



El fracaso del Megacanje Kirchner 2005

Héctor Giuliano

Diciembre de 2008

La nueva Crisis de Deuda de la Argentina es independiente de la Crisis Financiera Global que afecta hoy a los mercados internacionales.

Lo que nuestro país está sintiendo, estrictamente hablando, son efectos económicos de una Crisis Financiera, es decir, no un problema que se origina en la Economía Física o Real sino en el campo financiero, monetario y cambiario, que repercute luego en el plano económico.

Objetivamente, en la actualidad las Cuentas Fiscales y los datos de la Macroeconomía argentina no son malos, aunque las perspectivas - y las expectativas – no son buenas.

El panorama de conjunto, sin embargo, no debiera derivar necesariamente en crisis o colapso porque la situación sería controlable por el Gobierno.

Empero, donde el problema sí es grave – sin que, por ahora, tampoco deba preverse forzosamente un estado de default – es en el plano de la Deuda Pública.

El presente trabajo tiene por finalidad analizar precisamente ese aspecto de nuestra coyuntura presente.

EL MEGACANJE DE 2005.

El gobierno Kirchner está frente a otra grave etapa cíclica dentro del Sistema de Endeudamiento Público perpetuo de nuestro país – esto es, la toma permanente de

Deuda sin capacidad de repago – que condiciona en forma total la situación fiscal y la política económica nacional.

Dentro de este contexto de Deuda Impagable, la clave de los hechos actuales determinantes de tal crisis – que es, como hemos dicho, una Crisis financiera de Deuda, no de la Economía Real - está dada por el fracaso del Megacanje realizado en Junio de 2005, hace sólo 3 años y por esta misma Administración.

En esa fecha el Gobierno canjeó bonos por valor de unos 62.300 millones de dólares (MD) contra nuevos títulos públicos por 35.000, es decir, con una quita o descuento de 27.300 MD: un 44 % del valor nominal de los bonos rescatados.

Los 35.000 millones de nuevos títulos fueron emitidos en Bonos Par, Bonos con Descuento y Bonos Cuasi-Par; con plazos a 30, 35 y 42 años, y a una Tasa de Interés promedio equivalente del 8.28 % anual (una tasa comparativamente muy elevada a largo plazo).

LAS CONDICIONES DEL CANJE.

En esta operación de canje (que por su magnitud fue mayor que la del denominado Megacanje De la Rúa–Cavallo de Junio de 2001) la administración Kirchner emitió gran parte de los actuales bonos en pesos ajustados por Inflación (coeficiente CER), comprometió peligrosos adicionales acumulativos de pago a través de Cupones ligados al Crecimiento (UL PBI) y pactó la Capitalización de una gran parte de los Intereses Devengados (durante el decenio 2005-2014).

Estas gravosas condiciones aceptadas por el Gobierno – entonces era Ministro de Economía el Dr. Roberto Lavagna – constituyen hoy, en parte, una Deuda Pública no Registrada (porque existe pero oficialmente no se expone dentro del stock de Deuda ni dentro del Perfil de Vencimientos de la misma) del orden de los 20.000 MD o más: 5.200 MD anuales de la Deuda en Pesos indexada por CER, unos 10.000 MD de Valor de Mercado de las Unidades ligadas al PBI (que a su vez generan pagos por mas de 1.400 MD anuales) y entre 1.200 y 2.000 MD por año o más de Intereses Capitalizados por Anatocismo (Interés de los Intereses: que sumaban unos 12.000 MD en 10 años, habiendo transcurrido hasta la fecha la mitad de ese período).

A tales características financieras se sumaron ciertas concesiones de partida otorgadas por el Gobierno a los Acreedores, que fundamentalmente fueron tres: 1. La renuncia argentina a todo cuestionamiento sobre la ilegitimidad de las acreencias reclamadas, 2. La no investigación ni reparos por irregularidades en las operaciones originales, pese a la existencia de causas judiciales en curso sobre la Deuda Pública (caso Olmos I y II, Megacanje 2001 y responsabilidades de Presidencia de la Nación y Banco Central), y 3. La no realización de un Censo de Acreedores (pieza clave para la identificación de los mismos y la determinación de los valores reales de compra).

