

Héctor Luis Giuliano

**Problemática
de la Deuda Pública
Argentina**

**Deuda Pública
y Banco Central de la Argentina**

Tomo V



I kwkcpq. J ²evqt 'Nwku
""Rtqdrgo ^a vtec'f g'rc'F gwf c'RÀdrlec'CTi gpvpc'X. F gwf c'RÀdrlec"{
Dcpeq'Egptcnf'g'rc'CTi gpvpc03β'gf 0/ Dwgpqu'Clkgu"<F qegpekc.'42390
""594'r 0=42z36"eo 0

""KUDP "; 9: /; : 9/728/537/2

""30Elgpekc'Rqrfllecu00Vflwrt ""EFF '5420 4

S wgf c'j' gej q'gnf gr »uksq's wg'b ctec'rc'Ng{ '33045
Tgugtxcf qu'qf qu'hqu'f gtgej qu
Eqr {tki j ⁹"4239'D{ 'Gf kqtkri'F qegpekc

Ci Ægtq"4482"*3647+"Dwgpqu'Clkgu'Vgr0#6: 27/: 555'T': 656
Y gd<ĵ wr <ly y y Q gtpcpf ctkcu0gf wlt

Índice

Capítulo 1. Las falacias del modelo de deuda K (3.1.2011).	11
Capítulo 2. Deuda Pública y Presupuesto 2011 (12.1.2011).	19
Capítulo 3. Deuda Pública y Presupuesto 2011: Apéndice sobre el pago de intereses de la deuda (12.1.2011).	27
Capítulo 4. Deuda pública y modelo K (1.2.2011).	29
Capítulo 5. Alerta amarilla sobre la deuda pública (9.2.2011).	35
Capítulo 6. La deuda pública nacional de la argentina (16.4.2011).	43
Capítulo 7. Respuesta a carta de lectores de Andrés Asiain (30.4.2011).	53
Capítulo 8. Debilitamiento del Banco Central (11.5.2011).	63
Capítulo 9. El lavado de la deuda pública (7.6.2011).	71
Capítulo 10. Las vulnerabilidades del Banco Central (11.6.2011).	77
Capítulo 11. El aumento de la Deuda Pública 2011 (4.7.2011).	85
Capítulo 12. Informe interno sobre Deuda Perpetua (19.7.2011).	93
Capítulo 13. La deuda pública no registrada (31.7.2011).	103
Capítulo 14. Deuda pública y Presupuesto 2012 (22.9.2011). ...	111
Capítulo 15. Deuda pública y elecciones 2011(7.10.2011).	117
Capítulo 16. Deuda pública y discurso presidencial (12.12.2011).	137
Capítulo 17. La deuda pública y el Presupuesto 2012 que aprobó el Congreso (26.12.2011)	145
Capítulo 18. Deuda pública y déficit fiscal 2011 (30.1.2012). ...	159
Capítulo 19. Los pagos de la deuda pública Argentina (6.2.2012).	165
Capítulo 20. Deuda pública y ajuste fiscal (3.3.2012).	175

Capítulo 21. Reservas del Banco Central - tres campanas: Pignanelli, Heller y Giuliano (26.3.2012).	187
Capítulo 22. Deuda, convertibilidad y Banco Central (31.3.2012).	193
Capítulo 23. YPF: utilidad pública, deuda o salvataje? (23.4.2012).	211
Capítulo 24. YPF: intervención sin expropiación (24.4.2012).	225
Capítulo 25. Crisis de deuda y emergencia financiera (25.5.2012).	227
Capítulo 26. Deuda pública y tipo de cambio (12.6.2012).	245
Capítulo 27. Problemática de la deuda pública hoy (12.6.2012).	257
Anexo 1. Usura y Doctrina Social Católica (26.12.2012).	263
Anexo 2. Aspectos económico-financieros del documento del CELAM de Aparecida (27.4.2013).	279
Anexo 3. Aspectos económico-financieros de la exhortación Evangelii Gaudium 29.11.2013).	285
Anexo 4. Las letras MEFO del doctor Schacht (6.1.2014).	291
Anexo 5. Polémica sobre la Deuda Pública Argentina entre el Lic. Héctor Giuliano y el Dr. Mario Cadenas Madariaga.	307
Anexo 6. El ABC de la cuestión Malvinas(10.2.2012).	343

ANEXO

INDICE GENERAL DE LA OBRA COMPLETA

Índice de los tomos ya publicados.	351
Nuevos trabajos a ser incorporados tomos siguientes.	363

PREFACIO

Pese a la importancia del tema son pocos los trabajos dedicados en forma específica a la cuestión de la Deuda Pública de nuestro país y muy limitados aquéllos que la tocan aunque sea parcialmente, sobre todo en relación al tramo más reciente que va desde la crisis del 2001 hasta la fecha.

El propósito básico de la presente obra es precisamente analizar todo lo ocurrido durante este período del proceso contemporáneo de endeudamiento del Estado Argentino, cubriendo así la insuficiencia de informaciones y datos existente en esta materia y abarcando todo el período citado (2001-2017).

Este libro – el quinto de la serie sobre el problema de la Deuda Argentina – reúne más trabajos del autor sobre el tema de referencia y los de este volumen corresponden prácticamente todos al período 2011-2012.

El presente volumen incorpora además varios capítulos importantes relacionados con el rol del Banco Central (BCRA) en el marco del mecanismo de endeudamiento del Estado, un subtema específico que normalmente es soslayado aún en los pocos análisis que tratan sobre la cuestión de la Deuda.

Con el título general de Problemática de la Deuda Pública Argentina el autor ha publicado ya cuatro tomos de la obra, con los subtítulos respectivos de: I. La deuda bajo la administración Kirchner (Junio/2006), II. Megacanje y Crisis de la Deuda 2001 (Setiembre/2007), III. Deuda, Moneda y Usura (Setiembre/2008) y IV. La Deuda post-Megacanje Kirchner (2017).

Este nuevo volumen, el V. Deuda Pública y Banco Central - como los anteriores – se integra por capítulos que son, cada uno de ellos, conversión textual de artículos editados oportunamente por separado, la mayoría de los cuales fue circularizada en su momento vía Internet.

A los cinco tomos editados se van a agregar próximamente otros dos nuevos, que son compilación de los trabajos escritos por el autor con posterioridad al 2012 y hasta el presente, con los subí-

tulos de: VI. Deuda y Política de Endeudamiento y VII. La deuda bajo la administración Macri.

Tales enunciados, empero, son algo genéricos ya que dentro de la temática común de fondo – el problema de la Deuda – se reúnen trabajos que tocan primordialmente a la cuestión de la deuda del Estado Nacional en sus distintas facetas así como temas conexos – como el caso del BCRA - e incluso algunos asuntos varios.

Capítulo 1

Las Falacias del Modelo de Deuda K (3.1.2011)

El Gobierno Kirchner – y una serie creciente de economistas afines al Oficialismo en materia de Endeudamiento Público – vienen interpretando que la actual Administración habría encarado y logrado un replanteo sustancial y una mejora tales en este campo de las Finanzas del Estado que el problema de la Deuda Argentina ya se habría virtualmente solucionado en nuestro país.

El objeto de este breve trabajo es demostrar que tal interpretación es falsa y que el Gobierno Kirchner no sólo no ha salido de la Trampa de Deuda Perpetua que rige sobre la Argentina sino que, como agravante, marcha hacia una nueva etapa de Endeudamiento Público.

Lo primero y principal que hay que recordar es que la actual Administración (como todas las que la precedieron) sigue tomando Deuda sin demostrar su capacidad de repago.

En este sentido, todas las obligaciones que se suscriben suponen la irresponsabilidad e ilegitimidad de las acciones de los funcionarios superiores actuantes por la refinanciación de pasivos y/o toma de nuevas deudas de cumplimiento imposible o no demostrado, como no sea la esperanza de una futura novación de Deuda.

Pero vamos a las objeciones concretas sobre este supuesto Desendeudamiento del Estado:

01. El último dato oficial respecto del Stock de Deuda Pública editado por el Ministerio de Economía – al 30.6.2010 - dice que la Deuda es de 156.700 Millones de Dólares (MD) pero a esta cifra hay que agregarle 16.500 MD más por la Deuda remanente no presentada a los Canjes de 2005 y 2010 (Holdouts), de modo que la

Deuda Total – en base a los propios números oficiales – es de 173.200 MD.

02. Existe Deuda no Registrada por unos 15.000 MD o más porque el Gobierno no computa los Intereses que se capitalizan por Anatocismo (más de 1.000 MD anuales), la Indexación de Deuda en Pesos ajustada por CER (3.000 MD por año) y el Valor de Mercado de los Cupones ligados al Crecimiento (UL PBI, que sumarían hoy más de 10.000 MD e implican pagos de servicios anuales acumulativos superiores a los 2.000 MD).

03. El Presupuesto 2011 que maneja el Gobierno prevé un aumento del Endeudamiento de 9.400 MD, producto de 27.400 MD de cancelaciones contra 36.800 de Nueva Deuda.

04. A este aumento del endeudamiento hay que sumar otros 7.600 MD – para financiar Obras Públicas «prioritarias» – según el Artículo 64 del Proyecto de Ley.

05. Además, el Poder Ejecutivo prevé utilizar otros 7.500 MD de Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA), según el Artículo 50 del mismo Presupuesto.

06. Si se suman los puntos 3 y 4 tenemos que la Deuda – de acuerdo a las previsiones del Gobierno Kirchner – aumentará en el 2011 en 17.000 MD y que, además, se pagarán al contado (con Reservas del BCRA, que son Activos Financieros del Estado) otros 7.500 MD.¹

07. Pero estas Reservas del BCRA fueron y son compradas con Deuda – LEBAC y NOBAC – de modo que el Poder Ejecutivo se sigue endeudando con el Banco Central pidiéndole prestado divisas para pagar Deuda Externa y el Banco sigue tomando Deuda Cuasi-Fiscal para comprarlas.

08. El Stock de Letras y Notas del BCRA – Deuda de Corto Plazo - es actualmente de 83.000 Millones de Pesos (M\$, equivalentes a unos 21.000 MD) y devenga Tasas de Interés implícitas del orden del 13-14 % anual. Las autoridades las renuevan sema-

1. Todo ello es sin contar el pago de Intereses, que en el año 2010 habrían sido de 7.200 MD y para el 2011 suben a 9.000 MD (36.400 M\$).

nalmente y la tendencia al aumento ha sido fuertemente creciente durante el 2010.

09. Este Stock de Deuda por LEBAC/NOBAC debiera sumarse al Stock de Deuda Pública en cabeza de la Tesorería – los 173.200 MD citados más arriba – porque se encuentra correlacionado dentro del mismo esquema de endeudamiento.

10. Aquí no está contado el importe de los Títulos Públicos en cartera del BCRA, que hoy es una suma equivalente al de las Letras y Notas, por 85.400 MS (21.500 MD); y que expone al Patrimonio del Banco porque baja la calidad de sus Activos ya que es dinero prestado por el Banco a una Tesorería que no garantiza su capacidad de pago a futuro.

11. Por otra parte, el Poder Ejecutivo está disponiendo unilateralmente de las Reservas Internacionales sin intervención del Congreso – a través de Decretos de Necesidad y Urgencia – bajo el muy discutible cómputo de Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) que no contempla la cobertura de los Encajes en Moneda Extranjera (40.800 M\$, equivalentes a 10.000 MD) ni el stock de LEBAC/NOBAC (por otros 21.000 MD).

12. Esta peculiaridad, por la que el Gobierno se endeuda en forma directa a través de la Tesorería del Ministerio de Economía y también a través de la ventanilla paralela del BCRA (Letras/Notas) es una forma de escamoteo del total de la Deuda real del Estado.

13. A su vez, la cifra de la Deuda Pública oficial – los 173.200 MD (citados en el punto 01) – además de las omisiones de la Deuda no registrada (los 15.000 MD del punto 02) y de la Deuda Cuasi-Fiscal del BCRA (los 21.000 MD del punto 08) - cabe tener presente que no es la Deuda Total del Estado Argentino, porque falta incluir la Deuda Consolidada de las Provincias (aproximadamente 100.000 M\$, equivalentes a unos 25.000 MD, con más de la mitad contraída con el Gobierno Central), la Deuda Consolidada de los Municipios del país (sobre la cual no existen datos), la Deuda de Organismos Nacionales, Empresas del Estado y Fondos Fiduciarios (sobre las que tampoco hay cifras claras y disponibles) y, particularmente, la Deuda Contingente por Juicios contra el Es-

tado (que tiene un ritmo vertiginosamente creciente, en especial, por las Demandas y sentencias contra la ANSES).

14. Estas graves omisiones en la presentación oficial de las cifras de la Deuda Total y Real del Estado van parejas a la confusión planteada en materia de Indicadores ya que el principal de ellos – el coeficiente Deuda/Producto o DP/PBI), que al 30.6.10 era de 48.6 % – se calcula en función del stock acotado de los 156.700 MD (del punto 01) y no de la Deuda oficial Total de 173.200 MD. Y ello, obviamente, sin contar con la Deuda Cuasi-Fiscal del BCRA ni las Deudas de Provincias/Municipios y otros Entes del Estado.

15. Por otra parte, este ratio Deuda/PBI es discutible en cuanto a su representatividad o valor técnico desde el punto de vista que mezcla la comparación de una magnitud financiera (la Deuda, que implica desembolsos) con una magnitud económica (el valor de los Bienes y Servicios producidos en el país durante un año). Con el agravante que el PBI conlleva aumentos reales pero también aumentos monetarios, porque se expresa en pesos amplificados por la Inflación Real.

16. Por estas razones, sería más representativo - siempre dentro de la relatividad de los índices calculados sobre importes totales – comparar los Servicios de la Deuda Pública (por Capital e Intereses) con los Ingresos Fiscales y/o con el total de Gasto Público. Pero como el Gobierno no paga Capital o Principal sino refinancia en su totalidad los vencimientos que le van cayendo, sólo computa como pagos de Deuda los importes de los Intereses. Con el agravante que sólo se muestran los Intereses a Pagar durante el Ejercicio (*) pero no se informan los Intereses Totales Devengados (que pasan los 10.500 MD), con lo que se enmascara la parte que se capitaliza por anatocismo.

17. El uso de Reservas Internacionales del BCRA para pago de Deuda Externa es una forma de pago con Activos Financieros (así como en la Década de la Convertibilidad menemista se pagaba con Activos Físicos o Empresas del Estado), lo que constituye una variante de pago con ahorros del Estado. Hoy el Gobierno está empleando esta vía para el pago a Organismos Multilaterales de

Crédito (que está contemplado en la Ley 23.928) pero también a Acreedores Privados y Club de París (lo que no está permitido por la Ley). Y en ambos casos lo hace sin autorización del Congreso.

18. La finalidad expresa de todos estos pagos – hechos sin cuestionar la legitimidad de Deuda que está siendo investigada por la Justicia Argentina - es volver al Mercado Internacional de Capitales para colocar más Deuda. Es decir, que los pagos de Deuda con reservas se usan para cancelar obligaciones viejas reemplazándolas con nuevos títulos de Deuda Pública; y además se sigue tomando Deuda Nueva (puntos 03 y 04).

19. En consecuencia, no puede afirmarse que el país se está desendeudando porque la Deuda sigue creciendo y porque las amortizaciones parciales de Deuda con Reservas del BCRA sólo suponen una reducción relativa y transitoria para volver al Mercado Internacional para colocar más Deuda, tal como expresamente lo plantea el Gobierno.

20. La misma tesitura de re-endeudamiento se sostiene para las Provincias Argentinas después del uso de los Fondos de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) – provenientes de la Coparticipación Federal de Impuestos – para aplicarlos a la cancelación parcial de Deudas de las Jurisdicciones con el Estado Central y salir también las Provincias, como lo están haciendo, al Mercado Externo de Capitales para tomar más Deuda, con garantía de la Nación.

21. Uno de los aspectos más graves del nuevo cuadro de Endeudamiento Público actual es el de la Deuda Intra-Estado, en función de la cual el Gobierno Central está empapelando al propio Sector Público (BCRA, Fondos Jubilatorios de la ANSES, Banco Nación Argentina y Organismos Nacionales varios) con Deuda sin Capacidad de Repago. Esto expone al Estado a una casi segura toma de nuevas deudas en el futuro, cuando se comiencen a experimentar los efectos de la actual descapitalización del Sector Público, especialmente en cuanto a pasivos crecientes de la Tesorería con el Banco Central y sostenimiento del Sistema Previsional (con el 60 % de sus fondos hoy comprometidos en Deuda Pública sin probada capacidad de pago).

22. El riesgo cierto de este proceso de descapitalización del Estado que se está produciendo, derivado del uso de Reservas y fondos públicos en gran escala, puede llevar – en un plazo no muy lejano – a una «necesidad» de fondeo externo, a una licuación de Deudas Internas por Inflación o a nuevas formas de Ajuste Fiscal para afrontar el pago de la Deuda Pública.

23. Esta posibilidad – de base cierta – está en línea con las presiones en curso por parte de los Capitales Financieros Internacionales para avanzar más rápido en sus exigencias de una Tercera gran Ola de Endeudamiento Externo de los Países con Economías Emergentes.

24. La Argentina no está afuera sino dentro de este Sistema de Deuda Perpetua, consistente en la refinanciación permanente de las obligaciones que vencen para la contratación de nuevos y más altos compromisos de Deuda: para ello es que se avanza en la llamada Hoja de Ruta, pagando y canjeando Deuda con Acreedores Privados y Países del Club de París, así como aumentando sensiblemente los préstamos que se toman con los Organismos Multilaterales de Crédito (BIRF-Banco Mundial, BID-Banco Interamericano de Desarrollo y CAF-Corporación Andina de Fomento).

25. Las operaciones de Deuda Intra-Sector Público, dentro de este nuevo esquema, actuarían como etapa transitoria o «préstamo-puente» facilitando así un mecanismo de «Lavado de Deuda», es decir, Operaciones de Administración de Pasivos con las que se paga a determinados Acreedores Privados con fondos tomados endeudando al propio Estado, para luego volver al Mercado Internacional de Capitales a tomar Deuda Nueva, desconectada formalmente de la anterior.

Hasta aquí, las principales observaciones sobre la verdad en torno al supuesto Desendeudamiento Público y la cruda realidad del momento financiero que está viviendo nuestro país.

Y todo este proceso se está dando bajo las narices del Pueblo Argentino y de su Clase Dirigente sin que nadie de peso relativo diga nada al respecto (Intelectuales, Partidos Políticos, Consultoras Económico-Financieras, Confederaciones Empresarias, Sindicatos, Organizaciones no Gubernamentales). Es un proceso que

se viene desarrollando, como siempre, con la «anestesia» y los distractivos clásicos de los Medios de Comunicación sobre la Opinión Pública; y que se sigue realizando desde los gobiernos de turno a través de un manejo de operaciones secretas de Deuda Pública.

Salvo honrosas pero minoritarias excepciones, toda la Clase Política – Oficialismo y Oposición – es cómplice de este Sistema de Deuda Perpetua que pesa sobre la Patria Argentina.-

Capítulo 2

Deuda Pública y Presupuesto 2011 (12.1.2011)

El Objeto de este Trabajo es analizar qué se plantea básicamente en materia de Deuda Pública y cuáles son las proyecciones de la Deuda del Estado Central según lo previsto oficialmente en el Presupuesto del Ejercicio 2011.

El Presupuesto Nacional para este año es particularmente complicado de interpretar.

El Poder Ejecutivo mandó en término el Proyecto de Ley al Congreso (en Setiembre/2010) pero éste no fue aprobado por disidencias entre el Oficialismo y la Oposición.

El Gobierno prorrogó entonces el Presupuesto 2010 (Ley 26.546) para el corriente año pero agregando luego los datos y cifras que había propuesto en el Proyecto.

La prórroga la hizo por Decreto 2.053/10, del 22.12.10, y en base a la Ley 24.156 de Administración Financiera del Estado, que por el Artículo 27 le permite al Ejecutivo prorrogar el Presupuesto del Ejercicio anterior cuando el del año que comienza no esté aprobado.

Y por Decreto 2.054/10 – Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) de la misma fecha - introdujo una serie de medidas que reproducen básicamente las autorizaciones diferenciales que habían sido solicitadas en el Proyecto y que no estaban, por ende, contempladas en la prórroga del Presupuesto 2010.

La mayoría de estas incorporaciones corresponden a temas vinculados con el aumento de la Deuda Pública, que sigue siendo el condicionante total y absoluto de las Finanzas Públicas Argentinas.

Stock y aumento de la deuda en el 2011.

Según los últimos datos oficiales del Ministerio de Economía – al 30.9.10 – el Stock de Deuda Pública del Estado Central es de 172.100 MD¹: 160.900 corresponden a la Deuda Performing o normalizada y 11.200 a Deuda en Default no ingresada a los Canjes del 2005 y 2010.²

Durante el corriente año se prevé cancelar Deuda por 112.300 M\$ (27.400 MD, al Tipo de Cambio promedio de 4.10 \$/US\$) pero, a la vez, tomar Nueva Deuda por 151.000 M\$ (36.800 MD), es decir, por casi 40.000 M\$ más (38.700 M\$ a» 9.400 MD).³

Pese a la declarada Política de Desendeudamiento, la Deuda Neta está previsto así que aumente en 9.400 MD este año.⁴

Esta situación está en línea con lo que ocurre como regla invariable todos los años en materia presupuestaria: la totalidad de los

¹ Nota General: La abreviatura MD corresponde a Millones de Dólares y la M\$ a Millones de Pesos. Todas las cifras se escriben con redondeo. Además – y esto es muy relevante– no están contemplados los pagos de Deuda Contingente por los Servicios anuales de estos Cupones de PBI, que son acumulativos y que Javier Llorens estima en unos 36.000 MD a lo largo de toda su vigencia; y de los cuales el Gobierno deberá abonar a fin de este año unos 2.200 MD.

² Esta cifra – como ya se ha explicado en trabajos anteriores del Autor – es incompleta porque falta incluir aquí los Intereses que se capitalizan anualmente (entre 1.000 y 3.000 MD/año), el aumento de Capital que se produce por indexación de la Deuda en Pesos ajustada por CER (unos 3.000 MD por año) y el Valor de Mercado de las Unidades ligadas al PBI (UL PBI), que sumaría hoy más de 11.000 MD.

³ El Presupuesto autoriza para el Ejercicio 2011 nuevas Operaciones de Crédito Público (Endeudamiento del Estado) por 120.200 M\$ (29.300 MD) según el Artículo 47 del Proyecto (igual al Artículo 10 del DNU 2.054/10) y otras Operaciones de Crédito Adicionales por 7.600 MD (equivalentes a unos 31.000 M\$), para financiación de Inversiones que se consideran prioritarias. Esto da el total de nueva Deuda a tomar por 151.000 M\$ (36.800 MD).

⁴ Aclaración Importante: Por un error de interpretación del Autor, en dos trabajos anteriores – «La trampa del Desendeudamiento Público» del 26.9.10 y «Las falacias del Modelo de Deuda K» del 4.1.11 - se consignó que los 7.600 MD de Otras Operaciones de Crédito se sumaban a los 9.400 MD de aumento de Deuda durante el 2011 cuando ello no es así ya que estarían incluidos dentro del total de la nueva Deuda a tomar durante el Ejercicio, cuyo aumento neto no es entonces de 17.000 (9.400 + 7.600) sino de los 9.400 MD citados.

vencimientos de Capital que se producen en el Ejercicio se cancelan con nuevas deudas y además se contraen obligaciones adicionales.

Esto se hace refinanciando los pasivos con el mismo Acreedor (refinanciación o novación) o pagándole a un acreedor con dinero que se pide a otro nuevo (como parte de las denominadas Operaciones de Administración de Pasivos).

En la actualidad, el Gobierno Kirchner está realizando fuertes pagos de Deuda dentro de este esquema, siendo que la mayoría de los mismos va destinado a Acreedores Privados y Organismos Multilaterales de Crédito (OMC).⁵

El objetivo de estos pagos, que se hacen con Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA) a través del llamado Fondo de Desendeudamiento, es cancelar obligaciones en moneda extranjera contrayendo el Gobierno, a cambio, una deuda con el Banco por medio de una Letra Intransferible que se le pagará a futuro (10 años).⁶

El Gobierno toma – además del BCRA - grandes fondos prestados por la ANSES, el Banco Nación Argentina y otros Organismos del Estado, traspasando y aumentando así Deuda Intra-Sector Público, que actualmente llega a casi la mitad de la Deuda Oficial normalizada (el 47.6 %, computado sobre 160.900 MD, lo que da unos 76.500 MD).

El Presupuesto 2011 prevé además el otorgamiento de Auales, Fianzas o Garantías del Estado por más de 18.000 MD.

⁵ Fundamentalmente Banco Mundial (BM o BIRF), al que se le deben 5.250 MD; Banco Interamericano de Desarrollo, con el que se tiene una deuda de casi 10.000 MD (9.964) y Corporación Andina de Fomento (CAF), a la que se deben 1.100 MD. En total, a los OMC se les debe en conjunto unos 16.500 MD.

Aquí no está incluida la Deuda Externa con los Países del Club de París, que suma entre 6.300 y 8.000 MD o más, según como se computen los Intereses acumulados sobre el Capital.

⁶ Estrictamente hablando, el uso de las discutibles Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) para el pago de Deuda Externa a los Acreedores privados es ilegal porque la Ley 23.928 – de Convertibilidad del Austral – aún en la versión modificada que rige actualmente, no lo permite. El Artículo 6, Párrafo 2 de la misma (modificado por Decreto 1.599/05) lo admite sólo para el pago a Organismos Financieros Internacionales pero no dice nada sobre el pago con Reservas a los Acreedores Privados, como hoy se está haciendo.

Por último – y esto también es muy importante - se autoriza la contratación de Deuda Pública adicional para Ejercicios Futuros: 7.700 MD para 2012, 6.000 para 2013 y 4.700 MD para 2014 (Artículo 14 del DNU 2.054/10, que corresponde al Artículo 51 del Proyecto, relativo a Operaciones de Crédito pluri-anales). Son unos 18.400 MD de Deuda Nueva autorizados a contraer durante el próximo trienio.

Cuadro de situación de la Deuda.

El Presupuesto 2011 se presenta formalmente equilibrado: el Proyecto de Ley contemplaba 374.000 M\$ de Ingresos contra 372.900 M\$ de Gasto Público, esto es, un Superávit Fiscal de 1.600 M\$.

La Decisión Administrativa 1/2011 de la Jefatura de Gabinete (JGM) – que formaliza la asignación operativa de las partidas presupuestarias - conllevaría un «leve» aumento de estos Recursos y Gastos por otros 19.000 M\$ para este año, aunque ello sería sin variar la virtual relación de equilibrio.

Pero este Resultado Financiero positivo o equilibrado – lo mismo que el que se ha dado en 2010 – no es genuino, en el sentido que los recursos usados por el Gobierno provienen en una altísima proporción no de Ingresos Tributarios Corrientes sino de Recursos Extra-Ordinarios provenientes de utilidades excepcionales y, en especial, del Endeudamiento Público, esencialmente del aumento de la Deuda Intra-Estado.

Es decir, que si no fuera por los aportes extra que resultan de entradas coyunturales (caso transferencia de Utilidades del BCRA⁷ y de la ANSES) y, sobre todo, de la toma de Deuda dentro del propio Sector Público - por uso de Reservas del BCRA, Adelantos Transitorios del Banco al Tesoro y compra de Títulos Públicos; por préstamos sistemáticos del Fondo de Garantía del Sistema

⁷ De las Ganancias del BCRA correspondientes al Ejercicio 2009– unos 22.000 M\$ - se autorizaron girar 18.000 M\$ al Tesoro durante el año pasado.

Previsional de la ANSES⁸ y por dinero prestado por Entes y Organismos Nacionales – el Presupuesto Nacional sería deficitario.

Lo que quiere decir que las Finanzas del Estado Argentino siguen condicionadas a la dependencia de la Deuda Pública; y que si tal situación no se mantiene el cuadro fiscal entraría nuevamente en Crisis de Deuda.

El Gobierno acelera así las negociaciones para arreglar la Deuda pendiente con los Tenedores de Bonos que no entraron en el Megacanje Kirchner-Lavagna del 2005 (los Holdouts), para pagar la Deuda Externa con el Club de París (más de la mitad de la cual proviene del Proceso Militar y de la Estatización de Deuda Privada), para ampliar los préstamos recibidos de los Organismos Financieros Internacionales (Banco Mundial, BID y CAF) y para normalizar las relaciones con el FMI en el nuevo marco del Grupo de los 20 (Entidad de la que nuestro país forma parte y que reconoce al Fondo Monetario como organismo de contralor).

Esto se hace – según las declaraciones reiteradas del Ministro de Economía Boudou y de la propia Presidenta – con el objetivo expreso de poder volver al Mercado Internacional de Capitales para colocar más Deuda.

Proyecciones del Endeudamiento.

El nudo de la cuestión fiscal argentina hoy es que el Presupuesto cierra con Deuda.

Si el Gobierno Kirchner no contara con los recursos extraordinarios de los ingresos circunstanciales que está teniendo y, fundamentalmente, si no pudiera disponer de más Deuda Intra-Estado, la Argentina entraría de nuevo en una Crisis de Deuda.

La actual Administración está sosteniendo tan delicada situación gracias a una coyuntura de bonanza económica internacional - altos precios internacionales de nuestros productos agrícolas de

⁸ Aproximadamente el 60 % del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES - que acumula más de 150.000 M\$ y está destinado a salvaguardar el Sistema Previsional Argentino – se encuentra hoy prestado al Estado.

Exportación, sostenimiento de la Demanda del Mercado Brasileño y margen relativo remanente del Tipo de Cambio (pese al progresivo deterioro del Tipo de Cambio Real, carcomido por la Inflación interna) – lo que le permite obtener divisas y aumentar los Ingresos Fiscales por gravámenes sobre el Comercio Exterior.

Paralelamente, en el orden interno, el Gobierno cuenta con fuertes ingresos impositivos provenientes del aumento de la Producción y el Consumo, de la recuperación económica general y también de la incidencia de la Inflación sobre la recaudación del IVA y el Impuesto a las Ganancias; así como por el mantenimiento de una elevada Presión Tributaria.

Pero estos ingresos y esta situación fiscal favorable no se traducen en un verdadero desendeudamiento porque la Deuda sigue creciendo y el objetivo buscado por el Gobierno es refinanciar Deuda y salir al Mercado a conseguir más Deuda.

Hoy por hoy, esos requerimientos se cubren en gran medida merced al aumento del Endeudamiento Intra-Sector Público.

Pero este mecanismo de sostenimiento financiero interno estaría llegando a su tope porque el empapelamiento del Estado por el propio Estado tiende a incrementar cada vez más la exposición del Banco Central y a descapitalizar el Sistema Previsional Argentino (la misma ANSES que presta sus fondos al Gobierno retacea los aumentos a los jubilados y dilata los juicios por reclamos).

Es presumible, entonces, que este macro Endeudamiento Intra-Estado no sea sino un «Préstamo-Puente» fáctico, para cubrir el período de transición entre el arreglo de la Deuda en Default y la vuelta formal al Mercado Mundial de Capitales para colocar nueva Deuda.

Tal sería el sentido de la denominada Hoja de Ruta (una secuencia de pasos que el Ministro de Economía dice repetidamente seguir pero cuya formulación concreta y completa no se conoce muy bien): un programa de acciones de Gobierno para retornar al Mercado internacional de Deuda Soberana.

El Presupuesto del Ejercicio 2011 sería así una muestra representativa de los próximos pasos a seguir por el Gobierno durante este Año Electoral.

Elecciones y Lavado de Deuda.

Nunca, a lo largo de la Historia Financiera Argentina reciente, ha habido una Administración que efectuara tan extraordinario nivel de pagos de la Deuda Externa y que demostrara tan alta vocación pagadora como la actual. Con el agravante que la Deuda no ha descendido – de hecho, la Deuda sigue aumentando – y que las expectativas oficiales son las de salir al Mercado Mundial a tomar más Deuda.

La importancia crucial de las Elecciones Presidenciales de este año explica gran parte de esta aceleración de concesiones hecha por el Gobierno a las Estructuras de Poder que manejan el Sistema de la Deuda impuesta al Estado.

La lógica es que tales pagos récord que se están efectuando (a costa de pasarle la cuenta al propio Estado) y la promesa de seguir tomando Deuda – sobre todo, Deuda Externa - constituyen una condición ineludible para la Estabilidad Financiera y Política del Gobierno K.

Si la actual Administración no procediera como lo está haciendo tendría que «blanquear» una Crisis de Deuda a corto plazo; precisamente en un Año Electoral. Por ello, la «política» seguida por el Gobierno – más allá de lo que se diga públicamente «para la galería» - es el allanamiento a las exigencias de los Acreedores: pagar y volver al Mercado de Deuda.

Una de las exigencias clave dentro de este proceso – Deuda Intra-Estado mediante – sería el «lavado de Deuda» que se está produciendo, esto es, el cambio acelerado de bonos de «Deuda Vieja», que todavía están siendo investigados por la Justicia, por Deuda Nueva, lo más desconectada posible de la anterior.

No es un procedimiento nuevo – toda la historia de la Deuda Pública Argentina de los últimos tiempos es parte de este proceso

sistemático de Lavado de Deuda – pero casi nunca se había dado en esta escala y con esta modalidad.

Una de tales nuevas formas de instrumentación es el Pago de la Deuda Externa con Activos Financieros (las Reservas del BCRA) así como antes, en la época de la Convertibilidad Menemista de la Década del '90, se pagaba Deuda con Activos Físicos (las Empresas del Estado).

Otra «innovación» es la ya citada del uso de Deuda Intra-Estado como transición o «préstamo-puente» hacia el re-endeudamiento.

Y otra es la declaración cuasi-formal de un estado de «Emergencia Financiera» por el cual el Poder Ejecutivo pasa a definir unilateralmente el Presupuesto del Estado para este año en función de los requerimientos de la Deuda, de modo de seguir armando por Decretos y/o simples Resoluciones Ministeriales una nueva composición de la Deuda Pública de transición para una vuelta al Mercado de Capitales.-

Capítulo 3

Deuda Pública y Presupuesto 2011.

Apéndice Sobre el Pago de Intereses de la Deuda.

(13.1.2011)

Una de las claves del Sistema de Endeudamiento Público Perpetuo reside no sólo en la refinanciación continua de los vencimientos de Capital y en la regulación del ritmo de aumento del stock de la Deuda sino esencialmente en el incremento progresivo de los Servicios a pagar por Intereses.

Hoy se estima que los Intereses Devengados por año sumarían entre 10.500 y 12.500 MD pero esto no puede comprobarse porque el Ministerio de Economía no informa el total de estos intereses ni la Tasa de Interés promedio de la Deuda Pública.

La mayoría de estos Intereses se paga – son Gastos Corrientes del Ejercicio – pero el resto se capitaliza por Anatocismo, es decir, que el Interés no pagado se convierte en Capital y devenga nuevos Intereses (que serían entre 1.200 y 3.000 MD según la forma en que se los estime).

El Anatocismo – Interés de los Intereses, por mecanismo del Interés Compuesto – es sinónimo de Usura y pone en evidencia la falta de capacidad de pago del Deudor – en este caso, el Estado Argentino – que no paga Deuda Neta por Capital y ni siquiera llega a cubrir la totalidad de los Intereses.

Es más, parte del Fondo de Desendeudamiento – integrado con Reservas del BCRA – se estaría usando también para pagar Intereses.

La asunción de cuotas crecientes en el pago de los Servicios por Intereses de la Deuda deviene una de las modalidades típicas de sujeción al Sistema de la Deuda.

Para el año 2010 estaba previsto originalmente el pago de unos 26.600 M\$ de Intereses (6.800 MD) aunque según el Mensaje del Presupuesto 2011 esa cifra fue re-estimada en 28.400 M\$ (7.200 MD).

Para el corriente Ejercicio (2011) está previsto pagar Intereses por 36.400 M\$ (8.900, casi 9.000 MD), es decir, un 30 % más que el año pasado (exactamente 28.5 %). Es el rubro que más crece dentro del Gasto Público (que en promedio aumenta un 18.3 %).

Estos intereses a pagar representan el 10 % del Gasto Público Total (9.8 %, producto de 36.400/372.900) pero son, en particular, casi el 20 % del Gasto de la Administración Central (18.4 %, producto de 36.400/197.700): uno de cada 5 \$ que gasta el Estado Central va para el pago de Intereses (sólo Intereses, sin contar pagos de Capital); y esto no cubre la totalidad de Intereses Devengados porque, como dijimos, una parte se capitaliza.

Para tener una idea gráfica pero real: 9.000 MD por año (36.400 M\$) son unos 25 MD por día (100 M\$): poco más de un millón de dólares por hora que pasa de nuestra vida (4 M\$).

El 15.4 % de los Ingresos Tributarios del Estado Central se dedica así al pago de Intereses (36.400/235.700 M\$).

Y las proyecciones presupuestarias oficiales estiman que el pago de Intereses de la Deuda – que para este año es de 9.000 MD – en el 2012 pasará a 10.300 MD y en el 2013 a 12.200 MD.

La evolución creciente del pago de los Intereses de la Deuda Pública es un indicio claro y directo del peso de la misma en las Finanzas Públicas de la Argentina.-

Capítulo 4

Deuda Pública y Modelo K (1.2.2011)

El Objeto de este trabajo es determinar si existe verdaderamente un Modelo K y si el mismo tiene una vida autónoma o se subordina al Sistema de la Deuda Pública Argentina.

El tema es importante porque implica interpretar si el denominado «modelo» constituye un «plan» en sí mismo o se trata de un conjunto de medidas coyunturales atadas a un condicionante central: el Sistema de la Deuda.

Existe un modelo K?

Hoy por hoy, en materia de Superávits Gemelos – Fiscal y Externo - la Administración Kirchner puede mostrar números positivos.

La pregunta clave es: estos resultados son «mérito» de una Política Económico-Financiera seguida conscientemente al efecto o son producto de una «bonanza» o «viento de cola» a nivel internacional y de un efecto interno prolongado de la salida de la Convertibilidad?

Adicionalmente: hasta cuándo o hasta cuánto puede sostenerse esta situación? Es esto «Pan para hoy y Hambre para mañana»?

La fórmula genérica de presentación oficial del «modelo» K, en términos simplificados, es: Crecimiento con Tipo de Cambio Competitivo e Inclusión Social.

Dejando aquí de lado el segundo punto, debido a la muy discutible cuestión de la Pobreza e Indigencia y de la real Distribución del Ingreso en la Argentina, vamos al análisis de las variables de interpretación concreta.

El llamado Modelo K descansa sobre algunos supuestos muy discutibles o directamente falsos:

1. El Gobierno dice que el país se encuentra en un sendero de alto Crecimiento Económico con relativamente baja Inflación pero ello no es cierto: la Inflación Real es por lo menos el doble de la Inflación Oficial (20-25 % contra 11 del INDEC) y el aumento del Producto (PBI) es efectivamente elevado, aunque está medido a Precios Corrientes que conllevan la Inflación.

Esta alta Inflación – que pesa sobre toda la Población - tiende a «espiralizar» Salarios, Jubilaciones y Planes Sociales, así como aumentar el Gasto Público por Subsidios del Estado, todo lo cual retroalimenta la suba de Precios de Bienes y Servicios ¹; si bien las Finanzas Públicas se compensan con el aumento de la Recaudación Tributaria y Previsional – en proporción al mayor Crecimiento del PBI – y por el mantenimiento de una elevada Presión Fiscal.

Paralelamente, esta fuerte tendencia inflacionaria produce una apreciación real del Peso, en la medida que el Tipo de Cambio efectivo tiende a bajar porque la suba de precios internos corroe su competitividad. Tal tendencia a la baja o al freno de un tipo de cambio más alto, que afecta nuestro Comercio Exterior, resulta empero conveniente o favorable para el pago de Servicios de la Deuda Externa así como para la Entrada de Capitales Extranjeros especulativos que lucran con el diferencial de Tasas de Interés Locales e Internacionales. Pero todo esto termina afectando el nivel de la Balanza Comercial (por merma del valor de las Exportaciones y abaratamiento relativo de las Importaciones) y también afecta la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, que incluye además las transferencias por pago de Intereses, Utilidades y Dividendos (menor Superávit del Sector Externo).

De esta manera, al frenarse el Tipo de Cambio alto o competitivo se afecta la ecuación de Comercio Exterior y se favorece el pago de los Servicios de la Deuda Externa, con merma de uno de los Superávits Gemelos: la Balanza de Pagos.

1. El proceso recicla además el Costo Financiero, que está determinado por el «piso» de las Tasas de Interés de Mercado y se deriva del Servicio de la Deuda Pública.

2. El Gobierno Kirchner muestra Superávits Fiscales Primarios y Resultados Financieros positivos, pero estos resultados no se están obteniendo como producto de recursos fiscales genuinos o regulares sino merced a recursos extraordinarios - que hoy son favorables (básicamente transferencias de utilidades del Banco Central y de la ANSES) - y a mayor Endeudamiento Público (fundamentalmente Deuda Intra-Estado).

Si la Administración actual no pudiera mantener este alto ritmo de reestructuraciones de Deuda Pública y contracción de Nueva Deuda tal Superávit Fiscal – segunda «pata» de los Superávits Gemelos – desaparecería porque la realidad es que el Presupuesto «cierra» con Deuda.

3. Por último, el Gobierno Kirchner proclama un Desendeudamiento que no existe porque se siguen tomando obligaciones (obligaciones sin capacidad de repago) y los niveles de stock de Deuda Pública siguen siendo altísimos y crecientes, amén que parte de sus datos son desconocidos en la práctica: a) Deuda del Estado Central por 172.000 MD, al 30.9.10, sin contar Deuda no Registrada, b) Deuda de las Provincias por unos 26.000 MD, a fines del 2009 (de los que más de la mitad contraídos con el Gobierno Nacional) y Deuda de los Municipios del país (sin datos), d) Deuda de las Empresas del Estado, Fideicomisos y Organismos Públicos (sin datos), e) Deuda Cuasi-Fiscal del BCRA por concepto de LEBAC/NOBAC (unos 22.000 MD), y e) Deuda Contingente por Juicios contra el Estado (con y sin sentencia en firme, sobre todo en materia jubilaria), que constituye hoy un monto incommensurable y sigue creciendo vertiginosamente.

Este Cuadro de Situación del Endeudamiento condiciona el «Modelo» porque las deudas se refinancian y/o agregan en forma continua.

Y este punto incide directamente en los otros dos porque:

- por un lado, el Banco Central emite más dinero para comprar dólares, lo que presiona sobre los precios (Inflación); y luego esteriliza gran parte de esos pesos emitidos colocando Deuda vía LEBAC/NOBAC, al costo financiero de pagar Tasas de Interés del orden del 13-14 % anual. De modo que, en definitiva, los dólares de las Reservas – Reservas que luego se prestan a la Tesorería para pagar Deuda Externa – se compran con Deuda (que es la Deuda Cuasi-Fiscal del BCRA). Y - por otro lado, este proceso de Endeudamiento Público deriva en pagos crecientes por Servicios de la Deuda (Intereses, Amortizaciones parciales y toma de Nueva Deuda), lo que afecta no sólo el Superávit Fiscal del Estado sino también la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos.

La Deuda deviene así un factor causal cada vez más grave de la desaceleración de los Superávits Gemelos.

La crisis del modelo.

Exista o no exista, el Modelo K - o lo que se entienda por el mismo - está seriamente comprometido en sus bases, aunque esta crisis o peligro de desequilibrio todavía no se manifieste en forma abierta.

No puede predecirse hasta qué punto y/o hasta qué momento el Gobierno puede sostener este «modelo» – de hecho, la actual Administración cuenta con hacer todas las concesiones necesarias para no tener una Crisis de Deuda antes de las Elecciones - pero sí puede afirmarse que el Modelo se sostiene con Deuda.

El hipotético día en que la actual Administración – o una siguiente - no pueda mantener sus pagos crecientes de Intereses y Cupones de PBI, sus pagos de Amortizaciones de Deuda con recursos obtenidos colocando Nueva Deuda y sus pagos extraordinarios con Reservas Internacionales del BCRA y traspasos por Deuda Intra-Estado, ese día alguien deberá «blanquear» una nueva Crisis de Deuda.

Aunque, en esa eventualidad, el mecanismo utilizado por los Acreedores en tales casos es tradicionalmente el mismo: una nueva reestructuración de Deuda – presentada siempre como «exitosa» ante la Opinión Pública – para evitar el Default (Cesación de Pagos) y volver entonces a reiniciar el ciclo de endeudamiento.

Los esfuerzos extraordinarios que se están realizando para el pago de Deuda – caso utilización de Reservas del BCRA y fondos del Sistema Previsional – se transforman así en herramientas para «patear hacia adelante» los vencimientos y dar margen a la toma de nueva Deuda.²

En este sentido, el Modelo K – como la Convertibilidad Menemista, los Planes Austral/Primavera del presidente Alfonsín y la Política del Dr. Martínez de Hoz durante el Proceso Militar – tiene una misma constante: las Cuentas Públicas cierran con Deuda y así el «modelo» se sostiene con Deuda.

El Sistema de Endeudamiento Público perpetuo que sigue vigente en nuestro país consiste básicamente en la refinanciación continua de los vencimientos de Capital de la Deuda que se van produciendo, en el pago de niveles crecientes de Intereses y en la toma de más Deuda Pública a Tasas de Interés diferenciales, muy superiores a las del Mercado Internacional.

Este año – según el Presupuesto 2011 – está previsto pagar unos 9.000 MD de Intereses (contra 7.200 MD del 2010)³ y tomar Deuda adicional por otros 9.400 MD (aparte de renovar vencimientos por 27.400 MD), solamente en la Administración Central; sin contar la Deuda que están tomando las Provincias/Municipios y el Banco Central.

2. El Megacanje Kirchner-Lavagna del 2005 primero y los canjes complementarios del 2010, lo mismo que las negociaciones hoy en curso por la Deuda Externa con los Países del Club de París tienen el objetivo expreso y declarado de «normalizar» el estado de la Deuda Argentina a los efectos de volver al Mercado Internacional de Capitales para tomar más Deuda.

3. Para el año 2012 el Ministerio de Economía estima que el pago de Intereses subirá al equivalente de unos 10.300 MD y para el 2013 llegará a los 12.200 MD.

Mientras este mecanismo se siga cumpliendo de hecho todo lo que se diga oficialmente en contrario es «para la galería»: algo así como «hojarasca» que se usa para esconder o confundir una realidad de fondo.

Porque la Deuda Pública Argentina, pese al eufemismo de un Modelo K, sigue invariablemente su camino de Deuda Perpetua.

Capítulo 5

Alerta amarilla sobre la Deuda Pública. (9.2.2011)

Mientras el gobierno Kirchner sostiene que se está *desendudando* las deudas del Estado siguen aumentando, los pagos por capital e intereses se incrementan y el objetivo declarado de todas las negociaciones en curso es volver al mercado internacional de capitales para tomar más deuda.

Un falso desendeudamiento.

La palabra *desendeudamiento* es un eufemismo que se utiliza para decir *pagar*, porque tal es la acción concreta de las autoridades y porque el stock de la deuda pública no baja sino que cambia su composición y sólo desacelera -en parte y transitoriamente- su ritmo de crecimiento.

El gobierno está realizando pagos a organismos multilaterales de crédito (Banco Mundial, BID y antes FMI) y también está efectuando fuertes pagos a determinados acreedores privados, empleando para ello activos financieros extra-ordinarios y/o auxiliares del Estado: reservas internacionales del Banco Central (BCRA), adelantos transitorios al Tesoro, utilidades del Banco y de la ANSES, recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Previsional que administra la ANSES, recursos de la coparticipación de impuestos tomados del Fondo de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) y préstamos de diversos entes u organismos nacionales (Banco Nación Argentina, Fondos Fiduciarios, AFIP, Lotería, PAMI, etc.).

Este cambio en la estructura de la deuda por tipo de acreedor significa que una gran parte de las deudas con terceros se está pa-

gando a costa de aumentar la deuda intra-Estado, que llegaría hoy a casi la mitad de la deuda performing o normalizada de la Administración Central.

De hecho, el objetivo es pagar. Empero, pese a los pagos extraordinarios citados y a las reducciones de monto obtenidas en los canjes de bonos públicos realizados, el stock de deuda oficial no sólo se mantiene creciente sino que, en lo concreto, el presupuesto 2011 prevé un incremento neto de la deuda de 9.400 millones de dólares (MD) durante el ejercicio (producto de cancelaciones por 27.400 MD contra toma de nueva deuda por 36.800).

Y ello, considerado sobre un stock de deuda pública tan cuestionable como incompleto.

El tema es que estas informaciones no reflejan el real cuadro de situación del endeudamiento argentino: a) porque se omite el peso de la deuda no registrada, b) porque se muestran indicadores equívocos, y c) porque las cifras no abarcan la totalidad de la deuda pública argentina.

La deuda no registrada.

La última información oficial disponible – al 30.9.10 – dice que la deuda del Estado Central es de unos 161.000 MD, pero a ello hay que sumar otros 11.000 MD de deuda no ingresada a los canjes de 2005 y 2010 (holdouts); con lo que el total final es 172.000 MD.

Pero aquí no están contemplados tres rubros relevantes de pasivos ciertos:

1. Los intereses que se capitalizan por anatocismo, es decir, intereses devengados que no se pagan y se suman al capital para devengar nuevos intereses; que estarían entre un mínimo de 1.500 MD anuales y un máximo de 3.000.

