

ESTUDIO 1.

Hay vida después del default

La renegociación de la deuda externa argentina y sus implicancias de cara a 2020

El nuevo gobierno nacional colocó en el centro de su estrategia macroeconómica el manejo de la deuda pública. Sin dudas, se trata del condicionante central para ejercer una política económica soberana y allí se juegan las posibilidades de un ciclo de recuperación del empleo y los salarios o de profundización de la crisis. Esta situación acuciante es el resultado del desmanejo ejercido por la administración Cambiemos entre 2015 y 2019, pues se trató del más violento proceso de endeudamiento de la historia argentina, superando los registros de la dictadura 1976-1983 y la convertibilidad (1991-2001).

El contexto 2020

En trabajos recientes nos hemos ocupado del problema de la deuda pública nacional. Señalamos allí que “El cepo es la deuda” (Informe IEFE 186), pues se trata de la variable central que condiciona el manejo de los recursos públicos y la política económica. Ello obedeció a un proceso de endeudamiento que, como se examinó en informes anteriores, no tiene parangón en la historia y ha servido, principalmente, a financiar la fuga de capitales locales al exterior¹. En este contexto se abre desde 2020 una etapa donde la política monetaria tenía que alinearse a la fiscal y financiera con el propósito de colocar a la economía en un sendero de crecimiento.

En esta misma línea, se examinaron las alternativas de tratamiento de la deuda (“Reconectados al mundo con respirador artificial”, Informe IEFE 185), al poner de manifiesto que se pueden postergar los pagos refinanciando los compromisos, reperfilar las cancelaciones de intereses y/o capital, o bien hacer reestructuraciones suaves (acordadas) o fuertes (post default, como Argentina en 2005 y 2010).

En los días presentes se juega nuevamente la posibilidad de encarar el conflicto con los acreedores a partir de las alternativas concretas analizadas previamente. Si se logran liberar

¹ De hecho, en los días de marzo de 2020 se está investigando el proceso de fuga y cómo se facilitó esa operatoria durante el gobierno de Macri. Ver “Informe sobre fuga de dólares estará listo en tres semanas”, BAE, 2/3/2020.

recursos públicos a partir de la postergación o cancelación de los pagos de deuda a los acreedores internacionales, Hacienda podrá emplear esos fondos para estimular la economía a través de obras y la promoción de la recuperación de ingresos (transferencias, salarios y jubilaciones). De esa manera la economía podría recrear un ciclo de crecimiento y, de ese modo, repagar a futuro los cuantiosos compromisos asumidos durante la gestión Macri.

Una de las lecciones que deja la experiencia argentina de 2001-2015 es que luego de un default (cesación de pagos de la deuda pública), los países pueden recuperar grados de libertad y relanzar sus economías. El caso griego de 2016 (acuerdo con el FMI, el Banco Central Europeo y la Comisión Económica Europea) para ajustar su economía al pago de la deuda) como contraparte, muestra en cambio el peligro del círculo vicioso de la recesión.

Evidencia de cesaciones de pagos

De acuerdo a la literatura, el endeudamiento soberano se produce por un déficit (fiscal o comercial). En el caso argentino, el endeudamiento público desde 1976 obedeció a la lógica de la valorización financiera, donde el mismo convalidó la fuga de capitales que ejercieron los grupos económico locales (Basualdo, 2010).

Cuando el déficit se agrava, las tasas de interés a las que se obtienen los préstamos suben debido a la mayor expectativa de riesgo de pago. Con el endeudamiento a tasas altas, paradójicamente crece el déficit fiscal, pues obliga a pagos de intereses crecientes. Por otro lado, genera salidas de divisas, condicionando el resultado de la cuenta corriente (nuevamente por pago de intereses). Si la economía (y, podríamos agregar, las exportaciones y la recaudación) no logra crecer a tasas mayores que las de los intereses de la deuda, se incrementa el cociente entre Deuda pública/PBI. Cuando ello ocurre, los acreedores restringen el financiamiento pues consideran que existe alto riesgo de no repago (Buchieri, 2014). Esta fue la situación que afrontó el país entre 2016 y 2017, en tanto en 2018 recurrió al prestamista de última instancia: el FMI.