Además, nuestro país acordó entonces – en 2005 – una serie de cláusulas muy comprometedoras en favor de los Bonistas que aceptaron el Canje (algunas tradicionales y otras nuevas): el pago de Intereses Corridos con fecha retroactiva al 2003, la prórroga

de jurisdicción ante Tribunales Extranjeros, los privilegios generales de exenciones impositivas, la previsión de obligaciones renovables si no fueran cumplidas a su vencimiento, la aceptación de las CAC o Cláusulas de Acción Colectiva, la nueva cláusula del Acreedor más Favorecido, la admisión de Compromisos de no Hacer (negative pledge), la incorporación de la cláusula de Cross Default o incumplimiento cruzado, etcétera.

Todos estos compromisos acentuaron la ya grave exposición de nuestro país en el marco de su problema estructural de sobre-endeudamiento público sin capacidad de repago.

LOS EFECTOS DEL MEGACANJE.

Tales condiciones de la conversión de títulos del 2005 dejan a nuestro país legalmente “atado de pies y manos” frente a cualquier demanda externa en caso de nuevo incumplimiento de pago de sus Servicios de la Deuda.

Y esto es particularmente serio en momentos que se está frente a un riesgo de nuevo default.

En consecuencia, sin perjuicio del problema de fondo por arrastre de una Deuda Pública que estaba y sigue estando completamente por encima de la capacidad de repago del Estado Argentino, el Megacanje Kirchner de Junio de 2005 empeoró esta situación al consolidar y asumir nuevas y más peligrosas obligaciones que no tienen garantía de cumplimiento.

La esperanza del Gobierno estaba y sigue puesta, como siempre, en que las concesiones otorgadas a los Acreedores iban a facilitar el nuevo acceso del país al Mercado Internacional de Capitales después de la salida del default de fines de 2001, lo que en la práctica significa “volver a endeudarse”, ya sea para renovar permanentemente sus obligaciones financieras o para tomar Deuda Nueva.

Con el paradójico agravante – correcta y oportunamente observado por Cafiero y Llorens - que dicho anhelo de volver a tener acceso al Mercado Financiero Internacional se daba mientras nuestro país dejaba afuera pesados Bonistas que no aceptaron entrar al Megacanje Kirchner de 2005 (por un monto de 20.000 MD), que iniciaron consecuentemente juicios contra la Argentina en tribunales extranjeros y que con ello iban a deteriorar el clima de “confianza” para los nuevos préstamos buscados por el Gobierno, lo que forzosamente encarecería y obstaculizaría el futuro fondeo privado externo que se aspiraba lograr, como ha ocurrido en los hechos hasta el presente.

HOY: LOS DATOS DE LA REALIDAD.

Las mutaciones de la información oficial dan una pauta bastante clara del cambio en el cuadro de situación de la Deuda Pública desde el 2005 hasta la fecha.

El Ministerio de Economía, por ejemplo, después del Megacanje de 2005 proyectaba un perfil de vencimientos por concepto de Capital de la Deuda de 7.140 MD para 2008 y 8.200 para 2009.

Un trabajo del Lic. Daniel Marx de esa misma época - en línea con las informaciones oficiales - daba Amortizaciones de Capital por 9.780 y 8.810 MD para ese mismo bienio, como Escenario Base.

Hacia fines de 2007, sin embargo, estas proyecciones habían variado significativamente: 18.620 MD para año siguiente 2008 y 10.500 para 2009.

Hoy, la misma página oficial consigna importes actualizados de vencimientos de Capital algo diferentes para 2009: 14.300 MD.

Las autoridades, empero, hablan ahora abiertamente de obligaciones a vencer por 18/20.000 MD de vencimientos de Capital para 2009 y el Presupuesto recientemente aprobado para el Ejercicio que viene (el 2009) hace referencia - dentro del cuadro de Resultado Financiero - a un re-endeudamiento público del orden de los 27.000 MD (85.000 M\$/3.19 \$/US\$).

La información oficial de la Secretaría de Finanzas, en este punto, no sería así consistente con la de Presupuesto (Secretaría de Hacienda), ambas dentro del Ministerio de Economía.

LA CUESTIÓN DE LOS INTERESES.

Igualmente, la Secretaría de Finanzas omite información clave en materia de Intereses porque el Ministerio de Economía no informa el total de Intereses Devengados del año (ni la Tasa Promedio Ponderada) sino el monto de los Intereses a Pagar, que es menor ya que, como dijimos, una parte de esos intereses se capitaliza por anatocismo.