2. La indexación por CER de la deuda en pesos ajustada por la inflación oficial, que actualmente daría un aumento inercial superior a los 4.000 MD por año (11 % sobre 37.600 MD).

3. La pesada carga financiera que, con ritmo acumulativo, significan los pagos anuales por cupones ligados al PBI, que para este año son unos 2.200 MD o más.

Estas Unidades Ligadas al Producto (UL PBI) fueron emitidas con el megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 sobre la base de un valor nocional o de referencia de 78.600 MD y de acuerdo con un mecanismo propuesto por el asesor del FMI Eduardo Borensztein, contratado al efecto.

Según Javier Llorens, el costo total de estos instrumentos financieros alcanzaría unos 38.000 MD a lo largo de toda su vida útil, de los que 6.000 MD ya pagados (incluyendo los comprometidos del corriente año) y 32.000 MD restan pagar.

Estos tres rubros no figuran en las estimaciones oficiales de la Deuda Pública.

El índice Deuda/Producto.

El gobierno dice estar desendeudándose porque paga parcialmente deuda externa a organismos internacionales y acreedores privados, aunque lo hace con recursos extraordinarios y transfiriendo deudas crecientes al propio Estado (deudas que no tienen capacidad de pago demostrada).

Para ello soslaya el problema de la deuda no registrada y esgrime como argumento no la reducción del monto en valor absoluto de la deuda sino en porcentaje del Producto Bruto (PBI).

Este índice Deuda/Producto, sin embargo, es discutible porque no refleja debidamente la capacidad de repago y porque toma en cuenta sólo la deuda de la Administración Central y no de la deuda nacional en su conjunto.

Una de las fallas importantes en el manejo de la información de la deuda argentina reside justamente en acotar el problema al Estado Central separándolo de la totalidad de las jurisdicciones públicas del país, como si el stock de la deuda no pesara en forma consolidada sobre las finanzas de la Nación.

Estrictamente hablando no es válido hablar de un índice Deuda/PBI – manipulado o no – circunscribiéndolo a comparar la deuda del Gobierno Nacional contra el PBI de todo el país, es decir, omitiendo computar la deuda de provincias, municipios, empresas del Estado, fondos fiduciarios y entes u organismos públicos en general, deuda cuasi-fiscal del BCRA y deuda contingente por juicios contra el Estado con sentencia en firme: no es consistente comparar la deuda sólo del Estado Central –es decir, con un numerador más chico del índice- contra el PBI de todo el país.

La cuestión de la Deuda Nacional.

Los números totales de la deuda se presentan muy diferentes cuando tomamos las cifras completas:

1. La deuda del Estado Central es oficialmente de 172.000 MD pero aquí –como dijimos- está omitida la deuda no registrada: entre 1.000 y 3.000 MD anuales por capitalización de intereses, 4.000 MD anuales por indexación de deuda por inflación y una deuda contingente atada al PBI del orden de los 32.000 MD.

Para este ejercicio se prevé un aumento neto de la deuda de 9.400 MD y además el presupuesto de este año autoriza por anticipado la contracción de más deuda pública en los ejercicios venideros: 7.640 MD en 2012, 5.700 MD en 2013 y 4.700 MD en 2014. Sin contar la deuda nueva que se piense tomar en los mercados internacionales después de los arreglos con los holdouts y el Club de París.

2. La deuda consolidada de las provincias – al 31.12.09 – es de 105.000 millones de pesos (M\$), equivalentes a más de 27.000 MD. Con la reducción relativa producida después, a raíz del pago parcial de deuda con fondos de la coparticipación, este stock estaría actualmente en los 100.000 M\$ (25.000 MD), de los que más de la mitad se deben al Estado Nacional. La tendencia al endeudamiento es creciente dado la toma de deuda externa que se viene dando por parte de varias provincias (Buenos Aires, Córdoba, Chubut y CABA). Siendo que el Estado Nacional es garante de

estas deudas provinciales (contra descuento de la coparticipación federal de impuestos).

3. La deuda consolidada de los municipios del país es un misterio: no existen datos oficiales ni estimados, pese a que varias grandes ciudades tendrían problemas de este tipo.

4. La deuda consolidada de empresas del Estado, fondos fiduciarios y entes u organismos nacionales es otro dato tan importante como desconocido en materia de endeudamiento; y aquí las cifras estarían aumentando en forma vertiginosa. Un dato significativo: en el presupuesto 2011 -aparte del aumento de deuda propia citado de 9.400 MD para el Estado Central- se prevé además el otorgamiento de avales del Gobierno Nacional por más de 18.000 MD para empresas y organismos del Estado: esto es, nuevos préstamos para entes públicos garantizados por el Gobierno Central.

5. El Banco Central constituye hoy una *ventanilla lateral* del endeudamiento público argentino.

El BCRA tiene fuertes pasivos vinculados a la deuda a través del stock de letras/notas usadas para esterilizar los pesos que se emiten para comprar divisas, de modo tal que así – en forma indirecta – los dólares de las reservas internacionales se compran con deuda. Con el agravante que parte de esos dólares luego se prestan a la Tesorería para pagar deuda externa. El Tesoro paga entonces al acreedor extranjero, le coloca en compensación una letra al BCRA a 10 años de plazo y el banco se queda con la deuda de las Lebac/Nobac usadas para comprar las divisas (por las que paga un 13 % de interés).

El gran aumento de la deuda intra-Estado del Gobierno con el BCRA para pagar deuda pública de terceros está bajando la calidad de los activos del banco, porque la Administración Central no tiene demostrada su capacidad de repago por las obligaciones que contrae.

6. Por último, queda considerar el *agujero negro* de la deuda contingente por juicios contra el Estado con sentencia en firme, la gran mayoría de los cuales proviene de causas jubilatorias y también, en el orden externo, de fallos de tribunales extranjeros a favor

de *fondos buitres* y/o de empresas que demandaron a la Argentina ante el CIADI; siendo cualquier cuantificación de estas cifras muy hipotética.

En todos los casos, cabe agregar que estos importes de deuda pública consolidada no incluyen deuda flotante o exigible.

El fantasma de Grecia.

La reciente crisis de deuda en Grecia – analogía directa con el caso argentino – se produce cuando, después de la transición política electoral, el nuevo presidente Papandreu no puede sostener más las mentiras de la deuda pública arrastradas del gobierno Karamanlis.

Algo equivalente a lo que fue el ocultamiento de la crisis de deuda de la Argentina durante la Convertibilidad.

Las falsedades griegas tocaban esencialmente a tres puntos clave: 1. El ocultamiento del verdadero monto y gravedad de la deuda externa del país, 2. El enmascaramiento y falsedad del estado de situación fiscal financiado con deuda, que debía delatar la falta de capacidad de repago de la misma (déficit presupuestario real), y 3. La complicidad de gobierno, acreedores, bancos-agente, agencias calificadoras de riesgo y organismos multilaterales de crédito, en estas acciones irregulares o directamente delictivas.

Todos operaban, seguían y/o monitoreaban la situación pero cuando sobrevino la crisis se hicieron los desentendidos y apoyaron el nuevo macro-endeudamiento griego bajo severo plan de ajuste fiscal; y lo hicieron para salir de una crisis de deuda con más endeudamiento: más préstamos al país para que éste pueda pagarle así a sus acreedores.

Todas las crisis de deuda contemporáneas siguen invariablemente el mismo patrón: los gobiernos sostienen sus finanzas públicas en función de un mecanismo de re-endeudamiento perpetuo, ocultan las informaciones clave o de base que delatan las debilidades insalvables del sistema.

Mientras tanto el núcleo duro del problema de la deuda, que es la toma de obligaciones sin capacidad de repago, la ilegitimidad de origen de las acreencias y el mecanismo de corrupción que retroalimenta permanentemente el sistema de la Deuda, sigue madurando.

Este mecanismo puede prolongarse en el tiempo en la medida que los gobiernos de turno se mantengan dentro de este peligroso esquema de deuda perpetua.

Capítulo 6

La Deuda Pública Nacional de la Argentina.

(16.4.2011).

Este trabajo es un intento de cuantificar la deuda pública del Estado Nacional precisando las cifras que fueron planteadas en otra nota anterior, también editada por *El espejo de la Argentina* («Alerta amarilla sobre la deuda pública», del (9.2.11)).

La Deuda del Estado Central.

Según los últimos datos oficiales del Ministerio de Economía la deuda del Estado Central al 31.12.10 es de unos 176.000 millones de dólares (MD).

Una gran parte de esta deuda – aproximadamente 77.000 MD - está contraída con el propio Sector Público: es la Deuda Intra-Estado (a la que nos referimos en el artículo titulado precisamente «Qué significa la Deuda Intra-Estado», del 16.11.10, editado por *El espejo* en su número cero).

El hecho que un monto tan relevante de obligaciones estén tomadas con agencias del mismo Estado permite obviamente mayor libertad de acción y refinanciación permanente pero – como ya fue explicado en la nota de referencia – no libera al Tesoro, en el futuro, de sus obligaciones de cubrir el no des-financiamiento de los organismos oficiales prestamistas, como es el caso de los fondos adeudados a los jubilados a través de la ANSES o la devolución de reservas internacionales que son activos del Banco Central. Es decir, que tales deudas intra-Estado no son neutras para el Tesoro Nacional.

Pero volviendo al tema central del monto de la *deuda pública*, en valor absoluto e independientemente del tipo de acreedor, tenemos que dicha deuda suma un total de 176.000 MD.

Los importes se expresan aquí siempre con redondeo y conforme su equivalencia a dólares, aunque las obligaciones están contraídas en distintas monedas.

Actualmente, un 40 % de la deuda está en pesos y un 60 % en moneda extranjera.

Pero – y aquí viene lo importante - ésta no es toda ni la real deuda del gobierno central.

Aunque las registraciones de la deuda pública siguen el criterio contable de lo percibido, que refleja las obligaciones de pago ciertas a una fecha de corte determinada (en este caso, fin del año pasado) existen otras operaciones de deuda muy relevantes que también devengan obligaciones concretas, pese a que sus importes no pueden pre-establecerse con exactitud, pero que constituyen compromisos en firme y documentados.

A este tipo de obligaciones, que comprenden conceptos de deuda que son válidos y devengados a futuro aunque no mostrados en los datos oficiales, lo denominamos Deuda no Registrada.

La Deuda no Registrada.

Hay tres rubros fundamentales de deuda no registrada (derivados básicamente del mega-canje Kirchner-Lavagna de 2005) que están en cabeza del Estado Central:

1. Los *intereses que se capitalizan por anatocismo*, esto es, intereses devengados y no pagados que se suman al capital y generan nuevos intereses.

El Presupuesto 2011 prevé el pago de unos 9.000 MD de intereses de la Deuda Pública pero no informa cuánto es el importe que no se paga sino que se capitaliza durante el ejercicio, y que estaría en un mínimo de 1.300-1.500 MD/año, para el período 2011-2014, lo que da así un piso acumulativo de 5.000 a 6.000 MD.

2. La *indexación de deuda en pesos ajustada por CER*, cuyo monto equivale a 38.000 MD y que, actualizada por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) oficial del INDEC – que reconoce un 11 % de inflación anual para el 2010 – significa que esta deuda crece inercialmente unos 4.000 MD por año.

Suponiendo que dicha deuda indexada por CER (un índice que replica el IPC) se extinga en 5 años (la mitad de la vida promedio de la deuda total, que es de 11 años) y que se mantenga una tasa de inflación oficial anual del 10 %, esto significa que tal indexación llevaría el monto de este rubro de deuda a una cifra tentativa entre 20 y 24.000 MD en el quinquenio.

Nota: En realidad, si el ajuste por inflación oficial se mantuviera en el orden del 10 % anual y el tipo de cambio/dólar siguiera una devaluación de la mitad (5 %) – como previsto para el ejercicio 2011 – la cifra de 24.000 MD pudiera reducirse consecuentemente en su proyección. Pero ello depende de una combinación de variables que hoy es muy difícil predecir: gran diferencial contra el supuesto de vida promedio (20.500 MD vencen en el período 2033-2038 y no en 5 años), evolución de la deuda en pesos con CER, inflación oficial y devaluación del peso con respecto al dólar.

3. A partir del canje del 2005 la Argentina asumió el compromiso de pagos adicionales a los nuevos tenedores de bonos en función del crecimiento económico de nuestro país.

Se trata de las llamadas Unidades Ligadas al Crecimiento o Cupones PBI (UL PBI), que fijan un pago anual acumulativo por ejercicio cuando el país aumenta su producto bruto por encima del 3 % anual, cosa que ha venido ocurriendo con creces en los últimos años (salvo el 2009) y que se estima puede mantenerse a mediano y largo plazo.

Javier Llorens¹, de Córdoba, ha calculado que el monto total a pagar por este tipo de compromisos – a lo largo de toda su vigencia – sumaría unos 38.000 MD, de los que 6.000 ya se habrían pagado

1. «Al César lo que es del César, o las formas proteicas de la deuda», de Javier Llorens (Diciembre de 2010).

(incluyendo los 2.500 previsto girar a fin de este año) y restan por pagar en el futuro 32.000 MD.

Oficialmente son *Deuda Contingente* porque no se conoce a priori su importe exacto pero se trata de obligaciones en firme que pueden ser estimadas.

El gobierno pudiera «liberarse» de esta servidumbre de pagos anuales pero para ello tendría que comprar los cupones PBI a valor de mercado (que hoy tienen una cotización en bolsa creciente), lo que supondría un gasto al contado no menor de 11 ó 12.000 MD; si bien el Ministerio de Economía no ha planteado hasta ahora tal variante.

Todo esto quiere decir que, sumando los tres rubros de Deuda no Registrada – en sus estimaciones de mínima – el monto de la misma sería del orden de unos 57.000 MD (5.000 + 20.000 + 32.000).

Lo que significa que la Deuda Total real del Estado Central no es la de los 176.000 MD oficial sino de unos 233.000 MD.

La Deuda Pública Nacional.

El Estado Central no es el único ente oficial que tiene deuda pública. Por eso es necesario determinar también cuanto es la deuda de la Nación Argentina en su conjunto.

La idea de *deuda pública nacional* apunta precisamente a cuantificar cuánto es esto que el país realmente debe – a nivel de entidades oficiales – cualquiera sea la *ventanilla* de endeudamiento que se utilice ya que, en definitiva, todos esos rubros son *sumables*, esto es, pesan como carga financiera sobre el Estado y el pueblo de la Nación.

Para tener así una idea de lo que estaría debiendo actualmente en total la Nación Argentina deben sumarse a la del gobierno central - además de las propias y completas - las obligaciones contraí-

das por todos los órganos y niveles del Estado, que son esencialmente los siguientes:

a) La *deuda cuasi-fiscal del Banco Central* (BCRA) por *letras y notas* (LEBAC/NOBAC), que son colocadas para esterilizar el dinero emitido para comprar dólares que se utilizan para pagar deuda externa con reservas internacionales; y que hoy suman unos 25.000 MD.

b) La deuda consolidada de todas las *provincias* – incluyendo la Ciudad Autónoma de Buenos Aires – cuya última información oficial (al 30.6.10, después de la quita y el pago con fondos de la Coparticipación de Impuestos) era de 96.200 millones de pesos, equivalente a unos 25.000 MD (porque a esa fecha el tipo de cambio estaba en 3.93 \$/US\$).

Como una parte relevante de esta deuda de las provincias está contraída con la Nación y respaldada con títulos BOGAR, por casi 10.000 MD (9.800), corresponde descontar dicha cifra para no tomarla dos veces, con lo que la deuda neta de las provincias quedaría así en el orden de los 15.000 MD.

c) La deuda pública de los *municipios* del país, que es un misterio: no se publican informaciones oficiales al respecto pese a que tales datos obviamente existen y se llevan monitoreados a nivel nacional y provincial.

d) Lo mismo ocurre con la deuda pública de los *entes nacionales*: Organismos Oficiales, Empresas del Estado y Fondos Fiduciarios o Fideicomisos Públicos.

Este rubro de endeudamiento es particularmente importante dado que el Estado Central garantiza – lo mismo que la gran mayoría de la deuda de las provincias – el cumplimiento de sus obligaciones; pero su monto se desconoce.

Baste decir que para este año – según Presupuesto 2011 – está previsto que el gobierno nacional emita avales dentro de este rubro por un total de 18.000 MD (se aclara: millones de dólares, no pesos), que corresponden a préstamos a tomar en su mayor parte para la realización de obras públicas e infraestructura.

Lo que da una idea de las magnitudes de deuda que se manejan por esta vía.

Hasta aquí los principales rubros de deuda pública que, junto con la del Estado Central, completan lo que denominamos Deuda Pública Nacional o Deuda de la Nación Argentina en su conjunto, y que totaliza entonces realmente entre 273.000 MD (producto de la deuda del gobierno central incluyendo la deuda no registrada – 233.000 MD – más los 40.000 MD de deuda conocida de las provincias y BCRA) y 293.000 MD (si a los 273 mil se le agrega una suma tentativa de 20.000 MD más por las deudas de entes nacionales y municipios, actuales y próximas a contraer).

Comparadas estas cifras con el Producto Bruto – estimable hoy en unos 350.000 MD – la relación Deuda/PBI estaría así en el orden del 80 %.

Cabe aclarar, por último, que aquí no están computadas las deudas contingentes por juicios contra el Estado con sentencia en firme ni los montos de reclamos por causas en curso (en su mayoría: locales por juicios jubilatorios y externas por denuncias ante el CIADI); y tampoco se toma en cuenta la Deuda Flotante o Exigible, que tiende a ser cada vez más relevante.

Conclusión.

Como resultado de todo lo aquí sucintamente explicado se puede dejar planteado lo siguiente:

1. La deuda pública real del Estado Central es mucho mayor que la deuda oficial mostrada por el Gobierno.

2. La deuda pública de la Nación Argentina en su conjunto – Estado Central, Provincias, Municipios, BCRA y Entes Nacionales – se encuentra en altísimos niveles de alerta financiera pese a que el gobierno (con la complicidad de la clase dirigente institucional y de los medios de información) omite informar sobre los montos concretos de dichos segmentos de obligaciones.

3. En este contexto – y con los datos presupuestarios en la mano (que preanuncian un aumento neto de la deuda pública del Estado Central de 9.400 MD, más los avales citados) - la llamada Política de Desendeudamiento Público es una mentira.

Ante la eventualidad que algunos de los datos estimados en este trabajo puedan estar equivocados es obvio que sería conveniente que las autoridades dieran a conocer las cifras disponibles y supuestamente correctas; porque se habla mucho de la manipulación de cifras del INDEC pero nadie habla de la manipulación – tanto o más grave – de la deuda pública de la Argentina.-

Anexo: Cuadro Resumen al 31.12.2010:
Deuda Pública Nacional de la Argentina.
En millones de dólares (MD).

Área de Gobierno	Rubro y/o concepto de Deuda	Sub-totales	Totales
Estado Central	Deuda oficial Ministerio Economía		176.000
	Deuda no registrada:		
	1. Capitalización de Intereses	5.000	
	2. Indexación por CER	20.000	
	3. Cupones PBI	32.000	57.000
	Deuda real del Estado Central		233.000
Provincias	Consolidado 24 jurisdicciones	15.000	
Banco Central	Deuda cuasi-fiscal del BCRA (por LEBAC/NOBAC)	25.000	40.000
Total Deuda Nacional	Nación, Provincias y BCRA, según datos oficiales y proyectados		273.000
Agregando deuda presunta: ¹			
Entes Nacionales y Municipios	Organismos Públicos, Empresas del Estado y Fondos Fiduciarios, más consolidado de los Municipios		20.000
Deuda Nacional total	Deuda estimada incluyendo la suma tentativa de Entes y Municipios		293.000

Conforme las explicaciones del trabajo que fundamenta este cuadro resumen la Deuda Nacional real de la Argentina sería así hoy del orden de los 273.000 MD, que es la cifra cuantificable en base a datos conocidos.

1. Corresponde a cifras no informadas pero inferidas en base a los servicios que se devengan por intereses y a nueva deuda en proceso de contracción (que en el Presupuesto 2011 se autoriza por un monto de 18.000 MD).

Este total pudiera elevarse a unos 293.000 MD si se verifica que las cifras supuestas de la deuda de Entes Nacionales y Municipios del país alcancen a 20.000 MD adicionales.

Capítulo 7

Respuesta a carta de lectores de Andrés Asiain. (30.4.2011)

Mi política personal es no entrar en discusiones técnicas bilaterales que en el debate abierto pueden escapar a la comprensión del lector medio salvo que me involucren en forma directa, como ocurre en este caso.

Con respecto a la nota de Andrés Asiain paso entonces a responder, sintéticamente y punto por punto, lo siguiente (1):

01. Hago una triple aclaración preliminar: a) hablo siempre del problema de la Deuda Pública y no de la Deuda Externa, b) no me guío tanto por indicadores sino por cifras concretas y valores absolutos, y c) creo haber demostrado en mis trabajos que los fuertes pagos de deuda que está realizando el Gobierno no implican desendeudamiento porque la deuda pública sigue creciendo.

02. Otra observación de orden general, casi forzosa dadas las reiteradas referencias que hace el lector acerca del rol del FMI y sus planes de ajuste fiscal (referencias que están en línea con la postura del Gobierno): la Administración Kirchner fue la que más pagó al Fondo Monetario Internacional en toda nuestra historia financiera pese a ser la institución directamente co-responsable del más grande endeudamiento ilegítimo de la Argentina; y pese a contarse incluso con el informe interno de la institución que demostraba las irregularidades con los últimos Préstamos de Facilidades Extendidas que llevaron a la Crisis de Deuda del 2001. Tal pago el gobierno Kirchner lo hizo por la totalidad de la deuda que tenía el país con ese organismo, abonando sus compromisos por

anticipado y en forma privilegiada frente al resto de los acreedores, respondiendo además con ello a una exigencia del Fondo (lo mismo que Brasil). Con el «detalle» que luego de cancelar tales obligaciones no se desafilió del FMI sino que permaneció como miembro, sujeto a sus compromisos estatutarios.

03. Yo nunca he objetado la conveniencia relativa de pasar Deuda Pública Externa a Interna, aunque cabe precisar que la proporción de la misma no es tan alta ya que hoy es menor al 40 % del total: por Tipo de Moneda – según datos del MECON-SF (2) – al 31.12.10 sería del 41 % (67.700 MD)(3) calculada sobre 164.300 MD, aunque sobre el total también oficial de 175.400 MD daría un poco menos, 38.6 %; pero sin considerar en ambos casos la Deuda no registrada, que aumentaría más de 50.000 MD el nivel de la Deuda Total computada (ver DEUDA NACIONAL y ALERTA).

04. Este problema de la Deuda no Registrada, en sus tres rubros componentes – Capitalización de intereses, indexación de deuda en pesos ajustada por CER y cupones del PBI – es omitida en todas las informaciones y proyecciones oficiales de la Deuda Pública, pese a su relevancia. Con el agravante que este tipo de deuda que el gobierno soslaya u oculta es justamente la de los tres ítems clave no heredados por la actual administración sino producto del Megacanje Kirchner-Lavagna del 2005 (ver DEUDA NACIONAL y ALERTA). Es decir, que no mostrando esta gravosa deuda no registrada el gobierno estaría escondiendo así «su» propia deuda.

05. El argumento de soslayar la importancia y gravedad de la Deuda Intra-Estado adolece de una falla de concepto: los fondos que se toman intra-Sector Público no son tan libres y discrecionales como parece para el propio Estado porque tienen destinos o finalidades específicas, como es el caso de los Activos Financieros del BCRA, los fondos de la ANSES, los recursos del PAMI, Lotería, AFIP, los dineros de los Fondos Fiduciarios, etc. Cuando estos fondos se prestan a la Tesorería para pagar Deuda con Terceros (Acreedores Privados) o a Organismos Multilaterales de Crédito (Banco Mundial, BID, CAF) dejan de aplicarse a financiar otras

actividades públicas y/o debilitan los recursos del Fisco (ver INTRA-ESTADO).

06. Yo nunca he objetado la estatización de los fondos de la ANSES sino la elevada proporción de los mismos que se sigue usando para tomar del mismo y pagar Deuda Pública en lugar de destinar esos mismos fondos a cumplir con el pago de juicios y actualizaciones legales de haberes a los jubilados y/o financiar más proyectos productivos. Con el agravante que el Gobierno no ha demostrado su capacidad de repago frente a estos altos pasivos que tiene con el Sistema Previsional (ver también INTRA-ESTADO).

07. Igualmente, no soy partidario de la independencia o autarquía del BCRA – nunca he compartido tal tesis – y no participo del criterio de pago de Deuda Externa con Reservas Internacionales del BCRA a través de un Fondo de Deuda intra-Estado (como veo sí lo acepta Asiain) ya que significa privilegiar el pago de Acreedores Privados y Organismos Financieros Internacionales empapelando al Banco Central con títulos públicos sin garantías de cumplimiento futuro. Esto baja la calidad de los Activos del BCRA porque figuran así Letras y Bonos en cartera que son de cobro incierto; pero además – un detalle no menor - permiten aumentar contablemente el Patrimonio Neto del Banco distribuyendo más utilidades que las que realmente debiera, como está ocurriendo.

08. Precisamente porque no adhiero al criterio de independencia de las cuentas del BCRA con respecto al Tesoro Nacional es que sumo su deuda cuasi-fiscal (por LEBAC y NOBAC) a la del Gobierno, porque es una parte clave de la Deuda Pública Nacional (ver DEUDA NACIONAL y ALERTA).

09. Por otra parte, se soslaya que la Política de Pago con Reservas del Gobierno Kirchner consiste en pagar Deuda Externa con divisas que se compraron con deuda, que es deuda cuasi-fiscal del BCRA – el Pasivo fuertemente creciente de LEBAC/NOBAC – de modo que esta «ventanilla lateral» de endeudamiento público significa incrementar la Deuda del Banco para usar esas divisas con el objeto de pagar Deuda, quedándose el BCRA con títulos

oficiales dudosos (por compensación entre baja de Reservas y aumento de Títulos en cartera) y con nueva deuda por letras y notas.

10. El monto acumulativo estimado a pagar por Cupones del PBI (ULPBI) – hoy superior a los 30.000 MD – es resultado de una proyección concreta y no corresponde computarlo a Valor Presente. Se trata de deuda mostrada a moneda constante según el valor a la fecha de corte de la información (en este caso, al 31.12.10). Además tal criterio de descuento (el del valor presente) no lo aplica ni el propio Gobierno, ya que en el Informe Trimestral de Deuda del MECON-SF los cuadros de Perfil de Vencimientos (A.3.1 a A.3.8) se toman en valores absolutos. Con el agravante que allí se parte del falso supuesto que las obligaciones se cancelarían a su fecha de vencimiento mientras que en la realidad esos compromisos no se extinguen sino que se refinancian en su totalidad; y además se toma Deuda Nueva, como viene ocurriendo durante los últimos ejercicios presupuestarios.

11. La misma objeción cabe a la interpretación que da Asiain acerca del Valor Actual de la Deuda en Pesos ajustada por CER la que, por otra parte, en mis trabajos aclaro que está calculada en función del índice de Inflación oficial (IPC INDEC) y no de la Inflación Real, que sería poco más del doble.

Hasta aquí los principales puntos de mi respuesta al lector Andrés Asiain. Por el resto, me remito a lo ya escrito en mis trabajos editados en *El espejo*.

Como conclusión de fondo sostengo que la trampa de razonamiento que conllevan este tipo de críticas es soslayar el problema de la ilegitimidad de gran parte de la deuda pública que se sigue pagando, interpretar en forma sesgada el sentido de la Deuda Intra-Estado como panacea del problema de la Deuda y aceptar la paradoja de continuar refinanciando deuda sin capacidad de repago demostrada, con el objetivo - declarado por el propio Gobierno - de regresar al Mercado Internacional de Capitales para volver a endeudarse.

Por último, quiero decir que estoy en completo desacuerdo con la poco feliz analogía que pone el lector entre el pago de la deuda y el «esclavo que tiene que pagar por su libertad»: me parece una forma inocente y nada idónea de obtener la Independencia Económica, la Soberanía Política y la Justicia Social que cita su autor.-

Carta de Andres Asiain a la revista «El Espejo de la Argentina», que dirige el Dr. Juan Gabriel Labake (29.4.2011).

Sección: Debate de ideas

No toda la deuda es igual

Por Andrés Asiain

Docente de Crecimiento Económico; Dinero, Créditos y Bancos; Historia del Pensamiento Económico en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Investigador del Centro de Estudios y Monitoreo de las Políticas Públicas (CEMOP) de la Universidad Popular Madres de Plaza de Mayo. Miembro del departamento de Economía Política y Sistema Mundial del Centro Cultural de la Cooperación. Integrante de la Cátedra Nacional de Economía «Arturo Jauretche».

Esta nota de Andrés Asiain es una respuesta a la similar escrita por Héctor Giuliano sobre la deuda externa (ver La deuda pública nacional de la Argentina).

No toda la deuda es igual. Quién es el acreedor, en qué moneda está fijada, cuál es el plazo de pago, no son cuestiones sin importancia.

Para ser más preciso, la deuda que se contrajo durante la última dictadura militar y llevó a nuestra nación al estado de virtual colonia de las potencias centrales, era deuda externa. Esto es, deuda a pagar en dólares a acreedores externos. Como la Argentina no fabrica dólares, el pago de esta deuda obligaba a buscar los dólares vendiendo más productos al extranjero de los que importábamos. Cuando ello no se lograba, venía el fantasma de una devaluación, con la consiguiente corrida cambiaria y financiera que conocemos de sobra los argentinos.

Y así, la deuda externa se transformaba en el elemento clave de la dependencia económica que destruía nuestra soberanía política, imponiendo medidas que atentaban contra la justicia social.

Tomando la información que brinda la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, la deuda externa pública, era en el 2001

de casi 88 mil millones de dólares, 3,3 veces el valor de las exportaciones de ese año y 5,8 veces las reservas internacionales (infinitas veces las reservas internacionales netas que eran negativas). Esas cifras hablan por sí solas de la fragilidad externa en que se encontraba la nación. Hoy día, la deuda externa pública es de casi 69 mil millones de dólares, que equivalen al valor anual de nuestras exportaciones y es 1,2 veces las reservas internacionales. Y estos números, que son consecuencia en gran parte de la política de desendeudamiento, reflejan un enorme avance en términos de independencia económica; es decir, en no depender de un crédito externo para mantener el valor del dólar y, por eso mismo, no resignar el diseño de nuestra política económica en un grupo de especuladores internacionales.

Aclarado el punto respecto a la deuda externa y sus implicancias respecto de la independencia económica nacional, pasemos a la deuda pública interna. En términos de sus implicancias, la acumulación de esta deuda y los compromisos que obliga es una cuestión fundamentalmente de distribución del ingreso. Cómo el mismo Lic. Giuliano señala, la gran mayoría de la deuda interna es entre distintos organismos públicos, por lo que su problemática pasa a ser una cuestión de distribución de recursos presentes y futuros entre distintas instancias del Estado. Un tema sin duda importante, pero de mucha menor relevancia para nuestra patria que la deuda externa, pero que igual merece nuestro análisis.

Empezando con la deuda del Estado Nacional con la ANSES. Ésta es una inversión de los fondos de ese organismo cuya conveniencia financiera puede discutirse, pero hay que aclarar que no difiere de las inversiones que hacían con esos recursos las AFJP, que invertían mayormente en títulos públicos. Entonces, el logro de este gobierno ha sido, nada más y nada menos, que terminar con las comisiones del orden del 30% que se quedaban los administradores privados por financiar al gobierno con los fondos del sistema previsional. Respecto del impacto distributivo del pago de esta deuda, es una transferencia de ingresos del Estado Nacional a la ANSES que permite abonar las jubilaciones y asignaciones fami-

liares. Así que pedir el no pago de esa deuda (que Giuliano no ha hecho, pero lo aclaro por si fuera la ocurrencia de alguien que esté leyendo este intercambio de opinión), es un reclamo muy similar al del FMI de pedir un recorte en el presupuesto destinado a financiar gasto social.

Respecto de la deuda del gobierno con el Banco Central («independiente» según el diseño de los intereses financieros de Washington, que Giuliano parece compartir) que se emite para el pago de deuda externa con reservas, es una cuestión contable que utiliza el gobierno para eludir las restricciones institucionales heredadas del menemismo y pagar la deuda externa con las reservas internacionales sin por eso tener que restringir el gasto público. Entonces cabe oponerse al pago de la deuda externa, pero no a la emisión de deuda con el central para hacerlo, porque de lo contrario se caería nuevamente en la posición del FMI de pedir una mayor «prudencia fiscal» (léase, recorte del gasto social).

Respecto de si es correcto o no pagar la deuda con reservas, dado el precio actual de la soja y el costo de refinanciarla, desde un punto de vista financiero es un momento oportuno de desendeudarse. ¿Y qué mejor uso de las reservas que utilizarlas para avanzar en nuestra independencia económica?

Ello sin considerar cuestiones éticas sobre el origen de la deuda y otros argumentos válidos, pero si un esclavo tiene que pagar por su libertad, ¿quién le puede decir que no lo haga porque esa deuda es inmoral e ilegítima? ¿Quién le puede decir que está pagando demasiado? ¿Cuál es el precio de la libertad?

En cuanto a los cupones atados al crecimiento y los bonos atados por inflación, son compromisos de pagos que si se quiere estimar su valor actual (para tener un valor que pueda sumarse al stock de deuda en el presente), debe aplicarse la fórmula de tasa de descuento. Todo el mundo sabe que no es lo mismo pagar hoy que dentro de 10 años. Al pasar por alto esa diferencia elemental, se está incrementando artificialmente el valor actual de esos compromisos de pagos futuros.

Por último, respecto de la manipulación del INDEC de la que tantos hablan y a la que no pretendo justificar, el toqueteo del índice ha generado un ahorro de unos 13.000 millones de dólares (por bonos con cláusula CER llevados a valor actual)

Y perdón que no de más precisiones al respecto pero no quiero ser funcional a los intereses de los acreedores).

Capítulo 8

Debilitamiento del Banco Central. (11.5.2011)(*)

La debilidad financiera de una entidad se caracteriza por la baja del valor de sus activos, el aumento del peso de sus pasivos y/o la distribución de utilidades superiores a las reales.

El objeto de este breve trabajo es analizar si un proceso de este tipo se está dando hoy en día - de hecho - con respecto al Banco Central de la República Argentina (BCRA) a través de la Deuda Intra-Estado creciente del Banco con la Tesorería Nacional.

La calidad de los activos.

Actualmente el BCRA tiene en su Activo Reservas Internacionales por unos 52.000 Millones de Dólares (MD) y Títulos Públicos en cartera por 31.000 MD que, si le sumamos los Adelantos Transitorios al Gobierno Nacional - por otros 11.000 MD - nos da unos 42.000 MD puestos en papeles del Estado.

Todas las cifras están aquí expresadas con redondeo y tomadas o estimadas a mediados de Abril del corriente año (2011).

La mayoría de los Títulos Públicos que tiene el BCRA están constituidos por Letras Intransferibles emitidas por la Tesorería a cambio del préstamo de Reservas Internacionales que se usan para pagar Deuda Externa.

Estas letras suman unos 25.700 MD: 9.530 MD tienen fecha de vencimiento en el 2016 y el importe corresponde al pago efectuado al FMI a principios de Enero de 2006; mientras que el resto – 16.200 MD - son letras emitidas para integrar los denominados

Fondos de Desendeudamiento Público creados en 2010 y 2011, que tienen vencimiento también a 10 años (2020 y 2021 respectivamente).

Las letras devengan un rendimiento equivalente a la colocación de las Reservas Internacionales en el exterior – rendimiento que se dice estaría actualmente entre el 0.5 y menos del 1.0 % anual – con tope Tasa LIBO menos un punto porcentual.

Como la LIBOR (Tasa Interbancaria mayorista de Londres) está hoy a 0.74 %, esto quiere decir que las Letras Intransferibles tendrían hoy una rentabilidad negativa para el BCRA.

Sin considerar aquí que – como se verá enseguida – las reservas que el BCRA presta al Tesoro en la práctica son compradas con deuda (Lebac/Nobac) por la que se paga en promedio un 13 %. Es un 13 % en moneda local que, dada la estabilidad del tipo de cambio, equivale a una misma tasa en dólares.

Pero, volviendo al tema de la cartera de títulos, lo cierto es que el BCRA tiene una importante masa de créditos a su favor contra la Tesorería Nacional que conlleva un riesgo de cobrabilidad porque la capacidad de repago de estos títulos no está demostrada en ninguna parte y se trata de obligaciones que deberá cubrir no la actual sino futuras administraciones de Gobierno.

Una reflexión análoga vale para el caso de los Adelantos Transitorios al Tesoro.

Estos instrumentos de financiación al Gobierno son actualmente del orden de los 11.000 MD. Aunque se trata, por definición, de préstamos a corto plazo (un año) el Ministerio de Economía los renueva continuamente a su vencimiento, de manera que han devenido así un monto de deuda permanente y no cancelado porque está sujeto a una constante novación de deuda.

La Carta Orgánica del BCRA – Ley 24.144 – en su Artículo 20 fija un tope o máximo para estos anticipos del equivalente al 12 % de la Base Monetaria – que hoy es de unos 170.000 M\$ (algo menos de 42.000 MD) - pero a los efectos de este tope legal no se computan los anticipos dados al gobierno para el pago a Organismos

mos Multilaterales de Crédito (7.000 MD), de modo que el parámetro no está formalmente excedido (3.700 MD, que son el 9 %). El importe completo de deuda del Gobierno con el Banco Central por este concepto, sin embargo, es muy alto.

Cabe recordar, por otra parte, que el Artículo 19 (Inciso a) de la Ley 24.144 prohíbe al BCRA conceder préstamos al Gobierno Nacional – salvo los Adelantos citados y por el tope establecido – de modo que toda la cartera de títulos acumulada en el Activo del BCRA (que ha sido autorizada por Decretos del Poder Ejecutivo y no por Leyes del Congreso) se encuentra así en transgresión con la Carta Orgánica del Banco.

Entonces, al problema cuantitativo se suma el problema normativo en la Deuda intra-Estado del Tesoro con el Banco Central. Además del aspecto técnico financiero-contable, ya que cuando el BCRA presta Reservas al Gobierno efectúa operaciones permutativas del Activo, porque baja sus disponibilidades de divisas y aumenta los créditos con el Tesoro.

Ésta es la razón central por la que puede afirmarse que la calidad de los Activos que tiene hoy el BCRA es más baja debido a la existencia de una masa creciente de Títulos Públicos en cartera.

La Deuda Cuasi-Fiscal.

Después de la Base Monetaria (circulación monetaria más cuentas corrientes en pesos), que suma unos 170.000 Millones de Pesos (M\$) - equivalentes a 41.400 MD – y a la que debiera agregarse las cuentas corrientes en moneda extranjera (por otros 9.000 MD), el pasivo más importante del BCRA es el stock de Letras y Notas que el Banco coloca para absorber o esterilizar la gran mayoría de los pesos que emite para comprar divisas que pasan a formar parte de las Reservas Internacionales.

El monto de estas Lebac y Nobac está hoy en el orden de los 100.000 M\$ - equivalente a unos 25.000 MD – y su tendencia es creciente.

Estos títulos del BCRA son pasivos de corto y/o muy mediano plazo – van desde los 70 hasta los 1.000 días según los casos – y se licitan todas las semanas siendo que, a medida que van venciendo, se renuevan en su totalidad e incorporan nuevos importes de deuda.

Las Lebac pagan una tasa de interés promedio implícita del 13 % (porque se toma por diferencia de precios) mientras que las Nobac abonan tasa Badlar Bancos Privados (que es más alta que la Badlar Total). Esta Badlar está hoy en algo más del 11 % anual y el BCRA paga además un spread o sobretasa sobre la misma que va entre 0.75 y 3.0 puntos porcentuales según los plazos, es decir, una tasa de interés total que puede estar entre un 12 y un 14 % anual.

Tal es el costo financiero de la Política de Acumulación de Reservas del BCRA y de sus préstamos al Gobierno Central, dado el pago de servicios de la Deuda cuasi-fiscal constituido por letras y notas del Banco; a lo que debiera sumarse también el Lucro Cesante derivado del préstamo de reservas al Tesoro que, como vimos, se da a tasa cero o negativa para el Banco Central.

Con el agravante que la exposición financiera del BCRA va en aumento en la medida que existe un fuerte descalce entre estos pasivos de corto plazo por Lebac/Nobac (25.000 MD) y los activos por Títulos Públicos en cartera, que son de largo plazo (31.000 MD).

Esto hace, por otra parte, que el BCRA se encuentre además en una posición muy vulnerable frente al oligopolio de bancos locales tomadores de letras, que todas las semanas lo tienen en vilo por la opción de pasar por el «escritorio» a renovar los vencimientos o pasar por «ventanilla» a retirarlas en efectivo.

Las Utilidades del BCRA.

Durante el Ejercicio 2010 el Banco Central distribuyó ganancias muy altas como producto de sus resultados del año 2009: 23.500 M\$ en total.

De este importe, el Directorio decidió girar al Tesoro 19.500 M\$ y capitalizar los 4.000 M\$ restantes.

Para el corriente año (2011) los márgenes resultantes del 2010 no serían tan elevados porque se estiman utilidades menores del BCRA - que pueden incluso reducirse a la mitad - pero la estructura o composición de Activos y Pasivos del Banco no presentaría cambios sustanciales a los fines de análisis.

Por lo tanto, la probabilidad cierta que el BCRA siga girando altas ganancias al Tesoro se mantiene vigente y es parte relevante de los fondos de la Deuda Intra-Estado que sirven para sostener el Superávit Fiscal del Gobierno Central.

En función de las explicaciones precedentes, sin embargo, se abre un serio interrogante acerca de estos elevados niveles de ganancia que el Banco Central está girando actualmente a la Tesorería ya que aquí se presentan por lo menos tres puntos muy discutibles:

1. Gran parte de las utilidades del Banco – como ya se viene señalando desde hace tiempo - no son genuinas, estrictamente hablando, porque no derivan de su operatoria sino son producto coyuntural de diferencias positivas de cambio y de valorización de Bonos del Estado.

2. Los Títulos Públicos en cartera, que son de largo plazo, tienen un rendimiento casi nulo y conllevan un riesgo cierto de cobrabilidad, conforman una alta proporción del Activo.

3. Las Lebac/Nobac, que son pasivos de corto plazo renovados en forma continua y creciente, y que pagan tasas de interés muy caras, configuran una parte cada vez más elevada del Pasivo.

En consecuencia, la transferencia de utilidades en gran escala que el BCRA está efectuando hoy en día a la Tesorería Nacional es pasible de una grave pregunta: está el Banco distribuyendo ganancias contables que son superiores a las reales? (**)

Y, consecuentemente: una situación de este tipo – tal como está en curso - no implica, de hecho, un peligro cierto de exposición financiera para el BCRA?

La combinación de una baja en la calidad de parte del Activo (los Títulos Públicos en cartera) con un rápido acrecentamiento de letras y notas del Pasivo, que son – como hemos dicho - obligacio-

nes de corto plazo y pagan altos servicios de deuda, estaría mostrando que el Patrimonio Neto del BCRA efectivo o real es menor que su saldo contable.

Y estaría indicando, además, que las bases de cálculo sobre las que luego se determina la distribución de utilidades son artificialmente altas.

De esto se deriva que las ganancias del BCRA que se giran al Tesoro serían así desproporcionadamente más altas que las que debieran remitirse.

Con el detalle no menor que este giro de utilidades constituye uno de los rubros de ingresos relevantes que el Gobierno utiliza para cubrir con recursos extra-ordinarios su Déficit Fiscal.

Se trata de una parte importante dentro del capítulo clave de las transferencias y deudas intra-sector público que se está dando hoy en la Argentina como método de cobertura de las finanzas oficiales pero también como riesgo cierto de desfinanciamiento del Estado.

(*) El presente artículo del autor es el mismo que fue distribuido con fecha 10.5.11 pero con tres modificaciones puntuales de redacción:

1. La palabra *vaciamiento* del título, usada como símil gráfico o figurativo, ha sido reemplazada por *debilitamiento*, que refleja en forma más técnica u objetiva lo que se desea expresar.

2. El primer párrafo fue modificado entonces en consonancia con el nuevo título.

3. Se agregó una Nota Aclaratoria – que se transcribe a continuación – en línea con la observación sobre la distribución de utilidades.

(**) NOTA ACLARATORIA:

La idea de *ganancias reales* contrapuesta a la de *ganancias contables* constituye una diferenciación personal hecha para resaltar la diferencia existente con el real estado de situación financiera del BCRA, dado el carácter coyuntural de las mismas y su verdadero cuadro de Liquidez y Solvencia.

Las utilidades que distribuye el BCRA formalmente son legales: el Banco está autorizado a realizarlas. Sin embargo aquí pudiera presentarse un problema según el concepto de *Utilidades líquidas y realizadas* ya que se trataría de utilidades realizadas pero no liquidadas, en el sentido que son producto de utilidades contables y no físicas (por ingreso de dinero), dado que son *resultados por tenencia*. Ese dinero no pre-existe como Disponibilidades del BCRA sino que el Banco lo va a emitir para transferírsele al Tesoro.

Técnicamente, por ende, para referirnos al cuadro financiero del BCRA habría que hablar de peligro de *desfinanciamiento* o *debilitamiento* del BCRA, a los efectos de advertir el peligro de una situación que se está dando en los hechos.

Capítulo 9

El lavado de la Deuda Pública (7.6.2011)

Por analogía con el concepto de Lavado de Dinero, a los fines de este trabajo definimos como Lavado de Deuda aquellas operaciones de reestructuración que tienen por efecto práctico encubrir o dificultar la identificación de deudas ilegítimas cargadas al Estado.

Este tipo de procedimientos se efectúa a través de novaciones de deuda (refinanciación con el mismo acreedor) y/o nuevas operaciones con terceros para cancelar obligaciones contraídas con otro acreedor (operaciones de Administración de Pasivos).

En determinados casos – como ocurre actualmente en la Argentina – el Estado puede pagar así a tenedores privados deudas contrayendo nuevas deudas dentro del propio Sector Público.

El objeto de esta nota es analizar precisamente esto que está sucediendo hoy en la Argentina en la materia, donde tal modalidad – que, en realidad, es una constante en la historia de la Deuda Pública – se sigue realizando pero con la importante variante que se hace principalmente a través del crecimiento de la Deuda Intra-Estado.

Operatoria del Lavado de Deuda.

La esencia de toda operación de «lavado de activos» – en este caso, desde el ángulo del Fisco, su contrapartida o «lavado de pasivos» - es transformar operaciones ilegales o irregulares en contratos aparentemente legítimos, soslayando para ello que – desde el punto de vista lógico y jurídico – si una obligación primitiva es

irregular o ilegítima en su origen la misma no genera obligaciones válidas para el Estado pese a cualquier refinanciación que se haga.

Los funcionarios superiores intervinientes son, en tales situaciones, directamente responsables por las acciones, omisiones y/o irregularidades que convalidarían de este modo a través de su comportamiento contrario a los Intereses del Estado e incumpliendo, consecuentemente, sus Deberes como Funcionarios Públicos.

Este proceder se agrava más todavía cuando las obligaciones se contraen sin demostración de la debida capacidad de repago del Estado, lo que implica compeler una forzosa reestructuración futura de las mismas, sin extinción de los compromisos financieros.

La combinación de deudas ilegítimas y reestructuraciones sin capacidad de repago configura la base del círculo vicioso de la Deuda Perpetua: el Stock de la Deuda Pública no baja, los Servicios de Intereses de la Deuda pesan cada vez más en los Gastos Corrientes, los vencimientos de Capital no se pagan sino que se refinancian en su totalidad generando nuevos servicios de deuda y las administraciones de Gobierno toman más Deuda, cuyo saldo sigue aumentando.

Tal fue y sigue siendo el mecanismo de Endeudamiento Público permanente que ha seguido nuestro país hasta hoy, tema que ya ha sido tratado en otros trabajos del autor.¹

Antecedentes de la Deuda Actual.

El procedimiento clásico del Endeudamiento Público se da casi siempre por medio de la creación de deudas ilegítimas o irregulares que luego se van «legitimando» a través de sucesivas reestructuraciones de pasivos de modo que las obligaciones espurias originales son reemplazadas gradualmente por nuevos instrumentos de deuda.

Esto ocurrió en la Argentina con la Deuda Externa primitiva del Proceso Militar 1976-1983 a lo largo de etapas sucesivas:

1. La Deuda Pública Nacional de la Argentina (16.5.11), Alerta amarilla sobre la Deuda Pública (9.2.11) y Deuda Pública y Presupuesto 2011 (12.1.11).

- los Acuerdos de Nueva York 1985-1987 del Gobierno Alfonsín, que refinanciaron el paquete de deudas ilegítimas arrastradas del gobierno militar e incluyendo también la estatización de las deudas privadas transferidas al Estado por el mecanismo de swaps y seguros de cambio.
- el Plan Brady 1992-1993 de la Administración Menem-Cavallo, que se hizo sobre la base de los convenios anteriores y transformó las acreencias nominativas de los grandes Bancos Acreedores en títulos públicos anónimos (el conjunto de Bonos Brady y conexos). Fue el gran «salto cualitativo» del Lavado de Deuda que dio paso, a su vez, a la Segunda Ola de Endeudamiento Público durante la Década del '90.
- el Megacanje De la Rúa-Cavallo de Junio del 2001 y la posterior conversión de Bonos en Préstamos Garantizados, a través del Decreto 1387/01, en Noviembre de ese mismo año. Y
- el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 – y sus complementarios del 2010 - que se estima reestructuraron entre un 80 y un 95 % los títulos emitidos en el 2001.

