



Serie Análisis de Coyuntura – # 1

Algunos puntos para discutir la actual situación en materia de deuda pública

Alan Cibils
Rubén Lo Vuolo
Marzo 2004

La cuestión de la deuda pública está nuevamente en el centro del debate económico y político. En particular, tres hechos definen la actual situación: 1) la rimbombante declaración de *default* a fines de 2001; 2) la emisión de nueva deuda durante 2002-03 como derivación de la maxi-devaluación y la “pesificación asimétrica” mediante la cual se decidió salir de la regla de Convertibilidad; 3) la presentación pública en Dubai de los principales lineamientos de la propuesta del actual gobierno y, a partir de allí, la escalada del debate público sobre sus contenidos¹.

A nuestro juicio, este debate público muestra serias deficiencias, las cuales se acentúan en tanto se pretende dirimir con posiciones extremas del tipo “deuda externa” versus “deuda interna” o “propuesta del gobierno” versus “propuesta de los acreedores”. Como suele suceder cuando se maneja de un modo poco reflexivo temas tan controvertidos, la verborrea reclamativa confunde mucho.

Lo cierto es que el Gobierno hizo su propuesta que, entre otras cuestiones, pareciera fundarse en los siguientes criterios: 1) reconocer la totalidad de la deuda con los organismos internacionales (OOII); 2) reconocer la totalidad de la nueva deuda emitida luego de la declaración de *default* y que, en gran parte, benefició a grupos muy concentrados de poder económico del país; 3) proponer una quita del 75% al resto de los acreedores privados sin que se tenga claro todavía con qué títulos se reconvertirían esta deuda.

¹ La propuesta argentina de reestructuración de la deuda pública en default se presentó en Dubai el 22 de setiembre de 2003, al día siguiente que concluyera la reunión anual del FMI que se realizaba en esa ciudad. Para consultar la propuesta, ver: http://www.argentinedebtinfo.gov.ar/esp_presen.htm.



A nuestro juicio, esta opción implica varias decisiones políticas. Primero, se asume que los OOI y los países que los controlan (G7) han de brindar su apoyo, dado que estos organismos tendrían asegurado el pago de sus acreencias. Segundo, se entiende que este apoyo vendría especialmente del Tesoro del Gobierno de EEUU, en tanto desde allí se pregona que la nueva política de la administración republicana es no avalar operaciones de “rescate” a quienes apostaron en los mercados financieros a los títulos de países de alto riesgo. Esta opción política enciende muchas dudas a la luz de lo que ha sucedido en el pasado y de la complicidad que han tenido los que supuestamente apoyarían al país, en la promoción y aplicación de políticas que llevaron a la actual situación.

Con el paso del tiempo, ya es evidente que el apoyo de estos actores es más bien aparente. Prueba de ello es la constante presión para mejorar la oferta a los acreedores, para cumplir los duros términos de los acuerdos firmados con el FMI, para ampliar el ya alto superávit fiscal primario comprometido, etc. De hecho, en la primera y segunda revisión de las metas del acuerdo vigente con el FMI, este organismo ya señaló una presión pública en ese sentido. Esta y otras señales preocupantes obliga a replantear y revisar de manera integral la estrategia del gobierno frente al problema de la deuda.

En primer lugar corresponde reconocer que es correcta la posición del gobierno cuando señala que el Estado argentino no puede cumplir con los compromisos de la deuda tal y como fueron contraídos, por lo cual se impone una quita y reprogramación de los mismos. También, es correcto señalar la complicidad de los OOI en la situación del país, aunque habría que agregar también la de los gobiernos de los países centrales, incluyendo al de Estados Unidos que hoy aparece como un sostén de la política oficial. No obstante, falta señalar con el debido énfasis la complicidad de grupos concentrados del poder económico tanto nacionales como extranjeros en el proceso de endeudamiento y quiebra financiera del país.

La deuda pública no sólo ha servido para que ganen rentas financieras elevadas los tenedores de títulos públicos, sino también ha sido el mecanismo que alimentó la capitalización de grupos económicos concentrados y la fuga de capitales. En ese sentido, es falaz contraponer deuda interna con deuda externa, como si así se estuviera contraponiendo a los nacionales con los extranjeros. El perjuicio a los sectores más vulnerables de la sociedad argentina



provocado por los procesos de distribución regresiva del ingreso y de la riqueza en el país, incluyendo los derivados de la maxi-devaluación y la pesificación asimétrica, son tan o más potentes que las transferencias directas por pagos de la deuda externa.

