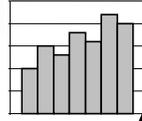




Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



CESP A

Centro de Estudios de la Situación
y Perspectivas de la Argentina

Deuda, capitales y Convertibilidad

Alberto Müller

Nota Breve Nro. 29

Marzo 2016

Av. Córdoba 2122
2do. Piso, Departamentos Pedagógicos
(C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires
Tel.: 54-11-4370-6183 – E-mail: dircespa@econ.uba.ar
<http://www.econ.uba.ar/cespa>
www.blogdelcespa.blogspot.com

El argumento central para cerrar el acuerdo con los holdouts seguramente no aspira a ser original: restauramos la confianza para que los capitales vengan, la Argentina se re-conecte con el mundo y llegue el crecimiento. Esta tesis merece una reflexión; si fuera cierta, la evaluación de los términos del acuerdo con los fondos buitres tendría que tenerla en cuenta. En definitiva, más allá de los conceptos involucrados, lo que está en juego es dinero, y en un monto tampoco excesivo, en relación a la capacidad de endeudamiento de la Argentina.

No estamos además ni destruidos ni endeudados, y podemos razonar sin presiones.

En primer lugar, es una auténtica falacia afirmar que estamos “caídos del mundo”; machacar sobre este argumento – como se hace una y otra vez – no lo convierte en verdadero. Basta ver la clara predominancia del capital extranjero en las mayores empresas del país (350 sobre 500 son extranjeras); y si algo no vimos fue una huida de inversores en estampida, luego del default. Ni siquiera estamos fuera del mundo de las finanzas – algo que tranquiliza a algunos e intranquiliza a otros. Así lo muestra la reciente colocación de títulos al 9,4% por 1.250 millones de dólares por parte del Gobierno de la Provincia de Buenos Aires; deuda, dicho sea de paso, que se regirá por los tribunales de Nueva York, que tantas gratificaciones nos han dado en los últimos años.

Más allá de esta falacia, el tema de que los capitales “vengan” es una suerte de obsesión de la élite económica argentina. El propio Presidente Macri dijo en 2014 que su “sueño” (sic) era lograr endeudarse a 40 años al 6%, como había logrado Perú. No deja de ser bizarro que soñemos con endeudar a la Argentina, un país que ha atravesado un default de dimensiones inéditas. Se supone que deberíamos tener una relación con el tema deuda similar a la que tiene un alcohólico recuperado con la bebida.

Pero no es así. El “sueño” de la elite dirigente argentina es ser como una empresa de primera línea, en cuya sala de espera los bancos hacen cola para prestarle; es así como se ha educado esta gente. Se trata en definitiva de hacer negocio con plata ajena, que es la ambición precisamente de todo empresario, dispuesto a aportar sus ideas, y no más que eso.

Pero si algo no falta en Argentina es capacidad de ahorro; y nunca el aporte de inversión externa representó una magnitud muy grande. Y la entrada de capitales no es virtuosa per se, si se pretende que apunte a un proceso de crecimiento. Hay quienes sospechan con fundamento que el “negocio” en definitiva es disponer de divisas para turismo emisor y salida de capitales. Pero vamos a omitir esta cuestión, aunque hay historia reciente y añeja que la valida.

El tema central es si realmente los capitales “vienen”, en función del arreglo de la deuda. Esto requiere aclarar algunos puntos.

En primer lugar, lo que la actual negociación sobre la deuda en default tiene por objeto es menos del 8%; lo que hizo la administración anterior fue solucionar más del 92%, y esto seguramente da margen de maniobra. Lo cierto es que se parte de un piso de endeudamiento muy bajo, porque se canceló capital, y porque parte de la deuda emitida en canje se ha tornado deuda dentro del sector público.

En segundo lugar, los antecedentes crediticios de la Argentina hacen que las calificadoras de riesgo no puedan tratarla con la misma suavidad que a Perú, por caso. La financiación seguirá siendo costosa. De hecho, se habla de tasas del orden 7-8%, no mucho menos del 9,4% que ha pagado la Provincia de Buenos Aires. A esto se agrega que esta negociación no extingue el default, porque quedan todavía otros acreedores; y la “doctrina Griesa” respecto del pari passu no permite incluirlos compulsivamente en este arreglo. Seguiremos en default hasta que logremos que la última patrulla perdida de bonistas acceda a canjear sus bonos, algo que nadie sabe cuándo ocurrirá. ¿Irá nuevamente NML o algún otro buitre a la carga? La justicia supuestamente brinda previsibilidad a los agentes económicos; pero en este episodio ha sido todo lo contrario. Y nadie puede apostar – como muchos han señalado – a que un juez futuro no quiera pasar a la inmortalidad con algún fallo abstruso, que resulte además ejemplificador para un país que ha osado caer en default.