Todas estas operaciones se hicieron por connivencia entre los grandes Acreedores del Estado – asistidos por Bancos-Agente colocadores de Deuda, apoyados por Calificadoras de Riesgo a cargo de las buenas notas para el país y recomendaciones de los Organismos Financieros Internacionales (con el Fondo Monetario a la cabeza) – y los gobiernos de turno, cualesquiera fuese su signo político.

Un «detalle» importante a tener en cuenta es que todas estas reestructuraciones se hicieron por necesidad frente al fracaso de las anteriores, es decir, como forma de evitar una declaración formal de cesación de pagos (cosa que no impidió el default en el caso de la Crisis de Deuda del 2001).

La posición del Gobierno Kirchner.

En su libro «Después del derrumbe» (Buenos Aires, Abril de 2003) – editado un mes antes de las elecciones - el ex presidente Néstor Kirchner decía que en caso que asumiese la presidencia no iba a cuestionar la legitimidad de la Deuda Pública ya que, en línea con los argumentos típicos del Establishment, ningún otro gobierno anterior la había objetado y que el Congreso, al convalidar el presupuesto anual, estaba dando por sobreentendido que las obligaciones por las que se pagan los intereses de la deuda son legítimas.

Su esposa, la actual presidenta Cristina Fernández de Kirchner, ratificó y explicitó más aún esta postura oficial en varias ocasiones, especialmente en su discurso del 4.3.10, donde no solamente se refirió a la legitimidad de la Deuda dándola por válida e incuestionable sino que garantizó el pago de la misma a los acreedores, apelando incluso a las reservas internacionales del Banco Central, tal como lo viene haciendo su Administración.

Esta postura del gobierno tuvo por hitos principales el pago total y anticipado de la Deuda Externa al Fondo Monetario Internacional, el Megacanje Kirchner-Lavagna del 2005 y sus canjes complementarios del 2010, la oferta de pago con Reservas de la Deuda Externa a los países del Club de París (cuya mayor parte proviene de sucesivos «lavados de Deuda» desde el Gobierno Militar) y la constitución por Decreto de los denominados Fondos de Endeudamiento Público (2010 y 2011), utilizados para pago a Organismos Multilaterales de Crédito y Acreedores Privados también con Reservas Internacionales.

El gobierno Kirchner soslaya así la existencia de la causa judicial con sentencia en firme Olmos I y las otras causas que todavía siguen en curso: Olmos II, Megacanje 2001 y gestión de la Deuda 1976-2007.

La Política de Endeudamiento Público de la actual Administración sigue una Hoja de Ruta cuyos pasos principales declarados son la regularización de la Deuda con los Acreedores que no ingresaron en los canjes (Holdouts), el nuevo arreglo con el Club de

París y la vuelta al Mercado Internacional de Capitales para contraer más Deuda Pública en el nuevo marco de reglas del Grupo de los 20 (que tiene por organismo de monitoreo al FMI).

En este contexto, la apelación a la Deuda Intra-Sector Público, esto es, la toma de fondos de Entes del Estado – principalmente Banco Central y ANSES – para pagar a Organismos Financieros Internacionales y Acreedores Privados, actúa en la práctica como un Préstamo Puente para cubrir las Necesidades de Financiamiento derivadas de la Deuda Pública de modo de poder cumplir con los objetivos de la Hoja de Ruta.

Este procedimiento – que se ha explicado en otros trabajos del autor² y que conlleva un nuevo lavado factico de deuda - estaría, sin embargo, llegando hoy a su fin, por la cercanía a un «límite de riesgo» de la Deuda Intra-Estado, que expone particularmente al Banco Central y a la ANSES desde el punto de vista financiero.

El discutible uso del criterio de Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) del BCRA para prestarle fondos a la Tesorería que debilita la posición de divisas del Banco y la cuestionable utilización de los recursos acumulados de la ANSES con el mismo fin no sólo aumentan la exposición del sistema financiero público sino que alterarían las prioridades en el destino de tales fondos: el respaldo de la Base Monetaria y la garantía de las obligaciones comerciales en moneda extranjera, en el primer caso, y el cumplimiento de las obligaciones legales de recomposición de los haberes jubilatorios en el segundo.

Proyecciones Políticas Inmediatas.

Todo este mayúsculo «pateo para adelante» de vencimientos crecientes de la Deuda Pública (por Capital e Intereses) se da a costa del aumento de la Deuda Intra-Estado como una forma de cobertura transitoria que no sólo constituye un peligroso incremento

2. Un debilitamiento del Banco Central? (11.5.11) y Qué significa la deuda intra-estado? (16.11.10); además de los escritos citados en el punto anterior.

de las obligaciones netas y no extingüibles del Fisco sino que implica, a la vez, una nueva enorme operación de Lavado de Deuda en gran escala a través de la cual el Estado liquida y transfiere títulos de origen ilegítimo de manos privadas cargándolos a sus propias cuentas públicas; con el agravante que tales nuevas obligaciones no tienen capacidad de pago demostrada.

Ésta es la principal y «pesada herencia» que viene gestando el gobierno Kirchner y que se supone espera sostener hasta las elecciones presidenciales de Octubre, abriéndose así el grave interrogante – del que no se habla - sobre lo que deberá hacerse inmediatamente después de los comicios en esta materia.

Repetiendo una técnica que ya es de rigor en estos casos, el Capital Financiero maneja en la actualidad las Crisis de Deuda Pública forzando que los Ciclos de Deuda coincidan cada vez más y en forma mejor calzada con los períodos de Gobierno.

De esta manera se asegura que si la victoria electoral corresponde a las fuerzas políticas de Oposición las mismas afrontarán en condiciones financieras totalmente débiles las futuras renegociaciones próximas; y si la victoria consagra la permanencia del gobierno de turno, el mismo tendrá que cumplir - de grado o por fuerza - los compromisos irrestrictos que ha asumido porque no son ya herencia de ninguna administración anterior y porque, además, esos compromisos han sido tomados precisamente como condición o forma de asegurar su continuidad en el «poder», un poder que deviene así en la práctica una parodia desde el punto de vista de las verdaderas decisiones de Gobierno.-

Capítulo 10

Las vulnerabilidades del Banco Central (BCRA) (11.6.2011)

Este trabajo es continuación del titulado «Un debilitamiento del Banco Central?», de fecha 11.5.11, y tiene el propósito de ahondar el tema de referencia.

Tal inquietud no es casual porque las crisis financieras derivadas del Sistema de la Deuda Pública usualmente se prefiguran a través de las vulnerabilidades de la Autoridad Monetaria y en la Argentina el problema del BCRA puede devenir, a corto o mediano plazo, el Talón de Aquiles del denominado Modelo K.

Las reservas de libre disponibilidad (RLD).

La Política de pago de Deuda Externa con Reservas Internacionales – una variante del Pago de Deuda con Activos Financieros – descansa en el uso de los Fondos de Desendeudamiento Público integrados con RLD.

Según el Artículo 5 de la Ley de Convertibilidad modificada 23.928 las RLD son las reservas que exceden el respaldo de la Base Monetaria.

Conforme la última información disponible del BCRA, al 31.5.11 sus Reservas totales suman unos 52.000 MD (Millones de Dólares), equivalentes a 213.000 M\$ (Millones de Pesos) – cifras tomadas aquí siempre con redondeo y al Tipo de Cambio 4.09 \$/US\$ - y la Base Monetaria es de casi 173.000 M\$, que equivale a 42.000 MD aproximadamente – de modo que las RLD, por diferencia, resultan del orden de los 10.000 MD.

Pero esta forma de cálculo legal es muy discutible desde el punto de vista técnico financiero ya que las reservas de un país no

están sólo para cubrir la Base Monetaria sino también las obligaciones nacionales en moneda extranjera y/o los compromisos en pesos rápidamente convertibles en divisas.

Porque si se produjera una corrida o fuerte desplazamiento contra el peso el Banco Central es el que debe afrontar la crisis con el necesario «poder de fuego» cambiario, esto es, con el stock de divisas suficiente para contener una presión de este tipo, sea espontánea o dirigida como «golpe de mercado».

El BCRA tiene tres rubros clave donde se manifiesta hoy esta vulnerabilidad primaria: 1. Los pasivos por encajes bancarios en moneda extranjera, por 8.600 MD, a los que debiera responder en caso de retiro de fondos depositados en divisas, 2. La Deuda Cuasi-Fiscal por Lebac/Nobac, que son pasivos de corto y mediano plazo convertibles en divisas y que hoy totalizan unos 104.000 M\$, equivalentes a 25.400 MD; y 3. La Base Monetaria, que es el pasivo más importante bajo el actual régimen de libre conversión del peso, que sigue vigente más allá del cambio de paridad 1:1 y está fuertemente expuesto en caso de una corrida hacia el Dólar.

Si a las RLD actuales de 10.000 MD le restamos los encajes en dólares (8.600 MD) y el stock de Letras/Notas (25.400 MD) el saldo de divisas realmente disponibles deviene negativo por 24.000 MD.

Ante esta situación, el BCRA obviamente no tendría las divisas suficientes para abastecer la demanda de moneda extranjera – tal como ocurrió durante la Crisis de Deuda del 2001 – y entonces muy probablemente tendría que instaurarse un nuevo Corralito/Corralón o recurrir a préstamos externos de estabilización para mantener el actual Sistema Monetario y Financiero del país.

Y esto es así porque los movimientos financieros, una vez desencadenados, se generalizan y potencian por imitación (el llamado «efecto manada») de modo que la lógica teórica de mercado se invierte porque la Demanda de Moneda Extranjera, por expectativas, no decrece sino que aumenta a medida que sube el precio del Dólar.

La deuda cuasi-fiscal del BCRA.

Para sostener su política de Flotación Administrada del Tipo de Cambio el BCRA compra las divisas que ingresan al país – provenientes de la liquidación de exportaciones y también de la entrada de capitales financieros – emitiendo dinero.

Como este aumento de circulante engrosa la Base Monetaria (por incremento de los pesos en circulación) y ello presiona en forma generalizada sobre los precios (Inflación), el mismo Banco Central sale al mercado para retirar o esterilizar la mayor parte de ese dinero emitido; y lo hace colocando letras y notas (Lebac/ Nobac), que son títulos a corto o mediano plazo del propio Banco, no del Tesoro Nacional, que pagan hoy entre el 12 y el 13 % de interés anual.

Con tipo de cambio estable o dólar semi-fijo, una tasa del 12-13 % en Pesos equivale a una misma tasa en dólares, lo que es altísimo a nivel internacional y, por ende, incentiva el ingreso de capitales especulativos al país.

Como la masa de estas obligaciones del BCRA suma hoy más de 25.000 MD, esto significa que solamente por este rubro de Deuda el Banco abona de interés arriba de los 3.000 MD por año.

Se trata de títulos en pesos que se renuevan semanalmente por subasta del BCRA donde la Tasa de Corte se determina como Tasa de Interés Implícita, esto es, por diferencia entre valores colocados bajo la par y vencimientos cancelados a valor nominal.

Tales intereses corresponden a la llamada Deuda Cuasi-Fiscal o Deuda propia del Banco Central y son independientes de los que paga el Tesoro Nacional por la Deuda Fiscal del Estado Central.

Como esos intereses que eroga el Gobierno son del orden de los 9.000 MD para el Ejercicio 2011 esto significa que la proporción de servicios financieros por este concepto deviene 3:1, ya que por cada tres pesos-dólares de intereses que abona la Administración Central el Banco Central además eroga uno.

La observación es importante porque el peso del endeudamiento del BCRA, como «ventanilla lateral» del Poder Ejecutivo es fuertemente creciente: a fines del 2008 la Deuda por Lebac/Nobac era de 53.100 M\$ - equivalente a 15.400 MD (al tipo de cambio 3.45 \$/US\$) – y a fines del 2009 era de 54.400 M\$ - equivalente a 14.300 MD (al cambio 3.80 \$/US\$); al 31.12.10 el stock había subido a 88.600 M\$ - 22.300 MD con dólar a 3.98 – y actualmente, como lo hemos dicho, es de 104.000 M\$, equivalente a 25.400 MD.

El aumento de la Deuda Cuasi-Fiscal por letras y notas del BCRA, con el consiguiente incremento de los pagos por intereses, es el costo o contrapartida de la Política de Acumulación de Reservas; con el agravante que una parte importante de las reservas – las cuestionables RLD – el Banco Central se las presta al Gobierno para que éste pague Deuda Externa.

De esta manera el Tesoro paga a Organismos Multilaterales de Crédito y Acreedores Privados, entregándole al BCRA Letras Intransferibles a 10 años de plazo (que no tienen garantías ciertas de devolución futura) y el Banco se queda con las Deudas Cuasi-Fiscales que contrajo para comprar las reservas, siendo la clave del asunto que el Gobierno paga así Deuda Externa con Reservas Internacionales que han sido compradas con Deuda.

El mercado financiero de Lebac/Nobac está reservado a un grupo de grandes bancos locales – o extranjeros con filiales en el país – que es de carácter oligopólico (figurativamente oligopsónico) porque son pocos y están en condiciones de manejar en forma extorsiva sus propuestas de compra al BCRA: pasar semanalmente por el «escritorio» para renovar regularmente los vencimientos o pasar por «ventanilla» a cobrarlos, cosa esto último que obligaría al Banco a devolverles altas sumas de Capital o Principal echando a la vez más dinero a la plaza.

De hecho, el BCRA prácticamente nunca coloca los montos iniciales de títulos que ofrece sino sumas mucho mayores, que están en línea con las propuestas que recibe de los bancos tomadores.

En consecuencia, el BCRA sigue absorbiendo así liquidez excedente de los grandes Bancos Comerciales – dinero que se presta al

Estado en lugar de aplicarlo al Crédito Privado – les «subsidia» a esos bancos fondos ociosos que en condiciones normales debieran presionar a la baja los costos financieros hacia préstamos más baratos y determina además un elevado piso para las Tasas de Interés del Mercado.

La Deuda Pública - en este caso, la del Banco Central - fuerza un alto piso de las Tasas de Interés, esta elevación de tasas - unida a una virtual estabilidad del Tipo de Cambio - atrae capitales especulativos externos que entran al mercado local para lucrar con el arbitraje de tasas (diferencial de tasas locales versus internacionales) y entonces ese ingreso de divisas presiona a la baja el Tipo de Cambio.

El dilema del Tipo de Cambio.

Como regla general, a la Industria o actividades productivas en general – la Economía Física o Real, fundamentalmente la vinculada con los negocios de Exportación – le conviene un tipo de cambio alto mientras que al Sector Financiero, esencialmente ligado a la Economía Monetaria y en particular a la Deuda Externa del país, le conviene un tipo de cambio bajo, para que la recaudación local en pesos pueda traducirse en mayor cantidad de moneda extranjera transferible para pago de servicios de la deuda al exterior.

Es la antinomia de base entre Economía y Finanzas, en la que la Deuda juega un papel determinante.

La trampa de la Deuda Perpetua, entendida como deuda impagable que obliga refinanciamientos permanentes y servicios de intereses que inhiben la posibilidad de efectuar amortizaciones netas de Capital, se vincula en forma muy especial con el Tipo de Cambio.

La Deuda Pública – en este caso, la del Banco Central - fuerza un alto piso de las Tasas de Interés, esta elevación de las tasas atrae capitales especulativos externos que entran al mercado local para lucrar con el arbitraje de tasas y entonces ese ingreso de divisas presiona a la baja el Tipo de Cambio.

Para evitar la apreciación del Peso contra el Dólar, producto del aumento en la oferta de divisas, el BCRA sale a comprar los dólares ingresados y para ello – según lo explicado anteriormente – emite pesos que luego rescata en su mayor parte colocando Lebac/Nobac (por las que paga el 12-13 % de interés).

Este aumento creciente de títulos públicos cuasi-fiscales del BCRA retroalimenta el nivel de las tasas de interés e induce nuevas entradas de capitales financieros, con lo que la presión bajista sobre el tipo de cambio se acentúa y el incremento de la masa monetaria obliga nuevas emisiones de letras/notas.

Paralelamente, la Inflación Real va carcomiendo internamente el valor del Peso pero lo aumenta de hecho frente al Dólar, de modo que el Tipo de Cambio Real (Tipo de Cambio Nominal menos Inflación Interna) conduce a una apreciación fáctica del peso, que se estima se encontraría ya a niveles cercanos a los de la Convertibilidad.

El Gobierno Kirchner, que se sobrentiende no devaluaría nunca antes de las Elecciones, de todas maneras está gravemente restringido para hacerlo en escala relevante porque la devaluación se transmitiría a los precios internos, descontrolando el actual proceso inflacionario; y además le complicaría al Fisco los mayores pagos de servicios de la Deuda Externa, aunque los compense en parte con el aumento del valor de las Retenciones.

Bajo este esquema, a menos que el Gobierno decida restringir la entrada de Capitales Financieros aumentando los depósitos indisponibles o gravándolos con un impuesto nuevo (como hace Brasil, aunque sin resultados visibles) la deuda cuasi-fiscal del BCRA seguiría creciendo.

Pero aún ello no sería receta segura porque los Bancos responderían posiblemente elevando las tasas de interés.

En consecuencia, el BCRA estaría «condenado» a seguir comprando divisas – fenómeno hoy no exclusivo de la Argentina sino generalizado a los Países Emergentes en su conjunto – y con ello emitiendo más dinero y colocando enseguida más títulos para rescatarlo.

Como este procedimiento tiende a elevar el piso de las tasas de interés locales, no sólo el mecanismo de re-endeudamiento y aumento ulterior de la deuda cuasi-fiscal no decrece sino que las altas tasas, que conforman el Costo Financiero de las Empresas, se siguen transmitiendo al Sistema de Precios y consecuentemente continúan presionando sobre la Inflación.

De esta forma, la Deuda Pública – Fiscal y Cuasi-fiscal – deviene así una de las causales centrales de la Inflación actual en la Argentina, tema éste que notablemente soslayan el Gobierno y todos los economistas del Establishment.

En estos momentos se considera que el BCRA no podría seguir prestando más Reservas a la Tesorería para pago de Deuda Externa porque el saldo decreciente de la Balanza Comercial y la Fuga de Capitales están llevando al límite el riesgo del peligroso expediente de las RLD.

De la misma manera, el Gobierno Kirchner estaría llegando ya al tope de Endeudamiento Intra-Estado porque sus principales prestamistas oficiales – el BCRA y la ANSES – se encuentran en un nivel de exposición financiera demasiado alto como para seguir cubriendo los servicios de la Deuda por mucho más tiempo.

De hecho, esta Deuda Intra-Sector Público viene actuando como «préstamo-puente» para cumplir con la Hoja de Ruta que permita al Gobierno lograr el objetivo declarado de regresar al Mercado Internacional de Capitales, precisamente para volver a endeudarse.

Capítulo 11

El aumento de la Deuda Pública 2011 (4.7.2011)

El Ministerio de Economía (MECON) – a través de la Secretaría de Finanzas – acaba de editar en su página web el Informe trimestral sobre Deuda Pública del Estado Central al 31.3.2011.

El objeto de este breve trabajo es analizar el actual cuadro de situación del endeudamiento fiscal argentino a la luz de estas nuevas cifras oficiales.

El incremento de la Deuda.

El stock de la Deuda Pública al 31.3 de este año según el MECON es de 184.400 Millones de Dólares (MD): 173.100 por Deuda Performing o Normalizada y 11.300 por Deuda no ingresada en el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 y complementarios del 2010 (Holdouts).

Las cifras están expresadas siempre con redondeo y se refieren solamente a los datos de la Deuda en cabeza del Estado Central.

Además, no está considerada aquí la Deuda no registrada por concepto de Capitalización de Intereses, Indexación de la Deuda en Pesos ajustada por Inflación y pagos anuales por Cupones ligados al Crecimiento, que en conjunto se estima los tres rubros superan los 50.000 MD.

El saldo de la Deuda Pública al 31.12.10 era de unos 176.000 MD (175.500, producto de 164.300 más 11.200 de Holdouts), de modo que el stock de deuda habría crecido casi 9.000 MD durante el primer trimestre de este año.

El Informe del MECON reconoce este hecho – un aumento de 8.800 MD medido en función de la Deuda Performing – explicando que la mayoría del importe (7.400 MD) corresponde a la nueva deuda contraída por el Tesoro con el Banco Central (BCRA) por los préstamos de Reservas Internacionales que serán destinados al pago de Deuda Externa durante el ejercicio.

Por este motivo, el incremento real o neto de la Deuda sería según el MECON de 1.400 MD (diferencia entre 8.800 y 7.400) ya que estas reservas se usarían para pagar a Organismos Multilaterales de Crédito (OMC) – Banco Mundial (BIRF), Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y, en menor grado, Corporación Andina de Fomento (CAF) – y también para pagar a Acreedores Privados.

Esto último, empero, no está permitido legalmente porque el Artículo 6 de la Ley 23.928 de Convertibilidad modificada sólo autoriza el pago con Reservas a OMC, no a personas o entidades privadas.

El Gobierno Kirchner, como es sabido, utiliza las denominadas Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) o reservas excedentes a la cobertura de la Base Monetaria, para pagar vencimientos de la Deuda Externa. Lo hace a través de Decretos del Poder Ejecutivo, no Leyes del Congreso, y la mayoría de tales fondos van hoy al pago de Acreedores Privados.

Este año, de los 7.500 MD previstos para el Fondo de Desendeudamiento 5.400 van a Acreedores Privados y 2.100 a OMC. El año pasado, con un total de 6.600 MD, los destinos habrían sido de 4.400 y 2.200 MD respectivamente.

Al abonar Deuda Externa con Reservas del BCRA el Gobierno no sólo «internaliza» deuda (paso de obligaciones con acreedores del exterior a nuevos acreedores locales) sino que la traspassa al propio Estado, ya que la Tesorería queda así endeudada con el Banco Central.

Esta deuda se instrumenta a través de la emisión de Letras Intransferibles a 10 años de plazo.

En la actualidad, la Deuda del Tesoro con el BCRA por préstamo de reservas sobrepasa los 30.000 MD, pese a que la Carta Orgánica del Banco, en principio, le prohíbe otorgar préstamos al Ejecutivo (según el Artículo 19, inciso a, de la Ley 24.144).

Este tema es particularmente delicado porque además el Gobierno Nacional no ha demostrado cuál es su capacidad de repago por esta deuda que contrae con el BCRA; lo mismo que tampoco demuestra cómo se va a pagar la Deuda Intra-Estado en general y, en sentido más amplio, la Deuda Pública en su conjunto.

A la luz de la información del Primer Trimestre el aumento de la Deuda Pública que se viene registrando hasta ahora es parte del endeudamiento adicional para este año, que por Presupuesto 2011 está previsto aumente en unos 9.400 MD.

Sin contar con otros 18.000 MD de Deuda Nueva para Obras Públicas y de Infra-Estructura autorizados para contraer por parte de Empresas del Estado, Organismos Nacionales y/o Fondos Fiduciarios, todos ellos con avales del Estado Central, según el Presupuesto del Ejercicio (que fue aprobado por Decreto del Poder Ejecutivo, no por Ley del Congreso).

Agravamiento de la Deuda Intra-Estado.

Como este subtema ya fue tratado en otros trabajos del autor¹, aquí nos limitamos a destacar sólo la incidencia de este procedimiento en función de las nuevas cifras oficiales.

1. Otros artículos recientes del Autor:

- Las vulnerabilidades del Banco Central (11.6.11).
- Un debilitamiento del Banco Central? (11.5.11).
- La Deuda Pública Nacional de la Argentina (16.4.11).
- Alerta amarilla sobre la Deuda Pública (9.2.11).
- Deuda Pública y Presupuesto 2011 (12.1.11).
- Apéndice sobre el pago de Intereses de la Deuda (13.1.11).
- Qué significa la Deuda Intra-Estado? (16.11.10).

El Informe del MECON que acompaña las estadísticas de Deuda del Primer Trimestre de este año vuelve a destacar dos hechos ambivalentes o engañosos.

1. Por un lado, se dice que la Deuda Pública del Estado Central equivale ahora al 46.3 % del Producto Interno Bruto (PIB): resultado de dividir sólo los 173.100 MD de la Deuda Performing del Gobierno (no su Deuda Total de 184.400 - sin el agregado de la Deuda no Registrada - ni mucho menos la Deuda Pública Nacional, que sería lo que correspondiera) por el Producto Bruto (que sería así del orden de los 374.000 MD).

Pero se soslaya decir que la Deuda aumentó y sigue aumentando en valor absoluto.

Esta variante de aducir que la Deuda baja según el índice Deuda/PBI cuando su monto en realidad sigue aumentando, es tan engañosa como el uso de la palabra «des-endeudamiento» a modo de eufemismo en lugar de utilizar la palabra «pagar»; siendo que, en ambos casos, la Deuda no disminuye sino que se incrementa.

2. Por otro lado, el MECON subraya nuevamente que la Deuda Intra-Estado constituye hoy casi la mitad de la Deuda Pública Total, lo que se presenta como un logro o ventaja.

Sin embargo, esto merece algunas consideraciones.

Primero: No hay duda que tomar compromisos con entidades del propio Estado supone obviar los espinosos problemas de refinanciación con acreedores externos y/o privados en general; pero el tema es que el Gobierno no acredita la capacidad de repago pertinente frente a estas nuevas obligaciones que asume, con el agravante que la gran mayoría de este dinero se toma de fondos que estrictamente hablando no son del Estado, como es el caso de los recursos de la ANSES, que son de los Jubilados; o las reservas internacionales del BCRA, que tienen finalidad específica de respaldo a la Base Monetaria y los pasivos financieros propios del Banco.

Por lo tanto, el sólo hecho de traspasar deuda que se tenía con Terceros a nueva Deuda con fondos públicos no es una buena noticia per sé.

Segundo: Este nivel creciente de endeudamiento intra-Sector Público hoy estaría llegando empero a un límite, y tal tope estaría dado – al menos para sus dos acreedores principales – por el margen de recaudación previsional en relación a los compromisos de pago jubilatorios y las causas judiciales con sentencia en firme, en lo tocante a la ANSES; y por el nivel de endeudamiento cuasi-fiscal del BCRA para seguir comprando reservas que luego presta a la Tesorería (Deuda por Letras y Notas a corto y muy mediano plazo que coloca y renueva permanentemente el BCRA, y por las que paga un 13 % de Interés anual).

Esto es, que el Endeudamiento Intra-Estado no sólo es de cumplimiento incierto y financieramente gravoso sino que, además, podría estar llegando a un límite.

Tercero: Retomando el primer punto cabe una pregunta, ¿qué significa que el Gobierno esté cambiando Deuda Externa de Acreedores Privados y OMC traspasándosela al propio Fisco?

Si esa nueva Deuda – la Deuda Intra Estado – no tiene capacidad de pago demostrada ello implica que en algún momento futuro esta insolvencia se tendría que «blanquear», reconociendo entonces que tales obligaciones no se pueden pagar y que las mismas se debieran entonces «pasar a Pérdidas».

Pero esto no ocurriría en forma inmediata ya que el Gobierno sigue difiriendo o «pateando» vencimientos para adelante – el 60 % de los fondos de la ANSES está colocado en Títulos Públicos que conllevan pagos escalonados y las Letras intransferibles suscriptas con el BCRA tienen plazo 10 años – de modo que se supone la actual Administración puede eludir todavía una situación de impago.

Mas un cuadro de este tipo no puede sostenerse a largo plazo y amenaza entonces llevar a un «blanqueo» de cifras en el futuro; que es lo mismo que se plantea con la Deuda Pública no Registrada.

Por otro lado - si bien se trata de un tema del que no se habla - hay un hecho nuevo que se está produciendo en los últimos años: el Gobierno está reduciendo el peso futuro de la deuda en uno de sus rubros importantes, aunque lo está haciendo a costa de sus Finanzas Públicas; y es en el caso de la Deuda Indexada.

Aproximadamente 38.000 MD de la Deuda Pública Argentina está nominada hoy en Pesos que se ajustan por Inflación.

Aplicando el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) - que replica el Índice de Precios Consumidor IPC) - esto significa un aumento automático de la base de Capital de unos 4.000 MD por año.

Tal es lo que da actualmente por aplicación del Índice de Inflación Minorista oficial del INDEC - un ratio del orden del 10 %, fuerte y justificadamente cuestionado a raíz de los cambios introducidos a partir del 2007 - ya que si el stock de deuda indexable se ajustara por la Inflación Real daría más del doble de esta cifra.

Caben muy pocas dudas acerca de que el motivo de estos cambios del INDEC, aparte de esconder los verdaderos niveles de aumentos de precios, habría tenido por finalidad práctica contener el ritmo de actualización del Capital de esta Deuda Pública en Pesos ajustada por Inflación.

De allí que los Acreedores reclaman adicionalmente al Estado Argentino imputándole un «default encubierto» dado que el Gobierno Kirchner, manipulando un coeficiente de corrección clave para gran parte de su Deuda, produce una licuación parcial de la misma.

Pero ocurre que el Gobierno, por medio de la Deuda Intra-Estado, habría venido comprando gran parte de esta deuda que se licua, de modo que hoy más de 23.000 MD - sobre los 38.000 - se encuentran ya «rescatados» en manos del propio Estado, mientras algo menos de 15.000 MD quedarían todavía en manos privadas.

La des-indexación relativa de la Deuda en Pesos ajustada por CER afectaría entonces, en gran medida, a los bonos que tiene en cartera el Estado - Tesorería, ANSES, BCRA, BNA y otros entes públicos - reduciendo su rendimiento.

Se da así la paradoja que, por un lado, el Estado por vía del Tesoro se beneficia con esta licuación de deuda en relación al monto creciente de su Deuda Pública; pero los Acreedores Oficiales citados se perjudican en la misma medida.

Dicho con otras palabras: que cuando se toma Deuda Intra-Estado para pagar con ella a Terceros (fundamentalmente Acreedores Privados), el riesgo de incumplimiento se pasa al propio Estado y además, en el caso de la Deuda en Pesos Indexada, se tras-pasa también al fisco obligaciones que pierden valor y que, por ende, afectan las finanzas de los entes oficiales tomadores (ANSES, BCRA y otros).

Perspectivas Pre-Electorales.

La designación del Ministro de Economía Boudou como candidato oficialista a la vice-presidencia de la Nación conlleva, entre otros, un claro mensaje vinculado con la Deuda Pública.

Es una señal del Gobierno Kirchner a los Acreedores Financieros del Estado sobre la importancia que tiene para la actual Administración su compromiso de cumplir con la Hoja de Ruta reiteradamente sostenida por el propio Boudou: 1. Arreglo con los Acreedores de la Deuda que no entraron en el Megacanje 2005 (los Holdouts), 2. Próximo Acuerdo de la Deuda Externa con los Países del Club de París (que en su mayoría se arrastra desde la época del Proceso Militar), y 3. Regreso de la Argentina a los Mercados Internacionales de Capitales - bajo la recomposición de relaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y en el marco de la nueva «ingeniería financiera global» del Grupo de los 20 - para volver a tomar más Deuda Externa.

Algo así como la previsión de una asistencia externa futura destinada a cubrir el «bache de financiamiento» acumulado que hoy se cubre con el «préstamo-puente» de la Deuda Intra-Estado.

El escrupuloso cumplimiento de la nueva política de pagos internacionales de la Argentina a costa del endeudamiento intra-Estado, el consiguiente rescate de títulos que se traspasan así al Fisco

sin demostración de su capacidad de repago y el programa en curso de la Hoja de Ruta constituyen - de hecho - elementos de una verdadera Política de Estado en materia de Endeudamiento Público; y ésta es la política que estaría siendo instaurada por la Administración Kirchner.

Tal esquema se sostiene en la práctica con: a) un alto piso de Tasas de Interés locales determinado por el costo de la Deuda Pública, lo que fija un diferencial de tasas que atrae capitales financieros al país, b) un Tipo de Cambio Nominal retrasado y semi-fijo (con un Tipo de Cambio Real más bajo por efecto de la Inflación Interna), que contribuye a posibilitar los pagos de Servicios de la Deuda en Moneda Extranjera; y c) un mecanismo de traspaso en gran escala de obligaciones con Terceros a la condición de Deuda Intra-Estado, lo que amenaza un desfinanciamiento fiscal futuro en la medida que no exista capacidad de repago para afrontar las obligaciones propias y externas.

Frente a estas realidades y perspectivas, el Gobierno sigue apelando a la Deuda Intra-Estado y a recursos extra-ordinarios circunstanciales (como el caso de las utilidades del BCRA y la ANSES) para sostener sus cuentas fiscales, continúa efectuando fuertes pagos de Deuda Externa con Reservas prestadas por el Banco Central y presenta la refinanciación sistemática de sus pasivos públicos como el logro de un supuesto «des-endeudamiento».

Capítulo 12

Informe interno sobre Deuda Perpetua. (19.7.2011)

El Objeto de este trabajo es resumir los principales argumentos de base sobre la idea de trampa de Deuda Perpetua, que es el correlato financiero del concepto jurídico de Delito de Ejecución Continuada.

La esencia de este planteo es que si una Deuda se contrae sin la debida demostración de su capacidad de repago, la misma está «condenada» a ser refinanciada en el futuro, transformándose así en una Deuda Permanente.

Si tales obligaciones tienen paralelamente el agravante de haberse contraído con irregularidades y/u omisiones manifiestas – como también lo es el caso de la no capacidad de pago – las mismas entrarían en esta categoría de Deuda Perpetua, al menos por lo tocante a los deberes y responsabilidades de los funcionarios públicos superiores intervinientes.

Consecuentemente, los efectos de esa Deuda – desde el punto de vista del Estado, que es el Deudor – permanecen vigentes mientras dure la carga financiera fiscal que no puede extinguirse por cancelación definitiva, siendo así que las sucesivas renegociaciones de tales pasivos sólo cambian la titularidad formal de los Acreedores pero no el peso acumulativo de tales acreencias sobre el Erario Público.

Vigencia de la Deuda Perpetua.

Partiendo de una masa de endeudamiento inicial, contraída en forma ilegítima e irregular durante la época del Proceso Militar 1976-1983, y llegando hasta el presente la Argentina se encuentra

dentro de un esquema de Deuda Perpetua porque el Estado no tiene capacidad de pago para atender los vencimientos de Capital o Principal que se van produciendo continuamente y esos compromisos son refinanciados por medio de nuevas Operaciones de Administración de Pasivos: novaciones o cláusulas de prórroga, si se trata del mismo acreedor; o bien pagos de cancelación a unos acreedores con toma simultánea de Nueva Deuda con otros nuevos (hoy, en gran medida, pertenecientes a organismos del propio Estado).

El núcleo de la deuda originaria – considerado como monto de obligaciones del Estado provenientes de un mismo sistema irregular de endeudamiento sujeto siempre a refinanciaciones por incapacidad de pago - tuvo sucesivas grandes reestructuraciones, fundamentalmente: Acuerdos de Nueva York 1985-1987, Plan Brady 1992-1993, Megacanje 2001 y Megacanje 2005-2010.

Desde el Plan Brady en adelante, la naturaleza de los instrumentos de Deuda varió esencialmente: fue el paso de obligaciones con Acreedores nominativos a Tenedores de Títulos Públicos.

De este modo se produjo un pase al «anonimato» de los acreedores del país; pero no se perdió la identificación de los funcionarios responsables de tales operaciones de reestructuración sobre compromisos contraídos con irregularidades manifiestas y sin capacidad de repago por parte de los gobiernos de turno sucesores del Proceso.

A esto hay que sumar el agravante que una gran parte de la Deuda Pública del Estado Central se encuentra no registrada, esto es, que son obligaciones en firme pero no están cuantificadas en forma exacta, aunque sí pueden estimarse tentativamente a los fines de previsión dentro del perfil de vencimientos.

Se trata esencialmente de conceptos que no se registran contablemente debido al criterio de lo Percibido ni se muestran a los fines estadísticos en los Informes Oficiales del Ministerio de Economía (Secretaría de Finanzas) y que hoy son los siguientes: 1. Capitalización de Intereses por Anatocismo, 2. Indexación de Deuda en Pesos ajustada por Inflación (Coeficiente CER), y 3. Pago de Cupones ligados al Producto (PBI).

La existencia de estos tres conceptos de Deuda no registrada (que puede estimarse superan los 50.000 Millones de Dólares) pesan sobre el Tesoro Nacional pero no se informan a la Opinión Pública, contribuyendo a empeorar la incapacidad de pago de la Argentina.

Otro indicio de esta no capacidad de repago es la Capitalización de Intereses, que se produce todos los años (la mayoría hasta el año 2014 inclusive) debido a que el Estado no puede cubrir el pago de la totalidad de los mismos.

La vigencia fáctica de este mecanismo de Deuda Perpetua – deuda permanentemente refinanciada por incapacidad fiscal de pago – demuestra en los hechos que este Sistema de Endeudamiento rige no sólo desde el Pasado sino también en el Presente y el Futuro de la Nación y constituye una carga financiera permanente sobre sus habitantes.

El Servicio de esta Deuda Pública lleva hoy en día no sólo a comprometer recursos presupuestarios – con y sin aprobación del Congreso de la Nación – sino también fondos y/o reservas de ahorros del Estado que tienen finalidades específicas distintas al pago del endeudamiento, como es el caso de las Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA), el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del Sistema Previsional (que son fondos de los jubilados administrados por el Estado), fondos disponibles para el Sector Privado que el Banco de la Nación Argentina (BNA) presta a la Tesorería y toda una serie de Préstamos Intra-Sector Público que comprometen las Finanzas del Estado Argentino y que no tienen capacidad de repago demostrada.

Esto motiva que el Fisco mantenga una elevada Presión Tributaria sobre el Pueblo Argentino para tratar de atender una gran parte de los vencimientos de Intereses de la Deuda mientras refinancia continuamente los vencimientos de Capital.

Por estas razones – operativas y de concepto – decimos que la Deuda Pública no es sólo un hecho del Pasado sino una carga permanente sobre el Presente y Futuro del Pueblo Argentino.

Normativa del Crédito Público.

Las normas que rigen hoy el Sistema de Crédito Público están centradas en el contenido de la Ley 24.156 de Administración Financiera del Estado y, dentro de la misma, en las tocantes a la Capacidad de Repago del Sector Público.

Esta Ley del Congreso, dictada en Octubre de 1992, define la normativa básica de la Deuda Pública de la Argentina e identifica varias disposiciones que establecen el requerimiento de la capacidad de repago en las operaciones de crédito público.

Ello se encuentra expresa y coherentemente establecido en los siguientes artículos de la misma:

a) Dentro del Título I - Disposiciones Generales – el artículo 4 fija los objetivos a tener presente en el cumplimiento de esta Ley. Y el inciso a) hace referencia a la «economicidad, eficiencia y eficacia en la obtención y aplicación de los recursos públicos».

b) Este punto se complementa con el inciso c) del mismo artículo, que toca al desarrollo de la información pertinente para evaluar la gestión de los responsables administrativos en cada caso.

c) Dentro del Título III – Sistema de Crédito Público – el artículo 56 define la capacidad del Estado para endeudarse, incluyendo la reestructuración y refinanciación de sus pasivos, que se sobrentiende debe estar en línea con los objetivos señalados en el punto a).

d) El artículo 60 establece que no se podrán formalizar operaciones de crédito público que no estén contempladas en el Presupuesto del Ejercicio. Y agrega que las operaciones adicionales sólo podrán ser autorizadas por ley expresa al respecto (no por Decreto del Poder Ejecutivo).

e) El artículo 61 determina que las operaciones de crédito público que originen Deuda Externa deben contar con la opinión previa del Banco Central de la República Argentina (BCRA) sobre el impacto de la operación en la Balanza de Pagos.

f) El artículo 65 fija las condiciones de mejora que deben cumplirse para la realización de operaciones de crédito público (inclu-

yendo conversiones o renegociaciones de deuda) en materia de montos, plazos y/o intereses.

g) El artículo siguiente - número 66 - determina que las operaciones efectuadas en contravención de las normas dispuestas por esta Ley 24.156 son nulas y sin efecto.

h) El artículo 68 establece la responsabilidad de la Oficina Nacional de Crédito Público – ONCP – en este tipo de operaciones, «con la misión de asegurar una eficiente programación, utilización y control de los medios de financiamiento que se obtengan mediante operaciones de crédito público.»

El artículo 70 aclara expresamente que «el servicio de la deuda estará constituido por la amortización del capital y el pago de los intereses, comisiones y otros cargos» correspondientes a las operaciones de crédito público. Es decir, que la Ley fija un criterio de evaluación global o conjunto de las operaciones de endeudamiento.

Del análisis de la Ley 24.156 surge así que en los hechos estos requerimientos no se han cumplido ni se cumplen – en materia de contenido, tiempo, forma y/o grado de razonabilidad - en las operaciones de conversión de Deuda Pública y nueva Deuda, de modo que las mismas pueden, según los casos, quedar sujetas a nulidad, conforme lo consignado en el punto g).

Esto es particularmente importante y grave en cuanto a la interpretación que se haga el Artículo 65 de la Ley 24.156, que fija las condiciones a cumplir por el Poder Ejecutivo en los casos de reestructuraciones de Deuda porque este artículo condiciona la validez de las operaciones de reestructuración al logro de mejoras «de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales»; pero ocurre que tal redacción permitiría aceptar así cualquier operación de canje en forma irrestricta puesto que – por lógica de Matemática Financiera – siempre es posible mejorar una o dos de las tres variables a costa de las otras.

Por ejemplo – para poner un caso extremo - el Gobierno puede mejorar mínimamente el Plazo difiriendo la fecha de vencimiento de la nueva operación un día en relación a la de origen aceptando

una Tasa de Interés elevadísima (100 %) y estaría cumpliendo la letra de la Ley.

El problema es que las tres variables en juego – Monto, Tasa y Plazo – son compensables entre sí y permitirían cubrir siempre los requisitos del Artículo 65 si se lo interpreta en forma irrestricta.

El problema no reside entonces en el mero cumplimiento del texto del Artículo sino de su sentido lógico, que está dado por el verdadero criterio de mejoras y por la determinación de la Capacidad de Repago.

Las irregularidades – probadas y manifiestas según surge de la Causa Olmos I – se arrastran así a través de las sucesivas reestructuraciones de Deuda realizadas a posteriori del Proceso Militar, combinándose desde entonces con una sistemática falta de evaluación de la Solvencia Fiscal para atender normalmente las nuevas obligaciones contraídas por el Estado Argentino, lo que está demostrando la vigencia permanente de los efectos del Sistema de la Deuda.

De esta manera las obligaciones del Pasado – sucesiva, regular e inexorablemente reestructuradas en forma periódica - perviven irremisiblemente en el Presente y se proyectan al Futuro, lo que hace que el problema de la Deuda Pública grave como carga fiscal a las actuales y próximas generaciones, como si se tratase de una verdadera Política de Estado.

Razones de excepcionalidad.

Otro de los temas a discutir es el de la vigencia y alcance del Régimen de Emergencia Económica que rige en la actualidad como producto de las sucesivas prórrogas anuales de la Ley 25.561 y conexas, que sancionan un estado de excepción muy discutible porque las Cuentas Públicas formales que muestra el Poder Ejecutivo son aparentemente muy favorables y no justificarían entonces la continuación de este régimen.

La Crisis financiera que sufrió nuestro país en el 2001 fue una Crisis de Deuda y la permanencia formal bajo el estado de Emergen-

cia, que se prolonga hasta hoy, se deriva directamente de esta causa concreta y no de razones económicas, de modo que la importancia y vigencia de los efectos de la Deuda no puede ser soslayada.

Una de las claves de la cuestión, en lo tocante a esta vigencia del problema de la Deuda Pública, reside en que la Ley de Emergencia modificó la 23.928 de Convertibilidad y estableció la pesificación asimétrica de las obligaciones locales – lo que generaba más Deuda - mientras que, paralelamente, se instituía un doble estándar en materia de cesación de pagos porque la declaración de Default de Diciembre del 2001 no se aplicaba en forma general dado que este criterio no valía para la Deuda Externa con Organismos Multilaterales de Crédito (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo).

Tales decisiones, continuadas hasta el presente, se acentuaron con la política de pagos privilegiados a estos organismos financieros externos y a determinados Acreedores Privados, empleando incluso y especialmente Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA).

Ello ha implicado e implica que el Poder Ejecutivo utiliza criterios discrecionales e incluso discriminatorios para el pago a los Acreedores Externos en relación a los Acreedores Internos, sean éstos titulares en firme y/o acreedores contingentes, como el caso paradigmático de los Juicios de Jubilados con Sentencia en Firme, cuyo cumplimiento el Gobierno pospone para privilegiar el pago a acreedores del exterior.

Esta forma de manejo discrecional en el pago de los compromisos de la Deuda Pública y sus Servicios constituye otra demostración de la vigencia de los efectos por afectación presente y futura de recursos fiscales a las Deudas contraídas irregularmente por el Estado.

Conclusiones.

Sintetizando las ideas de este Informe relativas a los fundamentos de la idea de Deuda Perpetua, podemos decir que:

1. La Deuda Pública que inicia su crecimiento con la Deuda Vieja contraída en la época del Proceso Militar es reestructurada y aumentada sistemáticamente por los Gobiernos democráticos sucesores hasta la actualidad manteniendo un mismo esquema de refinanciación permanente sin capacidad de repago por parte del Estado Argentino.

2. Los efectos de esta Deuda sobre las Finanzas Públicas siguen consecuentemente presentes a través del pago de Servicios como carga fiscal que pesa sobre todo el Pueblo Argentino.

3. Las operaciones de refinanciación continua, desde el punto de vista del Estado Argentino como Deudor, configuran una matriz u operatoria de endeudamiento irregular cuya carga fiscal pesa sobre todos los ciudadanos y cuya responsabilidad se perpetúa en el accionar de los funcionarios superiores intervinientes en el proceso de contracción de nuevas deudas.

El crecimiento continuo del stock de Deuda se explica esencialmente por la incapacidad de pago del Estado y la continuidad de la matriz de endeudamiento público seguida hasta la actualidad.

Esta Política de Endeudamiento Perpetuo y sin capacidad de repago no solamente pesa sobre el Pueblo Argentino sino que tiene como responsables directos a los funcionarios públicos superiores intervinientes, que siguen emitiendo deuda bajo un esquema de refinanciación permanente.

Esto toca no sólo a los Acreedores sino primariamente a las Administraciones de Gobierno que mantienen tal esquema de Deuda.

Lo que aquí está en juego, en definitiva, es una cuestión de judicialidad de actos políticos de gobierno por implantación y/o mantenimiento de un sistema de financiamiento público perpetuo sin capacidad de repago por parte del Estado, lo que conduce inexorablemente a un mecanismo de re-endeudamiento continuo que a

su vez subvierte la lógica de Financiamiento del Estado colocando los Ingresos Fiscales al servicio del pago de la Deuda Pública.

Hasta aquí el borrador personal de ideas sobre el tema de referencia.-

Capítulo 13

La Deuda Pública no Registrada (31.7.2011)

En varios artículos recientes del autor¹ se hizo referencia al problema de la Deuda Pública no Registrada por parte de la Administración Kirchner.

Entendemos por Deuda no Registrada aquélla que supone compromisos en firme para el Estado, esto es, obligaciones ya asumidas que deberán ser abonadas por el Fisco, aunque hoy no se tenga determinado su importe exacto.

El objeto de este trabajo es analizar el carácter y magnitud de este tipo de deuda que el Gobierno no muestra en sus informes contables ni estadísticos pero que pesan fuertemente en sus compromisos de pago.

Deuda no Registrada.

Según la última información oficial disponible del Ministerio de Economía la Deuda Pública total en cabeza del Estado Central es de 184.400 MD² al 31.3.2011.

La cifra se integra por 173.100 MD de Deuda Performing o regularizada (por la que se pagan los Intereses en término) y 11.300 MD de Deuda no presentada a los Canjes 2005-2010 (Holdouts), que aproximadamente la mitad se encuentra en juicios contra el Estado.

1. Ver H. Giuliano: El aumento de la Deuda Pública (4.7.11), La Deuda Pública Nacional de la Argentina (16.4.11) y Alerta Amarilla sobre la Deuda Pública (9.2.11).

2. MD significa Millones de Dólares, así como M\$ Millones de Pesos. En ambos casos las cifras se muestran siempre con redondeo, de modo que puede haber algunas diferencias mínimas entre totales y sumatoria de importes.

Este total de Deuda Oficial no computa tres grandes rubros de Deuda no Registrada: 1. Intereses que se capitalizan por Anatocismo (Intereses devengados y no pagados que se suman al Capital y devengan nuevos intereses), 2. Indexación de Deudas en Pesos que se ajustan o actualizan por Inflación, y 3. Proyección de pagos de los Cupones vinculados al Crecimiento del Producto Bruto (ULPBI-Unidades Ligadas al PBI), que se abonan anualmente – a fin de cada año – cuando se cumplen determinadas condiciones de aumento del PBI (básicamente, aumento superior al 3 %).

Vamos a explicar brevemente de qué se trata cada uno de estos rubros:

1. Capitalización de intereses.

No todos los Intereses de la Deuda Pública que se le devengan al Estado se pagan como Gasto Público Corriente dentro del Presupuesto del Ejercicio.