La fuga de capitales hacia el exterior es la contracara de la deuda que financió el aumento de riqueza de grupos concretos de interés. En su discurso público, el Gobierno no pone este problema en el lugar central que merece y, por el contrario, ha continuado subsidiando a muchos de estos grupos. Este error que pone seriamente en dudas la “justicia” de la propuesta hasta aquí presentada.

Además, no es cierto que el gobierno esté dando prioridad a las políticas dirigidas a mejorar la distribución del ingreso y la situación de los grupos perjudicados por el modelo de acumulación de la pasada década. Hasta el momento, las fuentes de financiamiento del régimen económico post-convertibilidad no distan mucho de las que alimentaron el régimen durante la vigencia de la regla de la convertibilidad²: represión de salarios, endeudamiento público (en este caso para socializar los costos de salida de la regla de convertibilidad), a lo que suma la mejora fiscal como resultado del ajuste real del gasto público y el aumento de ingresos por efecto de la inflación y el crecimiento del producto nominal.

Ni en el presupuesto ni en la política económica se reflejan señales claras de cambio en el patrón distributivo heredado de la década del noventa. Hasta la fecha no hay reforma tributaria, el superávit fiscal primario es el más alto en la historia y los gastos públicos en finalidades sociales no registran aumentos. Por lo tanto, hoy por hoy es difícil aceptar que la propuesta tiene como objetivo el pago de la “deuda interna”, sino más bien el sostenimiento de una política económica y social que a todas luces adolece de muchos problemas.

Por lo tanto, el tema de la deuda requiere ser discutido en otro contexto en el que se explicita claramente quienes se beneficiaron de la misma y quiénes van a pagar lo que finalmente se pague. Con un presupuesto que no aumenta salarios, congela el gasto social y sin políticas alternativas en materia social y tributaria, sea el monto que sea el que se pague, éste recae en cabeza

² Ver Lo Vuolo, Rubén: *Estrategia Económica para la Argentina. Propuestas* (Siglo XXI, Fundación Osde, Ciepp, 2003).



de los mismos perjudicados. Claramente, el “ajuste” realizado durante el período de *default* es de los más potentes de la historia argentina.

En síntesis, la opción elegida hasta aquí por el Gobierno implica: i) privilegio de los OOI; ii) privilegio de los grupos de poder beneficiados con la pesificación y la absorción de costos del Estado con nueva deuda pública; iii) mantenimiento del actual perfil de distribución del ingreso y de la actual estructura tributaria.

La estrategia del gobierno y algunas de sus implicancias

En cualquier caso, existen serias dudas acerca de la resolución del problema de la deuda con la propuesta anunciada –si bien aún no instrumentada- por el Gobierno. Conforme a nuestras estimaciones, de hacerse efectiva esta propuesta, se necesitaría un superávit fiscal primario creciente para atender tanto la deuda que hoy no está en *default* como la que se reestructuraría con la quita anunciada. Esto no parece conveniente para el país ya que por ese camino será difícil atender la gravedad de la cuestión social y económica.

El Cuadro 1 expone las estimaciones acerca de los superávits primarios necesarios (como porcentaje del PIB) para atender el servicio de la deuda para distintas hipótesis sobre los probables escenarios. Los supuestos básicos de elaboración se encuentran al pie del cuadro y, en todos los casos, se utilizó como base el cronograma de vencimientos de capital e intereses difundido públicamente por el Ministerio de Economía.

Cuadro 1

Superávits primarios necesarios para servicio de la deuda

Escenarios	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1)	3.58%	4.63%	4.37%	3.91%	3.52%	4.85%	3.58%	3.37%	2.51%
2)	3.58%	4.63%	4.37%	8.89%	6.80%	7.72%	5.60%	4.00%	2.81%
3)	2.85%	4.07%	3.84%	3.40%	3.02%	4.36%	3.12%	2.92%	2.08%
4)	0.89%	2.01%	1.72%	1.50%	1.31%	1.15%	1.09%	0.96%	0.87%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía.

Supuestos básicos: La deuda en default se reestructura con una quita del 75% sobre el valor nominal y con un bono a 25 años, al 2,5% anual, comenzando en 2005. El PIB crece el 6% en el



2004, el 5% en el 2005, el 4% en el 2006, y al 3,5% de allí en más. Por último, en el 2004 se reintegran 1.906 millones de dólares de anticipos al BCRA (en caso contrario, se reduciría el peso en ese año y aumentaría el del resto).

