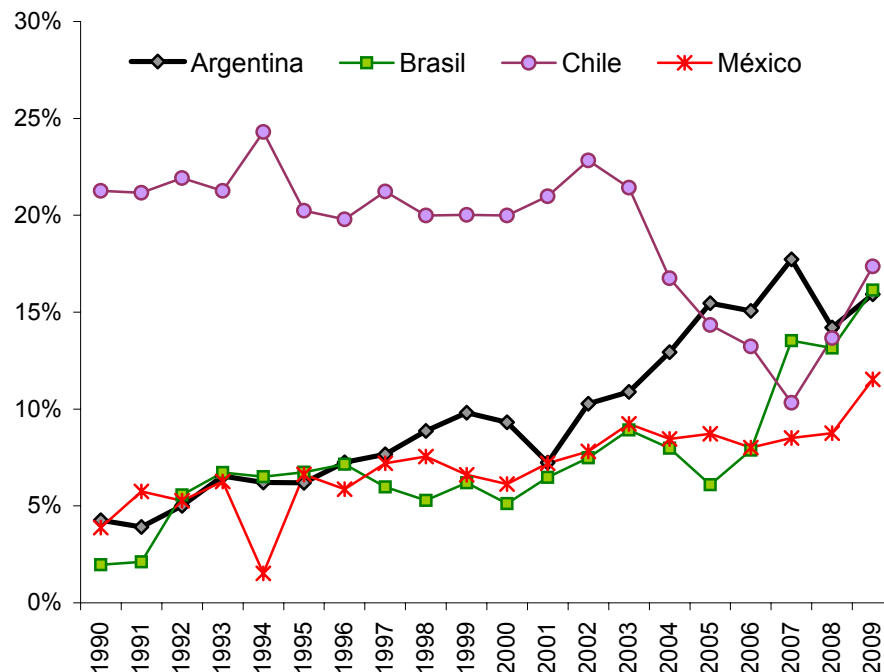


Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA y Ministerio de Economía.

Nivel de reservas en la región

- ✓ El nivel de reservas se ha venido incrementando también en relación con el Producto Interno Bruto. El efecto, el coeficiente Reservas/PIB pasó del 10% en 2002 al 16% en 2009.
- ✓ En 2008 y 2009, sin embargo, tuvo una caída relativa respecto del nivel alcanzado en 2007.
- ✓ La situación de nuestro país puede compararse con la de las otras grandes economías de América Latina.
- ✓ El nivel de reservas en relación con el producto es muy similar al que tienen Brasil y Chile, y superior al de México.

Reservas internacionales.
En porcentaje sobre PIB. 1990-2009.



El argumento de la ilegitimidad de la deuda externa

- ✓ El argumento sostiene que la deuda externa actual surge en su mayor parte de empréstitos, maniobras ilegales y fraudes acontecidos durante los años de la última dictadura militar.
- ✓ El fallo de la causa iniciada por A. Olmos (1982-2000) confirma que la deuda externa está viciada por ilegal, ilegítima y fraudulenta.
- ✓ Por tanto, se propone realizar una auditoria que permita discernir la porción legal de la ilegal. Mientras tanto, se suspendería el pago de la deuda.
- ✓ Se recurre al caso de Ecuador como ejemplo de esta situación. Este país declaró la ilegitimidad de una parte de su deuda externa, tras lo cual se negoció una quita muy significativa del capital adeudado. El proceso implicó la recompra (con rebajas significativas) de los títulos de deuda en cesación de pagos.

✓ De acuerdo con esta visión la deuda es el principal problema financiero de Argentina y uno de sus principales problemas económicos. Se presentan como alternativas opuestas el pago de la deuda externa y la resolución de la “deuda interna” (pobreza, falta de empleo).

✓ Para considerar este argumento debe tenerse en cuenta que:

a) Si bien una parte de la deuda actual tuvo su origen en la dictadura militar, la deuda continuó incrementándose fuertemente durante los sucesivos gobiernos democráticos, tal como se mostró al principio.

b) Los sucesivos gobiernos han aceptado esta deuda y han negociado sobre ella. Las sucesivas renegociaciones y cambios de mano de los títulos de deuda implican, además, que los tenedores actuales no sean los mismos acreedores del momento en que se originó. Más aún, un importante acreedor es incluso la ANSES, tras el traspaso del fondo que administraban las AFJP.

c) El capital adeudado y los intereses fueron renegociados tras el default, habiéndose obtenido importantes reducciones.

Necesidades de financiamiento del Estado

- ✓ Según el presupuesto 2010, en este año el resultado primario sería de 2,3 puntos del PIB y el resultado financiero sería apenas positivo, de 0,05 del PIB, es decir, \$ 582 millones.
- ✓ Aún si esto fuera así, es probable que las administraciones provinciales cierren el año con déficits financieros, tal como sucedió en 2009. El gobierno prevé refinar la deuda de las provincias con la nación para descomprimir su situación financiera.
- ✓ De acuerdo con la ley de Presupuesto 2010, se preveía que la administración nacional incrementara el endeudamiento público por encima de lo requerido para los pagos de las amortizaciones de la deuda y disminución de otros pasivos. Este incremento adicional sería, al tipo de cambio actual, de alrededor de US\$ 8.000 millones.

Renegociaciones pendientes

- ✓ **Holdouts:** La reapertura del canje prevista para 2010 mediante la ley que suspendió la “ley Cerrojo”, implicaría un aumento de la deuda pública de entre US\$ 6.000 y US\$ 9.000 millones. El total de la deuda a re-estructurar (la no presentada al canje de 2005) asciende a US\$ 30.000 millones. Se prevé una aceptación superior al 60% y está dispuesto que la quita superará el 65%.
- ✓ **Club de París:** El 2 de septiembre de 2008, días antes del estallido de la crisis mundial, la Presidenta decretó la devolución de US\$6.700 millones al ese organismo de crédito, mediante el uso de las reservas de libre disponibilidad. Se trata de la renegociación de créditos que se encuentran en cesación de pagos desde 2001. El cambio en las condiciones internacionales y locales implicó que el pago no se materializara hasta el momento.