La gran mayoría de estos servicios efectivamente se abona pero una parte se capitaliza.

Cuando se pactó el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 la Tasa de Interés promedio de la operación fue del 8.28 % pero no se informó el monto de los Intereses a capitalizar durante los primeros 10 años, que daba entre 11 y 12.000 MD, de los que hoy 7.000 MD o más se habrían ya capitalizado, restando por lo tanto 4 ó 5.000 MD.

Economía no informa anticipadamente ni proyecta este saldo pendiente de capitalización.

2. Ajuste por inflación.

Una gran parte de la Deuda en Pesos – hoy equivalente a cerca de 38.000 MD (son algo más de 150.000 M\$) - se indexa aplicando el CER-Coeficiente de Estabilización de Referencia, un índice que replica la Inflación Minorista o IPC-Índice Precios Consumidor.

El Gobierno computa oficialmente una Inflación del 10 % anual (la del INDEC, no la Inflación Real).

Aplicando este índice al monto de la Deuda indexable tendríamos un aumento en la base de Capital de casi 4.000 MD por año. Sin embargo, habida cuenta que hoy esa Tasa de Inflación es del 10 % pero la Devaluación del Peso contra Dólar es de un 5 % (Tipo de Cambio retrasado frente a la Inflación), la conversión o re-expresión de este importe en dólares da la mitad.

Suponiendo – con criterio muy benévolo – que se mantenga tal bajo ritmo de Inflación durante la Vida Promedio de la Deuda – que es de 11 años – y que la paridad cambiaria no varíe durante el mismo período (supuesto casi imposible), el aumento de este rubro de deuda indexada nos da un importe acumulado de 22.000 MD.

3. Unidades ligadas al PBI.

El Megacanje 2005 incorporó, entre otras innovaciones, el pago de un plus a los Acreedores en función del crecimiento de la economía argentina, esto es, un pago anual en función del aumento del Producto Bruto (PBI).

Se estableció así que si el país crece a una tasa superior al 3 % anual, el equivalente al 5 % del excedente sobre ese incremento, en valor absoluto, se abonará distribuyéndolo entre los tenedores de bonos que entraron en el canje.

Para el cómputo de estas Unidades ligadas al PBI (ULPBI) se considera como año base el 2005 y el cálculo tiene carácter acumulativo, de modo que los pagos se potencian con el transcurso del tiempo (30 años y/o tope del 48 % sobre el valor total de los cupones emitidos).

Bajo la Administración Kirchner se ha pagado así a los Acreedores que entraron en el Canje 2005 unos 4.600 MD: 380 MD en 2006, 820 en 2007, 1.420 en 2008 y 1.980 MD en 2008. En 2010 no hubo pagos por este concepto porque en el año anterior (que se toma como referencia) no se tuvo el crecimiento mínimo del 3 % fijado como piso pero este año 2011 se estima que los pagos – que se realizan en Diciembre – sumarían entre 2.500/2.800 y más de 3.000 MD.

En realidad, las erogaciones por este rubro son siempre mayores porque el Estado Argentino está obligado a pagar el servicio anual de las ULPBI a los Acreedores que aceptaron el Canje pero además está comprometido a rescatar otros títulos públicos con el importe no pagado a los Tenedores que no entraron en la operación (los Holdouts), de modo que las sumas totales erogadas fueron superiores a las consignadas: se estima 6.000 MD en lugar de 4.600.

Javier Llorens, que ha estudiado específicamente este tema³ calcula que las ULPBI implicaban originariamente un monto de deuda total a pagar por concepto de ULPBI de 38.000 MD durante toda la vigencia de los cupones, de los que 6.000 se han abonado y falta pagar los 32.000 restantes.⁴

Total de Deuda no Registrada.

En base a lo explicado tenemos entonces que por Deuda no Registrada existe un monto de aproximadamente 58.000 MD, producto de sumar 4.000 MD de Intereses pendientes de Capitalización más 22.000 MD de Indexación de Deudas en Pesos ajustadas por Inflación más 32.000 MD de Cupones PBI.

Son casi 60.000 MD – puesto en términos realistas - que no aparecen en los Informes Oficiales ni en el correspondiente Perfil de Vencimientos de la Deuda Pública.

Si a la actual Deuda declarada por el Gobierno Central - 184.400 MD - se le suma este total de la Deuda no Registrada – los 58.000 MD estimados – tenemos que el total real de la Deuda Pública ronda hoy aproximadamente los 242.400 MD.⁵

3. Ver J. Llorens: Al César lo que es del César o las formas proteicas de la Deuda (Diciembre del 2011).

4. A Precio de Cotización en Bolsa las ULPBI tienen hoy un Valor de Mercado de aproximadamente 11.000 MD.

5. Esto es Deuda sólo en cabeza del Estado Central: no están comprendidos en este total la Deuda Cuasi-Fiscal del Banco Central (BCRA), la Deuda consolidada de Provincias y Municipios, ni la deuda de Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios. Ni mucho menos las Deudas Contingentes por Juicios contra el Estado.

El problema de la Deuda Contingente.

La cuestión de la Deuda no Registrada se oculta a la Opinión Pública con la excusa de tratarse de Deuda Contingente.

En condiciones normales, el concepto de Deuda Contingente hace referencia a los Juicios contra el Estado, donde se reclaman pasivos eventuales y difíciles de estimar por parte del Fisco.

Es el caso de la Argentina frente a las demandas internacionales presentadas en el CIADI – Tribunal Arbitral del Banco Mundial – y frente a los reclamos locales por mala liquidación de haberes jubilatorios; además de los adicionales por juicios externos de los Tenedores de Bonos que no entraron en los canjes 2005-2010 (los Holdouts).

Originariamente las demandas ante el CIADI se estimaban en unos 20.000 MD que, por medio de sucesivos arreglos bilaterales del Gobierno, hoy se habrían reducido a la mitad.

Los Juicios contra la ANSES, en cambio, son crecientes y totalizan hoy más de 450.000 causas, cuyo importe de reclamos básicos superaría ya el equivalente a 10.000 MD.

Este tipo de Deuda Contingente por Juicios contra el Estado no es informado por el Gobierno ni está contemplado bajo ninguna forma dentro del stock de Deuda Pública pese a que la Argentina tiene muy mala experiencia histórica con la «bola de nieve» de estos pasivos, que son eventuales aunque de cumplimiento casi seguro en el tiempo.

Pero hoy aparece además otro tipo de Deuda Contingente que tampoco es computada y que son los pasivos por Deuda no Registrada que acabamos de ver, esencialmente en lo que hace a los conceptos de indexaciones de Deuda y pagos por ULPBI, porque la capitalización de intereses sí es cuantificable.

El Ministerio de Economía omite proyectar los importes de la Deuda en Pesos indexada e igualmente no muestra las previsiones de pago por los Cupones ligados al PBI porque considera estas obligaciones como Deuda Contingente (específicamente, a las

ULPBI), lo que da la falsa idea que estamos frente a compromisos de pago eventuales y no en firme; pero esta calificación es engañoso porque la realidad es que estamos frente a obligaciones concretas aunque su monto no pueda determinarse hoy en forma exacta.

Son importes que, en algún momento, tienen inexorablemente que «blanquearse» y pagarse a medida que transcurre el tiempo y cuyas magnitudes aproximadas pueden ser estimadas, tal como se expone en el presente trabajo.

La omisión de tal información es grave en sí misma y lo es además porque los pagos por estos conceptos (especialmente las ULPBI) se están realizando hoy – Ejercicios 2010 y 2011 – con los denominados Fondos de Desendeudamiento Público integrados con Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA).

Se trata, en todos los casos, de montos de deuda muy relevantes pero que no aparecen registrados, no se muestran en las estadísticas y no se contemplan dentro del Perfil de Vencimientos de la Deuda Pública.

La trampa del Megacanje 2005.

Una característica común a los tres rubros de la Deuda no Registrada que hemos visto - y que resulta muy importante destacar - es que no son producto de una «herencia recibida» sino una «creación» de la Administración Kirchner.

El Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 fue presentado como un «éxito» de negociación que permitió al país reducir sustancialmente el monto de su Deuda Pública; pero esto no es correcto.

En base a la Propuesta de Dubai del 2003, el gobierno argentino ofreció para el canje bonos elegibles por valor de 81.800 MD, de los que los Acreedores aceptaron 62.300, esto es, el 76 %.

Contra este rescate de bonos (62.300) el Gobierno emitió nuevos títulos por valor de 35.300: 15.000 MD en Bonos Par, 12.000 MD en Bonos con Descuento y 8.300 en Bonos Cuasi-Par.

Es decir, que la quita en valor absoluto que obtuvo el gobierno fue de 27.000 MD (62.300 – 35.300): un 43.3 % (no el 65.6 % que adujo el Ministerio de Economía).

Estos importes tuvieron luego algunos ajustes menores de cifras pero ello no cambia las relaciones de base.

En síntesis: el Gobierno ofreció canjear 82.000 MD, aceptaron 62.000 y emitió nueva deuda por 35.000, obteniendo así una quita aparente de 27.000 MD.

Decimos que esta disminución es aparente porque el Gobierno, con el Megacanje 2005, omitió informar que a la vez que colocaba los nuevos bonos por 35.300 MD, estaba comprometiendo además esos otros tres rubros de Deuda que no eran mostrados pero pesaban también como obligaciones ciertas: 11.000 MD de Intereses a capitalizar en el decenio 2005-2014 (7.000 ya capitalizados y 4.000 restantes), 41.000 MD de Deuda en Pesos ajustada por Inflación (19.000 millones ya incorporados por indexación al stock de Deuda y 22.000 proyectados como ajustes futuros pendientes) y 38.000 MD por Unidades ligadas al PBI (de los que – como dijimos – 6.000 millones ya pagados y 32.000 faltantes a pagar). En total: unos 90.000 MD más de Deuda a esa fecha (Junio de 2005), que fueron directamente soslayados en la información oficial.

De modo que las cifras completas, tomadas a valores constantes, daban en realidad que contra el ahorro de 27.000 MD exhibido con el Megacanje 2005 la Administración Kirchner estaba aceptando pagar a futuro – además de los 35.300 de Nuevos Bonos (más sus Servicios de Intereses) - todo un paquete adicional por este consolidado de Deuda no Registrada, que entonces representaba estimativamente esos 90.000 MD citados (63.000 MD por encima de la quita obtenida) y que hoy, habiendo incorporado gran parte de las actualizaciones pactadas, implica todavía pagos estimados por unos 58.000 MD, derivados siempre de dicha reestructuración de Deuda del 2005.

Aunque las cifras, por lógica, no puedan determinarse en forma exacta, sí pueden serlo estimativamente, con el objeto de tener una idea tentativa del monto de las operaciones financieras realizadas

por la actual Administración en materia de Deuda y de la consiguiente magnitud de su impacto en la Hacienda Pública.

Con el agravante que de esta manera, cuando el Gobierno Kirchner oculta mostrar y/o informar la Deuda no Registrada, a la vez que soslaya la verdadera gravedad del cuadro de situación del endeudamiento público, está escondiendo «su propia Deuda».

Capítulo 14

Deuda pública y presupuesto 2012 (22.9.2011)

El Proyecto de Ley de Presupuesto 2012 - que el Poder Ejecutivo acaba de remitir al Congreso y sobre el que todavía no se dispone de información completa - permite constatar, en principio, tres hechos concretos y muy importantes: 1. La Deuda Pública sigue aumentando, 2. También aumentan los pagos por Intereses, y 3. El Presupuesto cierra con Deuda.

Vamos a desarrollar brevemente la explicación de estas tres afirmaciones, ligadas todas al problema insoluble de la Deuda Perpetua Argentina.

El desendeudamiento público es una mentira.

El stock de Deuda del Estado Central a la última fecha informada por el Ministerio de Economía – 31.3.2011 – es de 184.400 Millones de Dólares (MD), saldo integrado siempre en pesos y en moneda extranjera.

A esta suma habría que agregarle entre 55 y 60.000 MD más de Deuda no Registrada por conceptos de Capitalización de Intereses (4.000 MD), Indexación de Deuda en Pesos ajustada por Inflación (22.000 MD) y Unidades ligadas al PBI (32.000 MD): aproximadamente 58.000 MD.

Durante el corriente Ejercicio 2011 - según el Presupuesto vigente - está previsto que la Deuda aumente unos 9.400 MD y que, además, el Gobierno pueda emitir avales por otros 18.000 MD de Deuda que toman Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios (cuyo saldo no se computa dentro del stock de Deuda Pública del Estado Central).

Para el año 2012, según el proyecto oficial, el aumento de la Deuda será de 11.700 MD porque el Presupuesto prevé Amortizaciones de Capital por 40.100 MD y toma de Endeudamiento Público por 51.800 MD (Refinanciación de vencimientos más Deuda Nueva).

El Proyecto contempla utilizar – por tercer año consecutivo – Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA) para el pago de Deuda Externa. Lo hace a través del denominado Fondo del Desendeudamiento Argentino, creado por Decreto del PEN 298/10 y en este caso sería por 5.674 MD (durante el actual Ejercicio se están disponiendo para el mismo destino otros 7.500 MD).

La mayor parte de estos pagos se abona ya a Acreedores Privados pero en el 2012 todo el Fondo se usará sólo para este tipo de Acreedores, lo que va contra el Artículo 6 de la Ley 23.928 de Convertibilidad del Austral, que dice que las denominadas Reservas de Libre Disponibilidad podrán utilizarse para pagar a Organismos Financieros Internacionales, no a tenedores Privados de Deuda.

A su vez, las reservas del BCRA que se emplean para efectuar estos pagos de Deuda Externa se compraron en gran parte con Deuda, tomada a través del mecanismo de Letras y Notas del Banco: el stock de Reservas al 7.9.11 es de 49.700 MD mientras que la Deuda Cuasi-fiscal por LEBAC/NOBAC, que sirvieron para comprar esas reservas, equivale a 22.200 MD (siendo que por estos pasivos se paga una Tasa de Interés promedio del 13 %).

Este nuevo préstamo del BCRA a la Tesorería – un crédito contra Letras intransferibles a 10 años de plazo que no tienen capacidad de repago demostrada – es independiente de los Adelantos Transitorios del Banco al Tesoro, que para el próximo año se fijan en 19.000 Millones de Pesos (M\$, equivalentes a unos 4.500 MD).

Hay que agregar a esto la autorización de avales o garantías de la Tesorería sobre deudas que serán contraídas por el Ministerio de Planificación Federal para el financiamiento de Obras de Infraestructura y Equipamiento, que se prevé otorgar en el 2012 por 27.900 MD (casi 28.000), sin que tampoco se tenga demostración de la

capacidad de pago para afrontar en el futuro estas nuevas obligaciones respaldadas por el Estado Central.

Aumenta el pago de los intereses.

Este año – 2011 – está previsto pagar Intereses de la Deuda Pública por unos 9.000 MD (en promedio son 25 MD por día o un millón de dólares por hora) y para el 2012 se planea pagar 10.300 MD.

En ambos casos, se trata de Intereses a Pagar: no incluyen los Intereses Devengados que se capitalizan por Anatocismo (que son del orden de los 1.300 MD por año).

Lo mismo que aconteció el año en curso con respecto al año pasado, también en el 2012 el Gasto Público por Intereses aumenta a un ritmo mayor que el Gasto Total: en este caso 24.0 % contra 18.8.

El Gasto por Intereses de la Deuda Pública – más de 10.000 MD en 2012 – según el proyecto pluri-anual del nuevo Presupuesto, crece a 13.100 MD en 2013 y a 16.900 (casi 17.000) en 2014.

Para el mismo período 2012-2014 el perfil de vencimientos por Capital es de 40.100, 43.300 y 46.200 MD respectivamente (cifras éstas que «blanquean» una información que no es coincidente con la que informa la Oficina Nacional de Crédito Público de la Secretaría de Finanzas).

El presupuesto cierra con deuda.

El Proyecto de Presupuesto 2012 prevé Recursos Totales por 506.600 M\$ y Gastos Totales por 505.200 M\$, esto es, un ejercicio prácticamente equilibrado, incluso con un pequeño superávit de 1.400 M\$.

El Gobierno confunde comúnmente a la Opinión Pública mostrando – como lo está haciendo también este año en curso - un Superávit Fiscal Primario muy elevado – 46.300 M\$ - pero ocurre que descontándole a este importe los pagos de Intereses por 45.000 M\$ el Resultado Financiero queda en los 1.400 M\$ citados.

El problema es que a este resultado, supuestamente equilibrado, se llega gracias a que se contempla la refinanciación de la totalidad de los vencimientos de Deuda por Capital que caen durante el Ejercicio 2012 y además – como lo hemos dicho más arriba – merced a contraer Nueva Deuda por 11.700 MD.

La mitad de esta deuda adicional correspondería al nuevo Fondo de Desendeudamiento para pago a Acreedores Privados con reservas del BCRA (5.674 MD).

Por lo tanto, el Gobierno Kirchner no tiene un leve superávit ni siquiera un verdadero equilibrio fiscal porque el Presupuesto sólo cierra con Deuda como Fuente de Financiamiento.

Deuda y elecciones de octubre.

La Administración Kirchner ya habría llegado al tope de su Deuda Intra-Estado.

Sus principales contribuyentes son la Administración de Seguridad Social (ANSES) y el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

El 55 % del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES – que es el dinero de los Jubilados administrado por el Estado – está prestado a la Tesorería Nacional bajo la forma de Títulos Públicos: son casi 107.000 M\$, equivalentes a unos 25.000 MD.

Paralelamente, el Tesoro le debe hoy al BCRA 42.000 MD: 31.000 MD por Títulos Públicos en cartera y 11.000 MD por Adelantos Transitorios. Es un importe tan elevado que se acerca al monto de las Reservas Internacionales (49.700 MD), suma de la cual sigue extrayendo divisas para pagar más Deuda Externa.

Este aumento extraordinario de la Deuda Intra-Sector Público no tiene capacidad de pago demostrada y está llevando al empapelamiento del propio Estado con deudas impagables, lo que agrava la disponibilidad de fondos del Sistema Previsional para sus fines específicos, que son la atención del pago a los Sectores Pasi-

vos, y a la vez debilita la posición financiera del Banco Central, cuyas reservas están para el respaldo de la Base Monetaria y la atención de las obligaciones de corto plazo en divisas.

En la medida que esta situación interna se le agrava, el Gobierno Kirchner estaría entonces cada vez más necesitado de acelerar el cumplimiento de su llamada Hoja de Ruta – objetivo reiteradamente declarado del Ministro Boudou – consistente en llegar a un pronto arreglo con los Tenedores de Bonos que no entraron en el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 (los Holdouts), formalizar el nuevo acuerdo de pagos con los países del Club de París (cuyo monto ya ha reconocido en 8.400 MD mientras que hasta ahora se computaban 6.400 MD, sin Intereses Moratorios y Punitivos) y, todo ello, para volver al Mercado Internacional de Capitales, precisamente para tomar más Deuda Externa.

La Deuda Pública, como constante de Deuda Perpetua, mantiene así su rol determinante en las Finanzas del Estado, papel que en este caso está doblemente comprometido porque la aprobación por Ley del Presupuesto 2012 no sólo confirmaría el nuevo esquema de endeudamiento público armado para el año que viene sino también convalidaría todo lo actuado y convenido en esta materia durante el corriente ejercicio, que fue fijado unilateralmente por Decreto del Poder Ejecutivo – el 2.054/10 – y no por Ley del Congreso.

La Administración Kirchner confía en que la mayoría de la partidocracia opositora con representación parlamentaria le facilite, directa o indirectamente, una rápida aprobación de este Proyecto de Presupuesto 2012.

Capítulo 15

Deuda pública y elecciones 2011 (7.10.2011)

El objeto de este trabajo es analizar el cuadro de situación del endeudamiento público argentino previo a las elecciones presidenciales del 23 de Octubre.

La reciente entrega del PL de Presupuesto 2012 al Congreso aporta algunos datos nuevos al respecto, si bien todavía no se cuenta con el detalle de las Planillas Anexas, que son muy importantes.

Como regla general, el carácter tradicionalmente secreto de las informaciones clave vinculadas con la Deuda, la falta de publicaciones oficiales claras y concretas, y la confusión acerca de un supuesto des-endeudamiento del Estado hacen necesario este intento personal de identificar y cuantificar - al menos con los elementos disponibles - cuál es la realidad en esta materia.

Stock de deuda del estado central.

Según el último Informe del MECON sobre Deuda Pública (SF/ONCP), al 31.3.11 el saldo de la Deuda Pública del Gobierno Central era de 184.400 MD.

Existe además una importante masa de Deuda Pública no registrada – del orden de los 58.000 MD – que no está computada por las autoridades pero que implica compromisos en firme por conceptos de Capitalización de Intereses (4.000 MD), Indexación de Deuda en Pesos ajustada por Inflación (22.000 MD) y Cupones ligados al PBI (ULPBI, por 32.000), lo que elevaría así la Deuda Pública real a más de 242.000 MD.

Estos tres grandes rubros de la deuda no registrada no son pasivos heredados por la actual Administración sino que se originan en el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005.

Vencimientos de capital.

Durante el Ejercicio en curso (2011) caen vencimientos de Capital por 27.400 MD y está previsto tomar nuevas obligaciones por 36.800 MD, de modo que el stock de Deuda aumentaría este año unos 9.400 MD.

Para el Presupuesto 2012 se prevé que las Amortizaciones de Deuda sean por 40.100 MD y la toma de nuevo Endeudamiento Público por 51.800 MD, con lo que el stock aumentaría en 11.700 MD más.

Estas cifras confirman que el ritmo de crecimiento de la Deuda Pública se mantiene en un promedio de aumento de 10.000 MD por año.

No es cierto, por ende, que la Argentina se está des-endeudando.

Perfil de vencimientos.

De la comparación entre el último Informe Trimestral de Deuda Pública de la ONCP del MECON y lo consignado en el PL de Presupuesto 2012 surgen inconsistencias importantes.

Según el Proyecto el año que viene el Gobierno tiene vencimientos de Capital por 40.000 MD, el 2013 por 43.000 MD y el 2014 MD por 46.000 MD.

Para los mismos ejercicios la ONCP – que lleva los registros del SIGADE – consigna, en cambio, que los vencimientos de capital serían de sólo 10.500, 8.100 y 10.200 MD respectivamente.

Pago de intereses.

Los Intereses a Pagar durante el corriente año, según Presupuesto son unos 9.000 MD y en el 2012 pasan a ser 10.300 MD. Para el 2013 se elevan a 13.000 MD y para el 2014 a 17.000 MD.

El último Informe de Deuda de la ONCP, en cambio, consigna para los mismos años las cifras de Intereses devengados a pagar por 5.500 MD (2012), 5.100 (2013) y 5.000 (2014).

Estos datos, aparte de su notoria inconsistencia, presentan el agravante que los importes mostrados por el MECON – en la página web de la SF - no sólo son mucho menores que los previstos en el Presupuesto 2012 sino que además son decrecientes en el tiempo, mientras que aumentan vertiginosamente según el PL.

Deuda de organismos nacionales.

No hay información sobre la Deuda consolidada de Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios o Fideicomisos Públicos.

Pero una referencia indirecta permite apreciar la magnitud de las nuevas obligaciones que se están contrayendo por esta vía, cuyos totales de deuda no se incluyen en el stock del Gobierno Central (los 184.000 MD oficiales).

Se trata de los Avales y Garantías que los Presupuestos anuales autorizan emitir al Poder Ejecutivo en respaldo de los préstamos que se reciben para este Sector Público, cuyas cuentas se registran por separado de la Administración Central.

El Presupuesto 2011 (aprobado por Decreto y no por Ley del Congreso) autorizó para este año Avales de la Tesorería por 18.000 MD y el PL 2012 contempla emitir garantías por valor de 28.000 MD.

No se aclara si la cifra del año que viene reemplaza y amplía la de este año o si directamente la adiciona.

Tentativamente, puede suponerse que entre deudas existentes y nuevas deudas autorizadas el stock de deuda pudiera ser hoy del

orden de los 20.000 MD, aunque no se cuenta con fuentes para poder afirmarlo.

De esta manera, no sólo se desconoce el monto de la Deuda para-estatal de Empresas Públicas, Organismos y Fondos Fiduciaros sino que tampoco se conoce a cuánto ascienden los avales del Estado en total; y mucho menos su desagregado por destino.

Deuda de las provincias.

La última información oficial del MECON es al 30.9.10 y con-
signa que la Deuda Consolidada de todas las Provincias Argenti-
nas, incluyendo la CABA, era entonces de 100.800 M\$ - sin Deuda
Flotante - equivalente a unos 25.500 MD (al Tipo de Cambio 3.96
\$/Dólar vigente a esa fecha).

En promedio, el 60 % de esta suma la debían al Gobierno Cen-
tral (61.400 M\$); otros 25.000 M\$ estaban en Bonos Provinciales y
11.600 M\$ correspondían a préstamos contraídos con Organismos
Internacionales (principalmente BID, BIRF y/o CAF).

Como gran parte de la Deuda de las Provincias con la Nación
está asumida frente a los acreedores por el Estado Central a través
de Bonos Garantizados (BOGAR, por 9.600 MD) el Gobierno
Nacional abona los servicios correspondientes y luego le descueta
a cada jurisdicción esos pagos de su Coparticipación Provincial.

Si se considera la Deuda Nacional en su conjunto esta Deuda
por BOGAR debiera ser deducida para no tomarla dos veces, que-
dando así una Deuda neta Consolidada de las Provincias por unos
15.000 MD.

En este caso restamos la deuda garantizada del stock provincial
porque el responsable de pago de última instancia es el Gobierno
Central.

Desde comienzos de 2010 y hasta fines de 2011 fueron suspen-
didas las restricciones fijadas por las Leyes 25.152 de Solvencia
Fiscal y 25.917 de Responsabilidad Fiscal, que estaban destinadas
a frenar el aumento del Gasto Público y de la Deuda Pública de

Nación, Provincias y Municipios, de modo que esto ha permitido un nuevo endeudamiento público generalizado en los tres niveles de gobierno, independiente de la capacidad de repago fiscal.

Varias provincias (caso Buenos Aires, Córdoba, CABA y otras) han salido así al Mercado Internacional de Capitales a colocar Deuda Externa reconociendo tasas de interés del 12 % anual en dólares.

Estas nuevas obligaciones se contraen bajo una garantía directa, ya que ofrecen como respaldo las transferencias de la Coparticipación Federal de Impuestos; y el agente de retención o responsable final por tales obligaciones en divisas es el Estado Central.

En el año 2010, además, se usaron 9.800 M\$ del Fondo de ATN, correspondientes al Sistema de Coparticipación, para que las Provincias cancelaran parte de sus deudas con el Estado Central y refinanciaran el resto.

La demora en la publicación de las Deudas Provinciales consolidadas desde el Tercer Trimestre de 2010 a la fecha impide saber cuál es el monto actual de tales pasivos públicos pero, conforme datos parciales, se piensa que el aumento ha sido relevante.

La Provincia de Buenos Aires, por caso, que es la principal jurisdicción endeudada – aproximadamente la mitad del total general – tenía entonces una Deuda de 45.000 M\$ y actualmente su deuda pasó a ser 55.600 M\$ (al 30.6.11).

Deudas de los municipios.

La cifra de la Deuda Consolidada de los Municipios del país es un misterio: no se tienen datos ni estimaciones al respecto.

Esta Deuda se entiende relevante a nivel de grandes ciudades argentinas y también habría crecido en forma significativa en los partidos menores, en este segundo caso especialmente bajo el régimen de endeudamiento intra-Estado con la Administración Nacional y con las Provincias respectivas.

En ambos casos, la relación política con las administraciones de gobierno es determinante del grado de asistencia financiera que los municipios reciben.

La deuda intra-estado.

La posición oficial del Gobierno Kirchner es que aproximadamente la mitad de la Deuda Pública en cabeza del Estado Central está hoy en manos de agencias del propio Sector Público.

Esta circunstancia obviamente facilita las tradicionales y sistemáticas refinanciaciones de Deuda por vencimientos de Capital pero no soluciona el problema de fondo porque no se trata, en principio, de una deuda extingible, en el sentido que se pueda «borrar» por tratarse de una obligación donde Acreedor y Deudor son la misma persona.

Los fondos que el Gobierno detrae a otros organismos del Estado bajo la forma de préstamos tienen destino y finalidades específicas (como es el caso de las Reservas Internacionales del BCRA), son producto de excedentes circunstanciales a reponer a las reparticiones prestamistas (como el caso del PAMI, la AFIP, los Fondos Fiduciarios y otros) o directamente es dinero no propio sino administrado por el Estado (como el caso principal del fondo de Jubilados de la ANSES).

Es decir, que la Deuda Intra-Sector Público no es la panacea de la Deuda Pública ni soluciona el problema de la insolvencia fiscal para responder a los actuales niveles impagables de la Deuda del Estado.

En la práctica, esta Deuda Intra-Estado sólo logra diferir o «pattear para adelante» compromisos en firme que temprano o tarde el Fisco deberá afrontar.

Se trata, por así decirlo, de una suerte de «Préstamo-puente» interno que el Gobierno se da a sí mismo mientras espera regularizar su situación de pago de Servicios de la Deuda para lograr el objetivo expreso y declarado de su Hoja de Ruta, que es retornar al

Mercado Internacional de Capitales, precisamente para tomar más Deuda Externa.

Como las posibilidades de seguir apelando a este procedimiento estarían ya al tope de sus márgenes de endeudamiento fiscal interno – por riesgo cierto de «empapelamiento» con deuda sin capacidad de repago - se entiende que la Administración Kirchner se encuentra hoy urgida de acelerar el expediente del Mercado Externo.

Deuda cuasi-fiscal del BCRA.

La principal ventanilla lateral de endeudamiento público que no figura dentro del stock de deuda de la Administración Central es la del BCRA; y esta condición – lo mismo que en el caso de la ANSES - es clave dentro de la Deuda Intra-Estado.

La Tesorería le debe hoy al Banco Central unos 41.500 MD: 30.500 MD por Títulos Públicos en cartera del Banco (fundamentalmente Letras Intransferibles entregadas a cambio de Reservas Internacionales) y 11.000 MD por Adelantos Transitorios al Gobierno Nacional.

Pero la mitad de esas reservas fueron compradas con deuda del BCRA: LEBAC/NOBAC que hoy suman un pasivo equivalente a 23.200 MD (son 97.400 M\$, al tipo de cambio 4.203 \$/Dólar) y por las que el Banco paga una tasa de interés promedio del 13 % anual.

En consecuencia, cuando el Gobierno usa reservas del BCRA para pagar Deuda Externa está bajando no sólo el stock de divisas sino también la calidad de los Activos del BCRA porque los títulos que le entrega – a 10 años de plazo - son de incierta cobrabilidad futura mientras que el BCRA se queda con la deuda cierta por letras y notas, que vencen a corto plazo y son mucho más caras.

Los fondos de desendeudamiento.

Desde principios de 2010 el Gobierno Kirchner viene instrumentando los denominados Fondos de Desendeudamiento, que se integran con reservas internacionales del BCRA y se utilizan para pagar Deuda Externa con Organismos Multinacionales de Crédito (BID, BIRF y CAF) y especialmente deuda con Tenedores Privados de Bonos (lo que – esto último – no le está legalmente permitido por la Ley 23.928 de Convertibilidad modificada).

Durante el año pasado se pagaron así unos 6.600 MD, este año se están pagando 7.500 MD y para el año que viene está previsto pagar otros 5.700 MD (exactamente 5.674 MD).

El monto de estas divisas destinado a pagos de deuda en moneda extranjera se hace bajo una discutible aplicación del concepto de Reservas de Libre Disponibilidad (RLD): Reservas menos Base Monetaria.

Decimos «discutible» porque las Reservas Internacionales constituyen la fuente para poder cubrir no sólo la Base Monetaria sino también otros pasivos en moneda extranjera propios del BCRA y que son de corto plazo, así como obligaciones rápidamente convertibles en divisas, como son los Encajes por depósitos en moneda extranjera (8.000 MD) y el elevado stock, ya citado, de LEBAC/NOBAC (23.200 MD).

De todas maneras, aún aplicando el concepto restringido de RLD a la sola afectación de divisas contra Base Monetaria, los números no cerrarían.

Según los últimos datos oficiales del BCRA – Balance semanal al 23.9.11 – las Reservas Internacionales eran a esa fecha de 49.100 MD. Restándole la Base Monetaria - 185.700 M\$, equivalentes a 44.200 MD (siempre al Tipo de Cambio 4.203 \$/US\$) – nos queda que las RLD oficiales estarían hoy en el nivel de 5.000 MD (4.900).

Dado que no todas estas reservas «disponibles» se han utilizado para completar los 7.500 MD asignados al Fondo para este año y que en el 2012 se prevé habilitar con el mismo fin otros 5.700 MD (cifra que, de por sí, ya excede el margen de RLD) se colige de esto

que el Gobierno ya habría agotado el tope legal para seguir empleando reservas para el pago de Deuda Externa.

Deuda del estado con la ANSES.

El FGS de la ANSES acumula hoy unos 190.000 M\$, de los que más de la mitad – el 55 % - está prestado al Estado: son 105.000 M\$ (equivalentes a unos 25.000 MD).

La situación del Sistema Previsional Argentino es compleja y muy delicada: existe un déficit operativo relevante porque las prestaciones de la Seguridad Social son superiores a las contribuciones recibidas por el sistema y gran parte de ello se debe a que la ANSES ha sido sobrecargada con gastos adicionales que exceden su finalidad específica en materia de Jubilaciones y Pensiones (caso Jubilaciones sin aportes, Veteranos de Malvinas, Asignación Universal por Hijo, etc.).

Sin juicio de valor al respecto, lo cierto es que así las cuentas del Sistema de Seguridad Social no cierran y ésta es una de las razones por las que el Gobierno resiste cumplir con sus obligaciones legales de actualizar los haberes pasivos, lo que a su vez está generando una multiplicación de los juicios contra la ANSES, que configura otro macro-rubro de Deuda Pública en crecimiento.

Pero mientras la ANSES se debate dentro de su propio problema financiero estructural ocurre que el gobierno Kirchner, después de la estatización de los fondos de las AFJP, prosiguió y aumentó en gran escala la política de financiamiento Intra-Estado, incrementando su Deuda con el Organismo para privilegiar el pago a OMC y Acreedores Privados.

El déficit fiscal.

Tradicionalmente se ha venido sosteniendo que la clave del llamado Modelo K reside en la existencia de Superávits Gemelos: Fiscal y Externo.

Los resultados en el presente demostrarían que estos dos pilares del Modelo están comprometidos porque no habría superávit ni equilibrio fiscal genuino y porque los márgenes de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos se vienen reduciendo.

Según el PL de Presupuesto este año 2011 el Resultado Financiero del Ejercicio será negativo de 11.800 M\$ y el 2012 habría un magro superávit de 1.400 M\$, prácticamente equilibrado.

Estos resultados fiscales están determinados por el pago de los Intereses de la Deuda, ya que en los dos años hay Superávits Primarios (diferencia entre Recursos y Gastos Públicos antes del pago de Intereses), por 24.400 M\$ y por 46.300 M\$ respectivamente, pero los Resultados Financieros devienen luego negativos o neutros.

Como hemos visto más arriba (en Vencimientos de Capital) la Deuda Pública que le vence al país no es pagada sino refinanciada y/o renovada en su totalidad; y además se toma nueva Deuda.

Los Intereses sí se pagan – son Gasto Público Corriente – aunque no completamente porque una parte (unos 1.300 MD por año) se capitalizan por anatocismo, es decir, se suman al Capital o Principal y devengan nuevos intereses.

Por ende, hoy no existe superávit fiscal genuino y el equilibrio presupuestario se cierra con Deuda y con ingresos extraordinarios (como el caso de utilidades de la ANSES y el BCRA).

Menor balance comercial.

La Balanza de Comercio – la otra pata de los superávits gemelos - está determinada por la diferencia entre Exportaciones e Importaciones.

El Saldo de esta Balanza es positivo para la Argentina pero su tendencia es decreciente: este año se estima que será de 9.000 MD (producto de 82.700 MD de Exportaciones menos 73.700 MD de Importaciones) y en el 2012 sería de 8.500 MD (90.800 MD menos 82.300 MD).

En condiciones normales, el Gobierno debiera comprar estos saldos positivos o excedentarios de divisas de la Balanza Comercial con Superávit Fiscal, para incrementar el stock de reservas del BCRA pero – como pasa en este caso - el Estado no tiene margen superavitario para hacerlo y entonces el BCRA sale a comprar las divisas emitiendo dinero para ello, dinero que aumenta la Base Monetaria y que entonces el propio Banco Central esteriliza o detrae del Mercado colocando deuda vía LEBAC/NOBAC (por las que paga un 13 % de Interés).

Esto es que, en definitiva, las Reservas se compran con Deuda, con la diferencia que en lugar de primero emitir Deuda y con los fondos recaudados comprar divisas, el BCRA traspone los pasos: primero emite dinero sin respaldo, para comprar las divisas, y luego toma o «rescata» ese mismo dinero del Mercado con Letras y Notas que son deuda y por las que paga altas tasas de interés.

Por eso decimos que las divisas que integran las Reservas del BCRA son compradas con Deuda.

Siendo así que – como hemos visto antes – cuando el Gobierno retira reservas del BCRA para pagar Deuda Externa hay que tener presente que esas reservas fueron adquiridas con Deuda, una deuda que quedó obviamente en el pasivo del BCRA y que no se muestra en el saldo de Deuda Pública del Estado Central.

La Política Monetaria y Cambiaria del Banco Central se entrelaza así con la Deuda Pública en medio de los vaivenes del Sector Externo.

La combinación de fin de Superávit Fiscal y menor Superávit Comercial pone en jaque el esquema de base del llamado Modelo K.

Deuda con organismos internacionales.

La Deuda Externa de la Argentina con Organismos Multilaterales de Crédito (OMC) era al 31.3.11 de 17.000 MD. Este monto está incluido en el total de Deuda del Estado Central de 184.400 MD y corresponde esencialmente a tres entidades: el Banco Mundial (BIRF) por 5.300 MD, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por 10.200 MD y la Corporación Andina de Fomento (CAF) por 1.400.

Los programas de endeudamiento en curso – particularmente con el BID, que es el mayor acreedor – se rigen por la renovación de acuerdos periódicos de Estrategia del País que, lo mismo que con el Banco Mundial, establecen en forma periódica los planes de toma de préstamos por trienio.

Tales créditos - que se renuevan continuamente por cancelación de operaciones y otorgamiento de nuevos préstamos – son destinados a financiar proyectos específicos pero también programas de Gobierno.

No se tiene noticia de los estudios sobre capacidad de repago que acompañen la toma de estos créditos internacionales, siendo que normalmente los mismos se diseñan en forma global o «por paquete» y en función de las cuentas nacionales del país.

La toma sistemática de préstamos de los OMC ha presentado históricamente, y sigue presentando, el problema de la utilización de muchos créditos que no es necesario asumir en moneda extranjera (por ejemplo, para financiamiento de obras civiles locales que se pagan en pesos) y además, como agravante, que una proporción de tales créditos se usa para financiar Planes Sociales que aparte de ser utilizados en pesos, por definición no tienen capacidad de repago.

La deuda con el club de París.

Un capítulo especial dentro del problema general de la Deuda Externa es el de los pasivos contraídos con los países miembros del Club de París, que hoy se encuentra en una nueva etapa de refinanciación.

El Club de París le reclama a la Argentina unos 9.000 MD (exactamente 8.900), por Deudas sucesivamente renegociadas que vienen de anteriores administraciones y que entraron en suspensión de pagos (default) a fines de 2001.

La mitad de estos compromisos – un 45 % - habrían sido contraídos en la época del Proceso Militar 1976-1983, corresponden a deudas que están siendo investigadas por la Justicia en la Causa Olmos II y forman en gran medida parte de la controvertida estatización de la Deuda Externa Privada durante el período 1983-1985.

La Administración Kirchner no cuestiona la legitimidad de estas acreencias y sólo negocia una nueva reestructuración de las mismas.

Dentro de lo que se sabe – ya que de hecho, como es regla en materia de Deuda Pública, las negociaciones son secretas – lo que estaría en discusión se centra en la conciliación de saldos de la Deuda en forma consolidada y la forma de pago de la misma.

Según la última información oficial – MECON/SF-ONCP al 31.3.11 – al Club de París se le debían 6.500 MD: 5.400 MD por Capital y 1.100 MD por Intereses.

El Informe aclara que esta cifra de deudas «No incluye Intereses Moratorios ni Punitivos».

Los países del Club de París le reclaman actualmente a la Argentina 8.900 MD: 6.300 MD por Capital y 2.600 MD por Intereses.

El Gobierno Kirchner habría reconocido pagar 8.400 MD – unos 2.000 MD más que lo consignado por el MECON – faltando sólo ajustar la forma de pago y la oportunidad de hacerlo.

La Deuda Externa con el Club de París es uno de los capítulos oscuros dentro del macro-problema de la Deuda, con serios

interrogantes sobre la legitimidad de origen y la evolución de las cancelaciones efectuadas.

Baste decir, por caso, que - según fuentes para-oficiales - el stock registrado de Deuda con el Club por el MECON a Marzo de 2002 sería a esa fecha de unos 1.800 MD.

Deuda contingente por juicios contra el estado.

Los pasivos públicos por juicios contra el Estado – con y sin sentencia en firme – constituyen uno de los rubros de deuda contingente inmanejables para el Gobierno Kirchner, como no sea seguir desconociendo los fallos legales en contra dictados contra la ANSES y otros Entes Públicos, ratificados incluso a nivel de la Corte Suprema de Justicia.

Dejando de lado los reclamos por ajustes de contratistas/proveedores y de ahorristas afectados por el Corralito/Corralón y la consiguiente pesificación asimétrica del 2002, el grueso de las causas es contra la ANSES, por reclamos de actualización de haberes por parte de jubilados.

Estos juicios suman actualmente más de 460.000 y crecen como «bola de nieve» a razón de unos 10.000 por mes. Muchos tienen ya sentencia en firme pero el Estado las va pagando a cuentagotas. Como los últimos juicios perdidos se están abonando a un promedio de 120/130.000 \$ por demandante, la cifra total en juego pudiera superar los 57.000 M\$ (14.000 MD).

La política seguida por la Administración Kirchner hasta el presente ha sido dilatar las tramitaciones legales, apelar los fallos en su contra para demorar las causas y diferir el pago de sentencias.

Paradójica o sintomáticamente, mientras la ANSES sostiene este cuadro de situación interno cada vez más grave la gran masa de dinero acumulada en su Fondo de Garantía del Sistema Previsional se destina a prestarle al Estado para sostener los servicios de la Deuda Pública, con el agravante que se carga con una Deuda de la Tesorería que no tiene demostrada capacidad de repago.

Un segundo rubro relevante de Deuda Contingente por juicios contra el Estado está dado por los reclamos externos ante el CIADI.

Originariamente, después de la Crisis de Deuda del 2001 se presentaron ante el CIADI demandas contra la Argentina por montos totales de unos 20.000 MD.

Con posteridad, y como resultado de distintas negociaciones bilaterales, estas causas habrían quedado reducidas a menos de la mitad (8/9.000 MD).

Pero no hay datos ciertos sobre tales causas y sus montos de reclamo.

Otro grupo de demandas contra la Argentina corresponde a los diversos juicios que siguen los tenedores de bonos que no entraron en el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 (los Holdouts), que siguen provocando fallos internacionales en contra de nuestro país.

Sobre un total de 11.300 MD de Deuda con Holdouts se estima que están en juicio 4.000-4.500 MD, particularmente encarados por Fondos Buitre y también por algunas entidades de pequeños bonistas.

El índice Deuda/Productos.

La reiterada posición oficial acerca de un supuesto des-endeudamiento público no es cierta: como hemos visto, la Deuda sigue aumentando en valor absoluto y en forma generalizada.

La palabra «des-endeudamiento» es sólo un eufemismo que se usa para referirse a operaciones de pago de deuda que se cancelan contrayendo nuevas deudas (hoy, en su mayoría, Deudas Intra-Estado).

Y ello está ocurriendo no sólo a nivel del Gobierno Central sino de todos los ámbitos gubernamentales del país.

No existe capacidad fiscal de pago demostrada para cubrir tales obligaciones, de modo que la Argentina continúa así condenada a sucesivas y sistemáticas reestructuraciones de Deuda, que se dan contra incremento de los compromisos por Capital y mayores pagos anuales de Intereses.

El principal argumento que se esgrime para sostener que el país se está des-endeudando es la baja del Índice Deuda/PBI, ratio que mide el stock de Deuda declarada de la Administración Central contra el Producto Bruto Nacional.

Este índice, a su vez, es engañoso, básicamente por tres razones:

1. Desde un punto de vista metodológico Deuda y Producto son magnitudes de naturaleza diferente: la Deuda es una obligación financiera cierta y con cronograma de vencimientos determinado, mientras que el PBI es una magnitud económica, producto de la cuantificación del valor de la producción de toda la economía en un año.

2. Si bien no cambia mucho el coeficiente publicitado por el gobierno – 46.3 % del PBI (correspondería a 173.100/374.000 MD) – la cifra del numerador está tomada con valor un poco más bajo que el total (de 184.400 MD) y, desde ya, sin tomar en cuenta ninguna forma de Deuda no Registrada.

3. Pero la objeción más importante es que si quisiera reflejarse debidamente el valor de este indicador debiera tomarse no sólo la Deuda del Estado Central en el numerador sino toda la Deuda Pública Nacional (que según el cuadro de situación tentativo que se muestra al final del presente trabajo puede llegar a unos 300.000 MD); y entonces el ratio daría un valor mucho más elevado (del 80 %).

Cada vez que se toca un tema o un dato clave de la Economía o la Finanza de la Argentina hay que entrar a discutir si es verdadero o falso (caso Inflación, Pobreza/Indigencia, Producto Bruto, Deuda Pública).

En nuestro país, en materia de Deuda, sobrevuela el «fantasma de Grecia»: la Crisis de Deuda Griega se hizo pública en 2009-2010 cuando devino insostenible ocultar que la Deuda Pública real era muchísimo mayor que la Deuda Oficial.

Y la clave de este proceso está preludiada siempre por la falsa imagen de una solvencia fiscal que no existe.

El Estado Argentino hoy, frente a sus obligaciones de Deuda existentes y las nuevas deudas a contraer, no tiene capacidad de repago demostrada a ninguno de los niveles de gobierno citados en este trabajo.-

ABREVIATURAS:

MD y M\$ Significan Millones de Dólares y Millones de Pesos, respectivamente.

Todas las cifras están expuestas con redondeo (de allí que pudiera existir alguna diferencia mínima entre totales y sumatoria de importes).

AFJP Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

ANSES Administración Nacional de la Seguridad Social.

ATN Aportes del Tesoro Nacional.

BCRA Banco Central de la República Argentina.

BID Banco Interamericano de Desarrollo.

BIRF Banco Mundial (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento).

CABA Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

CAF Corporación Andina de Fomento.

CER Coeficiente de Estabilización de Referencia.

CIADI Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a

FGS Fondo de Garantía de Sustentabilidad del SIPA. Inversiones, dependiente del Banco Mundial (BM o BIRF).

MECON Ministerio de Economía.

OMC Organismos Multilaterales de Crédito (fundamentalmente BID, BIRF)

ONCP Oficina Nacional de Crédito Público.

PBI Producto Bruto Interno.

PL Proyecto de Ley

RLD Reservas de Libre Disponibilidad.

SF Secretaría de Finanzas.

SIGADE Sistema de Gestión y Administración de la Deuda Pública.

SIPA Sistema Integrado Previsional Argentino.

SSF Subsecretaría de Financiamiento.

ULPBI Unidades ligadas al Producto Bruto Interno.

ANEXO: Resumen de la Deuda Pública Nacional Argentina 2011.

En millones de dólares (MD). Datos estimados (7.10.11).

Lo que sigue es solamente un cuadro resumen orientativo de la estructura y magnitud de la Deuda Pública de la Nación Argentina hoy, integrado con las cifras oficiales y las estimaciones personales explicadas en el presente trabajo.

Dada la falta de acceso a gran parte de las informaciones oficiales clave que debieran ser fuente precisa de esta síntesis de rubros de Deuda, los números están sujetos a las aclaraciones y/o correcciones que puedan formular las autoridades gubernamentales al respecto.

Área de Gobierno	Rubro y/o concepto de Deuda	Sub-totales	Totales
Estado Central	Deuda oficial MECON al 31.3.11		184.400
	Deuda no registrada:		
	1. Capitalización de Intereses	4.000	
	2. Indexación por CER	22.000	
	3. Cupones PBI	32.000	58.000
	Deuda real del Estado Central		242.400
Provincias	Consolidado 24 jurisdicciones	15.000	
Banco Central	Deuda cuasi-fiscal del BCRA (por LEBAC/NOBAC)	23.000	38.000
TOTAL DEUDA NACIONAL	Nación, Provincias y BCRA, según datos oficiales y proyectados		280.000
Agregando deuda presunta: (#)			
Entes Nacionales y Municipios	Organismos Públicos, Empresas del Estado y Fondos Fiduciarios, más consolidado de los Municipios		20.000
DEUDA NACIONAL TOTAL	Deuda estimada incluyendo la suma tentativa de Entes y Municipios		300.000

Conforme las explicaciones del trabajo que fundamenta este cuadro resumen la Deuda Nacional real de la Argentina sería así hoy del orden de los 280.000 MD, que es la cifra cuantificable en base a datos conocidos.