Lo que dejó la administración Macri en materia de deuda son compromisos impagables para la administración nacional: en el orden de los 33.000 millones de dólares entre bonos y préstamos en moneda extranjera en 2020-2021 y más de 50.000 millones para el bienio 2022-2023 (Informe IEFE 185, Estudio 1). En estos contextos, asoma como opción la declaración de default.

La cesación de pagos de la deuda pública no es un fenómeno aislado ni extraño en la experiencia internacional. Las evidencias dan cuenta de 260 casos en la historia mundial desde el siglo XIV, aunque una buena parte (108) se concentra en los últimos 70 años (Domínguez Martínez y López del Paso, 2011).

Cuadro 1. Países (agrupados por continente) y años en que declararon cesaciones de pagos en el siglo XXI.

Camerún	2004	
Costa de Marfil	2000	
Nigeria	2001, 2004	
Zimbawe	2000	
Argentina	2001	
Belice	2006	
Ecuador	2008	
Granada	2004	
Jamaica	2010	
Paraguay	2003, 2004	
Rep. Dominicana	2005	
Uruguay	2003	
Venezuela	2004	
Birmania	2002	
Indonesia	2000, 2002	
Modavia	2002	
Ucrania	2000, 2004, 2014	

Fuente: Elaboración propia en base a Domínguez Martínez y López del Paso, 2011 e Informe IEFE (2019)

Sólo desde 2000 a la fecha se han declarado 22 defaults, casi la mitad de los cuales ocurrió en América Latina y el Caribe (10). El caso argentino se transforma en uno de los emblemáticos, pues ha sido destacado como modélico (Guzmán, 2018).

¿Costos del default?

La evaluación de las declaraciones de cesación de pagos de las deudas soberanas obliga a pensar en costos y beneficios. Respecto de este aspecto, se ha señalado que los mecanismos de negociación son conflictivos y resulta difícil conciliar intereses diversos (particularmente cuando grupos de acreedores aceptan la propuesta y otros no).

En materia de perjuicios macroeconómicos, se suele mencionar que los defaults generan: a) la exclusión del acceso al crédito internacional, b) una peor reputación para regresar a dichos mercados, c) potenciales sanciones comerciales, d) empeoramiento de las expectativas de los inversores sobre la economía doméstica, y e) un “efecto riqueza negativo” para acreedores locales de la deuda, que al verse afectados podrían empeorar sus balances contables y a su vez, reducir el nivel de inversión.

Para las economías que afrontan problemas de restricción externa, la falta de acceso a los mercados internacionales de crédito se transforma en una dificultad de primer orden. Como

se ha mencionado en ocasiones anteriores (Informe IEFE 185), la economía argentina genera divisas (exportaciones) pero muchas veces son insuficientes para afrontar los pagos de servicios de deuda, la acumulación de reservas (y por ende, de un tipo de cambio definido como objetivo por la autoridad de la política monetaria), las importaciones (particularmente de insumos y energía) y la fuga de capitales (de unos 90.000 millones de dólares durante el gobierno de Macri. BCRA, 2020).

Dado que la inversión ha demostrado que responde débilmente a las expectativas en Argentina², y que una buena parte de los acreedores de la deuda son extranjeros (el FMI es el principal), la imposibilidad de no acceder al financiamiento en divisas sería el mayor condicionante para una economía que afronta ciclos sucesivos de *stop and go*, derivados de la problemática externa (Basualdo y otros, 2017).

Una desconexión exitosa

Como lo señalan Sbattella y Liaudat (2019), la desconexión de la economía argentina del sistema de acumulación mundial (jerárquicamente estructurado y distribuido entre centros y periferias) podría ser un camino a seguir a la hora de ejecutar una política soberana desde y para el Sur Global. En este sentido, la cesación de pagos de 2001 y las posteriores reestructuraciones de deuda (canjes 2005 y 2010) mostraron que la economía argentina, desconectada, obtuvo buenos resultados. Los procesos de desacople de los precios internos de los internacionales en el período 2003-2015 permitieron la recuperación de las condiciones de vida de vastos sectores, sistemáticamente excluidos durante el período neoliberal.