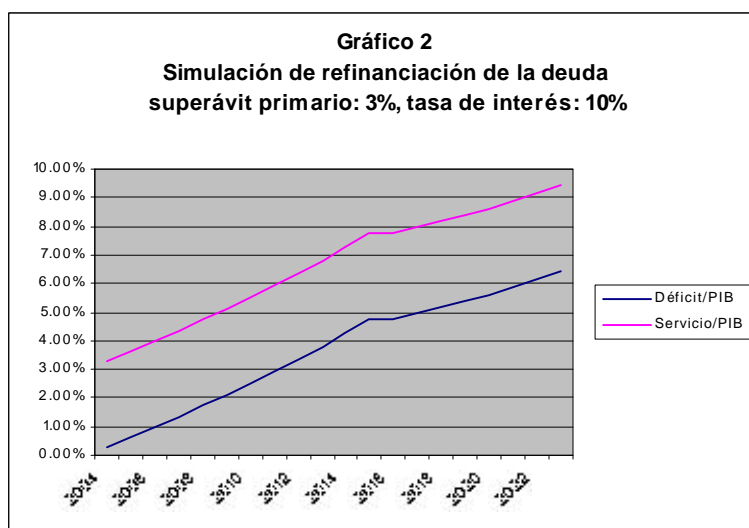
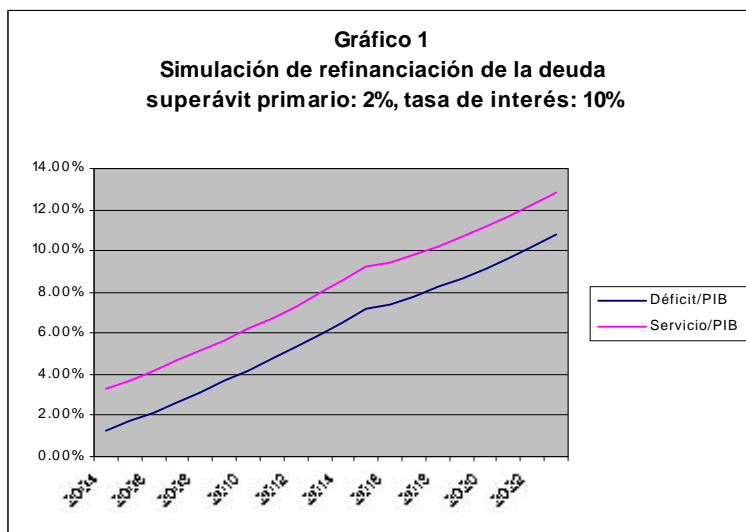
En el escenario 1), a los supuestos básicos consignados, se agrega otro: los vencimientos de capital con los OOI se postergan indefinidamente, lo que implicaría que se firmarían acuerdos como el actual con el FMI. Los intereses de la deuda con los OOI se pagan, junto con la deuda reprogramada y la deuda que no está en default. El supuesto adicional del primer escenario se elimina para el escenario 2), por lo que los servicios de la deuda suben considerablemente a partir del 2007, año en que caducaría el actual acuerdo con el FMI. En el escenario 3) se supone que la Argentina entra en default con los OOI y la deuda con dichas instituciones se reestructura bajo los mismos lineamientos que la deuda privada actualmente en default (o sea, una quita del 75% y un bono a 25 años con una tasa del 2,5% anual). Por último, y a título ilustrativo, el escenario 4) muestra la carga de servicios que presenta la deuda nueva emitida desde la salida de la Convertibilidad (o sea, los Boden), excluyendo el pago de todos los otros componentes de la deuda pública.