Este total pudiera elevarse a unos 300.000 MD si se verifica que las cifras supuestas de la deuda de Entes Nacionales y Municipios del país alcancen a 20.000 MD adicionales.

No se computa aquí la Deuda Contingente por Juicios contra el Estado (fundamentalmente ANSES y reclamos ante el CIADI).

(#) Corresponde a cifras no informadas pero inferidas en base a los servicios que se devengan por intereses y a nueva deuda en proceso de contracción (que en el Presupuesto 2012 se autoriza por un monto total de 28.000 MD).

Capítulo 16

Deuda Pública y discurso presidencial (12.12.11)

En el discurso de asunción por su segundo mandato la presidenta Cristina Fernández de Kirchner hizo varias referencias al estado actual de la Deuda Pública Argentina.

El objeto de este trabajo es formular algunas observaciones al respecto habida cuenta que existen en principio ciertas diferencias relevantes entre los datos gubernamentales suministrados por la presidenta y las informaciones que surgen de los propios organismos oficiales, tanto en cuanto a su contenido exacto como a su forma de presentación ante la Opinión Pública.

Desendeudamiento Público.

La Presidenta hizo referencia – una vez más y en forma enfática – al supuesto desendeudamiento del Estado cuando esto no es cierto porque la Deuda Pública Argentina sigue aumentando; y lo hace al ritmo de más de 10.000 Millones de Dólares (MD) por año.¹

Según el Proyecto de Ley de Presupuesto 2012 enviado por el Poder Ejecutivo al Congreso el stock de Deuda aumentaría este año (2011) 12.200 MD - producto de Cancelaciones por 31.800 y toma de nuevas deudas por 44.000 MD - y el año próximo (2012) el aumento sería de 11.700 MD (producto de 40.100 contra 51.800 MD).

¹ La palabra «desendeudar/se» no está en el Diccionario de la Real Academia Española (RAE). El prefijo «des» denota negación o inversión del significado de la palabra a la que antecede, de modo que no puede aplicarse a un saldo de Deuda que no disminuye.

Según el Presupuesto original para el 2011 las previsiones de aumento de la Deuda eran de 9.400 MD (Nueva Deuda por 36.800 contra Amortizaciones por 27.400 MD); y ahora han pasado a 12.200.

Estos datos están corroborados por el último Informe de Deuda Pública – SF/ONCP, al 30.9.11 – que muestra un aumento acumulado anual del stock de la Deuda a esa fecha de 11.000 MD, de los que 3.000 todavía no aplicados.

Inmediatamente después del Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 el Gobierno exhibía una Deuda Pública de 126.600 MD. Hoy el Stock de Deuda es oficialmente de 175.300 MD (en ambos casos, sin considerar Holdouts). Es decir, que tomando los datos del MECON, la Deuda aumentó desde entonces – según las propias cifras oficiales - unos 50.000 MD (48.700).

Y ello, además de haberse usado Reservas del BCRA para pagos de Servicios de la Deuda, como lo expresa misma la Presidenta: «después de haber pagado, a través del FONDEA, años 2009 y 2010, a tenedores de títulos privados y organismos multilaterales de crédito, la suma de 26.316 millones de dólares.»

Pagos éstos que se entiende fueron aplicados mayormente a Capital o Principal de Deudas, ya que – salvo los Cupones ligados al PBI y los Boden 2012 - no se incluirían aquí los pagos por servicios de Intereses, que se abonan aparte - con recursos presupuestarios - como parte del Gasto Corriente.

Todo esto, siempre conforme los pasivos declarados del Estado, que no incluyen la Deuda no Registrada, la Deuda Pública Indirecta y las Deudas Consolidadas Nacionales.

Deuda y Producto Bruto.

Como es modalidad asumida por la actual Administración, la Presidenta se refirió al supuesto Desendeudamiento Público no en importes absolutos – que, según se explicó en el punto precedente, no están bajando sino subiendo – con el argumento oficial del ratio Deuda/PBI.

Conforme lo explicado en varios trabajos anteriores del autor² el Índice Deuda Pública/Producto Bruto Interno – o Deuda/PBI – es engañoso:

- Primero, porque se soslaya el problema real y concreto del aumento continuo del saldo de la Deuda en valor absoluto, que se sigue produciendo.

- Segundo, porque este índice se calcula sin considerar la totalidad de las obligaciones del Estado Central, ya que no se toma la Deuda no presentada al Canje 2005/2010 (Holdouts) ni se contempla la Deuda no Registrada integrada por Capitalización de Intereses, Indexación de Deudas ajustadas por CER y pagos futuros por Cupones Ligados al PBI, que no figuran en las informaciones de Deuda. Y

- Tercero, porque se está comparando contra el PBI Nacional solamente la Deuda que está en cabeza del Estado Central pero no se toma en cuenta el total de la Deuda Pública Nacional – como correspondería para cotejar categorías de igual alcance – dado que la misma abarca no sólo la Deuda del Gobierno Central (Performing/ Holdouts, Registrada/no Registrada) sino también la Deuda Consolidada de Provincias y Municipios, Empresas Públicas, Organismos Oficiales y Fondos Fiduciarios, la Deuda Cuasi-fiscal del BCRA y la Deuda Contingente por Juicios contra el Estado con Sentencia en firme.

Si se tomara el stock consolidado o completo de toda esta Deuda Pública Nacional, que nunca es mostrado a través de cifras oficiales pero que pudiera llegar a los 300.000 MD³, el índice Deuda/

² Ver Artículos de Héctor Giuliano:

- Deuda Pública y Elecciones 2011 (7.10.11).
- Deuda Pública y Presupuesto 2012 (22.9.11).
- La Deuda Pública no Registrada (31.7.11).
- El aumento de la Deuda Pública 2011 (4.7.11).
- La Deuda Pública Nacional de la Argentina (16.4.2011).

³ La suma estimada de 300.000 MD surge de los trabajos citados en la nota anterior.

Producto daría así un coeficiente del 73 % del PBI (300.000/410.000 MD).

Con la salvedad que esta cuestión se agravaría aún más si se considerara – según otras estimaciones técnicas – que el monto del Producto Bruto Interno de la Argentina fuese menor que 410.000 MD.

El problema de fondo con este ratio Deuda/PBI, sin embargo, es que el índice compara dos magnitudes de naturaleza diferente: un Numerador por Deuda, que es cierta y de naturaleza financiera, contra un Denominador por Producto Bruto, que es de naturaleza económica, de importe incierto y sólo constituye un indicador indirecto de solvencia futura, como derivado de la Recaudación Fiscal.

Deuda en moneda extranjera.

La Presidenta dijo en su discurso, entre otras cosas, que la deuda pública en moneda extranjera se redujo durante la Administración Kirchner y que a fin de este año la Deuda Externa que estará en manos del sector privado será solo del 8,7 por ciento del PBI (36.000 MD, si tomamos como base un PBI de 410.000 MD). El resto sería todo Deuda Intra-Estado.

Este porcentaje está presentado en forma algo confusa: la Deuda Pública en Moneda Extranjera – según la SF/ONCP al 30.9.11 – era de 109.000 MD al 30.9.11, es decir, que es un 62 % de la Deuda Total declarada por el MECON (176.000 MD, sin Holdouts ni Deuda no Registrada).

Tal importe de Deuda – siempre según los números oficiales – equivale hoy al 27 % del PBI (109.000/410.000) pero no es el que, según la Presidenta, bajaría de ese porcentaje al 8.7 % del PBI (los 36.000 MD citados), sino sólo el importe correspondiente al saldo futuro de la Deuda Externa con Acreedores Privados.

En el total de Deuda en Moneda Extranjera están la Deuda con Organismos Multilaterales de Crédito (que suma 17.500 MD), la Deuda Externa con los Países del Club de París (que el MECON registra por 6.500 MD aunque al país se le reclaman 9.000), la de otros Acreedores Oficiales y la Deuda en dólares Intra-Estado, que

no se sabe cuánto es pero que solamente con el BCRA representa unos 31.300 MD por Letras emitidas a cambio de Reservas Internacionales.

De allí que deviene difícil comprobar a cuánto asciende la real necesidad de divisas para pagar servicios de la Deuda Pública.

Estas cosas pasan por mezclar datos de importes parciales o incompletos en lugar de totales, por exhibir cifras que se expresan no en valor absoluto sino en porcentajes y, a la vez, por calcular tales porcentajes en función del PBI (la Presidenta) y no de la Deuda Total Oficial (MECON-SF/ONCP); aunque, en este caso concreto, el verdadero motivo sería una inconsistencia de ciertos números de base entre el proyecto de Presupuesto 2012 y los Informes trimestrales de Deuda Pública de la ONCP, que muestran cifras muy dispares en materia de vencimientos de Capital y de Intereses de la Deuda.

Pagos de la Deuda Pública.

La Presidenta dijo que hoy nuestro país está destinando solamente un 2 % del PBI al pago de la «deuda externa» (en realidad, se referiría a la Deuda Pública).

Cabe aclarar que este Gasto Público que se destina al pago de Servicios de la Deuda corresponde sólo a Intereses, no Amortizaciones de Capital ni otros conceptos conexos (como las Comisiones y los Cupones ligados al PBI).

Según el Proyecto de Ley para el Presupuesto 2012 los pagos de tales Servicios por Intereses son de unos 9.000 MD para el año en curso y de 10.200 MD para el Ejercicio próximo. Y pasan a 13.000 MD en 2013 y 17.000 MD en 2014.

El 60 % de esos Intereses (6.000 MD sobre el total de 10.200 MD en 2012) se pagan en Moneda Extranjera.

Los Intereses a Pagar que figuran en el Presupuesto no incluyen los Intereses que se capitalizan por Anatocismo, que sumarían otros 1.500 MD.

A su vez, los vencimientos de Capital – que no se pagan sino que se refinancian en su totalidad a medida que van venciendo – son 40.000 MD en 2012 y pasan a 43.000 MD en 2013 y a 46.000 MD en 2014.

Esto significa así que la Argentina paga «sólo» un 2 % del PBI por Servicios de la Deuda Pública porque no se computan los vencimientos de Capital (que equivalen al 10 % del Producto) ni se toman en cuenta los intereses que se capitalizan, los pagos de cupones ligados al PBI y los pagos de Comisiones.

Además – como se anotó antes - cabe reiterar aquí la observación que estas cifras de la Deuda en materia de vencimientos de Capital e Intereses, tomadas del Proyecto de Presupuesto 2012, son notablemente superiores a los que muestra la ONCP en sus Informes trimestrales de Deuda Pública, lo que acentúa la gravedad de las diferencias citadas (Ver Notas 3 y 4).

Pago al Fondo Monetario.

La Presidenta – en línea con lo sostenido siempre por la Administración Kirchner – volvió a presentar el pago completo y anticipado de la Deuda de 9.500 MD con el FMI como una medida de independencia soberana.

Sin embargo, dicho pago (que se entiende era una exigencia del Fondo antes que una libre iniciativa argentina; lo mismo que ocurrió con Brasil) no fue seguido de una desafiliación al Organismo, por lo que nuestro país sigue así obligado como Estado Miembro al Estatuto del mismo - particularmente por el Artículo IV, que trata sobre la auditoría anual de las cifras fiscales – de modo que le rige el compromiso de mostrar sus Cuentas Públicas al FMI para poder determinar la validez de sus informaciones oficiales en temas sensibles (como la Inflación Interna y el monto real de su PBI), el verdadero cuadro de situación de su endeudamiento fiscal y la real evolución de su Balanza de Pagos, entre otras cosas.

Y todo ello, para poder determinar particularmente el grado de Solvencia Fiscal en materia de Deuda Pública, cosa que en la ac-

tualidad sigue en suspenso debido al incumplimiento por parte de nuestro país de la Revisión del Artículo IV.

Por otra parte, la supuesta independencia actual frente al FMI estaría contradicha con la pertenencia argentina al Grupo de los 20, que compromete expresamente a nuestro país a reconocer la función del Fondo como organismo de contralor financiero del G-20.

Fondos buitres y pago de la deuda.

La Presidenta denostó también a los Fondos Buitres (técnicamente Fondos de Capital de Riesgo o Fondos de Inversión Libre), advirtiendo que no van a poder conseguir sus objetivos de cobrar a la Argentina.

Estas expresiones parecen contradictorias ya que las demandas de Fondos Buitres y otros Acreedores ante tribunales del exterior contra la Argentina, lo mismo que las de Empresas Transnacionales ante el CIADI, dependen de sentencias que dicten o están dictando al respecto jueces extranjeros cuya competencia este Gobierno no ha desconocido y que tratan sobre deudas cuya legitimidad de origen no ha denunciado.

La Argentina, en efecto – y el Gobierno Kirchner en particular – no sólo no ha planteado nunca la cuestión de la ilegitimidad de las Deudas Públicas sino que además, tampoco ha rechazado la jurisdicción de tribunales extranjeros, tanto en causas judiciales como en tribunales arbitrales.

Más aún, el ex presidente Néstor Kirchner primero⁴ y posteriormente la actual presidenta Cristina Fernández - particularmente en su Discurso del 4.3.10 - siempre dejaron perfectamente en claro

⁴ Fundamentalmente con el Megacanje 2005, a través del que se reestructuró la gran mayoría de los bonos emitidos en el Megacanje anterior De la Rúa-Cavallo (del 2001), pese a que los mismos se encontraban bajo investigación judicial, el remanente de los Bonos Brady del Convenio 1992-93, que siguen investigados por la Causa Olmos II, y otros pasivos del Estado.

que no plantearían la cuestión de la ilegitimidad de las Deudas Públicas de la Argentina, aplicando incluso últimamente la Política de Pago con Reservas Internacionales del BCRA para la cobertura de los Servicios de dicha Deuda.-

Capítulo 17

La Deuda Pública y el presupuesto 2012 que aprobó el Congreso.¹ (26.12.2011)

El Congreso acaba de aprobar – sin modificaciones – el Proyecto de Ley de Presupuesto enviado por el Poder Ejecutivo para el Ejercicio 2012.

¹ ABREVIATURAS:

MD y M\$ Significan Millones de Dólares y Millones de Pesos respectivamente.

Las cifras están tomadas siempre con redondeo.

ART Artículo del Presupuesto (Parte Dispositiva).

BCRA Banco Central de la República Argentina.

BNA Banco Nación Argentina.

CER Coeficiente de Estabilización de Referencia (replica la Inflación Minorista).

FMI Fondo Monetario Internacional.

IPC Índice Precios Consumidor (Inflación Minorista).

MECON Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

OMC Organismos Multilaterales de Crédito (Banco Mundial-BIRF, Banco Interamericano de Desarrollo-BID, Corporación Andina de Fomento-CAF y otros).

ONCP Oficina Nacional de Crédito Público.

PBI/PIB Producto Bruto Interno.

RLD Reservas de Libre Disponibilidad.

SF/SSF Secretaría de Finanzas/Subsecretaría de Financiamiento.

ULPBI Cupones ligados al PBI: se identifican por las siglas ULPBI-
Unidades ligadas al PBI o VLPBI-Valores ligados al Producto (GDP en inglés).

El objeto de este Trabajo es analizar qué aprobó específicamente el Poder Legislativo en materia de Deuda Pública para el año que viene a través de este presupuesto.²

Supuestos macro-económicos.

Hay tres variables que interesan en forma directa por su relación con la Deuda del Estado: el Tipo de Cambio, la Inflación (IPC) y el PBI.

En el Presupuesto 2012 el tipo de cambio Dólar está tomado a 4.13 \$ para 2011 y 4.40 \$ para 2012.

El IPC anual se estima en 9.7 % para 2011 y 9.4 % para 2012; con promedio anual 9.9 y 9.2 % respectivamente.

El PIB proyectado es de 1.771.700 M\$ corrientes para 2011 (429.000 MD, al tipo de cambio 4.13 \$/US\$) y de 2.085.300 M\$ para 2012 (474.000 MD al cambio de 4.40).

El aumento previsto del PBI – variaciones reales – es 8.3 % para 2011 y 5.1 % para 2012.

Todo esto, según las proyecciones o supuestos del Presupuesto aprobado.

En función de tales datos pueden hacerse algunas observaciones preliminares sobre estas pautas oficiales.

Apreciación real del peso:

a) La Tasa de Devaluación prevista para 2012 es 6.5 % (4.40/4.13) y 5.6 % para 2011 (4.13/3.91), lo que supone una aprecia-

² Parte de los puntos desarrollados en el presente trabajo fueron ya tocados por el Autor en otras notas recientes, a las que puede remitirse el lector que se interese en el tema, como informaciones de apoyo y/o datos desagregados:

- Deuda Pública y Discurso Presidencial (12.12.11).
- Deuda Pública y Elecciones 2011 (7.10.11).
- Deuda Pública y Presupuesto 2012 (22.9.11).
- La Deuda Pública no Registrada (31.7.11).
- El aumento de la Deuda Pública 2011 (4.7.11).
- La Deuda Pública Nacional de la Argentina (16.4.2011).

ción del Peso contra Dólar, habida cuenta de las proyecciones de Inflación Interna.

b) La devaluación real para fin de este año – tomando los datos actuales - sería ya nominalmente de 8.3 % (4.31/3.98), según el Índice Peso/Dólar con tipo de cambio 3.976 \$ al 31.12.10.

c) Estos coeficientes muestran así una leve apreciación real del peso durante los dos Ejercicios (2011/2012) en función de la Inflación Oficial; pero dan una apreciación mucho mayor si se toma la Inflación más realista del Índice Congreso – que refleja los datos relevados por las provincias y estimaciones de consultoras privadas – y que se estima hoy en el nivel del 23 % anual.

d) El Dólar Futuro se pacta actualmente (cierre del 23.12.11) a 4.413 \$ en el Mercado ROFEX (operaciones al 31.3.12) y a 4.786 \$ en el MAE (para el 31.10.12), es decir, a importes superiores a las proyecciones presupuestarias.

e) El BCRA tendría una suma muy relevante de contratos de venta a futuro de dólares, del orden de los 12.000 MD.

f) La apreciación cambiaria constituye un componente importante de la capacidad de pago relativa frente a la Deuda Externa, ya que si se produjese una fuerte devaluación del peso la Argentina entraría de nuevo en peligro de default: más del 61 % de la Deuda se encuentra contraída en Moneda Extranjera (el 64 % – 118.200 MD – si se incluye también a los Holdouts), si bien ahora una parte de la misma está en manos de Agencias del propio Sector Público.

g) El año pasado – 2010 – la variación del tipo de cambio permitió mostrar una reducción por este concepto del stock oficial de la Deuda Pública Total de 1.760 MD. La mayor parte de esta variación favorable resultaría de la conversión de la Deuda en Pesos dada su apreciación contra el Dólar.

Deuda indexada por inflación:

h) Una Inflación Minorista del 9.7 % implica un aumento teórico de la base de Capital de los Bonos en Pesos que ajustan por CER de unos 3.600 MD este año que termina y de otros 3.900 MD

el año próximo, medidos ambos sobre un stock de Deuda Indexada equivalente en la actualidad a 37.550 MD (al 30.9.11).

i) El aumento nominal del Principal de la Deuda ajustable por CER daría así aproximadamente 7.500 MD en el bienio 2011-2012.

j) La ONCP, en cambio, combinando los efectos Tipo de Cambio y CER, daba al 30.9.11 una Variación de la Deuda ajustable por CER para el acumulado del año a esa fecha de 530 MD.

k) La gran diferencia entre este acumulado y la estimación nominal anual citada – los 3.600 MD – puede deberse no sólo al efecto Tipo de Cambio sino también al simple hecho que la indexación sobre la mayoría de los títulos ajustados por CER se calcula recién a fin de año. En 2010 el aumento de la Deuda por este concepto de ajuste por Inflación fue de 2.200 MD.

l) Los Bonos indexados por Inflación tendrían una importante licuación de Deuda a favor del Estado en la medida que los Índices Oficiales - del INDEC - sean mucho más bajos que la Inflación calculada por Consultoras Privadas y Provincias Argentinas (que se refleja en el citado Índice Congreso).

m) Este efecto de licuación de Deuda – sobre Capital y consecuente pago de Intereses – es favorable para la Tesorería pero tiene como contrapartida el lucro cesante de los Acreedores de esos títulos en pesos indexados, que en un 65 % se encuentran en poder de Agencias del propio Estado (caso de la ANSES o el BNA).

Cupones ligados al PBI:

n) Las altas Tasas de Crecimiento Económico de la Argentina – que obviamente constituyen un dato positivo para el país – producen, sin embargo, un grave problema financiero por el aumento acumulativo de los pagos por Cupones ligados al PBI (ULPBI), cuyo importe total a ser abonado para este año que termina es del orden de los 2.500 MD.³

³ Un reciente nuevo trabajo de Javier LLORENS – «El hurto a la ANSES de 21 mil millones en Valores Ligados al PBI (VLPBI) y sus increíbles derivaciones» (Diciembre 2011) – muestra cifras más precisas y preocupantes acerca del crecimiento exponencial de

o) Estas cifras son fuertemente crecientes y mayores a la capacidad de atención de los Servicios anuales por parte

estos pagos, que son acumulativos y no se exhiben como parte del Stock de la Deuda Pública.

Los compromisos anuales de pago de tales Cupones PBI comprenden el Servicio de estos instrumentos derivados del Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005/2010 (que es el 5 % sobre el excedente de aumento del PBI del año anterior, cuando el mismo supera un 3 %).

La suma abonada a los tenedores de VLPBI acumularía ya 9.600 MD en el período 2006-2011 (incluyendo el pago de 2.500 que acaba de realizarse).

El importe global estimado faltante de pagar por todos los cupones durante el resto de su vida activa se estima entre 33-34.000 MD más, lo que daría así un costo financiero final de 43.000 MD, derivado sólo de este compromiso por pago de cupones a los Acreedores tenedores de ULPBI.

Estas sumas de los VLPBI no son computadas dentro del Total de Deuda Pública por el MECON porque se las considera Deuda Contingente.

Breve modificación del texto de la nota 3 del artículo sobre **«La deuda pública y el presupuesto 2012 que aprobó el congreso» (del 26.12.11)**

Se trata sólo de parte de dos párrafos - que van escritos con mayúsculas - por lo que la nota 3 completa queda como sigue:

[3] Un reciente nuevo trabajo de Javier LLORENS – «El hurto a la ANSES de 21 mil millones en Valores Ligados al PBI (VLPBI) y sus increíbles derivaciones» (Diciembre 2011) – muestra cifras más precisas y preocupantes acerca del crecimiento exponencial de estos pagos, que son acumulativos y no se exhiben como parte del Stock de la Deuda Pública.

Los compromisos anuales de pago de tales Cupones PBI comprenden el Servicio de Bonos del Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005/2010 (que es el 5 % sobre el excedente de aumento del PBI del año anterior, cuando el mismo es superior a un 3 %). La capacidad de pago comprometida a favor de los tenedores de estos títulos acumularía ya 9.600 MD para el período 2006-2011 (incluyendo el pago que acaba de realizarse). Y A ÉSTO DEBE SUMARSE UNA CIFRA EQUIVALENTE DESTINADA A LA RECOMPRA ANTICIPADA DE DEUDA, LO CUAL HACE TREPASAR EL TOTAL DE LA CIFRA COMPROMETIDA A 19.200 MD.

El importe global estimado faltante de pagar por todos los cupones durante el resto de su vida activa se estima en 29.700 MD MÁS, LO QUE DARÍA ASÍ UN COSTO FINANCIERO FINAL DE UNOS 39.300 MD, DERIVADO DE ESTE COMPROMISO POR PAGO DE CUPONES A LOS ACREEDORES TENEDORES DE ULPBI. CIFRA QUE SE DUPLICA SI SE CONSIDERA EL COMPROMISO DE RECOMPRA ANTICIPADA DE DEUDA.

Estas sumas de los VLPBI y las destinadas a la obligación de recompra anticipada de deuda no son computadas dentro del Total de Deuda Pública por el MECON porque se las considera obligaciones contingentes.-

del Gobierno, que actualmente utiliza Reservas Internacionales del BCRA para afrontar los pagos pertinentes.

La Deuda a pagar por las ULPBI no se computa oficialmente dentro del stock de Deuda Pública porque se la considera Deuda Contingente, si bien su pago es prácticamente seguro dado que se prevé un ritmo de crecimiento económico continuado no menor al 3 % anual, que es el piso de cálculo para el pago.

I. Deuda y presupuesto.

La Deuda Pública Argentina, a medida que van cayendo los vencimientos de Capital durante el año, no se cancela sino que se refinancia en su totalidad; y además se toma Nueva Deuda.

La refinanciación se realiza a través de Operaciones de Administración de Pasivos: Novación de Deudas con el mismo Acreedor o pago al Acreedor contrayendo nueva Deuda con un Tercero (básicamente Agencias del Sector Público).

De esta manera, en los últimos años se ha venido pagando Deuda a Tenedores Privados de Bonos y a Organismos Multilaterales de Crédito a costa de aumentar fuertemente la Deuda Intra-Estado.

El aumento neto de la Deuda Pública se muestra en el Cuadro de Resultado Financiero del Presupuesto.

Para el Ejercicio 2012 el stock de Deuda aumentaría este año (2011) 12.200 MD - producto de Amortizaciones por 31.800 y toma de Nuevas Deudas por 44.000 MD - y el año próximo (2012) el aumento sería de 11.700 MD (40.100 contra 51.800 MD).

En el Presupuesto original para el 2011 las previsiones de aumento de la Deuda en el año eran de 9.400 MD (Nueva Deuda por 36.800 contra Amortizaciones por 27.400 MD). Ahora las estimaciones de aumento han pasado a 12.200.

Estos datos están corroborados por el último Informe de Deuda Pública – SF/ONCP, al 30.9.11 – que ya muestra un aumento

acumulado anual del stock de la Deuda a esa fecha de 11.000 MD, de los que 3.000 todavía no aplicados.

Tales cifras demuestran que NO ES CIERTO QUE NUESTRO PAÍS SE ESTÉ DES-ENDEUDANDO: LA DEUDA PÚBLICA VIENE CRECIENDO Y LO HACE A UN RITMO DE MÁS DE 10.000 MD POR AÑO.

Deuda en moneda extranjera.

La Deuda Pública en Moneda Extranjera era de 109.000 MD al 30.9.11, es decir, un 62 % de la Deuda Total declarada por el MECON (de 176.000 MD, sin Holdouts ni Deuda no Registrada).

En el total de Deuda en Moneda Extranjera están la Deuda con Organismos Multilaterales de Crédito (OMC, que suma 17.500 MD), la Deuda Externa con los Países del Club de París (que el MECON registra por 6.500 MD aunque al país se le reclaman 9.000), la de otros Acreedores Oficiales y la Deuda en dólares Intra-Estado, que no se sabe cuánto es pero que solamente con el BCRA representa unos 31.300 MD por Letras emitidas a cambio de Reservas Internacionales.

El Presupuesto de Divisas para 2011 tiene un Resultado Financiero negativo de 5.000 MD (producto de Ingresos por 900 MD contra Gastos – prácticamente la totalidad en concepto de pago de intereses - por 5.900) y para 2012 está previsto en 6.400 MD (también negativo, producto de Ingresos por 1.000 MD contra Gastos por 7.400; todos ellos por pago de Intereses de la Deuda Externa).

Esto implica un aumento neto de la Deuda en Moneda Extranjera de 14.100 MD en el bienio 2011-2012.

Tomando Recursos Totales con Fuentes Financieras (Endeudamiento Público) menos Gastos Totales con Aplicaciones Financieras (Amortización de Deuda), el Balance de Divisas del Presupuesto muestra diferencias positivas de 2.700 MD en 2011 y 3.000 MD respectivamente.

Pero estos saldos a favor no derivan de excedentes propios de divisas sino de mayor endeudamiento externo.

Deuda pública por capital.

Las Deudas por Capital o Principal – como ya se ha dicho - no se cancelan sino que se refinancian en su totalidad y, además, se toma Nueva Deuda.

El Gasto Público que figura como pago de Servicios de la Deuda – dentro del Gasto Corriente del Estado - corresponde sólo a Intereses, no Amortizaciones de Capital.

Los vencimientos de Capital del Ejercicio – que se refinancian a medida que van venciendo – son 40.000 MD en 2012 y pasan a 43.000 MD en 2013 y a 46.000 MD en 2014.

Además, estas cifras de la Deuda en materia de vencimientos de Capital y también de Intereses – que están tomadas del Proyecto de Presupuesto 2012 - son notablemente superiores a las que muestra la ONCP en sus Informes trimestrales de Deuda Pública, lo que acentúa la importancia de tales diferencias.⁴

⁴ El Cuadro que sigue muestra como fueron variando las estimaciones trimestrales de la ONCP en cuanto al Perfil de Vencimientos de la Deuda Pública que cae en el 2012, comparando los datos de la Deuda editados en la página web de la SF-SSF/MECON contra la información contenida en el Presupuesto 2012 (que es la que se aprueba oficialmente):

Concepto	Trim. 1/11 Al 31.3.11	Trim. 2/11 Al 30.6.11	Trim. 3/11 Al 30.9.11	Ppto. 2012 (*)
Capital	10.500	13.880	16.140	40.100
Intereses	5.530	5.810	5.910	10.200
Total	16.030	19.690	22.050	50.300

Las fechas identifican los importes de vencimientos a producirse el año que viene según los Informes respectivos dados a conocer por la ONCP – conforme los datos editados al fin de cada Trimestre - mientras que las cifras del Presupuesto 2012 corresponden al proyecto enviado por el Poder Ejecutivo y aprobado por el Congreso.

Todas las cifras están expuestas en MD y comprenden sólo la Deuda Performing o en estado de cumplimiento, es decir, sin los Bonos que no entraron en el Megacanje 2005/2010.

Aunque una parte de las diferencias pueda explicarse por la omisión de las ULPBI, las discrepancias entre los valores de las estadísticas oficiales de la ONCP y los remitidos al Congreso – a mediados de Setiembre pasado – son muy relevantes.

Intereses de la Deuda Pública.

Según el Presupuesto 2012 los pagos de Servicios por Intereses son de unos 9.000 MD para el año en curso y de 10.200 MD para el Ejercicio próximo. Pasan a 13.000 MD en 2013 y 17.000 MD en 2014.

El 60 % de esos Intereses (6.000 MD sobre el total de 10.200 MD en 2012) se pagan en Moneda Extranjera.

Los Intereses a Pagar que figuran en el Presupuesto no incluyen los Intereses que se capitalizan por Anatocismo, que sumarían otros 1.500 MD. En el año 2010 fueron 1.800 MD.

El pago de 10.200 MD durante el año que viene implica un promedio de 28 MD por día: 1.16 MD - casi 1.2 – que caen por hora que pasa de nuestra vida.

II. Autorizaciones presupuestarias.

La Parte Dispositiva de la Ley de Presupuesto trata sobre las Operaciones de Crédito Público en el Capítulo VII del Título I (Artículos 42 al 59 inclusive), donde se establece básicamente lo siguiente:

⁴Estas divergencias son también notables entre las últimas proyecciones de la ONCP (al 30.9.11) y las del Presupuesto 2012 en cuanto al Perfil de Vencimientos de los próximos años:

Concepto	2012 ONCP	2012 PPTO	2013 ONCP	2013 PPTO	2014 ONCP	2014 PPTO
Capital	16.140	40.000	9.020	43.000	10.150	46.000
Intereses	5.910	10.200	5.380	13.000	5.340	17.000
Total	22.050	50.200	14.400	56.000	15.490	63.000

La fuente de estos datos es el Informe de la ONCP al fin del Trimestre III de 2011 (último publicado) confrontado con la información del Presupuesto 2012.

Estas inconsistencias son doblemente notables habida cuenta que las informaciones de base para estos conceptos elaboradas por la Subsecretaría de Presupuesto del MECO – que confecciona el Proyecto de Ley respectivo – tienen que provenir precisamente de la ONCP.

El ART 42 autoriza Operaciones de Crédito Público – esto es, toma de nuevas deudas - por 138.200 M\$ (equivalentes a 31.400 MD) y el ART 46 Operaciones Adicionales por 9.180 MD: un total de 40.600 MD.

Esta suma corresponde al grueso del endeudamiento previsto para 2012 (que en el Cuadro de Resultado Financiero figura por 40.100 MD).

Los 138.000 M\$ corresponden a refinanciación de Servicios de Deuda por Capital que vencen durante el año y se prevé repactarlos a plazos de amortización relativamente cortos: 87.000 M\$ a un año o menos, 22.000 a 2 años, 6.000 a 3 años y 23.000 M\$ a 4 años. Lo implica que las reestructuraciones previstas no descongestionarían el perfil de vencimientos de las obligaciones del Estado a Corto y Mediano Plazo.

La nueva deuda por los 9.200 MD, en cambio, está prevista para el financiamiento de Obras Públicas, aunque también sus plazos son comparativamente cortos: la mayoría a un año y algunos a tres.

El ART 47 autoriza además Operaciones de Crédito Plurianuales futuras por 22.400 MD: 9.300 MD a contraer en 2013, 8.300 MD en 2014 y un resto de 4.800 MD a posteriori. Se trata también de préstamos para la financiación de proyectos de Obras Públicas e Infraestructura y sus principales plazos de vencimientos van de uno a cuatro años.

Estas sumas de operaciones aprobadas que exceden el Ejercicio 2012 lógicamente no se reflejan en las partidas del Presupuesto del año, pero quedarían ya autorizadas.

El ART 44 fija en 19.000 M\$ el monto de Deuda a contraer a Corto Plazo por parte de la Tesorería.

El ART 45 faculta la colocación de Letras del Tesoro por otros 10.000 M\$ para ser utilizadas como garantía de la compra de combustibles, importación de Energía Eléctrica, compra de aeronaves y componentes extranjeros/Bienes de Capital.

El ART 43 autoriza en el Ejercicio 2012 la suma de 5.700 MD para el denominado Fondo del Desendeudamiento Argentino

(FDA), creado por Decreto 298/10. Este monto, integrado con Reservas Internacionales del BCRA, será destinado a cancelar servicios de Deuda Pública exclusivamente con Tenedores Privados, cosa que no está permitida por la Ley 23.928 de Convertibilidad modificada, que en su Artículo 6 sólo autoriza el uso de reservas para el pago a Organismos Multilaterales de Crédito (OMC).

Se trata de la utilización de Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) - exactamente 5.674 MD – que se definen como Reservas que exceden la cobertura de la Base Monetaria.

Pero esta nueva integración del FDA para pago de Deuda Externa con Reservas en el 2012 – aparte del discutible modo de cálculo de esas «reservas excedentes» - presenta ahora un problema adicional: en la actualidad no existen RLD porque el stock de Reservas Internacionales (44.800 MD) es menor que la Base Monetaria que respaldan (49.600 MD), según datos del último Balance semanal del BCRA (al 15.12.11).

Ergo: EL CONGRESO ESTÁ APROBANDO EL USO DE RESERVAS QUE HOY NO EXISTEN y que, además, se han venido usando fuera de los términos de la Ley 23.928, para privilegiar el pago a Acreedores Privados.

En contrapartida por la toma de Reservas, la Tesorería entrega al BCRA Letras Intransferibles a 10 años de Plazo, con pago íntegro al vencimiento. Tales Letras no tienen capacidad de repago demostrada para cumplir en el futuro este tipo de operaciones.

El ART 50 mantiene abierta la Reestructuración de Deuda con los Tenedores de Bonos que no entraron en el Megacanje 2005.

El ART 51 autoriza al Poder Ejecutivo para negociar la reestructuración de las Deudas Externas de las Provincias, convirtiéndose el Gobierno Central en nuevo titular o garante de pago frente a los Acreedores; descontando luego dichos pagos de la Coparticipación Federal de Impuestos de las provincias respectivas.

El ART 52 autoriza Avales del Tesoro por un monto de 28.000 MD (exactamente 27.885). Se trata de nuevas operaciones de Deuda Indirecta - es decir, contraídas por Empresas del Estado, Entes

Nacionales y/o Fondos Fiduciarios - para el financiamiento de Obras de Infraestructura y/o Equipamiento.

Comprende una serie de proyectos a cargo del Ministerio de Planificación Federal que suponen la toma de Deudas garantizadas por el Estado Nacional.

Estas deudas indirectas de la Administración Central no están incluidas dentro del Stock Total de Deuda Pública, que al 30.9.11 era oficialmente de 186.000 MD.

No se conoce, en cambio, cuánto es el monto consolidado de la Deuda Pública Indirecta del Estado Argentino.

Hasta aquí las autorizaciones más relevantes en materia de Deuda Pública aprobadas por el Presupuesto 2012

III. Presupuesto y déficit fiscal.

Los comunicados oficiales del MECON últimamente informan el Superávit Fiscal Primario pero omiten destacar que el Resultado Financiero es negativo, es decir, que EL GOBIERNO TIENE DÉFICIT FISCAL.

Según el Presupuesto aprobado este déficit financiero (Recursos Totales menos Gastos totales) será de 11.800 M\$ en 2011 y se tendría un leve superávit en 2012, de casi 1.500 M\$ (1.446); aunque cabe recordar que el Proyecto de Presupuesto para el 2011 también era originariamente superavitario.

El Resultado Primario previsto para este año (2011) – Recursos menos Gastos, sin contar el pago de los Intereses de la Deuda Pública – es ahora – según el Mensaje del nuevo Presupuesto - de 24.400 M\$; y para el 2012 sería de 44.800 M\$.

Pero el Resultado Financiero del Ejercicio (Resultado Primario menos pago de Intereses), en cambio, es negativo este año (los 11.800 M\$ citados) y prácticamente equilibrado en 2012 (1.500 M\$).

Los resultados del Presupuesto, sin embargo, están totalmente condicionados por el problema de las Necesidades de Financiamiento del Estado; o sea, por la Deuda.

El aumento de los Recursos pasa de 413.500 M\$ en 2011 a 506.600 en 2012 (22.5 % más) y los Gastos van de 425.300 M\$ a 505.100 (18.8 % más); de modo que está previsto una leve desaceleración del incremento del Gasto Público en relación al de los Ingresos.

Esto da los Resultados Primario y Financiero antes citados.

Pero para llegar a estos resultados el Estado Argentino tiene que cubrir Necesidades de Financiamiento por 228.000 M\$ (51.800 MD) en el 2012: 176.000 M\$ (40.100 MD) para renovar vencimientos de Deuda durante el Ejercicio y 51.600 M\$ (11.700 MD) de Nueva Deuda.

Es decir, se tienen que conseguir fondos equivalentes casi a la mitad del Presupuesto Público ($228.000/506.600 = 45\%$).

Lo que significa que, en ambos ejercicios, EL PRESUPUESTO CIERRA CON DEUDA.

Consideraciones finales.

La mayoría parlamentaria del Gobierno Kirchner le ha permitido lograr la rápida aprobación de la Ley de Presupuesto 2012, sin modificaciones y sin debate.

La Ley renueva las Facultades Especiales o «Superpoderes» del Ejecutivo en materia presupuestaria (ART 5, 8, 9 y 10), que son muy importantes en materia de Deuda Pública porque delegan funciones que la Ley 24.156 de Administración Financiera del Estado y la propia Constitución Nacional reservan al Congreso de la Nación.

A su vez, la existencia ahora de una Ley para el nuevo año convalidaría lo actuado en función del Presupuesto vigente del 2011, que fue dictado por Decreto del Poder Ejecutivo.

Conjuntamente con el Presupuesto, el Congreso sancionó también una batería de leyes conexas, entre las cuales: a) la prórroga del Impuesto al Cheque y otros gravámenes que mantienen la Presión Tributaria para poder sostener los ingresos fiscales, b) la prórroga de la suspensión de las Leyes 25.917 de Responsabilidad Fis-

cal y 25.152 de Solvencia Fiscal, que dejan sin efecto los topes de aumento del Gasto Público y de la Deuda Pública de Nación, Provincias y Municipios; y c) fundamentalmente, la nueva prórroga de la Ley de Emergencia Económica, que se viene renovando sistemáticamente desde la Crisis de Deuda del 2001.

Este paquete de leyes consagra así nuevamente el principio financiero de que **EL PRESUPUESTO CIERRA CON DEUDA PÚBLICA. UNA DEUDA QUE NO TIENE CAPACIDAD DE REPAGO DEMOSTRADA.**

Capítulo 18

Deuda pública y déficit fiscal 2011 (30.1.2012)

El 24.1 el Vice-presidente Boudou y el Ministro de Economía Lorenzino dieron una Conferencia de Prensa para anunciar los principales resultados fiscales del año pasado.

Tanto la exposición de ambos funcionarios como el Comunicado Oficial respectivo enfatizaron la noticia de que «el superávit del 2011 fue de 4.919 millones de pesos»(casi 5.000 M\$).

Esta información oficial no es cierta y está presentada en forma engañosa a la Opinión Pública porque en realidad el Estado Nacional no tiene Superávit sino Déficit Fiscal; y déficit por un monto muy superior al previsto por las propias autoridades.

El resultado financiero 2011.

A mediados de Setiembre pasado el Poder Ejecutivo envió al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto 2012, que fue aprobado sin modificaciones por ambas cámaras en Diciembre.

En ese proyecto se preveía que el Gasto Público Total sería en 2011 de 425.300 M\$ y los Ingresos Totales 413.500 M\$; con un Déficit Fiscal consecuente de 11.800 M\$.

Ahora, las informaciones confirmadas por el Ministerio de Economía son: Ingresos 434.800 M\$ menos Gastos por 465.500 M\$ = Déficit Fiscal 30.700 M\$.¹

Es decir, que el Déficit Fiscal efectivamente producido resultó casi tres veces mayor al previsto por el Gobierno al remitir el pro-

¹ Estos importes no incluyen 119.900 M\$ de Gastos y Contribuciones Figurativas, es decir, de transferencias entre Organismos del propio Estado y que tienen, por ende, resultado compensatorio.

yecto de Presupuesto 2012 al Congreso, que se hizo en Setiembre de 2011 y con proyecciones para ese mismo año.

Pero más allá de señalar este importante desvío o diferencia en los resultados fiscales está el hecho de su muy discutible modo de presentación.

El Gobierno confunde a la Opinión Pública diciendo que hubo Superávit cuando ello corresponde sólo al concepto de Resultado Primario, que no es el Resultado Final del Ejercicio sino la diferencia entre Ingresos Totales y Gastos incompletos, ya que tales gastos se muestran sin contar los Intereses Pagados, que son parte del Gasto Corriente y por ende forman parte del Gasto Total.

Así, el denominado Superávit Fiscal Primario que exhibe y pondera el Ministerio de Economía por 4.900 M\$ resulta de los Ingresos por 434.800 M\$ contra Gastos por 429.900 M\$ (producto de no tomar en cuenta los Intereses pagados de la Deuda Pública por 35.600 M\$, que están dentro del Gasto; o sea $465.500 - 35.600 = 429.900$ M\$).

Si, en cambio, se toman en cuenta estos Gastos por Pago de Intereses de la Deuda el Resultado Financiero es el de los 30.700 M\$ negativo citado.

Esta grosera maniobra de anunciar públicamente hoy un supuesto Superávit Fiscal cuando, por el contrario, existe Déficit Fiscal no sólo reviste gravedad en sí misma por la forma de comportamiento oficial sino, además, por el disimulo de este Resultado Financiero negativo, ya que su magnitud tendría que haber sido advertida al momento de enviar el proyecto de Presupuesto 2012 al Congreso (poco antes de las Elecciones de Octubre) con las previsiones de ejecución del 2011.

Servicios de la deuda y proyecciones del presupuesto 2012.

El Proyecto de Ley de Presupuesto 2012 fue enviado al Congreso en término – a mediados de Setiembre pasado – y, como se dijo antes, contemplaba un Déficit Fiscal de 11.800 M\$, que ahora se reveló de 30.700 M\$.

El Ministro Lorenzino, en la Conferencia de Prensa citada, explicó que este resultado financiero estuvo influido – entre otros rubros - por los pagos de Servicios de la Deuda Pública efectuados en Diciembre, y más precisamente por el abono de los Cupones ligados al PBI (ULPBI).

La planilla de Ahorro-Inversión correspondiente a Diciembre informa que los pagos de Intereses fueron ese mes de 14.200 M\$.

De este importe unos 9.000 M\$ habrían correspondido a las ULPBI y el resto – 5.200 M\$ - a pago de intereses propiamente dichos.

Eso fue para el mes de Diciembre solamente. Para el acumulado del año los pagos totales de Intereses de la Deuda Pública sumaron 35.600 M\$.

El Presupuesto original 2011 preveía 36.400 M\$ por este concepto (que incluía el pago de las ULPBI), de modo que de acuerdo con las cifras oficiales no se habría producido aquí un desvío significativo y hasta se habría levemente sub-ejecutado la pertinente partida total.

El Comunicado Oficial dice, sin embargo, que «El incremento de pago por Intereses obedeció al pago correspondiente a las Unidades Vinculadas al PBI (Cupón PBI) durante 2011» y que «El pago del Cupón PBI influyó para que al cierre de 2011 el Resultado Financiero fuera de -\$ 30.663.8 M.».

Este punto no está claro: el pago de los Cupones PBI estaba ya presupuestado en el Presupuesto 2011 y prácticamente por el mismo monto que habría sido ejecutado.

Tal pago aparentemente estaba previsto realizarlo – en lo tocante a Moneda Extranjera – con fondos tomados de las Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA), es decir, con Deuda de la Tesorería con el Banco; no con recursos corrientes.

Si el monto total de Intereses Pagados (35.600 M\$) habría cubierto así prácticamente la Partida Presupuestaria prevista para todo el año 2011 (36.400 M\$) y los pagos de ULPBI no se hicieron con fondos corrientes sino con Deuda tomada del BCRA, no se entien-

de bien por qué el Ministro atribuye a este rubro haber influido en el elevado Resultado Financiero Deficitario del Ejercicio.

Ateniéndonos a las referencias del Presupuesto original 2011, la suma abonada por Servicios de la Deuda Pública tendría que haberse pagado con fondos propios de la Tesorería para el caso de los Intereses y con fondos prestados por el BCRA - a través del llamado Fondo de Desendeudamiento Argentino (FDA) - para el caso de los Cupones PBI; aparte de lo que se dedica a recompra de Deuda, que no estaría contemplado aquí.

Si una parte de los Servicios – los Cupones PBI – se pagó con Deuda ello significaría que el total de lo efectivamente abonado por los Servicios de la Deuda Pública sería bastante mayor a lo previsto en el Presupuesto 2011 y que entonces sí este rubro habría tenido influencia en el Déficit Fiscal del Ejercicio.

Y todo esto, para erogaciones que se muestran siempre bajo el equívoco título de Rentas de la Propiedad, cuando en realidad no son Rentas sino Gastos Corrientes del Estado.

Deuda pública y déficit fiscal.

En el Presupuesto original del año 2011 estaba previsto un Superávit Fiscal Primario de unos 38.000 M\$ (Recursos 374.500 – Gasto Primario 336.500) y un Resultado Financiero positivo de 1.600 M\$ (Recursos 374.500 – Gastos Totales por 372.900, producto de sumarle los Intereses a Pagar por 36.400 M\$ al Gasto Primario).

Estas cifras previstas para el año 2011 fueron ajustadas según el Proyecto de Ley para el Presupuesto 2012: Superávit Primario 24.400 M\$ (Recursos 413.500 – Gasto Primario 389.200) y Resultado Financiero de menos 11.800 M\$ (Recursos 413.500 – Gasto Total 425.300, producto de sumarle Intereses por 36.200 al Gasto Primario).

Nótese que la variación registrada en las cifras presupuestarias era ya significativa contra la información respectiva a la fecha de corte Setiembre 2011.

Pero el Comunicado del Ministerio de Economía (MECON) del 24.1.12 muestra luego desvíos reales todavía mayores: Superávit Primario 4.900 M\$ (Recursos 434.800 – Gasto Primario 429.900) y Déficit en el Resultado Financiero de 30.700 M\$ (Recursos 434.800 – Gasto Total 465.500, producto de sumarle 35.600 M\$ de Intereses al Gasto Primario).

No está claro entonces por qué se han producido estos desvíos relevantes en la información proyectada por el MECON entre la remisión del Presupuesto 2012 y los datos reales de cierre del Ejercicio difundidos a fines de Enero.

De todas maneras, e independientemente de los motivos de tales desvíos, lo cierto es que el año 2011 terminó con un fuerte Déficit Fiscal y no con Superávit; y que las autoridades pusieron énfasis en presentar el magro saldo positivo en el Resultado Primario (4.900 M\$) soslayando la importancia del Déficit Financiero (-30.700 M\$), que es el Déficit Fiscal verdadero.

Por otra parte, cabe tener presente que estos resultados – como ya ha sido observado en diversos medios apenas conocido el Comunicado Oficial – fueron ayudados por la existencia de Recursos Extra-Ordinarios girados al Tesoro por un total de 23.400 M\$, provenientes en su mayoría de Utilidades Contables del BCRA, Ganancias del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES y de otros Organismos Oficiales.

Caso contrario, en condiciones normales – es decir, si se hubiera dependido sólo de los Recursos Corrientes del Estado, el Resultado Primario habría sido negativo del orden de los 18.500 M\$ y el Resultado Financiero de más de 54.000 M\$.

