

Ciepp

CENTRO INTERDISCIPLINARIO PARA EL ESTUDIO DE POLITICAS PUBLICAS



El “default selectivo” de la deuda del Estado argentino

Rubén Lo Vuolo¹

1. Los hechos

Para las calificadoras de riesgo, el Estado argentino entró en cesación de pagos “selectivo” de su deuda. Es la segunda vez en un lapso de 12 años y siete meses que la palabra default se utiliza para calificar la deuda emitida por el gobierno nacional de ese país. En este caso, se lo denomina “default selectivo” de la deuda bajo jurisdicción de tribunales extranjeros. Así, la agencia de riesgo crediticio Standard & Poor's recortó la calificación de la deuda argentina en dólares de “CCC- y C” a “SD” (selective default), debido a que no se pagaron los servicios de renta del bono llamado Discount al 30 de julio cuando venció el plazo de gracia. A la fecha, no está claro por cuánto tiempo ni tampoco cuáles serán todas sus consecuencias.

El gobierno argentino había girado los u\$s 539 millones al Bank of

New York Mellon para ese pago, pero el mismo no se hizo efectivo a los tenedores de bonos. El motivo es el siguiente: el 16 de junio la Corte Suprema de EE.UU dejó firme el fallo del juez Griesa que en febrero de 2012 reinterpretó la cláusula pari passu a favor de los fondos llamados holdouts que exigen el pago completo de los títulos de la deuda que se habían dejado de pagar a finales de 2001. Los holdouts nunca aceptaron el canje de esos títulos que realizó el gobierno argentino en dos rondas en 2005 y 2010 y prefirieron reclamar en los tribunales que conforme a la emisión de los títulos son los establecidos para dirimir litigios. Con la resolución de la Corte Suprema, el juez Griesa dejó sin efecto la medida cautelar (stay) que pesaba sobre su sentencia que exige que se pague a los holdouts; gracias a esa cautelar el gobierno argentino pudo pagar hasta ese momento los vencimientos de la deuda reestructurada en esos canjes a los llamados holdins.

En la práctica, el pago realizado por el gobierno argentino nunca se debitó porque el juez le solicitó al banco pagador que dejara depositado ese dinero en su cuenta en el Banco Central de Argentina por 30 días. En ese período se abrió una negociación entre las partes para encontrar un modo de cumplir la sentencia y para ello el juez nombro a un “facilitador” o “intermediario”. Esta gestión es la que

¹ Investigador Principal, Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas.

acaba de fracasar y ambas partes se acusan mutuamente de ello.

El riesgo más cercano que enfrenta el gobierno argentino es que los tenedores de algunos de los bonos de la deuda argentina disparen una cláusula que los habilita para demandar el pago de la totalidad del valor del título para lo cual tienen un período de 60 días a partir del primer impago. Esta cláusula llamada de “aceleración” puede ejecutarse si se junta 25% de adhesiones y significa que instrumentos de deuda cuyo vencimiento opera a partir del año 2033 pueden exigirse ya. El impago también abriría la posibilidad de que tenedores de bonos en monedas extranjeras que están sometidos a legislación internacional disparen juicios por montos incalculables.

Por otra parte, la declaración de default técnico activa los plazos para que los tenedores de seguros de no pago (Credit Default Swap, CDS) soliciten la ejecución de esos contratos. De hecho, el lunes 4 de agosto se estaría reuniendo la comisión directiva de la Swaps and Derivatives Association, entidad integrada por 844 entidades financieras de 64 países y cuya función es determinar cuándo pueden ejecutarse esas pólizas. Elliott Management Corporation, la compañía de Paul Singer (el dueño del fondo NML que ganó el juicio por la deuda argentina aún impaga en los tribunales de Nueva York), forma parte de esta entidad y es una de las que podría reclamar por las coberturas que tomó oportunamente contra el default del gobierno argentino. Como puede observarse, los negocios de los operadores financieros pueden multiplicarse como resultado del impago del gobierno argentino.

Al momento de escribir estas líneas, algunos siguen apostando a que se encuentre una solución no ya en la negociación entre el gobierno argentino y los holdouts, sino en el “acuerdo entre privados” que habrían estado negociando los bancos de “capital argentino” (y otros más grandes en paralelo) con los holdouts. Los dueños de bancos en Argentina están entre los grandes ganadores del régimen económico de la última década luego de haber sido denostados como principales responsables de la crisis de 2001-02. Luego de tantas ganancias, los bancos argentinos se exponen a grandes pérdidas especialmente si los títulos públicos que conforman gran parte de sus activos ven caer sus precios.