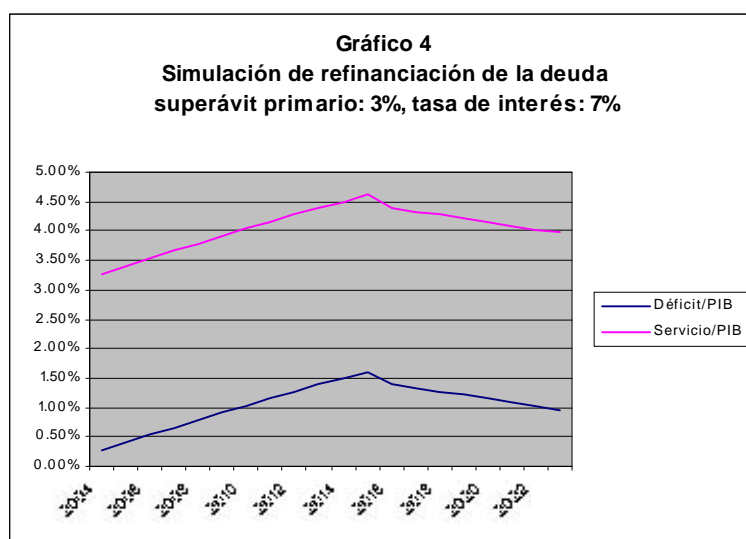
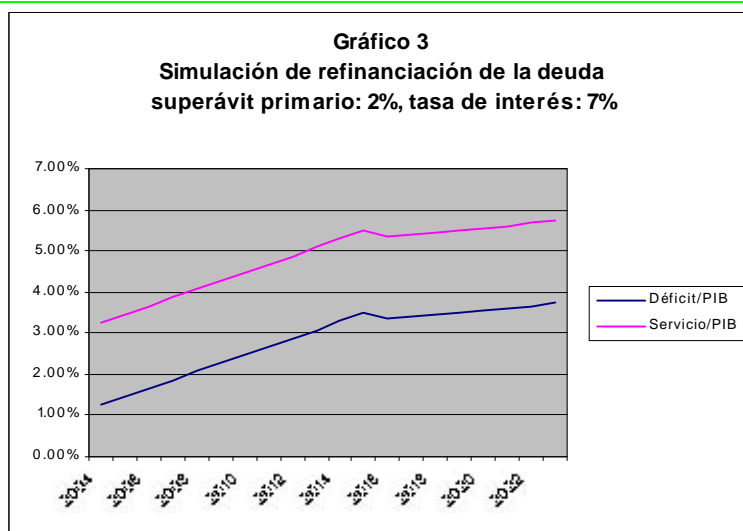
Adicionalmente, se realizaron simulaciones de refinanciamiento de la deuda bajo distintos supuestos que incluyen:

- la deuda en default se reestructura con una quita del 75% y un bono a 25 años con una tasa anual del 2.5%,
- la tasa de crecimiento anual del PIB es de 3,5% real,
- el superávit primario es del 2% y del 3% del PIB, según la simulación,
- la vida promedio de la deuda es de 7 años,
- la tasa de interés promedio sobre la deuda existente es del 3,74% (la tasa implícita en los datos oficiales), y
- el servicio de la deuda se abona por completo cada año, financiando lo que exceda al superávit primario con créditos nuevos a una tasa anual del 10% y del 7%

Los resultados de las simulaciones se encuentran en los gráficos 1 al 4, que muestran la evolución del déficit fiscal y del servicio de la deuda (ambos como porcentaje del PIB) según el superávit sea del 2% o del 3% del PIB, y según la tasa de la nueva deuda sea del

7% o del 10% anual. De los ejercicios se desprende que sólo bajo supuestos muy favorables, tanto la deuda como el déficit, expresados como porcentaje del PIB, se tornan sustentables luego de doce años.





De los ejercicios realizados bajo supuestos muy optimistas, se desprenden las siguientes conclusiones

- 1) La situación actual de la deuda, aún bajo supuestos muy favorables de crecimiento económico, reestructuración de la deuda en default y refinanciación de vencimientos de capital con los OOII, requiere de un superávit mayor al 3% del PIB hasta el 2011 (cuadro 1, escenario 1).
- 2) Si, como viene demostrando en negociaciones recientes, el FMI pretende



que Argentina comience a amortizar el capital con dicha institución, la situación empeora notablemente. O sea, el ahorro fiscal requerido sería considerablemente mayor al 3% entre el 2007 (cuando vence el actual acuerdo) y el 2011 (cuadro 1, escenario 2).

3) El peso de la deuda con los OOI no es menor, como aluden algunos. La inclusión de un eventual *default* con los OOI produciría un ahorro de 0,5% del PIB en el pago de intereses, y de casi un 5% del PIB en amortizaciones de capital para el 2007, año a partir del cual los porcentajes declinan (cuadro 1, escenario 3).

4) Tampoco es menor el peso de la deuda pública adquirida post devaluación y alcanza a 2 puntos del PIB en el 2005, para declinar a partir de allí (cuadro 1, escenario 4).

5) Si el Estado restringiera los pagos a un superávit de 3% o menos, el excedente sobre los compromisos debería financiarse a una tasa muy baja para que la acumulación de deuda no se vuelva explosiva (gráficos 1 a 4).