Cabe recordar, por último, que la planilla anexa al Comunicado del MECON es Base Caja y no Devengado, por lo que falta computar allí el pago completo de las Unidades Ligadas al PBI y otros Servicios de la Deuda Pública que no se hayan registrado al 31.12.11 sino que pasan a ser efectivizados en el corriente año.

Como lógicamente siempre es riesgoso formular interpretaciones en firme en función de datos muy parciales o incompletos – como en este caso - sería conveniente que el Ministerio de Econo-

mía diera a conocer lo antes posible informaciones más completas y desagregadas que expliquen el comportamiento de las Cuentas Fiscales durante el Ejercicio 2011 y los desvíos producidos en las estimaciones de los últimos meses del año.-

Capítulo 19

Los pagos de la Deuda Pública Argentina (6.2.2012)

El Gobierno Kirchner confunde deliberadamente a la Opinión Pública diciendo que la Argentina se está «des-endeudando» cuando ello no es cierto: la Deuda Pública sigue aumentando y lo hace al ritmo de unos 10.000 MD¹ anuales.

Lo que sí es cierto es que la Argentina está «pagando» Deuda – no sólo por Intereses sino también por Capital – pero con ello no disminuye el Stock de la misma porque los compromisos que vencen se cancelan o reemplazan íntegramente por nuevas obligaciones, y además de pagar esos vencimientos se toma más deuda.

Este año, según el Presupuesto 2012 – Ley 26.728 - está previsto que se cancele Deuda por el equivalente a 40.100 MD pero que se tome a la vez nueva Deuda por 51.800 MD durante el Ejercicio, con lo que el stock de Deuda aumentaría en 11.700 MD.

Y esto se hace fundamentalmente a través del muy discutible método de usar Deuda Intra-Estado, es decir, privilegiar el pago a Acreedores Privados y Organismos Multilaterales de Crédito (OMC)² usando dinero prestado por diversas Agencias del Sector Público a las que se les entrega a cambio Títulos que no tienen capacidad de repago demostrada.

Dicho en buen romance: que cuando se paga a Privados y/u Organismos Internacionales tomando dinero de Entes Oficiales se

¹ Las abreviaturas MD/M\$ significan Millones de Dólares/Pesos respectivamente; y se expresan siempre con redondeo, de modo que pueden darse algunas mínimas diferencias entre sumatoria de términos y totales.

² Básicamente Banco Mundial (BM o BIRF) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y supletoriamente Corporación Andina de Fomento (CAF).

cumplen los compromisos con terceros a costa de «empapelar al Estado»: traspasándole «el muerto» de una carga de cobro dudoso al propio Sector Público.

El propósito de este breve trabajo es mostrar qué está haciendo realmente el Gobierno en esta materia de pagos de la Deuda y cuáles son las consecuencias de tal comportamiento oficial.

La política de pagos de la deuda.

El Golpe de Estado Institucional que derrocó al Presidente Rodríguez Saá conllevó importantes cambios respecto a su declaración de Cesación de Pago o Default de la Deuda Soberana de la Argentina: 1. No se elevaron los antecedentes de la Deuda del Estado al Congreso para investigar su Ilegitimidad, 2. Se acotó el alcance de dicho default circunscribiéndolo a los Tenedores de Bonos Privados y no a los Organismos Financieros Internacionales (OMC) corresponsables de la Crisis de Deuda del 2001, 3. Se instauró el criterio de salir de esa Crisis de Deuda por cesación de pagos con más endeudamiento, producto esencialmente de la cobertura de la pesificación asimétrica, 4. Se privilegió así la compensación a los grandes bancos, especialmente aquéllos que habían fugado las divisas que vaciaron las Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA), 5. Se convalidó la exigencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) de retirar de la circulación las Cuasi-Monedas sustituyéndolas por nueva Deuda Pública, y 6. Se implementó «con éxito» la política administrada por el Dr. Lavagna, consistente básicamente en frenar parte del traslado a precios de la macro-devaluación del peso por medio de la caída extra-ordinaria de los Salarios Reales. Complementariamente, se disparó el Tipo de Cambio muy por encima de la relación legalmente fijada de 1.00 US\$: 1.40 \$ y se aumentaron sustancialmente las Tasas de Interés domésticas, empezando por las que pagaba el Estado.

La Cesación de Pagos – convertida así técnicamente en un Default parcial – se mantuvo hasta que el país reestructuró su Deuda Pública a través del Megacanje Kichner-Lavagna de 2005.

A partir de este acuerdo internacional se convino que la Argentina tenía que retomar sus pagos, principalmente a los Acreedores del Exterior, Públicos y Privados.

Pero como nuestro país no tenía ni tiene divisas suficientes para abonar los Servicios de Capital³ el procedimiento que se sigue es el de Operaciones de Administración de Pasivos: refinanciación total o sistemática de los vencimientos de Principal de las Deudas a medida que van cayendo por vía de Novación de obligaciones si se trata del mismo Acreedor o por vía de cancelar las deudas de unos acreedores con dinero tomado de otros nuevos.

Adicionalmente, el Gobierno Kirchner está tomando hoy más deuda, que se utiliza para cubrir el Déficit Fiscal, ya que el Presupuesto cierra con Deuda.

Este año, como se dijo antes, las deudas por Amortización de Capital contra las previsiones de nuevo Endeudamiento dan un aumento neto de la Deuda Pública de 11.700 MD.

La mayoría de estas cancelaciones se hace privilegiando el pago a Tenedores Privados y Organismos Internacionales (OMC) a costa de tomar más préstamos dentro del propio Sector Público, es decir, aumentando la Deuda Intra-Estado.

La deuda intra-estado.

El Gobierno Kirchner se jacta de haber «internalizado» la Deuda Pública y de que la mitad de la misma se encuentra contraída actualmente con Agencias del propio Sector Público, pero este planteo es muy discutible.

Desde el punto de vista administrativo obviamente no cabe duda que «negociar» cualquier refinanciación con Entes acreedores que

² La Argentina no paga siquiera los Intereses completos ya que capitaliza una porción por anatocismo, es decir, transformando parte de los mismos en nueva Deuda por Capital, que devenga a su vez nuevos Intereses.

Sobre más de 10.000 MD anuales que se pagan por intereses – este año, 10.200 – se capitalizarían unos 1.500 MD.

forman parte del propio Estado es más simple que hacerlo con Terceros, Privados u Oficiales.

Pero el problema no reside en esta cuestión de forma o intermediación sino en que el Estado no tiene capacidad de repago demostrada para cumplir con esas obligaciones, de modo que las Deudas Intra-Sector Público devienen así una suerte de «paga-Dios» que nadie sabe cuándo ni cómo se van a abonar.

Y ello se traduce forzosamente en restricciones de otros gastos necesarios del Estado, descapitalización de los organismos prestamistas y/o desfinanciación de los sistemas de recaudación fiscal.

Porque al trasladar la carga de una Deuda Impagable al propio Estado no sólo se comprometen y debilitan recursos propios sino también fondos de terceros que son administrados por el Estado, como es el caso de la ANSES, que maneja el dinero de los Jubilados, y/o de los fondos que tienen destinos específicos, como el caso de las Reservas Internacionales del BCRA, que tienen la finalidad legal de respaldar la Base Monetaria.

Cancelar Deuda con Terceros Acreedores utilizando fondos tomados compulsivamente en préstamos provenientes de Organismos del Estado privilegia entonces el pago a dichos acreedores a costa de traspasar la nueva deuda al propio Sector Público: una deuda que, como dijimos, es de muy improbable cumplimiento.

Según la última información oficial disponible del Ministerio de Economía (MECON), al 30.9.2011 la Deuda Pública total de la Administración Central era de 186.500 MD – 175.300 MD de Deuda Performing y 11.200 MD de Holdouts - de los que según el Gobierno unos 88.000 MD estarían en manos del propio Estado (en realidad, algo menos del 50 %: un 47).

Estas cifras, en principio, no son completas porque no toman en cuenta Deudas no Registradas por valor de unos 55/60.000 MD, que no se computan oficialmente pero que pesan dentro de los compromisos concretos de la Nación.

Se trata de pasivos por Capitalización de Intereses (unos 4.000 MD), Ajuste por Inflación de la Deuda indexada por CER (más de

20.000 MD) y, sobre todo, Cupones ligados al PBI (ULPBI, por más de 30.000 MD).

Sin contar aquí las obligaciones de recompra de Deuda, fijadas en otro 5 % sobre el Crecimiento anual del PBI, esto es, por una suma equivalente al pago anual de las ULPBI.

Este problema se complica más aún por el comportamiento inverso de los Bonos Públicos en función del efecto del manipuleo de la Inflación Oficial.

Como la Deuda en Pesos indexada por CER – equivalente a unos 37.500 MD - se ajusta con el cuestionado IPC Oficial del INDEC, esta deuda sufre en la practica un proceso de licuación frente a la Inflación Real, que por un lado beneficia a la Tesorería, que es el Deudor, y por otro perjudica a los Acreedores que son titulares de dicha deuda, pero que en su mayoría (por lo menos, un 65 %) son hoy Organismos Oficiales (particularmente el caso de la ANSES).

A su vez, esta subestimación de la Inflación – que tiende a la baja del CER – potencia en sentido contrario el Crecimiento del PBI, que se calcula a Precios Corrientes que incluyen la Inflación Real de los Precios, con lo que el Gobierno termina pagando más de lo normal en concepto de servicios acumulativos de los Cupones ligados al PBI, que en su mayoría están en manos de Acreedores Privados.

De este modo, habiendo el Gobierno rescatado gran parte de la Deuda en Pesos indexada por CER – o heredándola directamente del fondo de las AFJP – el efecto de licuación perjudica a los tenedores de Deuda Oficiales (caso ANSES o Banco Nación) y beneficia a los Tenedores Privados de Cupones PBI.

Con el agravante que no se sabe si los precios de compra de los bonos rescatados por el Estado se pagaron a valores superiores a los de cotización en Bolsa.

Vulnerabilidad financiera del sector público.

Como es sabido, los dos principales prestamistas intra-Estado de la Tesorería hoy son la ANSES – a través del Fondo de Garantía de sustentabilidad (FGS) – y el BCRA; con el apoyo supletorio del Banco Nación Argentina (BNA) y una serie de otros Entes Públicos (como el Fondo Fiduciario de Reconstrucción Empresaria, la Lotería Nacional, la AFIP o el PAMI).

El uso de las disponibilidades de Caja de estos organismos - independientemente de las combinaciones posibles de administración de recursos por vía de Cash Flow - implican, en principio, una distracción del objetivo primario de tales recursos, que tienen aplicación o destino específico pero que se detraen así de su finalidad primaria.

Baste pensar en lo que significa que Fideicomisos Públicos, en lugar de atender a sus fines propios, presten su dinero al Tesoro para pagar Deuda, contra entrega de títulos a futuro; o el caso de la Obra Social de los Jubilados – el PAMI – prestando plata al Estado en lugar de aplicarla a la mejora de las prestaciones.

El caso paradigmático, en este sentido, es el de la ANSES: mientras el Gobierno Kirchner se jacta de tener actualmente un FGS acumulado superior a los 200.000 M\$, el Ente dilata la recomposición de los haberes jubilatorios en forma masiva y difiere sistemáticamente el pago de los juicios con sentencia en firme.

Una situación irritante, habida cuenta que la ANSES dispone de fondos acumulados y de ingresos corrientes como para ir instrumentando una gradual actualización de tales haberes hasta normalizar sus obligaciones legales pero que, en cambio, las dilata o «bicicletea» en su cumplimiento con daño al Sector Pasivo, que por razones vegetativas se va reduciendo por muerte a partir de las edades más avanzadas, que son las que conllevan mayores retroactivos.

La ANSES no sólo destina actualmente más de la mitad del FGS a prestarle dinero a la Tesorería sino que además le gira el excedente de Ingresos sobre Gastos del Organismo y también las

utilidades producto de tales préstamos; siendo así que en el año 2011 le habría transferido al Gobierno unos 23.000 M\$ por ambos conceptos.

Pero el caso más grave no sólo desde el punto de vista institucional sino además por su directa relación con la Política Monetaria, Cambiaria y Financiera del Estado es el de los préstamos masivos del BCRA al Gobierno Nacional.

En la actualidad – según el último Balance resumido, del 23.1.12 – el Tesoro le debe al BCRA más de 46.000 MD: 31.000 MD por Títulos Públicos en Cartera del Banco (en su mayoría correspondientes a Letras Intransferibles a 10 años de plazo dadas contra los préstamos en divisas tomados de las Reservas Internacionales) y 65.300 M\$ (equivalentes a unos 15.100 MD) por Adelantos Transitorios, que son operaciones a corto plazo (máximo un año) pero que se renuevan continuamente de manera que devienen deuda permanente del Fisco.

El Gobierno Central no tiene capacidad de pago para afrontar la devolución de estas deudas al BCRA y esto amenaza la solvencia del Banco, que es responsable de salvaguardar el valor del Peso y que mantiene por Ley 23.928 la obligación de sostener un régimen cambiario convertible que todavía no ha sido derogado, aunque sí limitado recientemente en la práctica.

Hoy las Reservas del BCRA – 46.700 MD – no cubren el respaldo legal de conversión de la Base Monetaria (que equivale a 50.800 MD).

De esta forma, el BCRA no estaría ahora en condiciones de afrontar una hipotética corrida bancaria generalizada ni está, en lo inmediato, en condiciones de cumplir la Ley de Presupuesto 2012, que dispone el pago de más Deuda Externa a Acreedores Privados por unos 5.700 MD con Reservas de Libre Disponibilidad (RLD), esto es, con divisas que hoy no existen como tales ya que las RLD se definen precisamente como las Reservas que exceden la cobertura de la Base Monetaria.

Y todo esto sin considerar que además el BCRA tiene que responder por los Encajes Bancarios de Depósitos en Moneda Ex-

tranjera, que suman 6.800 MD y son de exigencia inmediata; y por la Deuda Cuasi-Fiscal de Corto Plazo por LEBAC/NOBAC, que acumula 90.100 M\$ (equivalentes a 20.800 MD) y que son instrumentos financieros rápidamente convertibles en moneda extranjera.

Por otra parte, la forma de presentación contable de las Reservas en el Activo del BCRA estaría soslayando el menor stock de las mismas si se toma el saldo real de Reservas Netas, esto es, restándole las divisas prestadas por otros Bancos Centrales, que en este momento podrían superar los 4.000 MD⁴.

La actual combinación de baja de Reservas Netas (Reservas Brutas menos divisas prestadas), Activos de Bonos en cartera de baja calidad, encajes por Depósitos en Moneda Extranjera y pasivos de Corto y/o muy mediano plazo por Letras/Notas indica hoy una seria exposición financiera del BCRA.

Con el agravante que el Patrimonio Neto real del Banco producto de esta situación da lugar a que el BCRA siga girando así al Tesoro utilidades contables pero no estrictamente líquidas y realizadas.

Consideraciones generales.

Este delicado cuadro de situación financiero-fiscal del Estado Central y de los Entes sostenedores de la Deuda Intra-Sector Público explica en gran parte las medidas de emergencia adoptadas últimamente por el Gobierno en cuanto a restricciones o limitaciones en materia cambiaria frente al fin de los Superávit Gemelos.

El Déficit Fiscal del 2011 fue de 30.700 M\$ y el saldo anual de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos sería también negativo.

La Deuda Intra-Estado estaría cubriendo así un «bache» transitorio dentro del reciclado permanente del endeudamiento público, a manera de «préstamo-puente» interno con recursos tomados de

⁴ En el rubro Otros Pasivos, del BCRA, figuran 22.500 M\$ - equivalentes a 5.200 MD - que no aparecen desagregados pero donde se entiende están comprendidos estos préstamos de divisas provenientes de otros Bancos Centrales.

los principales Entes Nacionales; pero este procedimiento estaría llegando ya a su tope.

Aparentemente el Gobierno Kirchner opta, frente a este problema, mantener su vocación política pagadora a ultranza de Servicios de la Deuda para llevar a cabo el programa de su Hoja de Ruta: resolución del tema de los Holdouts o tenedores de bonos que no entraron en el Megacanje de Deuda 2005 y arreglo de la Deuda Externa con los Países del Club de París para – en función de estas dos acciones – cumplir el objetivo buscado de regresar al Mercado Internacional de Capitales, para volver a endeudarse.

El agravamiento y la imposibilidad de sostener aumentos ulteriores de la Deuda Intra-Estado contribuiría además a la «necesidad» de recurrir nuevamente a esta asistencia financiera externa, sobre todo en materia de divisas; y ello explica el empeño en usar reservas internacionales para pagar a Acreedores Privados externos y OMC, a la espera de una futura corriente externa «salvadora» del desequilibrio.

Si tal es el caso, esto es, si el Gobierno sigue privilegiando el pago a estos acreedores – Privados y OMC – a costa de «empape-lar» con títulos públicos a los Entes Nacionales, las consecuencias obvias son la desfinanciación y/o la descapitalización de los Acreedores Oficiales; con la consecuente generación de Necesidades de Financiamiento que ya no podrían ser cubiertas con fondos propios ni administrados por el Estado.

Y en esta categoría de grandes Acreedores vulnerables del Fisco caen principalmente la ANSES y el BCRA.

Después de todo esto, surge entonces la doble duda lógica: hasta qué punto puede el Gobierno seguir utilizando este expediente de la Deuda Intra-Estado para aguantar la carga insostenible de la Deuda Pública y consecuentemente qué puede pasar al respecto.

Si bien todo lo inherente a las claves del endeudamiento del Estado es secreto, pudiera conjeturarse lo siguiente:

1. La exposición financiera del Sistema Previsional – FGS de la ANSES – es muy alta pero no crítica para el Estado en la medida que pueda seguir difiriendo o «bicileteando» la normalización de pagos de Juicios con Sentencia en firme y dilatando en general las causas existentes de modo que las cuentas fiscales se sigan «beneficiando» con la muerte de jubilados y pensionados, que tal parece ser en la practica la política oficial al respecto, sobre todo para los de mayores retroactivos (una suerte de «solución biológica» para gran parte de la Deuda Pública Contingente).

2. La situación del BCRA, en cambio, sería mucho más grave para el Gobierno, dada la anotada debilidad real del Patrimonio Neto del Banco, lo que pudiera dejarle a la Tesorería un acotado margen de Adelantos Transitorios, que se atienden con emisión monetaria.

3. El Gobierno Kirchner necesitaría, por ende, alguna suerte de «blindaje» externo para seguir sosteniendo sus Reservas Internacionales, garantizando con ello la estabilidad monetaria interna y sus disponibilidades de pago de Deuda Externa para poder volver así a los Mercados Internacionales de Capital, para tomar más Deuda a tasas de interés algo menores que las actuales.

En este último caso, se estima crucial la política de pagos progresivos a los Holdouts vía rescates de Deuda y, sobre todo, el arreglo con los Países del Club de París, que permitiría destrabar Inversiones Extranjeras privadas de Empresas de esos países en la Argentina.

El anuncio de un acuerdo de este tipo – obviamente presentado a la Opinión Pública como «un éxito de negociación» – podría allanar las condiciones de toma de nueva Deuda; y entonces la Argentina podría entrar en la nueva etapa buscada de Endeudamiento Externo.-

Capítulo 20

Deuda pública y ajuste fiscal (3.3.2012)

Inmediatamente después de asumir su segundo mandato la presidenta Cristina Kirchner tomó una serie de medidas re levantes en materia económico-financiera vinculadas, directa o indirectamente, al problema de la Deuda Pública.

Este tipo de medidas puede interpretarse como respuesta a un nuevo estado de emergencia o desequilibrio por Crisis de Deuda que amenaza hoy las Cuentas del Estado y que ha requerido, en consecuencia, acciones concretas por parte del Gobierno.

Es entendible, con fundamento, que bajo el rótulo de «sintonía fina» utilizado para justificar la adopción de este tipo de medidas nos encontraríamos en realidad frente a un Ajuste Fiscal encubierto.

Qué es un ajuste fiscal?

En su formulación más simple Ajuste es el conjunto de medidas que se toma para mejorar la ecuación Ingresos-Gastos, es decir, el resultado económico-financiero de una entidad de referencia: en este caso, el Estado, aunque la regla es igualmente válida a nivel hogareño o empresarial.

El análisis del desagregado de rubros presupuestarios es un componente indispensable para la detección de los ítems más relevantes que explican esos desequilibrios de cuentas y consecuentemente, las áreas donde habría que tomar acciones correctivas.

Un Ajuste Fiscal – el que, por definición, atañe a las Finanzas Públicas – como todo ajuste no es bueno o malo en sí mismo: simplemente demuestra que se lo considera «necesario» por algún motivo y que se lo dispone para cubrir una «finalidad» determinada.

Estos dos conceptos metodológicos son tan obvios como necesarios porque el primero indica la gravedad de la causa que lo motiva y el segundo el ámbito del cual se espera salgan los recursos para cubrir ese desajuste.

No siempre las medidas de ajuste que se adoptan para tratar de equilibrar las cuentas fiscales corresponden a los mismos rubros que las generan: por el contrario, es frecuente que otros rubros se ajusten para poder cubrir el desequilibrio que producen los primeros.

Y esto nunca estuvo tan claro como en el caso de los Servicios de la Deuda Pública.

En la Argentina y en el Mundo, la regla que rige es que los diversos rubros que componen el Presupuesto Operativo del Estado deben ajustarse en función de las necesidades de pago de la Deuda, que aparece así como condicionante total de las Finanzas Públicas y la Política Económica del Estado.

Para ello, los instrumentos más comunes de la «receta clásica» de Ajuste – con o sin Fondo Monetario Internacional (FMI) – son, para citar los más relevantes¹

- Por un lado, el aumento de los Recursos a través de la Presión Tributaria (PT), el uso de Ingresos Extra-Ordinarios y/o el incremento de Precios/Tarifas de los Servicios Públicos (SP).

- Por otro lado, la disminución o restricción del Gasto Público por medio de la reducción directa de gastos generales, el retraso de los Salarios y Jubilaciones en términos reales y el recorte de Subsidios (que generalmente afectan también el Gasto Social).

Esto, en lo tocante a las partidas presupuestarias del Estado, que tiene además su correlato de importancia clave en el manejo de las variables financieras de base: monetaria, cambiaria y bancaria o financiera propiamente dicha.

¹ Todo plan de ajuste fiscal utiliza lógicamente medidas clásicas conducentes a un aumento de los Recursos, una baja en los Gastos Públicos o ambas cosas a la vez; aunque hay diversas vías o combinaciones para llegar al mismo fin.

Dentro de este esquema, los desequilibrios estructurales del Presupuesto motivados por el problema de la Deuda Pública son tradicionalmente cubiertos con medidas de ajuste aplicadas en otros ámbitos de la Administración Pública y acompañadas con el reacondicionamiento de las variables macro-financieras citadas.

La Deuda deviene así el factor determinante de los desequilibrios fiscales y su cobertura el objeto de los Planes de Ajuste.

Deuda pública y emergencia fiscal.

En línea con lo dicho, el propósito de este trabajo es identificar si el gobierno Kirchner está llevando a cabo un programa de ajuste – ortodoxo o heterodoxo – y si el motivo de dicho ajuste está efectivamente provocado por el problema de la Deuda Pública.

Este análisis es necesario para poder determinar el peso real que tiene hoy en las cuentas fiscales el problema de la Deuda Argentina.

En su planteo genérico el denominado Modelo K se enuncia bajo el eslogan de «Crecimiento con Inclusión Social» pero en el plano operativo la clave fáctica ha sido la existencia de «superávits gemelos» – fiscal y externo – donde no es claro poder determinar qué es mérito de la Política Económica oficial y qué producto de circunstancias de bonanza derivadas mayormente de la coyuntura internacional.

Pero independientemente de entrar en una discusión a este respecto, lo cierto es que actualmente este esquema, que vino funcionando hasta el presente, está hoy fuertemente comprometido:

a) La Administración Kirchner tiene Déficit Fiscal. En 2011 el Superávit Fiscal Primario fue de unos 5.000 M\$² pero el Resultado Financiero – es decir, después de computar el pago de Intereses de

² Las abreviaturas M\$/MD identifican Millones de Pesos/Dólares respectivamente. Las cifras se expresan siempre con redondeo, de modo que puede haber mínimas diferencias entre totales y sumatoria de términos.

la Deuda Pública - fue negativo en 30.700 M\$, que tal fue el déficit fiscal real de la Administración Pública Nacional.

b) El superávit de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos viene disminuyendo sensiblemente. En 2010 fue de 2.900 MD pero a fin del Tercer Trimestre de 2011 – última información oficial disponible (INDEC) – el acumulado era de 560 MD.

Dentro de este delicado cuadro de la Balanza de Pagos los rubros que más pesan son: el descenso del saldo de la Balanza Comercial (Exportaciones menos Importaciones) – 14.300 MD en 2010 y 10.600 MD acumulados al 30.9.11 - los egresos de divisas por pago de Intereses y giro de Utilidades/Dividendos en la Cuenta Corriente – 9.900 MD en 2010 y 8.000 MD acumulados al 30.9.11 – y el saldo de la Cuenta Capital/Financiera – 2.300 MD positivo en 2010 y 3.500 MD negativo acumulado al 30.9.11 – lo que determinó Variaciones de Reservas Internacionales con caída de 4.200 MD en 2010 y 4.100 MD acumulados al 30.9.11.³

Según los datos del Presupuesto 2012, aprobado por el Congreso, este año el Gobierno debería afrontar erogaciones totales por 681.500 M\$: 505.100 M\$ por Gastos Totales (441.300 de Gastos Corrientes y 63.800 de Gastos de Capital) y 176.400 M\$ por vencimientos de Capital de la Deuda Pública.

Como los Ingresos Totales previstos son de 506.600 M\$, la diferencia - correspondiente íntegramente a los vencimientos de Capital - se cubre renovando la totalidad de la Deuda Pública y tomando además Nueva Deuda.⁴

Este año, exactamente, están previstos vencimientos de Deuda por Capital por los 176.400 M\$ citados (equivalentes a unos 40.100 MD) y refinanciación/toma de Deuda Nueva por 228.000 M\$

³ Hay Errores/Omisiones por 1.100 MD (-) en 2010 y 1.200 MD (-) en el acumulado de 2011 hasta el 30.9.

⁴ Por razones de simplificación omitimos aquí entrar en los números más completos con el agregado de la Disminución de Inversión Financiera (11.900 M\$, dentro de las Fuentes de Financiamiento) y de la Inversión Financiera (64.900 M\$, en el campo de las Aplicaciones).

(51.800 MD), esto es, un aumento de Deuda por 51.600 M\$ (11.700 MD).

En consecuencia, no es cierto que la Argentina se esté endeudando: de hecho, la Deuda Pública aumenta hoy a un ritmo de más de 10.000 MD por año.⁵

El Stock de Deuda Pública declarado por el Ministerio de Economía – última información disponible al 30.9.11 – es de 186.500 MD: 175.300 de Deuda Performing o en cumplimiento de los servicios y 11.200 MD de Tenedores de Bonos que no entraron en el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 (los Holdouts).

Este cuadro de situación del endeudamiento actual del Estado y el agravamiento de sus perfiles de vencimiento – por Capital e Intereses – explicaría el nudo del problema que la Administración Kirchner intenta paliar con las recientes medidas financieras hasta cumplir con el objetivo de su Hoja de Ruta, que es volver al Mercado Internacional de Capitales para tomar nuevas deudas.

Las medidas de ajuste fiscal.

Desde el punto de vista de la problemática de la Deuda Pública el gobierno Kirchner ha venido tomando toda una serie de medidas de importancia que se acentuaron ahora con la continuidad del mandato de la presidenta Cristina Fernández.

Esta batería de medidas – mantenidas o instauradas - puede resumirse en las siguientes:

A) Por un lado, mejoras en los INGRESOS FISCALES por:

1. Mantenimiento de una elevada Presión Tributaria en función del Sistema Impositivo existente, donde pesan gravámenes muy cuestionables por la naturaleza de los impuestos y/o por el nivel de sus alícuotas (caso de las Retenciones y del Impuesto al Cheque).

⁵ Estas cifras, como decimos, se refieren solamente a Vencimientos y Amortizaciones de Capital; no incluyen los Intereses a Pagar este año – por 45.000 M\$ (equivalentes a 10.200 MD) – que están incluidos dentro del Gasto Público Corriente.

2. Efecto inflacionario positivo para las arcas del Estado por su relación directa con determinados tributos (caso del IVA, del Mínimo no Imponible del Impuesto a las Ganancias y/o de la prohibición de Ajuste por Inflación en los Balances de las Empresas).

3. Disponibilidad de Recursos Extra-Ordinarios provenientes del giro de Utilidades de Entidades Públicas – fundamentalmente ANSES y Banco Central (BCRA) – que obtienen a su vez altos beneficios derivados de ganancias contables (Resultados por Tenencia) y/o fuertes proporciones de Activos Financieros constituidos por Títulos Públicos en cartera a Valor Nominal que son de muy discutible cumplimiento (Deuda Intra-Estado).

Al punto 2 – Inflación – debe añadirse la relevante diferencia entre la información oficial del INDEC (9.5 % IPC 2011) y el Índice Congreso (una combinación entre Provincias y Consultoras Privadas, que da un 23 % anual), lo que hace que el Fisco se beneficie con una recaudación que se incrementa no sólo por mayor actividad económica sino también por efecto del aumento generalizado real de precios sobre la totalidad de bienes y servicios de la Economía.

Además, dado el menor desfase entre devengamiento y percepción de Impuestos, el efecto Olivera-Tanzi tendría hoy mucho menor impacto en las Finanzas Públicas que otrora.

B) Por otro lado, disminución del GASTO PÚBLICO por:

1. Reducciones de Subsidios, que derivan en aumentos de Precios y Tarifas de Servicios Públicos, que son así trasladados a los usuarios.

2. Retraso en la actualización de haberes jubilatorios y presiones para aumentos salariales por debajo de la Inflación Real. Con el mecanismo operante de dilación de trámite y pago de los juicios por ajuste de haberes contra la ANSES.

3. Medidas discrecionales sobre el Gasto Público en general adoptables por el Poder Ejecutivo en virtud de las Facultades Delegadas y Superpoderes.

Este conjunto de medidas – que no es taxativo porque dista de ser un inventario completo de las acciones que hoy en día se están desarrollando – toca a las decisiones en materia presupuestaria.

Ninguna de estas medidas de austeridad afecta el monto de los pagos de la Deuda Pública ni las proyecciones de Endeudamiento del Estado sino, por el contrario, se adoptan para posibilitar el cumplimiento estricto de los servicios de dicha Deuda presupuestados, por Intereses y por parte del Capital.

La finalidad de tales medidas – como es regla desde hace tiempo en todo Plan de Ajuste Fiscal - es la mejora del Superávit Fiscal Primario para que el gobierno de turno disponga de más recursos para poder abonar los servicios financieros del Sistema de la Deuda Pública.

La Deuda es así la razón de ser del Ajuste.

Pero hay también otro tipo de medidas – tanto o más importantes que las citadas – que el Gobierno Kirchner está tomando en materia financiera fiscal y que se vinculan directamente con el grave problema de la Deuda Pública a través del frente monetario, cambiario y bancario.

Y para entender este problema – al que ya nos hemos referido en otros trabajos – hay que comprender el sentido de varias acciones clave en esta materia y el delicado rol del BCRA, que ha devenido probablemente el Talón de Aquiles del llamado Modelo K.

Una serie de hechos recientes permiten inferir claramente la gravedad que reviste esta cuestión para la Administración Kirchner:

a) Desde Octubre pasado el Gobierno instauró un virtual «corralito cambiario» destinado a frenar la salida de divisas porque el BCRA no tiene las Reservas Internacionales suficientes para atender una Corrida hacia el Dólar.

b) Las Reservas (46.900 MD al 23.2.12) son inferiores al respaldo de la Base Monetaria (BM, equivalente a unos 47.400 MD).

c) A ello debe agregarse que – aparte del problema de la cobertura de la BM - el BCRA tiene una elevada Deuda Cuasi-Fiscal: 110.400 M\$ (25.400 MD) por Lebac/Nobac, que se utilizan para esterilizar dinero; dinero éste que se emite para comprar las divisas que incrementan las Reservas, de modo que en la práctica esas reservas se compran con Deuda.

d) El BCRA paga por estos títulos propios – que son de corto o muy mediano plazo – tasas de interés implícitas del orden del 14 % anual, lo que determina no sólo un alto costo financiero para la compra de reservas oficiales sino, a la vez, la determinación de un «piso» elevado para todas las tasas del Mercado. Y ello proporciona así una mayor ganancia al grupo de grandes bancos prestamistas del Estado, que utilizan una gran proporción de sus fondos para hacer negocios con el Sector Público; fondos que se restan al destino de crédito productivo y que explican en parte el hecho que el Sector Bancario esté hoy a la cabeza de los niveles de rentabilidad de la Economía Argentina gracias a la absorción de esos capitales ociosos y al «subsidio» de las altas tasas de interés que paga el Estado.

e) A los efectos del cálculo de Reservas Netas el BCRA no considera su Pasivo por los Depósitos en Moneda Extranjera – 6.700 MD – pese a que también están directamente respaldados por las Reservas Internacionales.

f) Otro problema inherente a las Reservas Netas es que una parte de las Reservas – que se computan lógicamente en el Activo del BCRA – habrían sido prestadas por otros Bancos Centrales, y figurarían en el Pasivo por 22.300 M\$ (5.100 MD), bajo el rubro Otros Pasivos.

g) Los Títulos Públicos en cartera del BCRA (134.900 M\$ «» 31.000 MD), constituidos fundamentalmente por Letras Intransferibles a 10 años de plazo dadas por la Tesorería en contraprestación al uso de Reservas para pago de Deuda Externa, no tienen capacidad de pago demostrada y bajan por ende la calidad de sus Activos.

h) La misma vulnerabilidad se presenta en relación al fuerte aumento de los Adelantos Transitorios al Tesoro (66.400 M\$ a 15.300 MD), que se encuentran ya al tope de lo permitido por el Artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA.

i) Pero el nudo de la cuestión que desequilibra el estado financiero del BCRA reside en la política gubernamental de pago de Deuda Externa con Reservas Internacionales, inaugurada con el abono privilegiado de los 9.530 MD al FMI – una Deuda Ilegítima, contraída precisamente con el Organismo Internacional a quien el Gobierno Kirchner denuncia como fautor del programa neoliberal de la década menemista del '90 – y continuada luego, hasta la fecha, con el mismo tipo de pagos al Banco Mundial, al BID y, sobre todo, a Acreedores Privados externos (lo que no está autorizado por la Ley 23.928).

j) El Artículo 5 de la Carta Orgánica del BCRA – Ley 24.144 – define que las Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) son las que exceden la cobertura de la Base Monetaria. En función de este argumento el gobierno Kirchner ha venido utilizando en gran escala estas RLD para pagar Deuda Externa, cosa que se hace a través del llamado Fondo del Desendeudamiento Argentino (creado por Decreto 298/10). Según la forma de cálculo establecida por la Ley 23.928, sin embargo, el Banco Central ya no dispone de RLD puesto que el stock de Reservas es actualmente menor a la cobertura de la Base Monetaria. En consecuencia, el Poder Ejecutivo se encuentra hoy legalmente impedido de cumplir con el Presupuesto 2012, que en su artículo 43 le permite usar este año 5.674 MD de esas RLD para pagar más Deuda Externa.

k) Otra cuestión central está dada por el mantenimiento o no del régimen de Convertibilidad de la Ley 23.928 que – como también lo hemos señalado en trabajos anteriores – no ha sido derogado en su principio de libre conversión del Peso en Moneda Extranjera sino que sólo ha modificado el mecanismo de fijación de paridad: antes, fijo 1:1, y actualmente semi-fijo (hoy 4.37 \$/US\$), vía intervenciones del BCRA en el Mercado de Cambios.

l) Desde la Crisis de Deuda del 2001 la macro-devaluación del Peso permitió un Tipo de Cambio «competitivo» por Dólar Alto. Pero este efecto se fue diluyendo con el tiempo, sobre todo por aumento de la Inflación interna que fue corroyendo el Tipo de Cambio Real y provocando consecuentemente una apreciación real del Peso, con sus lógicas derivaciones en materia de Comercio Exterior y estímulo fáctico a las Importaciones.

m) Pero la Administración Kirchner sostiene este tipo de cambio retrasado porque el mismo constituye en la práctica un requisito de su capacidad de pago en divisas, dado que de esta manera nuestro país puede abonar más servicios de la Deuda Externa con los pesos que se obtienen por Recaudación Fiscal, o directamente por emisión del BCRA (impresión de billetes que luego se rescata – como hemos dicho – con Deuda Cuasi-Fiscal, vía Lebac/Nobac, que generan pago de más intereses).

n) CRA convive y contribuye al aumento de las Tasas de Interés del Mercado – Activas y Pasivas – lo que conlleva una medida de ajuste típicamente recesiva que perjudica también (lo mismo que el retraso cambiario) a la Economía Productiva en general.⁶

o) Este aumento de las Tasas de Interés – como no puede ser de otro modo – aumenta el estímulo a la entrada de Capitales Financieros o especulativos que aprovechan el diferencial de tasas locales e internacionales al amparo de una suerte de nuevo «seguro de cambio» o «tablita» devaluatoria que les permite a estos capitales entrar y salir con poca variación de precios o simplemente con riesgo calculado.

p) Tal ingreso de Capitales Financieros – cualquiera sea la forma bajo la que lo hagan – contribuye a su vez a la apreciación ulterior del Peso y esto retro-alimenta la presión a la baja del Dólar y al aumento de las Tasas de Interés, más allá de los altibajos de coyuntura.

⁶ Frente a este hecho, el aliento oficial al Consumo por un lado y la suba de las Tasas de Interés por otro es como apretar el acelerador y el freno al mismo tiempo.

q) Todo este proceso, pese a sus lógicas vinculaciones, es paralelo a la Fuga de Capitales por un lado y a la eficacia relativa de las restricciones a la operatoria cambiaria y bursátil de los fondos especulativos extranjeros.

r) Por último, y como corolario de lo dicho, está el peligro – siempre presente – de la reedición del clásico cuadro recesivo por interrelación entre Tasas de Interés altas y Tipo de Cambio Real bajo, proceso que se da hoy agravado en la Argentina en el marco del nuevo fenómeno de Inflación con Retraso Cambiario.

Hasta aquí las principales observaciones y comentarios acerca de los aspectos específicamente financieros del cuadro de situación y de las medidas de Ajuste Fiscal adoptadas por el gobierno Kirchner hasta la fecha.

En su Mensaje al Congreso del 1.3 la presidenta Cristina Fernández anunció, entre otras cosas, un Proyecto de Ley del Poder Ejecutivo que modifica la Carta Orgánica del BCRA – Ley 24.144 – para posibilitar mayores préstamos del Banco al Tesoro y que simultáneamente deroga los artículos 4 y 5 de la Ley de Convertibilidad 23.928 para despegar las Reservas Internacionales del respaldo a la Base Monetaria y poder aumentar así los préstamos de divisas a la Administración Central.

Ambas medidas permitirían entonces al Gobierno disponer de más recursos cuasi-fiscales del BCRA para incrementar sensiblemente sus pagos de la Deuda Pública Externa por todo concepto (Intereses, Capital, Cupones ligados al PBI, etc.).

Pero dado lo reciente de estas novedades y el tiempo necesario para analizarlas, las mismas serán motivo seguramente de otro trabajo del autor.

En conclusión:

Decíamos al principio de este trabajo que la finalidad de todo Plan de Ajuste es mejorar las Cuentas Fiscales frente al desequilibrio provocado por problemas graves en las finanzas del Estado, como es en el caso argentino el problema de la Deuda Pública.

Este desequilibrio tiene causas centrales – los Servicios de la Deuda – y normalmente los gobiernos, como pasa con la actual, atacan este problema a través de medidas que buscan aumentar los ingresos tributarios y disminuir los gastos operativos, sin incluir lógicamente dentro de estos últimos ninguna reducción de pago de Intereses ni disminución de los niveles de Endeudamiento.

El hecho que todas las medidas que se adoptan atacan rubros del Gasto Primario y/o mejoras en los Ingresos Fiscales, y que paralelamente se disponen medidas monetarias, cambiarias y financieras que contribuyen todas ellas a posibilitar aumentos en el cumplimiento de la Deuda Pública a costa de acciones en otros campos está mostrando a las claras cuál es la causa básica y cuál el objetivo central al Ajuste.

La causa estructural del desequilibrio fiscal argentino es el problema de la Deuda Pública y la actual Administración (igual que todas las que la precedieron desde la época del Proceso Militar hasta nuestros días⁷) privilegia el pago de los Servicios de esta deuda a través de medidas de Ajuste Fiscal – abiertas o encubiertas, ortodoxas o heterodoxas, pero medidas de ajuste al fin – que buscan lograr el aumento del Superávit Primario para cubrir el incremento progresivo de los servicios de la Deuda, por Intereses y por Capital.

Como el pago de estos servicios es el factor determinante del actual Resultado Financiero negativo del Presupuesto, las medidas de ajuste – económicas y financieras – tratan así de contener parcialmente el Déficit Fiscal producido por la Deuda Pública.-

⁷ Salvo la efímera presidencia de Rodríguez Saá.

Capítulo 21

Reservas del Banco Central: tres campanas: Pignanelli, Heller y Giuliano¹ (26.3.2012).

1. De Aldo **PIGNANELLI**, ex presidente del Banco Central (Declaraciones al sitio «La política on line»)

El ex presidente del Banco Central, Aldo Pignanelli, consideró que la reforma a esa entidad blanquea lo que el gobierno estaba incumpliendo, porque había dilapidado las reservas de libre disponibilidad y no cubría la base monetaria. «Lo más preocupante es que les da total libertad para manipularlas a su antojo», dijo.

«Lo único positivo de todo este proceso que derivó en la aprobación de una reforma de la Carta Orgánica del Banco Central es que blanqueó lo que venían haciendo: la propia Mercedes Marcó Del Pont reconoció que estaba incumpliendo con la ley, al asegurar que la reservas de libre disponibilidad ya son negativas. Es decir que no se cubre la base monetaria, como hasta ahora pedía la ley. Con esta reforma se cubre ese delito», explicó Aldo Pignanelli.

Según el economista, esta norma «también blanquea que el plan es emitir más moneda». Y detalló: «En realidad, no es ninguna novedad porque es lo que ya vienen haciendo, pero ahora lo van a hacer con mayor intensidad. Por eso duplican la capacidad de emitir moneda, para que la use el tesoro nacional».

Pignanelli admitió que el resto de los puntos de este debate «es mucho más ideológico»: por ejemplo, si está bien o no que el Central pueda fijar la tasa de interés o pueda direccionar el crédito.

«Algunos dicen que es positivo, otros que es negativo. Lo importante, en mi opinión, es repasar la experiencia argentina, recor-

¹Editado en El espejo de la Argentina - Director Dr. Juan Gabriel Labaké.

dar de cómo le fue al país cada vez que el Central emitió moneda para financiar al tesoro, cuál fue el final de la historia cuándo se quiso fijar la tasa de interés», opinó.

Para Pignanelli, lo más preocupante es que «las reservas van a poder ser manipuladas por el gobierno a su antojo. Esta ley no sólo les da total libertad, sino que tampoco los obliga a explicar cómo se determinan los niveles de reservas, ni a publicar información al respecto. No hay ningún tipo de control».

«Por eso yo rescato la frase de la propia presidenta, cuando dijo que esta libertad no significaba que se puede hacer cualquier zafarrancho», concluyó el economista.

2. De Carlos **HELLER**, diputado kirchnerista y presidente de Credicoop. (Nota enviada al Espejo de la Argentina)

La oposición critica la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central diciendo que el gobierno saqueará las reservas. Este argumento del no pago de deuda externa con reservas viene desde el conflicto con Redrado, cuando el entonces presidente del BCRA se negó a transferir dinero al Fondo del Bicentenario en enero del 2010.

Creo que lo que no se está teniendo en cuenta es que la deuda externa hay que pagarla con divisas y que si no se paga con reservas, no queda otra que pagarla con ajustes o tomando nueva deuda, para lo cual habría que someterse nuevamente a las normativas de los organismos financieros internacionales.

Lo que tampoco dicen quienes sostienen esa postura es que el Banco Central tiene sus reservas colocadas prácticamente a cero rendimiento y que al cancelar deuda con altas tasas de interés, se está mejorando la situación del país. Parecería que creen que el Banco Central es otro país, que no forma parte de las instituciones de la Nación. Porque, en definitiva, el Banco Central de la República Argentina utiliza parte de sus reservas para hacer que el Estado nacional de todos los argentinos deba menos. Así de sencilla es la cuestión.

La experiencia de los últimos años nos ha demostrado que la constitución de reservas está estrechamente vinculada al comercio

internacional. Si la Argentina mantiene una política en la cual se exporte más de lo que se importa, logrando así un saldo comercial favorable, seguirá teniendo capacidad para reponer reservas, tal como lo ha hecho desde el 2003 en adelante.

No podemos analizar las políticas aisladamente, todas las medidas adoptadas por el gobierno están vinculadas. Me refiero, en este caso particular, a la política de sustitución de importaciones.

Lo cierto es que si la Argentina reduce su deuda, paga menos intereses y mejora de esa manera el presupuesto, liberará recursos para destinar a otros programas. Se trata ni más ni menos que de una política completamente distinta que la que se aplicó antes del 2003.

3. De Héctor **GIULIANO**, economista, ex asesor del Senado y colaborador de

El Espejo de la Argentina.

Con el cuadro de situación al momento en que fue redactada la breve nota del Sr. Carlos HELLER sobre el tema de referencia – es decir, antes del dictado de la nueva Ley Modificatoria – caben algunas observaciones y comentarios al respecto:

a) El gobierno está utilizando reservas internacionales para destinarlas al pago de deuda externa cuya legitimidad es cuestionable y que, en su mayor parte, está siendo investigada por la Justicia argentina.

b) El Congreso de la Nación (del que el Sr. Heller es miembro como diputado), faltando a sus obligaciones constitucionales, se niega a intervenir en forma directa en la cuestión de la Deuda Pública.

c) El uso de reservas para el pago de deuda externa – tanto de organismos financieros internacionales como de tenedores privados (esto último, no autorizado por la Ley 23.928) – constituye un privilegio de pago a los acreedores financieros externos frente al resto de los acreedores del Estado (que van desde proveedores/contratistas hasta jubilados/pensionados).

Hasta aquí las observaciones de carácter general, antes de pasar al contenido de la nota en sí misma.

d) La disposición discrecional de las reservas por parte del Directorio del Banco Central no garantiza la fijación de los debidos niveles de divisas ni su contralor externo porque ambas funciones quedarían, en principio, dentro del mismo Banco.

e) La afirmación de que «la deuda externa hay que pagarla con divisas» asume la discutible postura de desconocer el problema de arrastre sobre ilegitimidad de la deuda (ya señalado en los puntos a y b).

f) La afirmación de que «si no se paga con reservas, no queda otra que pagarla con ajustes» – afirmación perfectamente en línea con las declaraciones formuladas por la presidenta Marcó del Pont en el Congreso – implica reconocer la alta gravedad de la situación financiero-fiscal vinculada con una crisis de deuda que el gobierno Kirchner oficialmente no reconoce.

g) La alternativa desventajosa mencionada de pagar deuda «tomando nueva deuda» es precisamente lo que viene realizando en forma sistemática el actual gobierno, además de tomar deuda nueva, tal como consta en los presupuestos aprobados por el Congreso.

h) Las «normativas» de los organismos financieros internacionales vienen siendo formalmente cumplidas por nuestro país en cuanto a compromisos estatutarios del Grupo de los 20, del Fondo Monetario Internacional, del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo; precisamente para mantener abiertas las líneas de crédito con dichos organismos. Esas «normativas» son: superávit fiscal primario para garantizar el pago de los servicios de la deuda pública, indicadores «correctos» (Deuda/PBI, Deuda/Exportaciones y otros), política de acumulación de reservas para pago de deuda externa, etc. Dichas «normativas» hoy ya no imponen políticas locales determinadas sino resultados directos y concretos de pago de servicios de deuda, que es justamente lo que el gobierno Kirchner viene haciendo.

i) La Argentina no cumple debidamente algunos de los requisitos elementales de estas «normativas», como por ejemplo en materia de estadísticas oficiales confiables: inflación, pobreza/indigencia, crecimiento económico. Pero tales irregularidades son temas menores y tolerados por los organismos internacionales en la medi-

da en que el país siga batiendo récord de pago de la deuda (y sin bajar el stock de la misma).

j) Tampoco se estaría cumpliendo hoy debidamente parte de las «normativas» básicas internacionales en materia de no trabas a las Importaciones, transferencias cambiarias, demoras de Aduana, giro de utilidades y dividendos; pero es presumible que en este campo rijan la misma tolerancia transitoria que en el punto anterior mientras el gobierno siga privilegiando el pago de los servicios de la deuda externa.

k) Sobre el diferencial financiero entre rendimiento de las reservas y costo de los intereses que se pagan, no hay cifras actualizadas pero cabe aclarar que el stock de deuda en moneda extranjera no baja para la Argentina: se reemplaza sí por la más manejable colocación de Letras Intransferibles del Tesoro en el BCRA, aunque éstas letras no tienen capacidad de repago demostrada.