Por eso, y alentados por algunos funcionarios del propio gobierno argentino, representantes de los bancos argentinos ofrecieron comprar la deuda del juicio a los holdouts mediante pagos parciales y sucesivos hasta fin de año, con garantías cruzadas hasta la recompra posterior por parte del gobierno argentino. De este modo buscaban que se reponga la medida cautelar (stay) para habilitar el pago a los holdouts hasta que en enero de 2015 venciera la cláusula “Right upon future offers” (RUFO). La cláusula RUFO, firmada por el gobierno de Néstor Kirchner en el contrato de reestructuración de deuda de 2005, habilita a los tenedores de bonos que aceptaron el canje a reclamar legalmente si el Gobierno ofrece mejores condiciones a otros acreedores. Para muchos la cláusula RUFO es lo que trabó la negociación del gobierno con los holdouts dado el temor de los funcionarios a una avalancha de juicios contra el Estado argentino y contra ellos

misimos en caso de acordar pagos con quienes no aceptaron la reestructuración.

La llamada solución "privada" también tiene problemas jurídicos, porque paralelamente a la cláusula RUFO existe una ley argentina sancionada en octubre del año pasado que también estipula que el gobierno no puede otorgar a los holdouts un reconocimiento mayor que el que se dio a los bonistas que entraron en el canje. En breve, dado que el juez Griesa ordenó pagar el total del valor de los bonos en default más los intereses acumulados, los bancos deberían pagar el 100% del capital en poder de los holdouts y asumir el riesgo de que el gobierno sólo reconozca luego un monto muy inferior para no incumplir la ley.

Claro que en Argentina las leyes se cambian rápidamente para decir otra cosa de lo establecido y según la conveniencia de los poderes de turno, pero la jugada tiene muchos riesgos. Mucho más a la luz de las confusas y contradictorias acciones y declaraciones de los funcionarios del gobierno argentino en todo este proceso que ha sido acompañado por fuertes oscilaciones de los precios de acciones y bonos argentinos, que seguramente han generado grandes ganancias especulativas para quienes gozan de información privilegiada.

La confusión pública es tan grande que el gobierno argentino insiste en publicitar que no está en default. En tanto hizo el citado depósito para que se pague, el gobierno de Cristina Kirchner publicita que "pagamos, pero nos llevan al default". Como ejemplo contrapuesto se cita el primer pago de u\$s 650

millones hecho recientemente al Club de París como resultado de un cuestionable acuerdo de pago de otra deuda que también estaba impaga desde el default de 2001. En cuanto a los holdouts, el gobierno argentino entiende que no hay falta de pago porque no llegó a ningún acuerdo; de hecho, la deuda con los holdouts no aparece en la contabilidad oficial.

Desde otros ámbitos, la cuestión se ve de otro modo. Primero, el gobierno argentino tiene la responsabilidad de allanar el camino para el pago, en tanto en la emisión de los bonos que entraron en default en 2001 se colocaron las cláusulas por las cuales la justicia norteamericana falló en favor de los holdouts. Segundo, lo mismo puede decirse de la cláusula RUFO y otros elementos que acompañan la emisión de los bonos, y que fueron incorporados por el gobierno argentino para hacer atractiva su demanda. Tercero, en tanto existe un fallo firme que obliga a pagar a los holdouts, el problema ya no es solo del pago de los holdins sino también de los holdouts. Mientras tanto, los bancos extranjeros que actúan como agentes de pago le siguen pidiendo a Griesa que permita girar los fondos a los bonistas de la deuda reestructurada bajo otra legislación (por caso, británica y japonesa) tratando así de salir de la trampa entre incumplir el fallo del juez y los contratos con el gobierno argentino.

Pero en el espacio financiero todo se transforma. Incluyendo a muchos personajes que fueron protagonistas de la crisis argentina de 2001, que tienen responsabilidades en las operatorias de los canjes y que hoy aparecen pontificando y dando

consejos. En esta laberinto hay muchos que pierden y otros que ganan comprando, vendiendo, cambiando papelitos, iniciando y arreglando juicios, etc. Especuladores son los que sobran en la compleja trama de la novela de las deudas llamadas “soberanas”.

2. Especuladores, buitres, Club de Paris y otras aves

Todas estas confusiones no deben extrañar en tanto marcan las contradicciones propias del capitalismo democrático contemporáneo, particularmente en esta etapa en que el capitalismo es liderado por las finanzas. Mientras la teoría indica que para los mercados financieros el partido se juega entre agentes que apuestan y toman riesgos, en la práctica los riesgos son bastante pocos porque siempre aparece un Estado que se hace cargo del problema o un juez que reemplaza el riesgo por el “derecho al cobro”.