Sólo entre 2003 y 2008, la economía argentina creció en promedio 8% anual, el desempleo cayó del 21,5% al 7,9% y la inversión alcanzó un pico en 2007 (superior al 20% del PBI). La combinación del alivio en el pago de la deuda (que liberó recursos para que el Estado construyera, por caso, más viviendas sociales entre 2003 y 2008 que todas las realizadas entre 1976 y 2001), la aplicación de políticas fiscales expansivas (salarios mínimos, convalidación de paritarias, incrementos en cobertura y montos de jubilaciones, subsidios al transporte y la energía, inversión pública) (Chena y otros, 2018) y una situación externa favorable (incremento sistemático de los precios de los *commodities* agrícolas que el país exporta) fueron elementos centrales para que el país se recuperara de manera sostenida.

² Durante la administración “pro-mercado” de Macri el nivel de inversión fue inferior al de los gobiernos “intervencionistas” de C. Fernández (INDEC, 2020).

Cuadro 2. Comparación de variables seleccionadas. Años 2001 y 2015.

Variable	Año	
	2001	2015
Desempleo (%)	18	7
Salario real promedio (pesos de 2016)	14.000	20.000
Participación asalariada en el ingreso (%)	35	43
Informalidad (%)	41	33
Pobreza (%)	38,3	19,7
Indigencia (%)	13,6	4,4
<u>Desigualdad (gini)*</u>	<u>0,48</u>	<u>0,42</u>
Gasto público/PBI (%)	32,2	45
PBI (billones USD)	268,7	594,7
Exportaciones (billones USD)	26,5	56,8
Deuda/PBI (%)	50	35

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, Arakaki y otros (2018), Banco Mundial, Basualdo y otros (2017) y Chena y otros (2018).

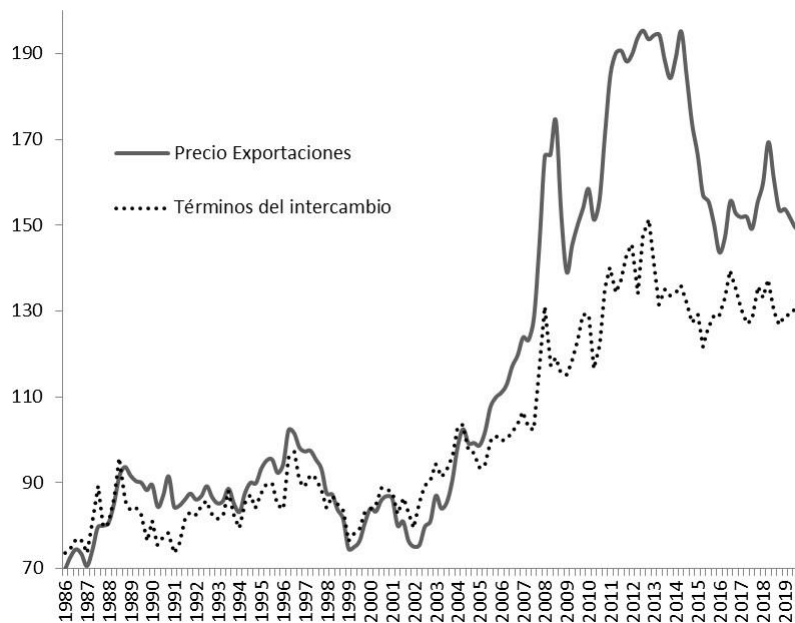
En el cuadro 2 se muestran algunas variables seleccionadas entre 2001 y 2015, con el propósito de cotejar las diferencias entre el último año de la convertibilidad y el período de “desconexión”, sin acceso al mercado de capitales internacionales de 2003-2015. Las variables sociales (desempleo, informalidad, salario real, participación asalariada en los ingresos, pobreza, indigencia y desigualdad) muestran indicadores sensiblemente mejores en 2015 en relación a 2001. Asimismo, el gasto público y el comportamiento de las variables de producción, exportaciones y sostenibilidad de la deuda también indican que ensayar ciclos de expansión autocentrada (“vivir con lo nuestro”, en palabras del economista Aldo Ferrer), pueden dar mejores posibilidades de alcanzar períodos virtuosos en lo económico y social.

Margen para la desconexión

Uno de los aspectos que se señalan a la hora de analizar si puede ensayarse un proceso de desconexión a partir de la cesación de pagos, es la situación externa. En efecto, la crisis de 2008 reconfiguró el panorama y la disputa EEUU-China ordena el tablero en un mundo que tiende a cerrarse más que antes (ver Estudio 2). También cabe preguntarse qué ocurre con los precios de los *commodities*, pues las condiciones de 2003-2008 en esos términos resultaron favorables.