Por otra parte, se soslaya decir que las divisas, compradas para integrar estas reservas que se usan para pagar deuda externa, no se han pagado utilizando excedentes fiscales sino emitiendo dinero. Ese dinero luego se rescata colocando deuda cuasi-fiscal vía Lebac/Nobac – por las que se paga una tasa de interés promedio del 14 % anual. De modo que gran parte de las reservas tienen alto costo financiero porque, por el mecanismo mencionado, son compradas con deuda.

l) El BCRA es, efectivamente, parte de nuestra Administración Financiera Nacional y, como tal, su deuda cuasi-fiscal debería ser también computada en la suma del endeudamiento público consolidado de la Argentina – cosa que el gobierno Kirchner no hace – lo mismo que la deuda de provincias, municipios, empresas del Estado y organismos nacionales.

Si se agregaran todas estas otras obligaciones del Fisco – aparte de la deuda contingente por juicios contra el Estado – y si se computara además la deuda no registrada por concepto de capitalización de intereses (anatocismo), ajuste de deuda en pesos por CER y cupones ligados al PBI, el total de la deuda pública argentina duplicaría el que muestra el Ministerio de Economía.

m) La única «cuestión sencilla» en materia de deuda es que, pese a los pagos en gran escala que se vienen efectuando con reservas internacionales, la deuda pública no baja sino que sigue aumentando, lo mismo que sus servicios, como lo demuestran las sumas crecientes de pagos por Capital e Intereses en los próximos años según el Presupuesto 2012.

n) La evidencia técnica y empírica muestra que hoy existe un atraso cambiario en términos reales, atraso que afecta nuestras exportaciones y favorece las importaciones. Y ese retraso relativo está relacionado con la vocación pagadora del gobierno en materia de deuda externa, pues mantiene un tipo de cambio real comparativamente bajo para poder cumplir con una mayor parte de los compromisos financieros de la deuda.

o) Por último, no es cierto que la Argentina esté reduciendo su deuda ni que esté pagando menos intereses, ni mejorando el resultado financiero de su presupuesto – resultado negativo determinado justamente por el peso de los servicios de la deuda – ni «liberando recursos» netos, como no sean para pagar deuda, tal como surge clara y expresamente del Presupuesto Público Nacional.

El gobierno Kirchner se esfuerza por querer demostrar que su política financiera en materia de deuda pública difiere de las anteriores administraciones, pero los hechos siguen mostrando que la deuda continúa siendo el condicionante total de su política financiera.-

Capítulo 22

Deuda, Convertibilidad y Banco Central.¹ **(31.3.12)**

La presidenta Cristina Kirchner anunció en su discurso del 1.3 y envió al Congreso un proyecto que modifica las leyes 23.928 de Convertibilidad y 24.144 de Carta Orgánica del Banco Central (CO BCRA).

El objeto de este trabajo es analizar la vinculación existente entre esta iniciativa del Poder Ejecutivo - que tuvo rápido tratamiento parlamentario y fue aprobada el día 22 (Ley 26.739) – y el agravamiento del problema de la Deuda Pública Argentina.

Por este motivo, la presente nota está centrada específicamente en formular algunas observaciones y comentarios sobre lo que esta nueva ley implica en relación al tema de la deuda del Estado.

La ley y sus circunstancias.

El sistema de deuda pública perpetua es el condicionante total de las medidas financieras de gobierno: los compromisos – que en su conjunto son de imposible cumplimiento - se refinancian en forma permanente y además se toma nueva deuda.

Pero, a su vez, para que tal mecanismo se mantenga en el tiempo es necesario que los gobiernos de turno paguen una cuota-parte cada vez más elevada de servicios de la deuda.

Cuando el cumplimiento de esta exigencia de base se debilita por parte de los Países Deudores, las presiones externas aumentan para que sus gobiernos adopten medidas excepcionales a fin de garantizar la continuidad de tales pagos.

La administración Kirchner se encuentra hoy frente a una nueva Crisis de Deuda, es decir, frente a un riesgo cierto de incumplimiento (default) en sus obligaciones asumidas de pago.

Si en algún momento hablamos de «alerta amarilla» por la Deuda Pública (Febrero de 2011), ahora – aunque nadie lo diga – pudiéramos haber llegado a una zona de «alerta roja»: el Estado Argentino no puede cubrir los servicios de la deuda ni con recursos ordinarios ni con los fondos extra-ordinarios utilizados hasta el momento.

Tomando solamente los compromisos en cabeza del Estado Nacional – lo que es muy incompleto porque ello no contempla las deudas de Provincias/Municipios, BCRA, Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios (sin hablar de la Deuda Contingente por Juicios contra el Estado)² - el perfil de vencimientos que se le presenta al gobierno es muy grave.

Según los datos del Presupuesto 2012 las amortizaciones de Capital previstas para este año – que no forman parte del presupuesto operativo - son del orden de los 40.100 Millones de Dólares (MD)³, para 2013 de 43.300 MD y para 2014 de 46.200 MD.

Y los Intereses a pagar – que forman parte del Gasto Corriente – son de 10.200 MD, 13.100 y 16.900 MD respectivamente; aclarando que estos importes de servicios no comprenden los intereses que se capitalizan por anatocismo, la indexación de deudas en pesos que se ajustan por inflación (CER) ni los pagos de cupones ligados al PBI.

Las deudas por Capital no se pagan sino que se renuevan en su totalidad: con el mismo acreedor, vía novación de obligaciones, o con uno distinto, vía operaciones de administración de pasivos, esto es, pagándole a un acreedor con dinero de otro.

Esta segunda variante se está dando en gran escala bajo la administración Kirchner cancelando deudas con acreedores privados

² A los fines de la disponibilidad de divisas hay que contar además la Deuda Externa Privada. Esta deuda era de 64.700 MD al 30.6.2011, según el último informe del BCRA: la casi totalidad – 61.200 – corresponde a Empresas y el 5 % restante – 3.500 – a Bancos. La vida promedio de esta deuda es de sólo 1.6 años.

³ Las abreviaturas MD/M\$ significan Millones de Dólares/Pesos respectivamente. En todos los casos las cifras están mostradas con redondeo, de modo que puede haber mínimas diferencias entre sumatoria de importes y totales.

(externos e internos) y organismos financieros internacionales (fundamentalmente Banco Mundial, BID y CAF, como antes el FMI), a los que se les paga con reservas del BCRA si se trata de compromisos en moneda extranjera o con fondos tomados de otros entes del Sector Público (Deuda intra-Estado) si se trata de compromisos en pesos.

En uno y otro caso el monto total de la deuda no baja – se toma incluso nueva deuda - pero en su estructura aumenta la proporción de esa deuda intra-Estado.

El gobierno «internaliza» de esta manera gran parte de la deuda externa y la transforma en obligaciones del Tesoro con Entes Públicos a través de títulos; aunque se trata de instrumentos financieros sin capacidad de repago demostrada.

Este mecanismo rige esencialmente con el BCRA para las cancelaciones en divisas y con la ANSES, el Banco Nación y otros entes oficiales para las cancelaciones en pesos, aunque no hay un claro desagregado de datos en el caso de estos últimos.

El gobierno no suministra información sobre los acreedores a quienes se les está pagando ni las condiciones en las que se realizan esos pagos (caso tipo de los precios que se pagan en los rescates de bonos) ni a través de qué agentes financieros se canalizan.

En este sentido, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES, que maneja en la práctica más dinero que el BCRA – el 55 % de sus 200.000 Millones de Pesos (M\$) está prestado al Tesoro – actúa con más discrecionalidad y tiene menores requisitos de información y control que otros organismos oficiales de menor importancia.

En la actualidad, más de la mitad de la Deuda Pública (cuyo stock total sumaba oficialmente unos 186.500 MD al 30.9.2011) está en manos de agencias del propio Estado – básicamente ANSES y BCRA – pero su monto habría llegado ya al tope de sus disponibilidades y al límite de la normativa vigente.

Este cuadro de situación de la Deuda Pública hace que el gobierno afronte hoy una doble presión concreta por parte de los

acreedores externos, que está potenciada por el apoyo de las autoridades de los países donde están radicados tales acreedores:

- por un lado, las presiones crecientes del lobby de los tenedores de bonos que no entraron en el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 (los holdouts), que son en su mayoría «fondos buitres» y que en su conjunto tienen bonos por 11.200 MD (dentro del total oficial citado de los 186.500 MD).⁴

- por otro lado, las paralelas exigencias de pago de la deuda con los países del Club de París, que le reclaman a la Argentina unos 9.000 MD – por Capital e Intereses acumulados y otros cargos – en función de compromisos que en más de la mitad de los casos provienen de la época del Proceso Militar y que este gobierno reconoce pese a que estas acreencias siguen bajo investigación de la justicia local.

Estos dos tipos de reclamo son condicionantes de la llamada «hoja de ruta» que la administración Kirchner dice seguir desde la asunción de Amado Boudou al frente del Ministerio de Economía para poder llegar al objetivo buscado, que es el retorno de nuestro país a los Mercados Internacionales de Capitales, esto es, para poder volver a endeudarse en el exterior.

De hecho, no es cierto que la Argentina se esté «des-endeudando» pese a los importantes pagos que está realizando porque la deuda no disminuye sino que sigue creciendo: este año, según el Presupuesto 2012, vencen obligaciones por capital de 40.100 MD pero está previsto tomar nueva deuda por 51.800 MD, es decir, 11.700 MD más, que constituirán un aumento consecuente del stock de la Deuda Pública.

Además, varias provincias y empresas/organismos del Estado Central ya están colocando fuertes sumas de deuda externa (y a tasas de interés del orden del 10 % anual en dólares o más), deudas que se toman con la garantía de la Nación.

⁴ La reciente suspensión de la Argentina – por parte del gobierno Obama - de los beneficios del Sistema Generalizado de Preferencias (GSP) de los Estados Unidos por el problema de la demora en cumplir los pagos de fallos del CIADI es un claro ejemplo de ello.

Según el presupuesto de este año, el Estado autoriza contraer bajo este régimen 28.000 MD para obras públicas y de infraestructura, casi todas a través de organismos nacionales dependientes del Ministerio de Planificación Federal.

No hay datos actualizados sobre la Deuda Consolidada de las provincias: la última información oficial es al 30.9.2010, en que esta deuda sumaba unos 100.000 M\$ - equivalentes a unos 25.000 MD - pero no se tienen noticias ulteriores.

En el ínterin la administración Kirchner utilizó fondos de la Coparticipación Federal de Impuestos por unos 10.000 M\$ (en 2009) para el pago de parte de estas deudas y refinanció nuevamente las obligaciones contraídas con el Gobierno Central - que son la mayoría - de modo que una decena de provincias (con Buenos Aires y la Ciudad Autónoma a la cabeza) descargaron así una parte de sus «deudas viejas» internas con el Estado Central para salir a tomar «deudas nuevas» en bonos colocados en el exterior (que se emiten - como hemos dicho - bajo la forma de obligaciones en dólares, a tasas elevadas de interés y con la garantía del gobierno nacional).

Todo este grave cuadro de endeudamiento hasta hoy vino siendo sistemáticamente sostenido y refinanciado con deuda intra-Estado, esto es, con pago privilegiado a acreedores financieros privados y organismos internacionales usando dinero que se toma de los fondos administrados por el propio Estado, fundamentalmente ANSES (que es plata de los jubilados) y BCRA (que maneja fondos con destinos específicos, fundamentalmente ligados a preservar el valor de la moneda).

Esta forma de financiamiento se ha venido llevando a cabo a costa del «empapelamiento» del propio Estado con títulos públicos colocados en organismos oficiales (ANSES, BCRA, Banco Nación, PAMI, Fondos Fiduciarios y otros).

El Ministerio de Economía no informa cómo se van a pagar estos títulos públicos, de modo que este tipo de deudas intra-Estado fue aumentando con los consiguientes peligros de desfinanciación y/o descapitalización oficial, hasta llegar a un punto

en que los fondos del Sistema Previsional habrían tocado un tope de seguridad y los del Banco Central un tope de legalidad.

Es en este contexto que el gobierno Kirchner – que administra el país desde 2003 – se da cuenta que la Convertibilidad no había muerto del todo y que además era necesario reformar la Carta Orgánica del BCRA. Algo muy parecido a lo que había ocurrido en Octubre de 2008 con la estatización de los fondos jubilatorios de las AFJP.

La lógica del proyecto.

La Ley 23.928 de Convertibilidad del Austral no fue derogada a raíz de la Crisis de Deuda Externa de 2001. En la Argentina no se abolió el régimen de Convertibilidad - esto es, el hecho que el peso sea convertible en moneda extranjera - sino sólo la paridad fija de dicha convertibilidad, que pasó del peso-dólar 1:1 a un régimen de tipo de cambio flotante o variable «administrado» a través de la intervención del BCRA en el mercado cambiario.

La deuda pública no disminuyó sino que fue aumentando después de la crisis del 2001: era de 145.000 MD al momento del default (Diciembre de ese año) y hoy es oficialmente de 186.500 MD, si bien las obligaciones reales de la Nación son mucho más elevadas que esta cifra.

De hecho, actualmente la deuda viene creciendo a un ritmo de más de 10.000 MD por año.

Paralelamente, fue aumentando también extraordinariamente la deuda de toda la Nación Argentina (provincias, empresas públicas, organismos, fideicomisos, etc.) y, en especial, la deuda cuasi-fiscal del BCRA – fundamentalmente por Lebac/Nobac que se utilizan para financiar la compra de reservas – de modo que estas obligaciones se incrementaban junto con las del Tesoro.

El mecanismo es conocido: el BCRA emite pesos para comprar dólares y luego esteriliza la mayoría de esos pesos colocando letras/notas a través de un grupo limitado de bancos autorizados para esta operatoria; y por estos títulos propios paga una tasa de interés del 13-14 % anual.

De esta manera, en realidad las Reservas se compran con Deuda, aunque trasponiendo el orden de los pasos: en lugar de pedir prestado el dinero para comprar divisas el BCRA emite pesos y con ellos compra dólares, pero luego rescata o esteriliza esos pesos colocando deuda propia (Lebac/Nobac).

Esto se hace en función de la Política de Acumulación de Reservas, una política que se utiliza para el pago de deuda externa ya que el BCRA viene prestando gran parte de esas reservas – que compró con deuda – al Estado Central, con el objeto que éste pague deuda.

La Tesorería le entrega entonces al BCRA, en contrapartida, Letras Intransferibles, a 10 años de plazo y virtualmente sin interés; y que son documentos sin seguridad de pago.

Ahora bien, en función de esta política de pagos de la deuda que se encuentra en curso, cómo juega aquí la nueva Ley ?

Cuando la Argentina le pagó con reservas internacionales al FMI la deuda que tenía con el organismo (en su totalidad y por anticipado), el gobierno de Néstor Kirchner – por Decreto 1599/2005 – modificó la Ley de Convertibilidad 23.928 para poder habilitar este procedimiento, introduciendo el concepto de Reservas de Libre Disponibilidad (RLD).

Las RLD se definían como las reservas en divisas del BCRA que exceden el respaldo de la totalidad de la Base Monetaria, que está en pesos.

Tal criterio servía para garantizar que, en el caso hipotético de una corrida cambiaria generalizada contra el Peso, el BCRA tuviera la cantidad de divisas necesaria para afrontarla, respondiendo al cambio de moneda.

El concepto y mecanismo de uso de las RLD fue retomado luego por su esposa, que lo aplicó a la Política de pago de Deuda Externa con Reservas a través del llamado Fondo del Desendeudamiento Argentino del Decreto 298/2010.

Por este mecanismo el BCRA le entrega reservas al Tesoro y éste le da en contrapartida Letras Intransferibles a 10 años de plazo.

Esta modalidad de pago se utilizó en 2010 para pagar 6.600 MD, se volvió a utilizar en 2011 por 7.500 MD y se autorizó por otros 5.700 MD por Presupuesto 2012.⁵

forma de cálculo de estas RLD – la Administración Kirchner llegó al punto en que las Reservas Internacionales (46.700 MD al 29.2.2012) no cubrían ya la Base Monetaria (equivalente a 47.100 MD).

Entonces, entre la alternativa de atenerse a las leyes vigentes – Convertibilidad y CO BCRA - o modificarlas, el gobierno optó por esto último, a los fines de poder seguir pagando deuda por vía extra-ordinaria.

Como es de conocimiento público, la presidenta del BCRA – Marcó del Pont – explicó en el Congreso que para seguir pagando deuda era esto o la necesidad de «forzar un brutal ajuste fiscal» (lo que implica reconocer que la situación fiscal no está tan sólida como dice el gobierno).

De hecho, el Modelo K – basado en la existencia de superávits gemelos (fiscal y externo) – ya no funciona como tal: el gobierno tiene déficit fiscal (30.700 M\$ negativo en 2011) y su saldo de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos es nulo.

Por eso es importante detenernos en algunos aspectos de las nuevas modificaciones realizadas, que en la práctica debieran paliar esta situación.

Pasando entonces a los principales puntos de la parte dispositiva de la Ley 26.739 en materia de Deuda Pública, pueden identificarse en la misma tres temas básicos:

⁵ En su mayoría, estos fondos se usan para pagar a acreedores privados lo que, estrictamente hablando, no está permitido por la Ley 23.928, que en su artículo 6 los restringe al pago de organismos financieros internacionales. Y ahora también a «deuda externa oficial bilateral» (léase Club de París).

1. La modificación de la Ley 23.928 de Convertibilidad a los efectos de permitir el uso de mayores sumas de divisas para el pago de deuda externa, eliminando para ello las restricciones actuales de la ley – las RLD como excedentes de la cobertura de la Base Monetaria – y pasando a su determinación discrecional por parte del Directorio del BCRA.⁶

2. El permiso al BCRA para efectuar Adelantos Transitorios (AT) al Tesoro por el doble del tope actual, pasando del sólo equivalente al 12 % de la Base Monetaria - con hasta un máximo del 10 % de la recaudación fiscal del último año corrido – a este 12 % más otro 10 % de la recaudación, «con carácter excepcional», en función de la situación económica nacional o internacional. Esto permite obviamente asistir el gasto público del gobierno, que incluye el pago de los servicios de la deuda.

3. Una batería o conjunto de artículos que aumentan y/o precisan las funciones del Directorio del BCRA no sólo en materia de deuda, aunque la mayoría de las modificaciones no cambian sustancialmente las facultades que en este momento el directorio posee como para justificar per sé una nueva ley modificatoria de la Carta Orgánica.⁷

⁶ Por el artículo 22 de la nueva ley se sustituye el artículo 6 de la Ley de Convertibilidad 23.928 y se le asigna al Directorio del BCRA la atribución de:

«Determinar el nivel de reservas de oro, divisas y otros activos externos necesarios para la ejecución de la política cambiaria, tomando en consideración la evolución de las cuentas externas» (CO BCRA, artículo 14 inciso q).

Esta disposición clave deja así en manos del Directorio la forma de establecer el nivel de las Reservas Internacionales del BCRA y, consecuentemente, el monto de las nuevas RLD; precisando además que estas RLD «podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales o de deuda externa oficial bilateral (que es el caso del Club de París).»

Un detalle no menor es que se mantiene la redacción atendida en el sentido que este uso de reservas (las RLD) puede realizarse «siempre que resulte de efecto monetario neutro», es decir, que no tenga efectos inflacionarios. Pero ocurre que el mecanismo que se usa para evitar esto es la emisión de Lebac/Nobac, que es deuda cuasi-fiscal del BCRA.

⁷ De hecho, gran parte del articulado de la Ley contiene muchas modificaciones de párrafos que tocan sólo a cuestiones de forma de redacción y/o reubicación de textos de la última versión.

La modificación a la que se le dio más importancia - y también más tiempo y espacio en la discusión, dentro y fuera del Congreso - ha sido, como se sabe, la modificación de base del artículo 3 de la CO BCRA, que definía como «misión primaria y fundamental del BCRA preservar el valor de la moneda».

Esto ahora ha sido eliminado en la nueva ley, que mantiene la condición autárquica del BCRA pero fija que el banco tiene la finalidad de promover la estabilidad monetaria y financiera, el empleo y el desarrollo económico.

Nadie discute la función del BCRA en estos aspectos como un agregado al artículo 3, pero es obvio y expreso que la razón de ser de tal modificación es eliminar la relación condicionante de Reservas-Base Monetaria y que la misma está destinada a facilitar la disposición de divisas para el pago de deuda externa.

El problema es que esa restricción taxativa por ley ahora ha sido eliminada y sustituida por una delegación abierta al Directorio del BCRA en cuanto a la determinación del nivel óptimo de las reservas, con el agravante que el método de fijación todavía no es conocido ni habría sido definido aún, de modo que la Ley 26.739 confiere así en la práctica una suerte de «cheque en blanco» al Directorio del banco y, por ende, al Poder Ejecutivo, en lugar de subordinarlo a una ley del Congreso.⁸

La cuestión del monto de las reservas disponibles para el pago de deuda externa deviene así la verdadera razón de ser de la nueva ley.

Deuda pública y Banco Central.

Como hemos visto en el acápite anterior, la Ley 26.739 - bajo toda evidencia - tiene el doble objetivo primario de facilitar el financiamiento del gasto del Estado, fundamentalmente relacionado con el pago de servicios de la Deuda Pública.

⁸ En este punto, la falta de un tema tan importante como es la nueva forma prevista por el BCRA para determinar el nivel de reservas no se compadece con la explicación general de la Licenciada Marcó del Pont en Diputados acerca que se trataba de «un proyecto que fue elaborado con mucho tiempo, con gran trabajo y suma responsabilidad».

Esto comprende allanar una mayor disponibilidad de divisas (las reservas en moneda extranjera) y de pesos (por más emisión de moneda local) por parte del BCRA para ayudar a la Tesorería en el pago de la deuda, externa e interna.

Para ello, se eliminan restricciones básicas para que el BCRA pueda transferirle al Tesoro más reservas para el pago de deuda externa y más AT para atender gastos del Estado en pesos, que incluyen el pago de servicios de deuda.

Aproximadamente el 60 % de la Deuda Pública – del total de 186.500 MD – está en divisas y el 40 % en pesos.

Gran parte de esa deuda en dólares está contraída con organismos del propio Estado: principalmente con el BCRA – aparte de la ANSES - al que la Tesorería le debe unos 31.000 MD por Letras Intransferibles dadas en contraprestación de los préstamos de reservas.

Esta deuda del Tesoro con el BCRA pesa sobre la situación financiera del banco al menos por tres vías concurrentes:

1. Le representa un Activo por Títulos Públicos en cartera de baja calidad, porque esas obligaciones corren el riesgo cierto de no ser cumplidas.
2. Le deriva en un aumento de su Pasivo, por la deuda cuasi-fiscal de Lebac/Nobac usada para esterilizar el dinero que emite para comprar reservas que luego le presta al Gobierno.
3. Le compromete o carga al BCRA una función adicional de mantener un retraso cambiario relativo para facilitar los pagos de la deuda en moneda extranjera con recaudación fiscal en pesos.

Hasta ahora, el tope legal de las RLD limitaba la disponibilidad de estas reservas para poder prestarlas al gobierno y obligaba emitir grandes sumas de pesos por el BCRA para poder comprarlas.

Con la nueva ley, en cambio, estas restricciones se atenúan sensiblemente porque se habilita bajar el nivel de las reservas totales para prestar más divisas al Tesoro.

En síntesis: que se usarían más RLD para pago de deuda externa bajando el stock de seguridad de las mismas.⁹

Paralelamente, la Ley 26.739 aumenta el tope de los Adelantos Transitorios al Tesoro – los duplica – facilitando así que el BCRA le transfiera más dinero en pesos; pesos que imprime para ello, con el consiguiente efecto inflacionario.

El problema es que si luego el gobierno quiere frenar esta presión sobre los precios – producto de la emisión para dar más AT – tiene que esterilizar ese dinero colocando más deuda vía Lebac/ Nobac; de modo que a través del pago con reservas o del pago con AT el BCRA termina aumentando, en ambos casos, su deuda cuasi-fiscal.

Los nuevos mecanismos autorizados por la ley terminarían así adscribiendo al BCRA a soportar una mayor carga de la asistencia al gobierno para el pago de deuda pública, con los consiguientes efectos financieros sobre el banco:

- Por un lado, la citada baja en la calidad de los activos por Letras Intransferibles sin probada capacidad de repago. Y

- Por otro, el aumento paralelo de una deuda en pesos del gobierno con el banco por AT que tiene igualmente el problema de no devolución ya que la masa de estas obligaciones a corto plazo – un año – se renueva en forma permanente, en su totalidad y con tendencia creciente.

En ambos casos, el efecto monetario no es neutro y obliga al BCRA a emitir más deuda para absorber los incrementos de esas emisiones de dinero.

⁹ Un engañoso razonamiento oficialista – diputado Heller, senador Pichetto y otros – dice que «es mejor pagar deuda con reservas que con deuda».

En este caso, ello no es cierto porque – aparte del problema que el pago con reservas implica un fuerte des-ahorro público – existe el agravante que esas reservas se compraron con deuda, deuda cuasi-fiscal que queda en cabeza del BCRA.

Quien se interese por ver una respuesta específica a este planteo puede consultar el artículo del autor sobre «Pago de Deuda Externa con Reservas del BCRA» (del 21.3.2012).

El procedimiento engañoso es que este recaudo legal de neutralidad se encubre emitiendo deuda cuasi-fiscal - vía letras/notas – que es Deuda y por la que se paga un 14 % de Interés.

El stock de Lebac/Nobac al 29.2.2012 era de 113.300 M\$ (equivalentes a 26.000 MD).

A la misma fecha, la Base Monetaria (BM = Circulación Monetaria más Cuentas Corrientes en Pesos) era de 205.400 M\$ (equivalentes a 47.100 MD, un monto ya superior a las Reservas de 46.700 MD).

Esto significa que la deuda cuasi-fiscal del BCRA, producto de la esterilización de dinero emitido para pagar deuda, ya equivale a más de la mitad de la BM o, lo que es lo mismo, que del total de dinero emitido en la Argentina 2/3 están en circulación y/o depósitos a la vista y 1/3 se debe a los bancos que semanalmente renuevan, en forma permanente, su toma remunerada de Lebac/Nobac.

Por eso, el sistema de pago de la deuda pública es inflacionario, tanto por su impacto directo al aumentar la cantidad de moneda emitida como por la incidencia del costo financiero que se paga por esterilizarlo, ya que la tasa de interés también es un factor de inflación.

El BCRA sostiene esta política de pagos de la deuda del Gobierno por vía de endeudamiento: pasivos por Lebac/Nobac para absorber la emisión de dinero realizada para comprar reservas que se usan para el pago de deuda y también para absorber el que se emite para asistir al Tesoro por medio de AT.

El BCRA – ya lo hemos dicho otras veces – deviene así el «tálón de Aquiles» del Modelo K porque se transforma en el prestamista de última instancia para que el gobierno sostenga los servicios de la deuda pública.

Según los datos del Balance resumido al 29.2.2012 el Gobierno Nacional le debe al BCRA por Adelantos Transitorios 68.800 M\$: 44.600 destinados al pago de obligaciones con Organismos Inter-

nacionales y 24.200 para «Otras Aplicaciones», que constituyen los AT propiamente dichos.

Estos AT equivalen así, en total, a unos 15.800 MD: 10.200 más 5.600 MD, según ambos conceptos, de los que a los fines del tope del 12 % se toma solamente el segundo.¹⁰

En total, sumando los Títulos Públicos en cartera (Letras Intransferibles por la entrega de reservas, que son en dólares) por 30.900 MD (134.700 M\$) y los AT (que son en pesos) por 68.800 M\$ (equivalentes a 15.800 MD), el Tesoro le está debiendo al BCRA más de 200.000 M\$ (exactamente 203.500 M\$, que son 46.700 MD, un importe igual a las reservas). Esto significa que el gobierno le debe al BCRA el equivalente a la Base Monetaria (que es 205.400 M\$).

Con la importante reiteración que todos estos títulos públicos no tienen capacidad demostrada de repago, de modo que los mismos bajan la calidad de los activos del banco.

Y ello, a su vez, tiene un agravante porque el BCRA viene girando importantes sumas de dinero a la Tesorería por concepto de Utilidades/Dividendos que provienen así de un Activo no ajustado a la realidad y entonces el Patrimonio Neto del banco, en la práctica, deviene mucho menor y con saldo negativo.

El resultado de todo esto es que, en definitiva, la posición neta de reservas del BCRA se encuentra gravemente comprometida.

Si se aplicara un método realista de determinación de Reservas Netas del BCRA tendríamos que al stock total actual de 46.700 MD – siempre al 29.2.2012 – habría que restarle primero los encajes por depósitos en dólares, que suman unos 6.700 MD, y luego la deuda por Lebac/Nobac – que son pasivos en pesos rápidamente convertibles en divisas – que suman 26.000 MD; en total, 32.700 MD.

Pero además hay que descontarle la mayor parte de los 21.100 M\$ (4.800 MD) que figuran en Otros Pasivos del BCRA, porque

¹⁰ A los fines de fijar el tope de los AT en función de la Base Monetaria – que hasta hoy era el 12 % de la BM pero ahora pasa a ser el doble - el cálculo se hace sólo sobre Otras Aplicaciones, no sobre el total de AT.

corresponden a divisas que son prestadas por otros bancos centrales para integrar nuestras reservas; de modo que, dado que tales préstamos serían del orden de los 4.000 MD o más, también hay que restarlos del total, con más razón, para llegar a las reservas netas.

Entonces: 32.700 MD de deudas por depósitos en dólares y Lebac/Nobac más los 4.000 MD de reservas prestadas, eso da 36.700 MD; lo que dejaría un stock de reservas netas en sólo 10.000 MD.¹¹

Y esto es lo que hoy dan las reservas disponibles del BCRA sin contar el problema de fondo del respaldo a la BM, que hoy equivale a 47.100 MD (205.400 M\$).

Este más que delicado cuadro de situación financiera, derivado directo del problema de deuda pública del Estado, es el que explica la necesidad y urgencia de la «reforma» de la Convertibilidad y la CO del BCRA.

Conclusiones.

La administración Kirchner comúnmente trata de vender la imagen que sus decisiones de gobierno son producto de una tarea pre-elaborada cuando tiene que explicar ciertas improvisaciones o medidas de emergencia.

Ya ocurrió esto en el caso de las retenciones agrícolas, de la estatización de los fondos de las AFJP, de la quita parcial de subsidios y también ahora con el tema del Banco Central y la Convertibilidad.

Pero independientemente de las razones que expliquen tal comportamiento del gobierno Kirchner, en este caso del problema de la deuda pública los hechos concretos analizados a través del presente trabajo – que son datos de la realidad – permiten sacar algunas conclusiones básicas al respecto:

¹¹ Quien desee profundizar este tema puede ver los importantes análisis mensuales del Balance BCRA que elabora el Dr. Carlos Ragonés, de la Fundación Buenos Aires XXI (dirigida por el Dr. Juan Carlos Vacarezza).

1. La Convertibilidad no ha sido derogada sino que se la ha adaptado para facilitar el pago de más Deuda Externa.¹²

2. La CO del BCRA ha sido modificada para permitir mayores préstamos al gobierno para el pago de la Deuda Pública - Externa e Interna – vía Letras Intransferibles y AT.

En este sentido, la eliminación de la misión primaria de preservar el valor de la moneda le abre al gobierno la posibilidad concreta de destinar legalmente más recursos al Tesoro – en divisas y en pesos – al despegar las reservas del respaldo obligatorio a la Base Monetaria.

3. El dictado de la nueva ley se produce, de hecho, para evitar una nueva Crisis de Deuda, dada la grave concentración del perfil de vencimientos de los servicios de la deuda pública.

Y las modificaciones efectuadas, por otra parte, dan nuevo margen a los funcionarios del gobierno en cuanto a las fuentes de disponibilidad financiera y la cobertura legal en sus decisiones.

La Ley 26.739 mantiene – al menos nominalmente – al BCRA como entidad autárquica del Gobierno Nacional, pero esta autarquía, en materia de deuda, ahora pasa a ser una suerte de «independencia del BCRA al revés»: antes, la Ley fijaba una «autarquía» con atadura de las reservas al respaldo de la BM; ahora, esa «autarquía» ha pasado a ser una herramienta funcional al sistema de mayores pagos de la Deuda.

La nueva ley reproduce un breve párrafo – que ya estaba en la CO BCRA - que dice que «el Estado Nacional garantiza las obliga-

¹² El peso argentino sigue siendo convertible en moneda extranjera, pese a las dificultades crecientes en poder cumplir con este régimen y sostener a la vez los pagos al exterior.

El «corralito cambiario», las trabas a las importaciones y demás medidas conexas tomadas recientemente para frenar el efecto de la salida de divisas no salen (al menos todavía) de este esquema, que sirve para poder disponer así de más divisas para el pago de deuda externa.

De hecho, el actual retraso cambiario relativo – dado por un ritmo devaluatorio muy inferior a la inflación interna - es la variante más directa que tiene la administración Kirchner para sostener los pagos de esta deuda.-

ciones asumidas por el banco»; aunque esta expresión hoy resulta ambivalente porque a la luz de los hechos parece que es el BCRA el que garantiza las operaciones del Estado.-

Capítulo 23

YPF: utilidad pública, deuda o salvataje? (23.4.2012)

La sorpresiva intervención de YPF y el envío al Congreso del proyecto para expropiar las acciones de Repsol abren más interrogantes que aclaraciones en cuanto al sentido de las medidas adoptadas por el gobierno Kirchner.

El objeto de este breve trabajo es formular algunas observaciones y comentarios sobre este tema a la luz del Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) 530/2012 del Poder Ejecutivo y del Proyecto de Ley (PL) respectivo, así como sus informaciones conexas.

Ambos documentos contienen contradicciones, inconsistencias y/o desprolijidades que le pueden terminar costando muy caro al Estado Argentino.

Expropiación por utilidad pública.

No están claras las verdaderas razones de urgencia de las medidas tomadas por el Ejecutivo frente a una grave situación de crisis energética que era conocida desde hace tiempo, que consultores y ex titulares de la Secretaría de Energía venían denunciando públicamente desde hace varios años y que el actual gobierno – hasta hace muy poco – venía negando o soslayando mientras apoyaba y elogiaba la gestión de la Empresa.

El Estado Argentino, a través de su participación accionaria, estaba perfectamente en conocimiento de la situación de la Empresa y el representante del Gobierno suscribía y avalaba todas las decisiones del Directorio de YPF sin expresar disidencias en contrario.

Por ende, el primer problema que se plantea es el de la inexorable co-responsabilidad de la Administración Kirchner en las irre-

gularidades que denuncia contra Repsol como accionista mayoritario ya que las mismas fueron asumidas por todos los socios, incluido lógicamente el Estado Nacional.

Esto es particularmente cierto en lo tocante al problema de la infra-inversión en exploración de petróleo y gas, a la política de altos repartos de dividendos y a la gravedad del cuadro de situación energético provocado por YPF.

Por eso, independientemente de toda discusión sobre la validez de los argumentos oficiales y las medidas adoptadas en consecuencia, la actual Administración es co-responsable de las irregularidades que le imputa al grupo Repsol, ya que el representante oficial ante el Directorio tenía que estar forzosamente al tanto de lo que pasaba y además estaba suscribiendo sin disidencias las decisiones que hoy se le objetan al principal accionista.

La gestión de una política llevada a cabo por el Directorio de la Empresa no puede serle imputada exclusivamente a uno de los socios sino que es de responsabilidad colectiva de todos los que, como miembros, la avalaban.

También es importante y discutible el uso de un DNU para intervenir por parte del Estado una Sociedad Anónima – como es YPF – invocando los artículos 3 y 6 de la Ley 17.319 de Hidrocarburos, aún en los casos que mediaren incumplimientos de contrato en materia de producción y/o exploración; máxime cuando ya se estaba penalizando a la empresa por este motivo con el retiro de algunas áreas de concesión provinciales.

Pero el problema central – y probablemente más grave desde el punto de vista conceptual – estaría en la causal aducida para la expropiación de una parte de las acciones de Repsol en YPF por razones de «utilidad pública»¹

ya que tales razones no pueden aplicarse en forma genérica para los casos de expropiación sino que deben tener una justifica-

¹ El PL habla de «interés público nacional» para referirse al objetivo prioritario de autoabastecimiento de hidrocarburos y de «utilidad pública» cuando se refiere a la expropiación de las acciones de Repsol YPF SA.

ción puntual y concreta (como puede ser, por ejemplo, el caso de una propiedad inmueble para trazar una carretera o destinar un espacio clave para la construcción de un puente).²

No tiene mucho fundamento expropiar una parte de las acciones de la empresa y a un solo socio (en este caso, el accionista mayoritario, quitándole el 51 sobre su total del 57.4 %) para elevar la participación del Estado al 51 % del Capital apelando a razones de «utilidad pública».

Siguiendo tal razonamiento en relación al autoabastecimiento (que en este caso se aplica a una compañía que no produce la totalidad sino la mitad del petróleo nacional y el 44 % del gas) el criterio de intervención oficial pudiera ser extendido arbitrariamente a cualquier otra empresa del sector y/o de cualquier otro sector de la economía que se declare genéricamente de interés público.

Este planteo gubernamental conlleva así serias vulnerabilidades en el caso que Repsol – como ya lo ha anunciado – lleve adelante reclamos judiciales contra la Argentina ante el CIADI (el Tribunal de Arbitraje Internacional dependiente del Banco Mundial) apelando al Tratado Bilateral de Inversiones (TBI) vigente entre nuestro país y España.

Por otra parte, es contradictorio acusar sólo a Repsol de «vaciamiento» de YPF – como lo hace taxativa, enfática y reiteradamente el PL del Ejecutivo – cuando, como dijimos, las responsabilidades por la gestión de la empresa son colectivas y alcanzan a todos los socios con representación en el Directorio, incluyendo al propio Estado.

Si Repsol incurrió en maniobras de vaciamiento - es decir, en delitos – sus directivos debieran ser denunciados ante la Justicia y no ser expropiadas parte (no todas) sus acciones invocando razones de «utilidad pública».

² El artículo 17 de la Constitución Nacional (CN 17) – que prohíbe la Confiscación - establece que la Expropiación por causa de utilidad pública tiene que ser establecida por Ley y previamente indemnizada.

La ley 21.499 de Expropiaciones – que es del año 1977 (dictada por el Gobierno Militar) – especifica que si no hay acuerdo de las partes sobre la indemnización el Estado deberá seguir la vía judicial y es el juez quien fijará el monto de la misma.

Una de dos: delitos o razones concretas de interés público nacional debidamente fundadas.

Con el agravante que la palabra «vaciamiento» no existe como figura jurídica: su traducción legal sería Defraudación, pero el proyecto no hace referencia a este delito sino que utiliza la expresión «vaciamiento», que sólo delata una forma de comportamiento no definido desde el punto de vista técnico jurídico.

Esto también supone una vulnerabilidad de planteo al ser aplicado este enfoque sólo contra Repsol cuando la distribución indebida de altísimas utilidades beneficiaba a todos los accionistas y cuando, como agravante, se sabía que dicho criterio había sido adoptado para favorecer, en particular, al grupo Eskenazi – ligado al gobierno Kirchner - para que pudiera pagar con dividendos los préstamos externos contraídos para comprar el 25 % de las acciones de YPF sin aportar dinero en efectivo.

Este conjunto de serias inconsistencias en la forma de fundamentar y de llevar a cabo la expropiación parcial de las acciones de Repsol en YPF no sólo deja dudas sobre la corrección del procedimiento seguido por el gobierno Kirchner sino también sobre las verdaderas motivaciones de su conducta.

La deuda de YPF.

Actualmente – según el viceministro de Economía Kicillof – la Deuda total de YPF sería del orden de los 9.000 Millones de Dólares (MD).

De los Estados Contables al 31.12.11 surgiría que esta suma es algo menor – el equivalente de unos 8.300 MD (36.700 M\$-Millones de Pesos) – pero ello no cambia el fondo de la cuestión, que es el alto endeudamiento de la empresa.

Notablemente, este importe de deuda hoy es casi el mismo que YPF tenía al momento de su privatización (1992) – 8.500 MD – y que el Estado absorbió porque la empresa fue vendida sin pasivos.

Este elevado pasivo de YPF significa que el Estado Argentino, con la expropiación ahora de las acciones de Repsol, pasa a ser el nuevo socio mayoritario, asume la responsabilidad principal por la conducción empresarial y hereda entonces el nuevo gran pasivo de YPF.

Una vez más – como ya ocurrió con la privatización menemista de la década del '90 (que el entonces gobernador Kirchner y su esposa apoyaron) – el socio privado se desliga de sus obligaciones y el gobierno argentino se hace cargo de las deudas.

El Estado, que hasta ahora no tenía participación directa en la gestión empresarial de YPF y no era responsable de sus pasivos, pasa entonces a tener una triple carga de deuda propia en relación a la compañía: 1. La de la Deuda consolidada de la empresa (los 9.000 MD citados), 2. La del necesario financiamiento del Plan de Inversiones no cumplido bajo la gestión de Repsol (cuyas estimaciones primarias serían del orden de los 30.000 MD), y 3. El monto – a determinar – de la indemnización por la expropiación a Repsol.

Aunque se termine no pagándole nada a Repsol – como se ufanan algunos funcionarios del gobierno – los otros dos grandes rubros de deuda igual le quedan al Estado; y son mucho más elevados.

Este cambio es muy importante porque antes de esta medida de intervención de YPF y expropiación a Repsol, la Administración Nacional no tenía encima estos nuevos rubros de endeudamiento público pero ahora, en cambio, deberá incrementar sus pasivos del Estado.³

El Balance de YPF al 31.12.11 muestra además que el Pasivo Corriente (obligaciones hasta un año de plazo) es de 21.800 M\$, contra un Activo Corriente de 14.100 M\$, lo que denota que la empresa tendría, en principio, un problema de Liquidez que también deberá ser cubierto por el Estado.

³ El Presupuesto 2012 autoriza en materia de Deuda Pública – además de 11.700 MD más de Deuda en cabeza de la Administración Central - la contracción de otros 28.000 MD de Deuda Indirecta, es decir, nueva deuda que corresponde a Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios.

Estas nuevas deudas son avaladas por el Tesoro, que se transforma así en el garante de última instancia para el pago de las deudas tomadas por las distintos Entidades Nacionales.

Los vencimientos de deuda ya serían importantes este año por concepto de Obligaciones Negociables (ON) emitidas bajo la administración Repsol: 300 M\$ en Diciembre (y 70 MD en Marzo de 2013), entre los más relevantes.

Dentro de los 21.800 M\$ del Pasivo Corriente, 11.900 son Cuentas por Pagar y 8.100 pago de Préstamos; sin contar – desde ya - Deuda Contingente (por los reclamos de daños en el Medio Ambiente y otros).

Todo esto implica que las medidas anunciadas por la presidente Cristina Kirchner el 16.4 pasado suponen para el Estado Nacional la asunción de una fuerte carga de endeudamiento adicional que hasta hoy no se tenía.

Desde el punto de vista económico-financiero tal comportamiento del Gobierno – independientemente de la forma en que es presentado ante la Opinión Pública – releva a Repsol YPF de afrontar un grave cuadro de situación financiera que tendrá que ser cubierto con más deuda y cuyo peso se transfiere ahora al Estado Nacional.

Un salvataje a REPSOL.

Lo dicho en el párrafo anterior abre un interrogante muy serio acerca de los efectos financieros concretos de la decisión gubernamental sobre YPF.

Ello implica reflexionar sobre si esta mayúscula nueva carga financiera que pasa al Estado Central – más allá de todo lo que se diga ante la Opinión Pública – no constituye en realidad una forma de salvataje práctico a la empresa Repsol desligándola del peso de estos grandes compromisos, que le eran imposibles de cumplir por sí misma.

La urgencia en la intervención de YPF y la simultánea estatización de las acciones de Repsol presenta un esquema dudoso y muy discutible.

La presidenta – en su discurso del lunes 16.4 – dijo que regresó antes de la Cumbre de las Américas de Cartagena de Indias, Colombia, «porque tenía que estar aquí en la República Argentina a

primerísima hora» para firmar el DNU y el proyecto remitido al Congreso.

Dado que – como hemos explicado al comienzo de esta nota – el grave problema de arrastre de YPF era conocido desde hace tiempo por las autoridades e incluso que había sido agravado financieramente por el propio gobierno (caso de su gestión a favor del grupo Eskenazi para aumentar la participación accionaria del mismo con deuda externa y privilegio de pago de esas deudas con dividendos extraordinarios) el verdadero motivo de la urgencia correspondería evidentemente a otras razones.⁴

⁴ La familia Eskenazi – a través del Grupo Petersen – compró su parte de las acciones de YPF por presión directa del gobierno Kirchner ante Repsol y lo hizo en dos tandas: el 14.9 % en 2008 y el 10 % en 2011; logrando así un total de prácticamente el 25 %.

Ambas compras fueron hechas sin aporte de capital propio – sólo se desembolsaron 100 MD – ya que las mismas fueron financiadas con préstamos garantizados por las acciones que se compraban:

- En 2008, con un crédito de 1.018 MD dado por un grupo de bancos liderado por el Credit Suisse y del que formaban parte Goldman Sachs, BNP Paribas y Banco Itaú Europa; y el resto financiado por Repsol, que era el vendedor de esa cuota-parte de sus acciones. En total, 2.235 MD.

- En 2011, con otro préstamo consorciado, de 670 MD otorgado por los Bancos Itaú, Santander, Standard Bank, Credit Suisse y Citi; y otros 670 financiados por Repsol.

El saldo de la deuda de Eskenazi por estos dos préstamos sería hoy del orden de los 3.000 MD.

Las dos operaciones se pactaron a través de Petersen Energía, una empresa del grupo con sede en Nueva Zelandia, de modo que las obligaciones figuran así como deuda externa de la empresa.

En ambos casos, se pactó que los servicios de estas deudas serían pagados por el grupo Eskenazi con dividendos futuros a percibir por sus acciones en YPF merced a la disposición aceptada por el gobierno Kirchner de distribuir altísimas utilidades de la empresa que posibilitarían este cumplimiento, pese a que ello se hacía restando fondos al plan de inversiones vía reinversión de ganancias.

De allí que imputar hoy solamente a Repsol por una política de «vaciamiento» debido al retiro masivo de utilidades mientras se incumplían los programas de inversiones en exploración es, cuando menos, una acusación incompleta porque todos los accionistas se beneficiaron proporcionalmente de dicho «vaciamiento», y el grupo Eskenazi – tradicionalmente favorecido por el gobierno - en primer lugar.

Dicho con otras palabras: que la política de distribución excesiva de dividendos, con el consiguiente incumplimiento de los planes de inversión de YPF fue conocida, aceptada e incluso inducida por el propio gobierno Kirchner para favorecer la operación de compra del grupo Eskenazi.

El mismo PL da en sus Fundamentos una pista del problema. En su acápite IV - titulado «La carta autoincriminatoria del Señor Brufau» - se relatan las gestiones de Repsol inmediatamente previas a la crisis que llevó a la estatización de sus acciones por parte del gobierno Kirchner.

En carta a la presidenta del 2.4.12 Brufau – según el texto del proyecto de ley – le dice que Repsol no se encuentra en condiciones de poder implementar el Plan de Inversiones de YPF porque carece de capacidad para financiarlo.

Los primeros cinco años de ejecución del plan demandarían inversiones por 30.000 MD (6.000 MD por año) y Repsol sólo podría cubrir aproximadamente la mitad de las mismas.

Ergo, la alternativa ofrecida por Brufau – siempre según el texto del PL – era buscar «Asociaciones para ceder parte de su participación en las concesiones ... a empresas e inversores nacionales e internacionales ... con el objeto de obtener la financiación necesaria para la ejecución del Plan» decidiendo en cada caso «quién será el operador».

Incluso sostenía que «las Provincias y el Estado Nacional podrían tomar una participación en la inversión en cada campo».

Es, poco más o menos, lo mismo que luego hace la presidenta pero desposeyendo a Repsol de su participación y, en consecuencia, de su armado del negocio.

Aquí es donde el gobierno Kirchner le reprocha, con razón, que el «principal causante de la situación» se ofrezca como «salvador» de la situación de crisis de YPF que generó a través de su gestión.

Esto era particularmente grave porque Brufau confesaba que «YPF ya tiene avanzadas negociaciones con significativos ofertantes que representan compañías internacionales» para ello.

Todo esto está corroborado por informaciones periodísticas con base bastante en firme: Repsol YPF – España estaba por cerrar la venta de todo o parte de sus acciones a la petrolera china SINOPEC GROUP (que es una Empresa del Estado) pero simultáneamente se estaban dando pasos aquí, en Argentina, para posicionarse

financieramente por parte de otras compañías, como el caso de la compra del 50 % de las acciones de Bidas (familia Bulgheroni) por parte de otra petrolera china, la CNOOC (también Empresa del Estado) por 3.000 MD,⁵ con miras a poder participar en YPF en el futuro.

También manifestaron interés para entrar en el replanteo de las asociaciones y/o contrataciones de YPF otras grandes firmas internacionales, como Exxon, Total y Petrobras; como asimismo compañías de contratistas y servicios.

En síntesis, que la decisión de intervención y expropiación de las acciones de Repsol se produce en un momento clave de la toma de decisiones de la Empresa, de modo que la acción de la administración Kirchner habría frustrado que sea la propia Repsol la que manejara el negocio de su redistribución accionaria, reservando tales decisiones al gobierno argentino.

Una maniobra de este tipo – el bloqueo de negociaciones indebidas por parte del accionista mayoritario - sería legítima por parte de las autoridades para impedir que sea la misma empresa que fue la principal causante de la crisis de YPF la que decida sobre el replanteo de los negocios accionarios bajo su gestión.