Para el Ejercicio 2008 estaba previsto originalmente el pago de 19.100 millones de Pesos (M\$) - que al Tipo de Cambio (TC) entonces pautado de 3.21 \$/US\$ equivalía a unos 6.000 MD - pero que las cifras actualizadas después de los aumentos de gastos para este año elevan ahora a un total de 21.800 M\$ (7.000 MD al Tipo de Cambio ajustado de 3.11 \$).

Y para el año 2009 la proyección de pago de intereses sube a 25.400 M\$ (8.000 MD, al TC 3.19 \$) ; lo que pareciera confirmar un ritmo de aumento del orden de los 1.000 MD por año, solamente en lo concerniente al pago de intereses.

Sin embargo, el total de Intereses Devengados - tomando una tasa promedio estimativa muy moderada del 5.5-6.0 % (sobre un total de Deuda Pública de 180.000 MD) - sería hoy del orden de los 9.500-10.000 MD por año.

Sobre la base de tales datos, la diferencia entre estos intereses totales y los previstos a pagar daría entonces una capitalización o anatocismo de unos 1.500-2.000 MD o más (un 20 %: la quinta parte del total de los intereses).

Por regla de lógica: si un Deudor tiene que refinanciar forzosamente sus vencimientos de Capital en forma íntegra, por falta de capacidad de pago, y además no llega a pagar la totalidad de sus Intereses, ese Deudor vive en estado de alerta por virtual default. Y ése es el caso del Estado Argentino.

EL AUMENTO DE LA DEUDA.

La Administración Kirchner sostiene que el país se está “des-endeudando” cuando eso no es cierto. Por el contrario, la Deuda sigue creciendo en valor absoluto.

En la actualidad la Deuda Pública de la Argentina está aumentando a un ritmo de casi 10.000 MD por año: aproximadamente 5.200 MD por Indexación de la Deuda en Pesos ajustada por Inflación (coeficiente CER), unos 2.000 millones o más por Capitalización de Intereses (Anatocismo) y 1.400 por pago de Cupones ligados al PBI (que es un importe acumulativo). Esto da, en principio, un subtotal de 8.600 MD; pero si a ello se agrega la incidencia creciente de la tasa de interés promedio, el grave encarecimiento de la Deuda Nueva que se está contrayendo (a tasas entre el 12 y más del 15 % anual) y, sobre todo, los intereses devengados de los holdouts que se siguen acumulando, el total superaría incluso los 10.000 MD.

De hecho, y según los propios datos oficiales, la Deuda Pública total se incrementó en unos 10.800 MD en 2007 y 10.600 en 2006.

Paradójicamente, es el mismo ritmo de aumento que la Deuda tuvo durante la Década del '90, bajo la Convertibilidad del Gobierno Menem.

La evolución del stock de Deuda, efectivamente, fue: 152.200 MD a fines de 2005 – después del Megacanje Kirchner de mediados de ese año - subió a 162.800 a fin de 2006 y llegó a 173.600 al final de 2007.

Según la última información disponible del Ministerio de Economía – al 30.6.2008 – el stock de Deuda es de 180.500 MD: 149.900 (prácticamente 150 mil millones) de Deuda Performing (la que estaría regularizada) y los 30.600 restantes de Deuda en manos de los Holdouts (bonistas que no entraron en el Canje de 2005).

El saldo de Deuda era de 144.500 MD al 31.12.2001, fecha del Colapso de la Convertibilidad por la Crisis de Deuda de fines de ese año.

PERSPECTIVAS DE LA DEUDA PÚBLICA.

La Argentina se encuentra hoy, una vez más, frente a una nueva Crisis de Deuda que – como todas las anteriores – tiene una simple constante causal: la toma sistemática de Deuda Pública sin capacidad de repago.

Estos Ciclos de Deuda, en nuestro país y en todos los Países en Desarrollo, empiezan tradicionalmente con una gran reestructuración de pasivos públicos supuestamente

exitosa y con proyecciones de cumplimiento de Deuda optimistas que se confeccionan soslayando la naturaleza y el peso o carga de las obligaciones contraídas.

Invariablemente, estos grandes canjes de Deuda, pactados a largo plazo, agotan su alivio aparente a las Finanzas del Estado a los pocos años y entonces se ensombrece de nuevo el panorama financiero y fiscal.