Gráfico 1. Evolución del índice de precios de las exportaciones y de los términos de intercambio.

I trim. 1986- IV trim. 2019. Año base 2004 = 100.



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC (Cuentas Internacionales).

Si se mira la evolución de los precios de las exportaciones desde los años 1980, se advierte que las condiciones actuales son relativamente favorables. El promedio actual de los términos de intercambio y los precios de los bienes exportados no alcanza el período excepcional de 2010-2012, pero se ubica sustancialmente por encima del período 2003-2007 (cuando se ensayó la desconexión). En términos históricos, los precios no juegan en contra.

Por otro lado, siguiendo a Epstein (2012), del análisis de 90 defaults y reestructuraciones en 73 países, las negociaciones tienen un promedio de 7 años e implican pérdidas para los acreedores del orden del 40%, una cifra que para Argentina sería sustancial en materia de recursos disponibles. En cuanto a los riesgos mencionados previamente, las evidencias indican que no ha habido sanciones comerciales a los países en default (como en el caso argentino post 2001). Ya se mencionó que los acreedores externos son la clave del problema y que la inversión responde menos a eventos que alteran las expectativas que a las condiciones externas y del sector público para motivar la formación de capital.

Austeridad versus crecimiento

La opción de ajustar las cuentas públicas, particularmente el gasto social, los salarios y las jubilaciones para lograr el pago de los servicios de deuda, la llamada austeridad, se ha mostrado como un "remedio peor que la enfermedad". Por esa vía, los países intensifican un

ciclo de recesión y desempleo que golpea a la población más vulnerable, además de agravar las propias capacidades de pago del país. Como lo dijera en actual ministro de economía:

La sostenibilidad de la deuda es una condición necesaria para la recuperación económica. Forzar al pago por un camino de deuda insostenible solo hace que el asunto se ponga peor tanto para el deudor como para los acreedores que “no están en primera fila” para que se les pague, ya que un deterioro en las perspectivas económicas del deudor hace que disminuyan las posibilidades del pago de la deuda en el futuro.

Argentina enfrentó esta dura realidad hasta el default. Las políticas de austeridad fiscal en una situación de recesión en el 2001 solo agravaron la recesión, convirtiéndola en una depresión. Y luego del default, el país fue capaz de utilizar el superávit primario para ejecutar políticas macroeconómicas que eran esenciales para la recuperación. Más tarde, una reestructuración que otorgó un gran alivio de la deuda sostuvo las condiciones favorables. (Guzmán, 2018, 57).

La cita no podría ser más precisa para pensar el problema actual del país. Ajustar para pagar agravaría los problemas económicos y sociales. Los recursos liberados permitirían poner en marcha la economía a través del único inversor dinámico en este momento: el Estado.

Ya se sabe que hay vida después del default, lo que queda es tener la voluntad política de enfrentarse al capital financiero internacional y, como lo planteara Samir Amín, avanzar en la desconexión.

Referencias

Arakaki, A. y otros (2018). [El mercado laboral argentino en la posconvertibilidad \(2003 - 2015\): entre la crisis neoliberal y los límites estructurales de la economía](#). *Semestre Económico* 21 (47), 229-257.

Basualdo, E. (2010). *Estudios de historia económica argentina*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Basualdo, E. y otros (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Buchieri, F. (2014). Default soberanos: la necesidad de reforma a la arquitectura financiera internacional a partir de la experiencia argentina. *Ciencias económicas* 11(2), 63-74.

Chena, P. y otros (2018). [Argentina \(2002 - 2015\): transición neomercantilista, estructuralismo a la Diamond y keynesianismo social con restricción externa](#). *Semestre Económico* 21 (47), 25-

59.

Domínguez Martínez, J. y López del Paso, R. (2011). Situaciones de impago de deuda soberana. *eXtoikos* 4, 147-152.

Epstein, G. (2012). Las reestructuraciones de deuda a lo largo del tiempo.

Guzmán, M. (2018). Análisis de la resolución del default de Argentina 2001. *Revista de Economía Política* 17(12), 49-104.

Sbattella, J. y Liaudat, S. (2019). *La teoría de la desconexión de Samir Amín: una opción para Argentina frente a la crisis global*. Buenos Aires: Colihue.