Denostar a los hold-outs porque serían unos “buitres especuladores” no aclara las cosas. Los mercados financieros se mueven cotidianamente por la lógica de la especulación, en tanto el negocio fundamental está en las ganancias derivadas del cambio de precio de un papel que (supuestamente) representa el valor de un activo. Especulan quienes tratan de comprar barato y vender caro, o sea la mayoría de los operadores. Los hold-outs resolvieron especular con esa diferencia esperando un fallo judicial, otros prefirieron no esperar eso. Pero seguramente entre los que ingresaron a los canjes de 2005 y 2010 hay muchos que hicieron grandes diferencias especulativas. La pregunta sigue siendo por qué los gobiernos son cada vez más

dependientes de los mercados financieros que se rigen por esta lógica especulativa.

El gobierno argentino actuó y actúa como si no hubiese estado informado de estas cuestiones. De hecho, antes de este capítulo de la novela de la deuda venía dando “señales” para que la comunidad financiera internacional lo considere “buen pagador” y le vuelva a prestar dinero. Por ejemplo, el gobierno argentino repite que ha pagado y que puede seguir pagando: la presidenta sugirió que en una década se pagaron 174 mil millones de dólares. Como anécdota, el Ministerio de Economía presenta cifras cercanas a 190 mil millones, sin que se explique de donde salen los números; es sabido que las estadísticas oficiales del gobierno argentino son “aproximaciones” cuyas metodologías de cálculo se desconocen, lo cual explica en gran medida su falta de credibilidad.

En cualquier caso, lo que no se aclara es que estos pagos no se han hecho con recursos “genuinos” del Tesoro, sino con nueva deuda que refinancia capital vencido (y también parte de los intereses). Entre otras, se contabiliza la deuda del Tesoro con el Banco Central y con el sistema de seguridad social que ya ha llegado a niveles más que preocupantes y explica, por ejemplo, la erosión de reservas de la autoridad monetaria del país.

Pero también el gobierno ha emitido nueva deuda para pagar acreencias muy cuestionables. Se emitieron bonos por cerca de u\$s 6.000 millones para pagar una indemnización a la multinacional Repsol por la expropiación de sus acciones en YPF,

pese a que el gobierno había dicho que era Repsol el que tenía que pagarle a la Argentina por haber vaciado YPF. Se pagaron juicios adversos en el CIADI por reclamos de empresas multinacionales (a un fondo que apenas meses antes había comprado dichos juicios a los demandantes originales), pese a que el gobierno sostenía que no correspondía hacerlo. Las Provincias también han estado emitiendo nueva deuda dolarizada y aspiran a seguirlo haciendo para poder financiar su déficit fiscal.

Asimismo, se firmó recientemente un nuevo acuerdo con el Club de Paris (otro arreglo pendiente desde el default de fines de 2001 y a cuyo primer pago me referí previamente). El Club de Paris es un viejo y conocido acreedor de Argentina. De hecho, nació en 1956 cuando Francia se ofreció para regularizar el pago de u\$s 700 millones de deuda que había contraído la dictadura militar argentina de 1955-1958. Llamativamente, los pagos acordados ahora también incluyen una gran proporción de deuda contraída por una dictadura militar (1976-1983), motivo por el cual muchas organizaciones vienen cuestionando su legitimidad.

Sin tener en cuenta esto, y sin hacer público lo firmado, el actual gobierno argentino aceptó una deuda de u\$s 9.700 millones, pese a que según el último informe del Ministerio de Economía argentino lo adeudado era de poco más de u\$s 6000 millones entre capital e intereses. Es evidente que la espera especuladora de los socios del Club de Paris le otorgó grandes beneficios: no hubo ninguna quita y el gobierno argentino se aviene a pagar en cinco años, con un período de gracia de

pocos meses, cuando acuerdos similares no muy lejanos se han realizado con plazos promedio de 14 años y hasta 5 de gracia. Así, el acuerdo de pago con el Club de Paris es el más desfavorable que firmó el gobierno argentino en la época post-default. Las gestiones de empresas multinacionales que operan en Argentina para que se firme indican que la preocupación central era allanar sus negocios en el país, especialmente en recursos naturales. Es probable que no se pueda cumplir con lo acordado y, como ha sucedido en el pasado, se tenga que volver negociar en el futuro. Pero ya quedó reconocido un monto de deuda mucho más elevado que el original y de cuya conformación ninguno de los firmantes informó.