O sea: seguiremos siendo un país al que se le presta caro. Y cuidado con esto, porque en el mundo de las finanzas es señal de insolvencia. Hay una posible profecía autocumplida: nos prestan caro por riesgo de insolvencia, y los intereses cobrados nos pueden conducir a la insolvencia.

De hecho, éste es el fundamento para la quita sobre la deuda: si nos prestaron caro, era porque se nos consideraba riesgosos, y por lo tanto el default estaba entre las posibilidades; la quita no es sino una contingencia posible. Lamentablemente, este argumento central se ha perdido. Los críticos han preferido poner el acento en la ganancia de los buitres, que no es el punto principal: la ganancia de los buitres en definitiva es el correlato de la pérdida que tuvieron quienes les vendieron los bonos a precio de basura.

Ahora bien, ¿vendrán los capitales? El período de la Convertibilidad ha sido nefasto desde varios ángulos; si hoy nos quejamos de la inseguridad, ella es claramente hija de una década donde desempleo y subempleo golpearon a no menos de 25% de la población. Pero para lo que sí puede ser útil es para entender qué pasa en un escenario similar al que pretende conducirnos el Gobierno, a partir del arreglo con los fondos buitres. Si ni siquiera aprendemos de ese período, la experiencia habrá sido inútil: nos chocaremos una vez más con la misma pared. Veamos.

En 1992, la Argentina salió de la moratoria a través del Plan Brady, que permitió canjear la deuda de los bancos comerciales estadounidenses por títulos avalados por el Tesoro de ese país; esa vez no hubo holdouts, sino negociación con bancos acreedores de la totalidad de la deuda. La Argentina concretó asimismo el más amplio programa de reformas económicas que se vio en América Latina: privatizaciones en masa, retiro de regulaciones estatales, convenios laborales flexibilizados, y por sobre todo, estabilidad de precios y del mercado de cambios, a través del régimen de Convertibilidad. Algo así como un paraíso para los inversores.

¿Y vinieron capitales? Sin duda; esto se refleja sobre todo en la amplia presencia extranjera en las privatizaciones, con pocas excepciones (peajes interurbanos y ferrocarriles, entre ellos). Pero más allá de este cambio de manos, ¿qué pasó con la inversión? De acuerdo a las cuentas nacionales y datos fiscales de aquel entonces, la inversión privada entre 1993 y 1998 fue en promedio el 17% del PIB; esto incluye algunos rubros que en otros períodos eran en realidad inversión pública (principalmente, obras viales por concesión).

Ahora bien, la proporción correspondiente al período 2005-2012 es muy similar (más allá de cuestionamientos a las cifras). Esto es, con default y sin privatizaciones, el flujo de inversión tuvo proporciones análogas (incluso, la inversión privada en obras viales fue mucho más baja, de manera que hubo más inversión privada "tradicional"). No hubo fiesta inversora privada durante la Convertibilidad; sí hubo inversiones

relevantes en algunas actividades privatizadas, como fue en telecomunicaciones y generación térmica de electricidad.

El síntoma más claro de esto fue la diferencia entre las tasas de interés en Argentina y en el exterior. Entre 1995 y 2001, la banca local pagaba un interés de 8% anual en colocaciones en pesos o dólares, con precios estables o en descenso. La tasa activa real de interés en Estados Unidos era alrededor de 6,5%. No hubo ninguna manada de inversores extranjeros buscando colocarse a semejante rentabilidad, en el país líder en privatizaciones y reformas. Y estamos hablando de colocaciones financieras, no de hundir recursos en una planta petroquímica.

Si de algo sirve la historia, es para darnos lecciones. Podemos poner más que razonablemente en duda que la cancelación de parte de la deuda en default se traducirá en un fuerte flujo inversor, por más que en el exterior nos digan que miran a la Argentina “con interés”, afirmación que no cuesta ni compromete. No casualmente, nadie del equipo del gobierno habla de la Convertibilidad (con la solitaria excepción de Miguel Braun, quien sostuvo que el plan del gobierno es avanzar en ese sentido, pero más gradualmente).

Nos dirán que “esta vez es diferente”. Pero esto se dijo ya otras veces. Y desde que la Argentina decidió priorizar este tipo de argumentos, simplemente no creció, como sí pudo hacerlo décadas atrás, en otro contexto y con otras convicciones.