Lo primero que puede sugerirse de las conclusiones anteriores es que el Gobierno contempla la posibilidad de tener que aumentar los fondos destinados al pago de la deuda, dentro de sus propios criterios de negociación. Lo anterior se corrobora al analizar el propio presupuesto para el año 2004. Allí: i) la tasa de crecimiento está subvaluada; ii) por lo tanto, la recaudación está subvaluada; iii) y esto podría estar escondiendo una estrategia del tipo: "como recaudamos más de lo previsto, entonces vamos a pagar más sin afectar otras partidas". La realidad es otra: la subvaluación de los ingresos significó que no se asignaran los fondos para otras políticas (aumentos de salarios y jubilaciones, mecanismos de promoción de empleos en las pymes, etc.). Mucho menos que se encararan reformas estructurales en el sistema tributario y de las políticas sociales, por nombrar sólo algunas áreas claves.

Las anteriores conclusiones también permiten anticipar que, tal y como está planteada hoy la negociación por parte del gobierno, y asumiendo las dificultades para conseguir nuevo financiamiento en los mercados, hay buenas razones para pensar que: 1) es probable que se tengan que refinanciar los préstamos garantizados; 2) es probable que se tome préstamos de las propias AFJPs. De hecho, en los propios ejercicios de simulación del gobierno se



contempla esta posibilidad³. En el primer caso, hay que seguir atentamente la cuestión porque los préstamos garantizados constituyen una parte importante de los activos de los bancos. En el segundo caso, puede justificar el cambio de actitud del gobierno frente a estas instituciones, luego de un período de fuerte verborrea de confrontación. Hoy, el tema de la reforma de la seguridad social está fuera del debate público y se abrió la posibilidad para que las mismas incursionen en el financiamiento de obras públicas como modo de “legitimarse” socialmente.

En síntesis, tal y como está planteada públicamente la cuestión de la deuda hoy, es posible identificar muchas distorsiones y dudas, Las dudas pasan por saber si esta propuesta es la mejor para el país en términos económicos y políticos, si la misma implica una solución definitiva a la deuda, si los compromisos fiscales asumidos son sostenibles y los fondos que se utilizarán para el pago implican una tributación de los principales beneficiados con el endeudamiento son los principales responsables de su

pago; si la misma no legitima procesos de capitalización de grupos directamente responsables de la crisis del país. Finalmente, surgen dudas acerca de las condiciones asumidas en los acuerdos firmados con el FMI y que en muchos casos continúan con la línea de política económica de la pasada década.

Una propuesta alternativa

Considerando las observaciones previas, pueden plantearse algunos lineamientos para una propuesta alternativa sobre el tema de la deuda, cuyos contenidos han sido oportunamente explicitados en otros trabajos⁴. Esta estrategia alternativa implica:

- i) Un período de gracia mínimo de tres años para toda la deuda pública, salvo aquella que haya sido emitida para atender deudas de carácter social;
- ii) Incluir a los organismos internacionales en la quita de capital planteando de manera efectiva -y no retórica- la incapacidad de

³ Ver los ejercicios en “A Debt Sustainability Exercise”, en la página web del Ministerio de Economía de la Nación.

⁴ Ver Lo Vuolo, op. cit., especialmente págs. 404-410. Ver también Kulfas M. y Schorr M.: La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración. Buenos Aires: Colección Diagnósticos y Propuestas (Fundación OSDE/ Ciepp).



- estos organismos para orientar políticas en países en vías de desarrollo y para administrar las crisis financieras internacionales⁵;
- iii) Incluir en las negociaciones con los países centrales una cláusula de reciprocidad tributaria que permita el efectivo cobro de un impuesto especial a los capitales de argentinos radicados en el exterior, con el objetivo de formar un fondo de garantía para el pago de la deuda;
 - iv) Establecer impuestos especiales a los beneficiados de la pesificación asimétrica y la nueva deuda emitida por el gobierno con el mismo objetivo;
 - v) Abrir negociaciones públicas con todos los interesados, incluyendo la participación de las organizaciones que en distintos fueros internacionales son parte de este debate;
 - vi) Emprender una reforma que haga más progresiva la actual estructura tributaria de donde se van a extraer los fondos para el pago de la deuda.

La anterior propuesta no debe ser acompañada de una retórica de confrontación con ningún tipo de acreedor en particular. Por el contrario, tiene que basarse en una información pública que explicita que Argentina se hace cargo de su responsabilidad como deudor pero que reclama la efectiva colaboración de todos los involucrados en el problema, lo cual significa que deberían participar en proporciones más equitativas en la solución definitiva del problema.

⁵ Sobre este último punto, ver el extenso y crítico informe de la de la Government Accounting Office del gobierno de los EE.UU., titulado "International Financial Crises: Challenges Remain in IMF Ability to Anticipate, Prevent, and Resolve Financial Crises" (<http://www.gao.gov/cgi-bin/getrpt?GAO-03-734>).