La especulación en torno a la deuda del gobierno argentino se nutre así de múltiples actores y vuelve a colocarse en el centro de la dinámica del proceso de acumulación y distribución en el país. También, vuelve a ubicarse como una suerte de caso testigo para la deuda de otros países “emergentes” y para comprender en la práctica como opera el capitalismo financiero al cual muchos gobiernos quieren “seducir”.

Por mucho tiempo el gobierno argentino alardeó señalando que la deuda ya no era un problema para el país y que incluso se estaba en un sostenido proceso de desendeudamiento. Algunos se jactaban de que la economía argentina tenía potencial para “vivir con lo nuestro” y ciertos despistados del país y del extranjero pretendían que Argentina era un modelo a seguir por su política “autónoma” y supuestamente “heterodoxa”.

Lo cierto es que hace tiempo que el gobierno argentino viene aplicando un inconsistente ajuste ortodoxo en un contexto recesivo, de alta inflación y creciente déficit fiscal. Independientemente de cómo siga la novela la deuda, el gobierno argentino y sus sucesores tendrán que enfrentar este escenario económico con un cronograma creciente de pagos sin que se tenga claro de donde saldrá el dinero para atenderlos.

3. Continuará...

La novela de la deuda argentina no se entiende si no se considera el cambio sustancial del escenario económico y político desde que se negoció la salida del default en 2005. En aquellos tiempos existía consistencia macroeconómica y suficiencia de ahorro doméstico en un contexto de crecimiento con baja inflación. Este escenario económico se había logrado, entre otras cosas, gracias a que el default de 2001 de toda la deuda privada posibilitó la rápida reversión del déficit fiscal y del sector externo.

También eran momentos de auge de la burbuja financiera internacional con los países de América Latina disfrutando del boom de los precios de las materias primas exportables. En este contexto, Argentina se benefició del default y encontró un escenario favorable para la reestructuración de la deuda en default, incluyendo el reconocimiento de ciertas responsabilidades de los organismos financieros internacionales y empresas multinacionales en la crisis del país.

En la actualidad el escenario internacional y el doméstico son muy diferentes. La economía internacional

no logra recuperar un crecimiento sostenido, incluyendo socios comerciales de importancia para Argentina. Los precios de las materias primas que exporta el país están en retroceso y si bien los mercados financieros se han recuperado y existe abundante liquidez, no será sencillo sostener una segunda cesación de pagos cuando el país ya no puede seguir exprimiendo el ahorro doméstico.

Además, el actual gobierno argentino está debilitado políticamente, en la fase final de su mandato y con una economía doméstica que acumula desbalances de todo tipo: caída de las reservas, cepo para la operaciones cambiarias, elevada brecha entre el mercado oficial y el paralelo de divisas, control de importaciones, inflación persistente en niveles muy elevados y crecientes, recesión económica, aumento del desempleo, deterioro de los indicadores sociales, etc. A esto se suma un creciente déficit fiscal y el agotamiento de las fuentes domésticas de financiamiento del Tesoro (sistema de seguridad social, Banco Central, Banco Nación, etc.).

La economía argentina es muy vulnerable en este nuevo capítulo de la novela de la deuda pública, luego de un período donde el país crecía, acumulaba reservas y era capaz de vivir sin los mercados financieros internacionales. Hace tiempo que ese escenario se esfumó y las consecuencias son cada vez más preocupantes. En estos momentos el cronograma de pagos de la deuda (vieja y nueva) se asienta sobre una situación fiscal cada vez más comprometida y una alarmante escasez de divisas. En este contexto, si no se entiende muy bien por qué se llegó a este default técnico, mucho menos se

sabe cómo se va a resolver a medida que pasa el tiempo.

Habrà que seguir atentamente los siguientes capítulos de la novela de la deuda argentina, y sobre todo atender a los nuevos nichos de negocios que se abren en este confuso escenario. La judicialización del tema le coloca ingredientes particulares a los modos en que opera la valorización financiera del capital y probablemente tenga incluso repercusiones para otros países periféricos. A los discursos rimbombantes y los argumentos políticos se les oponen la ejecución legal de la letra de los contratos, sobre todo para países cuyas monedas sólo sirven para las transacciones locales y que emiten deuda nominada en otras monedas “fuertes” y que les resulta muy difícil conseguir en tiempo y forma.

Con estos y otros instrumentos el capitalismo financiero ha demostrado que es capaz de obtener rentas de las situaciones más críticas, descargando costos sobre otros espacios del orden económico y social. Allí donde las crisis pegan sobre los agentes económicos más débiles y los grupos más vulnerables de la población, se abren oportunidades de nuevos negocios para quienes tienen poder de decisión e información privilegiada. Así funciona este “orden” económico internacional.

Revista Sin Permiso

Agosto 2014