Se perfila entonces el diseño de un nuevo ciclo, cuya finalidad práctica es siempre la misma: reestructurar o “patear para adelante” los compromisos de Capital del Tesoro y aumentar los pagos por Servicio de Deuda en concepto de Intereses; sosteniendo así la situación fiscal por un período limitado, normalmente hasta fin del mandato de los gobiernos de turno.

En este momento, la Administración Kirchner se encontraría precisamente en otro de esos “puntos de inflexión” del Ciclo de Deuda Pública permanente, con miras a fijar el nuevo régimen de pagos para el trienio faltante de su gestión 2009-2011.

Según declaraciones de funcionarios oficiales, sobre los casi 18.000 MD de vencimientos de Capital que caen en el 2009 al Gobierno le faltaría definir la cobertura de Necesidades de Financiamiento por 8.500 MD.

Aparentemente, las autoridades confían en paliar esta encrucijada por tres vías concurrentes:

1. El arreglo de pago de la Deuda Externa con los países del Club de París – 6.700 MD según el Gobierno ó 7.900 sumándole intereses punitivos y multas - para poder acceder a nuevos préstamos internacionales a la Argentina y, sobre todo, a las Empresas Extranjeras de esos países que inviertan en nuestro país.

2. El curso favorable de la propuesta bancaria Barclays-Deutsche-Citigroup de reapertura del Canje de Deuda con los Holdouts (Bonistas que no entraron en el Megacanje de 2005 (que acumulan unos 30.000 MD por Capital e Intereses de la deuda impaga) lo que también le facilitaría al Gobierno “fondos frescos” por aporte de nuevos préstamos.

A ello hay que agregar las negociaciones en curso – que se están realizando por separado – para el canje de Préstamos Garantizados (PG) en poder de grandes bancos por nuevos bonos debido al próximo vencimiento de 4.500 MD por este sólo rubro de aquí a fines de 2009.

3. La carta de reserva mayor del nuevo “blindaje” o salvataje que se viene negociando con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y complementariamente con el Banco Mundial – que apunta a una asistencia financiera del orden de los 8.500 MD - sin excluir la alternativa de volver al Fondo Monetario Internacional bajo el nuevo régimen de préstamos de emergencia por la Crisis Financiera Global.

Las tres vías tienen el mismo propósito de base: la denominada “vuelta” de la Argentina al Mercado Internacional de Capitales lo que – como dijimos - en buen romance, significa volver a endeudarse.

Se cumpliría así – a sólo tres años del Megacanje Kirchner – la regla de los Ciclos de Deuda para nuestro país.

De este modo, con el Megacanje de 2005 ocurre ahora como con todos los anteriores operativos de “reestructuración” de Deuda Pública: un eufemismo con el que se presenta a la Opinión Pública una falsa imagen de solvencia fiscal que después termina invariablemente en un fracaso financiero que, a su vez, es enmascarado con el rótulo de “exitosa” renegociación de pasivos públicos con los Acreedores.

Así ocurrió con el citado Megacanje de 2001, con el Blindaje de fines de 2000, con las supuestas líneas de crédito REPO salvadoras del Efecto Tequila después de 1995, con el Plan Brady de 1992/93, con los Planes Primavera de 1987 y Austral de 1985; con los anteriores acuerdos de salida del Gobierno Militar en 1983 y con la Tablita de Martínez de Hoz en 1981.

Es una regla que se cumple inexorablemente – dentro de la Historia Financiera Contemporánea de la Argentina – siguiendo una suerte de Ciclo de Crisis y re-endeudamiento del Estado que, según los casos, puede darse periódicamente cada 3 a 5 años; y que se corresponde sintomáticamente con los tiempos de gestión política de los Gobiernos.

Es muy probable que - siguiendo esta hipótesis de trabajo o línea de análisis - la administración Kirchner haya llegado hoy a ese punto de inflexión donde se encuentra forzada a “blanquear” el dilema básico de adaptación formal a las exigencias de nueva reestructuración de Deuda si quiere llegar a completar con estabilidad su mandato hasta el 2011.-

Lic. Héctor L. GIULIANO

Buenos Aires, 24.11.2008

ABREVIATURAS:

MD: Millones de Dólares.

M\$: Millones de Pesos.

TC: Tipo de Cambio.

Archivo: HL Giuliano: 08 11 20 FRACASO MC K 2005.