Pero el avance de esas negociaciones unilaterales de Repsol podía ser desautorizado oportunamente por el gobierno argentino sin necesidad de expropiar las acciones de la firma en YPF ya que el Estado disponía no sólo de la «acción de oro» sino de todos los mecanismos de contralor interno y externo que necesitare aplicar para impedir maniobras de esta naturaleza.

Máxime cuando está imputándole a Repsol delitos de «vaciamiento» de YPF, por los que se supone puede llevar a sus directivos ante la Justicia.

Con el agravante que al optar por la expropiación el gobierno altera la categoría del problema – llevándolo del Gerenciamiento a la Estructura Societaria - se carga con la gravísima situación eco-

⁵ Artículo de Diego Cabot en La Nación – Suplemento Económico del 22.4.12 – y noticias periodísticas conexas.

nómico-financiera de la empresa y apela a un procedimiento vulnerable debido a su co-responsabilidad en la crisis que dice motivar su intervención.

La clave residía en la Intervención sin Expropiación: YPF pudiera y debiera ser intervenida pero sin expropiar, al menos de inmediato, las acciones de Repsol; porque esta expropiación libera a Repsol de la carga financiera que le deja al Estado Argentino, aunque éste no le indemnice un centavo.

Ahora, en cambio, la administración Kirchner se reserva el manejo exclusivo de los próximos pasos de YPF pero lo hace cargando con el peso de los pasivos heredados y de las deudas a contraer en el futuro.

Y lo hace en una forma poco transparente y controlable, amparándose en la discrecionalidad y ausencia de control sobre sus actos dado que la empresa sigue bajo la forma jurídica de Sociedad Anónima⁶, sujeta a la Ley 19.550 de Sociedades Comerciales y sin estar supeditada al contralor de los organismos del Estado (como la SIGEN y la AGN).

Esto independiza a la administración Kirchner – una vez más – de los mecanismos formales de supervisión y control sobre sus acciones de gobierno dejándole las manos libres para reformular el plan de grandes negocios después de la frustrada gestión de Repsol YPF, de la que fue co-responsable directo.

En definitiva: la intervención y expropiación parcial de las acciones de Repsol – que permanece como accionista minoritario de la empresa con un 6 % del Capital⁷– implica un cambio en el gerenciamiento de la empresa, que oficialmente estaba a cargo del

⁶ Tanto la presidenta en su anuncio como el texto del PL ponen especialmente de relieve esta independencia jurídica de YPF como Sociedad Anónima, no sujeta a los controles de los organismos de supervisión directa de las Empresas del Estado.

⁷ La nueva estructura accionaria de YPF es la siguiente:

51.0 % Estado Argentino (51 % Nación y 49 % Provincias Petroleras).

24.4 % Grupo Petersen-Eskenazi.

5.8 % Lazard Asset Management (relacionada con la Banca Rothschild).

CEO Sebastián Eskenazi Storey y que ahora pasa bajo dirección directa de los funcionarios interventores del gobierno; pero también - y esencialmente - un cambio de mano en la composición accionaria de la compañía, que ahora pasa a ser de mayoría estatal, asumiendo el Estado el peso de la crisis de YPF.⁸

Esto significa que, de ahora en más, será el Estado Argentino el que tendrá que hacerse cargo de la muy delicada situación finan-

⁷ 4.8 % Eaton Park Capital (un Fondo de Inversiones creado como desmembramiento de Goldman Sachs).

5.9 % Inversores no identificados.

2.0 % Cotización en Bolsa de Buenos Aires.

6.1 % Repsol (que reiteradamente ha sido asociada a la compañía británica British Petroleum).

El cambio producido en esta composición del capital de YPF afecta sólo las tenencias accionarias de Repsol, que pasa del 57.4 % al 6.1 %; es decir, que baja la participación de Repsol y aumenta en igual medida la del Estado. El resto de los accionistas permanece con la misma proporción de acciones.

Esto involucra especialmente al grupo Eskenazi, que a través de Petersen mantiene su 25 % del capital de YPF.

⁸ La última integración del Directorio de YPF era la siguiente:

Presidente: Antonio Brufau Niubó

Vicepresidente del Directorio: Enrique Eskenazi

Gerente General (CEO) Vicepresidente Ejecutivo: Sebastián Eskenazi Storey

Subgerente General Director Adjunto al CEO Director General Repsol Argentina: Antonio Gomis Sáez

Directores Titulares: Roberto Baratta (representante oficial del gobierno Kirchner en el Directorio), Aníbal Guillermo Belloni, Mario Blejer, Carlos Bruno, Carlos de la Vega, Matías Eskenazi Storey, Salvador Font Estrany, Federico Mañero, Javier Monzón, Miguel Ángel Devesa, Luis Suárez de Lezo, Mario Vázquez, Raúl Cardoso Maycotte

Directores Suplentes: Alejandro Quiroga López, Alfredo Pochintesta, Tomás García Blanco, Fernando Dasso, Carlos Jiménez, Carlos Alfonsi, Ángel Ramos Sánchez, Ezequiel Eskenazi Storey, Mauro Renato José Dacomo, Ignacio Cruz Moran, Eduardo Ángel Garrote

Después de la reciente intervención oficial obviamente esta composición del Directorio de YPF está siendo modificada y se formalizará en la primera asamblea que se realice al efecto.-

ciera de la Empresa, atendiendo fundamentalmente al macro-en-deudamiento necesario para poder replantear sus actividades.

El gobierno podrá mantener su composición societaria de mayoría estatal – 51 % del Capital, subdividido a su vez en 51 % Nación y 49 Provincias Petroleras – asociándose a nuevos operadores (caso de joint ventures) o bien volver a vender parte de su nuevo paquete accionario, pero la responsabilidad central seguirá estando en manos del Estado.

Desde el punto de vista de las Finanzas Públicas este manejo de la crisis de YPF implica traspasarle así al Fisco el peso de los pasivos de la empresa y la carga por desinversión en actividades de exploración petrolera que supondrá grandes endeudamientos futuros.

Y todo esto relativizando el alcance de las culpas de Repsol por administración fraudulenta, que debiera haber sido no sólo el motivo de la intervención del Estado sino de las acciones judiciales pertinentes: sin necesidad de expropiación de las acciones.

En conclusión:

Por qué la idea de «salvataje» y a quién se estaría salvando o, al menos, liberando de sus compromisos incumplidos?

Un balance primario de los hechos concretos permite intuir o sospechar un salvataje, pero un salvamento encubierto con escenificación de las partes:

1. El gobierno Kirchner presenta la expropiación como una «nacionalización» de la empresa y una muestra de Soberanía Nacional en materia de hidrocarburos mientras absorbe el triple pasivo nuevo por la deuda acumulada de YPF, por el futuro financiamiento del plan de inversiones incumplido por Repsol y por los eventuales montos de indemnización a pagarle.

2. Repsol se victimiza como compañía perjudicada cuando, en realidad, después de haberse llevado dividendos que sobrepasan su inversión por la compra original le traspasa la carga financiera por la deuda y el plan de inversiones al Estado Argentino; y todavía le reclama una indemnización que – desde el frío punto de vista

de la Ley – pudiera llegar a corresponderle dada las serias vulnerabilidades del DNU y el PL del Ejecutivo. Y

3. El grupo Eskenazi – tradicionalmente favorecido por la administración Kirchner y fundadamente sospechado de manejarse con los negocios de la familia gobernante – no sólo no es alcanzado por las graves denuncias oficiales directas sino que además pudiera salir indemne de su propia irresponsabilidad por la compra de acciones con deuda.

En síntesis: que la intervención de YPF y la consiguiente expropiación de las acciones de Repsol tendría en los hechos un sentido muy diferente de la versión oficial si se la mira desde el punto de vista financiero fiscal.

Y que la Intervención de la empresa puede y debe hacerse pero sin Expropiación.

La gran mayoría de la partidocracia con representación parlamentaria, sin embargo, se apresta a convalidar esta línea de acción irregular, discrecional y financieramente gravosa elegida por el gobierno Kirchner: una línea de acción que implicaría, en la práctica, un salvataje o liberación de Repsol YPF.-

Capítulo 24

YPF: Intervención sin expropiación. (24.4.2012)

La presente hoja de síntesis es el compendio de las principales ideas-eje del artículo del autor titulado «YPF: UTILIDAD PÚBLICA, DEUDA O SALVATAJE?», del 23.4.12.

0. El Poder Ejecutivo ha tomado dos decisiones que no van necesariamente asociadas: la Intervención de YPF y la Expropiación de parte de las acciones de Repsol.

1. La intervención de la Empresa, en principio, es correcta dada las graves irregularidades de gestión y la denuncia de vaciamiento por parte del Gobierno.

2. Estos delitos deben ser debidamente investigados y llevados a la Justicia por Administración Fraudulenta así como por responsabilidades en la Política de Hidrocarburos.

3. El proyecto de ley de Expropiación, en cambio, es innecesario e inconveniente para el Estado Argentino desde el punto de vista económico-financiero.

4. Los fundamentos del proyecto de ley de expropiación son vulnerables porque presentan inconsistencias que pueden costarle muy caro al Estado Nacional. La iniciativa oficial mezcla Utilidad Pública y Delitos.

5. Haciéndose cargo del paquete mayoritario de YPF el Estado cargará una triple deuda pública nueva: los pasivos acumulados bajo la gestión Repsol-Eskenazy (unos 9.000 MD), el futuro financiamiento del plan de inversiones incumplido por Repsol (30.000 MD) y las eventuales indemnizaciones a la firma española.

6. La Deuda Pública Indirecta proveniente de las Empresas del Estado – que tiene al Gobierno Central como avalista o garante de

última instancia - no posee capacidad de repago demostrada y se suma así al sistema de Deuda Perpetua del Fisco Nacional y Provincial.

7. La expropiación de acciones liberaría a Repsol de sus responsabilidades por los pasivos de YPF y por el incumplimiento del plan de inversiones en exploración de petróleo y gas. Bajo estas circunstancias, la expropiación implica en la práctica una descarga o salvataje a Repsol por las consecuencias del endeudamiento y la infra-inversión en YPF que el Poder Ejecutivo le atribuye haber causado.

8. En línea con el punto 2, el Gobierno Kirchner es co-responsable directo de las irregularidades que imputa a Repsol y, consecuentemente, también su comportamiento debe ser investigado.

9. El grupo co-administrador Petersen-Eskenazy – ligado al gobierno y favorecido con la compra de sus acciones con deuda y la política de reparto excesivo de dividendos - igualmente debe ser investigado.

La Opinión Pública y la Clase Política están siendo inducidos a la errónea creencia que la estatización de acciones de la empresa va a solucionar la Crisis de Deuda de YPF sin ver la nueva y pesada responsabilidad financiera que se le carga al Estado Argentino.

Capítulo 25

Crisis de deuda y emergencia financiera. (25.5.2012)

El agravamiento de la Crisis de Deuda Pública que sufre la Argentina está determinando una serie de medidas de emergencia monetaria, cambiaria y financiera por parte de la administración Kirchner.

Lo que sigue es un intento de comprender la lógica convergente de esta batería de acciones gubernamentales, que – improvisadas o no - están destinadas esencialmente a cumplir a ultranza con los servicios de la Deuda del Estado.

Deuda y finanzas públicas.

El Estado tiene tres fuentes básicas de financiamiento que son la Emisión de Dinero, la Recaudación Tributaria y la toma de Deuda Pública; con la importante diferencia que esta última – la Deuda – conlleva el costo de los servicios de Intereses y Capital.

Cuando el peso de estos servicios aumenta en forma extraordinaria sobre el presupuesto nacional, los países deudores – como el caso de la Argentina – pierden la capacidad de repago de sus obligaciones y entonces las deudas entran a ser refinanciadas permanentemente bajo un esquema de Deuda Perpetua.

El país – nuestro país – vive así refinanciando pasivos y además tomando más deuda para cubrir los costos financieros crecientes de la misma.

Pero para ello debe afrontar el pago de mayores servicios por intereses y por renovación de las obligaciones.

La administración Kirchner, desde sus inicios, está embarcada en una política de cumplir escrupulosamente con este esquema de pagos y re-endeudamiento.

Pero hoy la magnitud y gravedad del perfil de vencimientos de Capital e Intereses ha llevado nuevamente al país a una situación de Crisis de Deuda, esto es, a un riesgo cierto de default o incumplimiento de sus compromisos.

Esto es lo que ha determinado que el gobierno – en función de su «vocación pagadora»¹ – haya tenido que apelar a medidas extraordinarias en materia financiera.

Se verifica así la regla nefasta que, cuando se agravan las crisis de Deuda no sólo se siguen tomando más deudas sino que, además, se refuerzan las otras dos fuentes de financiamiento público – la emisión monetaria y la recaudación fiscal – para ponerlas también al servicio de la Política de Endeudamiento.

Cuadro de situación.

La Argentina afronta actualmente un serio problema en el perfil de vencimientos de su Deuda Pública, que en más del 60 % del total está constituida por obligaciones en moneda extranjera.

Este año los vencimientos de Capital son del orden de los 40.100 MD² y está previsto por Presupuesto tomar nuevas deudas por 51.800 MD – producto de refinanciación total de las obligaciones que vencen más asunción de deuda adicional – lo que significa un aumento de 11.700 MD en el stock de la Deuda.

No es cierto que la Argentina se esté «des-endeudando»; por el contrario, el endeudamiento viene creciendo a un ritmo de más de 10.000 MD por año.

En estos importes no están comprendidos los pagos de Intereses de la Deuda, que forman parte del Gasto Corriente del Ejercicio y que representan este año 45.000 M\$ (10.200 MD).

¹ La acertada expresión «pasión» o «vocación pagadora» es del Dr. Salvador María Lozada.

² Las siglas MD/M\$ significan Millones de Dólares/Pesos respectivamente. En todos los casos las cifras están mostradas con redondeo, por lo que puede haber mínimas diferencias entre totales y sumatoria de importes parciales.

Las cifras, en realidad, son peores porque no toda la Deuda Pública por Capital está registrada en las estadísticas oficiales: falta computar la Capitalización de Intereses, la Indexación de Deuda en Pesos ajustada por Inflación y las estimaciones de pago de los Cupones ligados al PBI.

Tampoco están incluidos aquí los vencimientos de deuda correspondientes a Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios, cuyo monto se desconoce pero es relevante: baste decir que según el Presupuesto 2012 este año está autorizado tomar en este ámbito 28.000 MD. Se trata de Deuda Pública Indirecta con aval del Estado.

Igualmente, tampoco se incluyen aquí la Deuda cuasi-fiscal del BCRA (por Lebac/Nobac) ni la Deuda consolidada de Provincias y Municipios. Ni la Deuda Contingente por Juicios contra el Estado externos (CIADI y Holdouts) e internos (ANSES y otros).³

En todos los casos, las proyecciones de pago de Intereses de la Deuda y de vencimientos de Capital son fuertemente crecientes en los próximos años.

Deuda pública y modelo K.

El denominado Modelo K descansaba en lo concreto sobre un esquema de Superávits gemelos: Fiscal y Externo.

Pero este «modelo» ha terminado: hoy la Argentina tiene Déficit Fiscal y un resultado negativo en su Balanza de Pagos.

El gobierno confunde a la Opinión Pública mostrando un Superávit Primario pero el Resultado Financiero de su gestión es deficitario. En 2011 el Déficit Fiscal fue de 30.700 M\$ y en lo que va del corriente año este saldo sigue siendo negativo.

³ Aquí debe agregarse la incidencia de la Deuda Externa Privada, que pesa también sobre la demanda de dólares. Al 30.9.11 – última información disponible del BCRA – el stock de esta deuda era de 66.100 MD (el 94 % corresponde a Empresas y el 6 % a Bancos); y su vida promedio es de sólo 1.6 años. Estas cifras corresponden a Deuda Financiera, no Económica ni comercial.

A su vez, la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos fue prácticamente neutra en 2011: sólo 17 MD a favor. Dentro de este resultado pesaron especialmente las Rentas de Inversión por pago de Intereses (Débitos por 5.100 MD y saldo neto de -3.400 MD) y por transferencias de Utilidades/Dividendos (Débitos por 8.600 MD y saldo neto de -7.300 MD), lo que dio así un saldo negativo de 10.800 MD por suma de ambos rubros.

En consecuencia, el resultado positivo de la Balanza Comercial – 13.600 MD en 2011, producto de 84.300 MD de Exportaciones menos 70.700 MD de Importaciones – quedó prácticamente neutralizado por el giro de los Servicios Financieros (los 10.800 MD citados).

Dada la fuerte salida de divisas, el saldo de la Cuenta Capital/Financiera fue negativo de 2.200 MD y la Variación de Reservas Internacionales (RI) en el año resultó de -6.100 MD.

Tal empeoramiento de los números en las cuentas nacionales fiscales y externas frente al aumento de los servicios de Capital e Intereses de la Deuda Pública durante el corriente año fueron determinantes de las medidas de Emergencia Financiera en curso adoptadas por el gobierno Kirchner.

Deuda y política monetaria.

Hoy la causa principal de la actual política de emisión de dinero del Banco Central (BCRA) es atender el Gasto Público para el pago de las deudas en pesos del Estado y sostener paralelamente el costo financiero de la esterilización de moneda usada para comprar dólares, dólares que se prestan a la Tesorería para pagar Deuda.

La administración Kirchner está aplicando para ello tres vías de acción simultáneas.

- La primera vía de acción del BCRA es dar préstamos directos en pesos al Ministerio de Economía para cubrir las erogaciones presupuestarias; dinero éste que se origina por emisión de moneda sin respaldo.

Al 30.4.12 el monto de estos Adelantos Transitorios al Gobierno Nacional era de unos 72.500 M\$.

La reciente Ley 26.739 modificó el artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA (CO BCRA) para posibilitar la duplicación de este tipo de préstamos de corto plazo al Tesoro.

Se trata de importes que, en la práctica, constituyen una suerte de stock constante para el Banco por concepto de créditos a corto plazo (un año) ya que los mismos se renuevan permanentemente a sus fechas de vencimiento.

- Una segunda vía ha sido despegar la relación cierta entre Reservas y Base Monetaria (BM) para poder utilizar las divisas en su Política de Pagos de la Deuda Externa con Reservas.

La 26.739 modificó la Ley de Convertibilidad 23.928, que establecía el respaldo total de la BM con Reservas Internacionales (RI) y faculta ahora directamente al Directorio del Banco para fijar el nivel de las Reservas excedentes a la cobertura de la BM o Reservas de Libre Disponibilidad (RLD), que se utilizan para pagar Deuda Externa del Tesoro.

El BCRA no ha informado el criterio que usa para determinar los nuevos niveles de RLD ni el monto en valor absoluto fijado para las mismas, de modo que se ignora así el grado de respaldo real con que ha quedado el peso argentino en términos de moneda extranjera (básicamente, en dólares).

Pese a esta seria insuficiencia el Banco sigue girando al Gobierno divisas que están comprendidas en ese cálculo de RLD, aunque – como decimos - dicho cálculo no está explicado en su metodología ni informado en su monto disponible.

De esta manera, la BM ha dejado de tener un respaldo cierto en reservas del BCRA.

El levantamiento de tal restricción Reservas-BM libera legalmente al BCRA de limitaciones para poder aumentar la masa de dinero en la Economía y, a la vez, para aumentar los giros de reservas al Tesoro para pagar Deuda Externa.

Deuda y BCRA.

- Una variante de la segunda vía de acción en materia monetaria – el levantamiento de las restricciones de emisión de dinero - y que se le mantiene abierta al Directorio del BCRA, es la facultad discrecional de colocar Deuda Cuasi-Fiscal por Letras y Notas (Lebac/Nobac).

Tal facultad le permite al BCRA tomar este tipo de obligaciones de Corto y muy Mediano Plazo a los fines de absorber o esterilizar el dinero emitido; precisamente dinero que fue impreso para comprar dólares, dólares que pasan a integrar las Reservas y que se usan para ser prestados al Tesoro para pagar Deuda Externa del Estado.

Ergo, las reservas que se prestan al Gobierno para pagar Deuda Externa – préstamos en moneda extranjera contra Letras de la Tesorería a 10 años de plazo - son divisas compradas con Deuda que fue asumida por el BCRA a través de Lebac/Nobac; de modo que este tipo de endeudamiento, en principio, aumenta en función de la compra de reservas internacionales.

O sea, que existe una correlación entre compra de Reservas, aumento de la emisión monetaria y aumento de la Deuda Cuasi-fiscal del BCRA.

Como gran parte de estas reservas – las RLD – se prestan al Gobierno para pagar Deuda Externa, el BCRA se queda entonces con Letras de Tesorería en el Activo (que son Títulos Públicos de dudoso cumplimiento) y simultáneamente con una masa creciente de Deudas por Lebac/Nobac en el Pasivo (que son, en cambio, de cumplimiento cierto y que implican altos costos de intereses).

El stock de la deuda por Lebac/Nobac era de 111.600 M\$ al 30.4 - equivalente a unos 25.300 MD – devenga una Tasa de Interés promedio del 13 % anual (14.500 M\$ a» 3.300 MD por año) y tales obligaciones se renuevan continuamente en forma semanal pactándolas con un grupo acotado de grandes bancos (locales y extranjeros) que operan en la Argentina.

Esta práctica del BCRA mantiene retirada de la circulación una cantidad de dinero equivalente a la mitad de la BM – que al 30.4 era de 222.900 M\$ - remunerando a los bancos prestamistas por tales sumas, que dejan de prestarse a la actividad económica productiva del país.

De hecho, sobre una masa monetaria total de 335.000 M\$, las 2/3 partes están en la BM y 1/3 está retenido por Lebac/Nobac del Banco Central.

La existencia de este altísimo stock de Letras y Notas del BCRA – que subsidia fondos ociosos de los bancos – determina el elevado «piso» de las Tasas de Interés de plaza y se transmite así al Sistema de Precios a través del Costo Financiero de las Empresas, que es el peor «costo invisible» dentro de la actividad económica y es también el principal factor de Inflación en la Argentina.

Deuda e inflación.

Dada la gravedad creciente de la Inflación Argentina el gobierno Kirchner, desde principios de 2007 modificó la metodología del INDEC en relación al Índice de Precios al Consumidor (IPC o Inflación Minorista) y, por extensión, al de sus coeficientes derivados o conexos (como Pobreza/Indigencia y aumento del PBI).

Este procedimiento le permitiría así al gobierno tratar de ocultar el aumento real de los precios y, a la vez, licuar parte de la Deuda Pública en Pesos que se ajusta por Inflación (bonos indexados por CER), que al 30.9.11 (último dato disponible) era equivalente a 37.500 MD.

En la actualidad se estima que la Inflación Real en la Argentina es de un 22 % anual (entre 20 y 25 %) – según Índice de Precios Congreso, estimaciones de Consultoras Privadas y Direcciones Estadísticas de Provincias – mientras que la Inflación Oficial es del orden de un 10 %.

Los mecanismos de indexación de deudas están prohibidos en la Argentina por la Ley 23.928 de Convertibilidad (artículo 10)

pero esta restricción no se aplica a los casos de Deuda Financiera en Bonos del Estado.

Sobre un total de Deuda en Pesos Indexada equivalente a 37.500 MD esto significa una actualización anual de 3.800 MD, que es menos de la mitad de la cifra de incremento por año del Capital que correspondería si se tomara la Inflación Real.⁴

El gobierno Kirchner logra de este modo atenuar el impacto de la inflación sobre el valor Capital de los títulos públicos indexados pero hoy en día lo hace con una ambivalencia: que el efecto de licuación beneficia y afecta al propio Estado porque la gran mayoría de este tipo de bonos se encuentra en manos de agencias del Sector Público, de modo que lo que se ahorra la Tesorería lo pierden por lucro cesante las Agencias del Estado tenedoras de esta Deuda (que estaría mayoritariamente en poder de la ANSES).

Deuda y presión tributaria (PT).

La recaudación impositiva y previsional configura también una vía de ingresos adicionales al Erario Público gracias a la Inflación de Precios.

La presión fiscal efectiva es la segunda fuente de financiamiento del Estado que está hoy puesta al servicio de la recaudación de dinero para el Fisco y del refuerzo a los pagos de la Deuda.

Esta presión real se traduce aplicando la carga impositiva sobre montos imponibles que se han venido incrementando por efecto de la inflación a la vez que retrasando la actualización de las desgravaciones correspondientes.

Es el caso de la incidencia generalizada del IVA, del Impuesto al Cheque, del Mínimo no Imponible del Impuesto a las Ganancias, del piso del Impuesto a los Bienes Personales o de la prohibición de Ajustes por Inflación en el Balance de las Empresas.

⁴ Estos importes – lo mismo que la Capitalización de Intereses y los Cupones ligados al PBI – el Ministerio de Economía no los computa en el stock de Deuda Pública. Es, como se mencionó al comienzo del artículo, Deuda no Registrada.

Sin contar aquí los aumentos directos de bases, tasas o alícuotas tributarias, como es el caso de las Retenciones a las exportaciones agropecuarias o los revalúos de bienes durables que se trasladan a los impuestos inmobiliarios provinciales y a las tasas de servicios municipales.

Porque el aumento de esta presión tributaria es concurrente y potenciada a nivel Nación, Provincias y Municipios; y está determinada en forma directa por la necesidad de sufragar el costo financiero del endeudamiento público generalizado del Estado en todos sus niveles.

Se cumple así la regla que, en los tiempos de Crisis de Deuda, la función de recaudación fiscal asume un papel clave porque deviene necesario aumentar la presión tributaria, nominal y efectiva, para sostener los mayores servicios de la Deuda Pública.

El gobierno puede mostrar así un aumento relevante en su recaudación pero gran parte de ese aumento no es producto de una gestión tributaria normal o genuina sino producto del efecto inflacionario sobre los valores imponibles.

Con la ventaja adicional para el Fisco que su erosión de ingresos por el Efecto Olivera-Tanzi hoy en día se ve disminuida porque existe un menor desfasaje entre el momento de devengamiento y el momento de percepción de los impuestos.

De esta manera, por medio de la Inflación el Estado licua parcialmente sus deudas en pesos mientras mejora comparativamente el valor de sus ingresos tributarios en moneda nacional.

El rol de la deuda intra-estado.

- La tercera vía de financiamiento público es la Deuda, deuda que en este momento no se toma de los Mercados Internacionales de Capitales - salvo los Organismos Multilaterales de Crédito (Banco Mundial, BID y CAF) – sino que se ha venido asumiendo en gran escala con el propio Sector Estatal.

Este procedimiento consiste básicamente en tomar prestado fondos de todos los entes oficiales que dispongan circunstancialmente de excedentes de Caja, de agenciarse créditos provenientes de fondos administrados por el Estado y/o de transferir al Fisco utilidades contables de los organismos públicos

Las principales sumas de estos préstamos provienen del Sistema Previsional – los fondos de los jubilados administrados por la ANSES – y del uso de las Reservas Internacionales del Banco Central (RI BCRA); con la importante aclaración que el Tesoro Nacional no tiene capacidad de repago demostrada para responder a estas obligaciones.

La administración Kirchner exhibe hoy que casi la mitad de la Deuda Pública está contraída con entidades del propio Estado, fundamentalmente – como dijimos - con el Fondo de Garantía del Sistema Jubilatorio de la ANSES y con el BCRA (a través de Adelantos Transitorios en pesos al Gobierno y del préstamo de Reservas Internacionales contra entrega de Letras de Tesorería).

Esta conducta ha llevado actualmente los montos de esta Deuda Intra-Sector Público a niveles muy elevados: más del 50 % de los fondos de la ANSES – que pasan los 200.000 M\$ - están prestados al Estado y las deudas contraídas por el Fisco con el BCRA son de 72.500 M\$ (a» 16.400 MD) por concepto de Adelantos Transitorios y de casi 33.000 MD por Títulos Públicos entregados al Banco contra entrega de reservas).

En total, la Tesorería le debe así al BCRA unos 49.300 MD: más que el monto de las Reservas, que es de 47.800 MD, y casi tanto como la BM, que equivale a 50.500 MD.

El uso de este mecanismo de excepción de la Deuda Intra-Estado se ha generalizado por parte del gobierno Kirchner a toda una serie de organismos públicos: Banco Nación, Lotería/Casinos, AFIP, PAMI, Fondos Fiduciarios, etc.

Esto configura un riesgo de «empapelamiento» del Sector Público porque el Estado Argentino no tiene capacidad de pago para cumplir este cúmulo de obligaciones que sigue contrayendo.

En la práctica, los fondos que esas distintas agencias oficiales prestan al Tesoro se usan básicamente para pagar vencimientos de Deuda con Organismos Financieros Internacionales (los citados Banco Mundial, BID y CAF) y especialmente deudas con Acreedores Privados, de modo que el stock total de la deuda pública no disminuye – al contrario, sigue creciendo - pero cambia a la vez su composición o estructura.

Este procedimiento no es neutro desde el punto de vista financiero fiscal porque de esta forma el Estado no sólo altera sus prioridades de Gasto Público sino que se va descapitalizando y/o desfinanciando en su conjunto ya que la mayoría de esos fondos no son propios sino de propiedad ajena (caso de la ANSES) o de asignaciones específicas (como el caso del BCRA y los Fondos Fiduciarios).

El problema es ahora más grave todavía porque el gobierno Kirchner habría llegado ya al tope de su Deuda Intra-Estado y por eso ha forzado su ampliación por medio de la modificación de la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del BCRA tanto en materia de Adelantos Transitorios como de préstamos de Reservas.

Deuda y tipo de cambio.

El problema de la Deuda Externa se ha venido agravando en los últimos tiempos y repercutiendo en el panorama económico y comercial argentino a través del Tipo de Cambio Real (Tipo de Cambio Nominal menos Inflación Interna).

El ritmo actual de devaluación del Peso (un 10 %) es menos de la mitad de la Inflación Real (estimada entre 20-25 %).

La Inflación carcome el Tipo de Cambio y eso equivale a una apreciación del Peso, por lo que estamos ante el doble problema de Inflación con Retraso Cambiario.

Esta combinación es particularmente perjudicial para las exportaciones nacionales porque reduce la competitividad por precio y afecta a la vez la sustitución de importaciones ya que abarata la compra de productos extranjeros.

Ello incluye el estímulo de otros rubros – entre los que está el turismo hacia el exterior - que se ven subsidiados así por un tipo de cambio barato.

Pero el atraso cambiario tiene una explicación financiera: posibilitar mayores pagos de servicios de la Deuda Externa.

El retraso cambiario mantenido hasta el presente por el gobierno Kirchner es un pre-requisito de los pagos en moneda extranjera porque de esta forma la recaudación fiscal y las tenencias en pesos tienen más valor de cambio para el giro de divisas.

Un Tipo de Cambio Bajo – Dólar barato – facilita el cumplimiento de las obligaciones en moneda extranjera porque aprecia el peso argentino y entonces la recaudación fiscal en moneda local permite comprar con esos fondos más dólares destinados a atender tales compromisos.

Se trata de un caso típico de contraposición de prioridades e intereses entre la Economía Real o Productiva – caso del Agro y la Industria – a la que conviene un tipo de cambio alto y la Economía Financiera ligada a la Deuda Externa, a la que conviene un tipo de cambio bajo, que facilita el aumento de la cantidad y valor de las divisas que se giran al exterior para el cumplimiento de los servicios de la Deuda.

Gracias a esta situación de rezago cambiario el BCRA puede comprar dólares más baratos, que después se usan para el pago de la Deuda Externa del Estado.

El reciente proceso de devaluación del real brasileño habría sido uno de los detonantes que forzó al gobierno argentino a incrementar relativamente el ritmo de sus mini-devaluaciones pero la relación de cambio del peso sigue estando todavía muy por debajo de las necesidades económicas locales.

Por eso, la administración Kirchner se encuentra hoy ante el dilema de mantener un

Tipo de Cambio retrasado, o por lo menos oficialmente frenado, para posibilitar el pago de Deuda Externa o acelerar el ritmo

devaluatorio del Peso facilitando el aumento de nuestras exportaciones y la protección del mercado interno frente a las importaciones.

El balance de divisas.

La Política de Pago de Deuda Externa con Reservas del BCRA viene determinando no sólo un problema general de retraso cambiario sino también un desequilibrio en el stock de divisas del Banco para atender todas las transferencias al exterior.

El BCRA ha pasado a ser una suerte de abastecedor institucional de moneda extranjera para la Tesorería a los efectos que ésta pueda cubrir los servicios de la Deuda Externa Argentina.⁵

El Banco vive comprando dólares que por un lado ingresan a las Reservas y por otro salen prestados al Gobierno para atender pagos de la Deuda.

Es como usar la «alcancía» del Estado para privilegiar el pago de compromisos a Organismos Financieros Internacionales y, especialmente, Acreedores Privados externos a costa de reponer las divisas que se van gastando.

Como hemos visto más arriba, estas divisas se giran al Tesoro contra entrega de Letras Intransferibles a 10 años que tienen muy improbable cobrabilidad por parte del BCRA.

El Banco, entonces, está forzado a reponer los dólares que salen de sus reservas, dólares que hoy compra a un tipo de cambio comparativamente bajo debido a la oferta de exportadores que liquidan sus ventas y de capitales financieros que ingresan al país para lucrar con el diferencial de tasas de interés locales versus in-

⁵ El análisis de los Balances del BCRA demuestra que no existen verdaderas RLD. Al 30.4.12 las Reservas Internacionales eran de 47.800 MD pero si a ellas le restamos los Depósitos en Moneda Extranjera por 6.900 MD, la deuda por Lebac/Nobac por 25.300 y Otros Pasivos (la gran mayoría, préstamos de divisas de otros Bancos Centrales) por 4.500 MD, tendríamos que las Reservas Netas quedarían reducidas a 11.000 MD; sin contar el respaldo de la BM (50.500 MD).

Quien desee profundizar este tema del BCRA puede consultar los Informes mensuales del Dr. Carlos Ragonesi, de la Fundación Buenos Aires XXI, en el sitio Web <http://www.buenosaires-xxi.org/>

ternacionales, aprovechando la relativa estabilidad cambiaria y/o su previsibilidad devaluatoria.

Por otra parte, las operaciones internacionales en moneda extranjera obviamente no están prohibidas, de modo que las mismas continúan realizándose, aunque circunstancialmente no lo hacen en modo normal.

De hecho, el gobierno Kirchner, necesitado de divisas para atender los pagos de Deuda Externa de este año⁶ está apelando a todas las vías posibles para procurarse los dólares necesarios para pagar deuda: corralito cambiario (que afecta principalmente al mercado minorista, que no es relevante), trabas burocráticas a las importaciones, freno transitorio al giro de Utilidades/Dividendos, etc.

Tales medidas tienen por objeto asegurar la disponibilidad de una importante suma de divisas necesaria por parte del Gobierno para atender los pagos de Deuda Externa y, a la vez, contener la suba del dólar para que no se dispare el tipo de cambio financiero «oficial», que es el que se toma como moneda de cuenta.

El desdoblamiento fáctico del Mercado Cambiario, con una brecha que se amplió en los últimos días a un 25-30 % y más entre Tipo de Cambio Oficial y Paralelo, pudiera ser transitorio o tender a nivelarse en la medida que los sectores financiero-bancarios entiendan que una fuerte devaluación – más allá de las operaciones especulativas de coyuntura – no convendría al negocio más importante y permanente del arbitraje entre Tipo de Cambio y Tasas de Interés.

⁶ Se estima que el Gobierno necesita por lo menos unos 8 a 9.000 MD para cubrir los compromisos faltantes en moneda extranjera este año, correspondiendo los principales vencimientos al Boden 2012 – por unos 2.500 MD – en Agosto y entre 3.000 y 6.000 MD a fin de año por Cupones vinculados al PBI.

Javier Llorens, de Córdoba, precisa que el monto de estas Unidades Ligadas al Producto (ULPBI) que vencen en Diciembre próximo, sumando el 5 % que se paga a los tenedores de bonos y el 5 % comprometido de recompras, llegaría a unos 10.300 MD.

Pero ello corresponde ya al plano de suposiciones que exceden las posibilidades de este análisis.⁷

Lo único que puede decirse en firme a este respecto es que, en el actual contexto monetario, cambiario y financiero – merced a la política oficial del gobierno Kirchner - no es casual que los Bancos sigan siendo el Sector con mayor rentabilidad de la Economía.

Reservas y deuda externa.

Hemos visto que los fuertes pagos de servicios derivados del Perfil de Vencimientos de Capital e Intereses de la Deuda Pública en general, y de la Deuda Externa en particular, explican las medidas de emergencia financiera que está adoptando la administración Kirchner para demostrar su «vocación pagadora».

De hecho, éste es el Gobierno Argentino que más pagos ha venido efectuando sobre la Deuda del Estado y uno de los que está usando más recursos extraordinarios para mantener el cumplimiento de sus compromisos externos, independientemente de todos los altibajos de relación con los acreedores (caso Holdouts, Club de París, CIADI y otros).

Pero, por sobre todas las cosas, es quizás el Gobierno que más lapidariamente ha dado por concluida toda investigación y/o revisión de la Ilegitimidad de la Deuda Pública que se viene arrastrando desde la época del Proceso Militar y a través de todos los gobiernos democráticos sucesores (excepto la efímera presidencia del Dr. Rodríguez Saá).

La presidenta Cristina Kirchner fue contundente en su discurso del 4.3.10 y conexos acerca de la aceptación del sistema de la Deuda, de su no cuestionamiento y de su voluntad de cumplir al ultranza con los compromisos derivados de la misma.

⁷ Entre las distintas explicaciones concretas, en lo inmediato, uno de los disparadores ciertos del actual problema cambiario argentino – como se viene observando y como ya ha sido dicho en este trabajo – sería la devaluación en curso del Real brasileño así como, en menor medida, la revaluación del Dólar contra el Euro.

El problema es que los pagos que se vienen efectuando y los vencimientos crecientes de servicios de esta Deuda están comprometiendo seriamente su gestión de Gobierno y el manejo consecuente de las Finanzas Públicas.

Y el empeñamiento en mantener esta posición no soluciona la Crisis de Deuda.

Hoy los tres ejes principales de la política de la administración Kirchner parecen ser:

1. El uso de la Deuda Intra-Estado como forma de traspaso o rescate de pasivos con terceros a costa de «empapelar» al propio Estado con títulos sin capacidad de repago.

2. La utilización de Reservas Internacionales del BCRA – a través del denominado Fondo Argentino de Desendeudamiento – para el pago a Organismos Financieros Internacionales y Acreedores Privados.

3. El re-armado de una estrategia de vuelta a los Mercados Internacionales de Capitales – después del fracaso del Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 – a los fines de volver a endeudarse.

Serían, en el fondo, los lineamientos vigentes y previsibles de una política económico-financiera que viene poniendo todas sus herramientas posibles de gobierno en función del sistema de la Deuda Pública.-

Otros trabajos recientes del autor:

YPF: Intervención sin Expropiación (24.4.12).

YPF: Utilidad Pública, Deuda o Salvataje? (23.4.12).

Deuda, Convertibilidad y Banco Central (31.3.12).

Pago de Deuda Externa con reservas del BCRA (21.3.12).

Los pagos de la Deuda Pública Argentina (6.2.12).

Deuda Pública y Déficit Fiscal 2011 (30.1.12).

La Deuda Pública y el Presupuesto 2012 que aprobó el Congreso (26.12.11).

Deuda Pública y Discurso Presidencial (12.12.11).

Deuda Pública y Elecciones 2011 (7.10.11).

Deuda Pública y Presupuesto 2012 (22.9.11).

La Deuda Pública no Registrada (31.7.11).

El aumento de la Deuda Pública 2011 (4.7.11).

Las vulnerabilidades del Banco Central (11.6.11).

El lavado de la Deuda Pública (7.6.11).

Un debilitamiento del Banco Central? (11.5.2011).

Capítulo 26

Deuda pública y tipo de cambio.¹ (10.6.2012)

Para tratar de entender lo que está pasando actualmente en la Argentina hay que considerar tres hechos que están relacionados entre sí:

1. Que nuestro país se encuentra nuevamente frente a una Crisis de Deuda Pública por riesgo cierto de cesación de pagos (default) dada la fuerte concentración de vencimientos de Capital, Intereses y Cupones vinculados al PBI.

2. Que las disponibilidades de Reservas Internacionales del Banco Central (BCRA) son insuficientes para atender tales compromisos – Deuda Externa Pública y Privada – junto con los demás rubros financieros de la Balanza de Pagos.

3. Que como resultado de los dos puntos anteriores el gobierno Kirchner ha ido modificando la Política de Tipo de Cambio Alto o «Competitivo» que se venía practicando desde la mega-devaluación del 2002 y fue pasando gradualmente a un nuevo esquema de retraso cambiario para poder cumplir con el pago de la mayoría de los compromisos por obligaciones no refinanciables en forma directa.

¹ A los efectos de comprender debidamente el presente trabajo y no repetir lo ya expresado es necesaria la lectura de otro precedente, que le sirve de base y que se adjunta: CRISIS DE DEUDA Y EMERGENCIA FINANCIERA (del 25.5.12).

Allí se agrega sólo una breve Fe de Errata sobre dicho escrito.

En la hoja 3 del artículo de referencia se deslizó un error de forma dentro de la redacción, cuya corrección no fue oportunamente incorporada al texto:

En el acápite DEUDA Y BCRA, donde dice «Una tercera vía de acción monetaria, que se deriva de la anterior...» debe decir «Una variante de la segunda vía de acción en materia monetaria...».

El archivo que ahora se adjunta de nuevo ya tiene corregido el párrafo pertinente.

En este contexto, la gravedad creciente del problema de los servicios de la Deuda, las limitaciones del recurso a la Deuda Intra-Estado y la devaluación del Real Brasileño habrían precipitado la necesidad de recurrir a las medidas extraordinarias de emergencia monetaria, cambiaria y financiera que estamos viendo.

Inflacion con retraso cambiario.

Como es público y notorio, el Tipo de Cambio ha ido perdiendo competitividad en la Argentina por efecto de la Inflación Interna.

Consecuentemente, el Peso se ha venido apreciando en forma paulatina, con sus clásicos efectos negativos en materia Comercial (desventaja para las Exportaciones y abaratamiento de las Importaciones) y también Económica (aumento de los costos internos medidos en dólares).

El problema de Inflación con Apreciación Cambiaria es un fenómeno reciente y complicado para Iberoamérica en general pero particularmente grave para nuestro país.²

Con un ritmo de Devaluación del Peso de un 10 %, que es menos de la mitad de la Inflación interna (20-25 %), la moneda argentina soporta inevitablemente un proceso de apreciación que afecta tanto al Sector Externo como a la Economía Doméstica Nacional.

Pero este hecho, que es negativo en términos de la Economía Real, por el contrario - como regla general - es positivo y buscado en función de la Economía Financiera; porque a la Economía Física y Productiva le conviene un Tipo de Cambio Alto (Dólar caro) mientras que al Capital Financiero le conviene un Tipo de Cambio Bajo (Dólar barato).

Esta cuestión tiene una directa, determinante y crucial importancia en materia de Deuda Externa para la administración Kirchner porque si el gobierno cediera a una devaluación significativa que

¹ El economista chileno Esteban Pérez Caldentey, de la CEPAL, ha estudiado especialmente este tema en la Región y expuesto acerca del mismo en las Jornadas Monetarias y bancarias del BCRA del 2011.

corrija el desfase entre Tipo de Cambio Nominal y Real (que es la Tasa de Cambio Nominal menos la Inflación Interna) el país entraría en Default.

Por ende, el atraso cambiario – producto de un ritmo de devaluación del peso menor al aumento de los precios internos – constituye hoy el problema clave de la Política Monetaria y Cambiaria de la administración Kirchner.

Tipo de cambio y tasa de interés.

El ABC del negocio financiero internacional que se da con la volatilidad de los flujos de capitales reside en las extraordinarias ganancias derivadas del arbitraje entre Tipos de Cambio y Tasas de Interés.

El Capital Financiero o Especulativo lucra esencialmente con la migración temporaria desde los grandes centros de acumulación financiera mundial hacia los llamados Mercados Emergentes para ganar allí con el diferencial entre Tasas de Interés Locales e Internacionales al amparo de Tipos de Cambio estables, unido a la garantía del libre movimiento de entrada y salida de fondos.

Para ello se requiere – como en el caso argentino – que las autoridades nacionales garanticen un tipo de cambio semi-fijo o estable a los capitales externos, con un ritmo o «tablita» devaluatoria previsible, y reglas de administración local que mantengan un piso elevado de las tasas de interés domésticas expresadas en dólares.

Este esquema se logra a través del mecanismo de Deuda Pública Perpetua, que consiste en sostener niveles de obligaciones impagables que fuerzan la constante refinanciación de las mismas, lo que garantiza la permanencia de las condiciones de base del Sistema.

Y esto se provoca por dos vías concurrentes:

a) Los Países Deudores – como la Argentina, que tiene más del 63 % de su Deuda Pública en Moneda Extranjera – tienden a retra-

sar el Tipo de Cambio para atender los servicios crecientes del endeudamiento, con lo que se cumple la primera condición: Tipo de Cambio bajo.

b) A su vez, las altas Tasas de Interés que paga el Estado fijan el «piso» de las tasas del Mercado, determinando que el nivel de rentabilidad del Capital Financiero aumenta, con lo que se cumple la segunda condición: diferencial positivo de las Tasas locales frente a las internacionales.

Por eso, es engañoso hablar de Tasas de Interés locales «negativas» – comparándolas contra la Inflación interna – porque esas mismas tasas son fuertemente «positivas» para el Capital Financiero que opera en moneda extranjera bajo este esquema de arbitraje.

El estímulo al negocio de los grandes capitales financieros es así la otra cara de la moneda del sistema de la Deuda, la parte normalmente oculta o no visible que acompaña los procesos de sistemático re-endeudamiento del Estado.

El circuito del atraso cambiario.

La existencia y sostenimiento de las dos precondiciones citadas allana el camino de las deudas externas - públicas y privadas - y paralelamente estimula el ingreso de Capitales Golondrina antes que Inversión Extranjera Directa (IED).

Es la lógica perversa que se verifica como una constante histórica o «regla clásica» en los períodos de grandes olas de endeudamiento público, tal como se dio en la Argentina durante el Proceso Militar bajo la gestión Martínez de Hoz, durante la convertibilidad menemista de la década del '90 y como se está dando también actualmente bajo la administración Kirchner.

El mayor rédito del arbitraje entre tipo de cambio atrasado y tasas de interés comparativamente elevadas provoca el ingreso de dólares. Esta entrada de dólares presiona a la baja las cotizaciones locales y entonces el Gobierno – a través del Banco Central (BCRA) – sale a comprar esos dólares para frenar una ulterior apreciación del peso.

Esta operatoria, a la vez, deviene necesaria y «conveniente» para las autoridades a los efectos de aumentar las reservas internacionales del país; reservas que se usan, en gran medida, para pagar Deuda Externa.

Pero como el gobierno no tiene el dinero necesario para comprar esos dólares que ingresan al país – provenientes ya sea de capitales financieros o de liquidación de exportaciones – lo emite, echando así fondos al mercado que presionan sobre el nivel de precios.

Tal presión inflacionaria, frente a un tipo de cambio reprimido, acentúa la apreciación del peso y potencia el problema de la mayor rentabilidad del sector especulativo-financiero.

De esta manera la Deuda, a través del tipo de cambio, se institucionaliza en la práctica como factor de Inflación Estructural, ya que termina incidiendo en la emisión de moneda para soportar – directa o indirectamente – el pago de los servicios de dicha Deuda.

Deuda e inflación.

El dinero emitido para comprar dólares en su gran mayoría el BCRA lo rescata o «esteriliza» colocando en el mercado letras y notas (Lebac/Nobac) por las que paga una tasa de interés promedio del orden del 13 %.

El saldo de estas Lebac/Nobac al 31.5.12 es de 118.600 M\$ - equivalentes a unos 26.500 MD – y se trata (o por lo menos, se trataba hasta ahora) de una masa de dinero rápidamente convertible en dólares, lo que afecta el stock de Reservas Netas (que hoy estarían en el orden de los 10.000 MD).

Las tasas de retribución de estas letras, exigidas por el «oligopolio» de bancos operadores en este mercado específico de obligaciones del BCRA, sirven para fijar en la práctica el «piso» de las tasas de interés del mercado.

Esto quiere decir que los dólares que se compran para acumular reservas (reservas que luego se prestan al Tesoro para pagar Deuda

Externa) se traducen en presión inflacionaria interna y en aumento de la Deuda cuasi-fiscal del BCRA por Lebac/Nobac.

La inflación carcome el tipo de cambio nominal u «oficial» y produce así un abaratamiento del tipo de cambio real, que se refleja en la elevación del dólar paralelo.

El paralelo o mercado informal no requiere, en principio, divisas que salgan directamente del Banco Central pero repercute en la inflación porque este tipo de cambio es el que se toma como referencia para el ajuste de los precios internos.

La necesidad de sostener este retraso cambiario para atender los servicios de la Deuda Externa termina así acentuando el proceso inflacionario argentino.

En realidad, existen tres momentos o estadios dentro de este proceso de endeudamiento donde se producen efectos sobre la Inflación:

1. Al emitir dinero sin respaldo previo para comprar dólares, lo que incrementa la Base Monetaria.

2. Al obligar el pago de intereses por las Lebac/Nobac, cuyo costo financiero sirve de base a las tasas generales del mercado y también se traslada de este modo al sistema de precios a lo largo de toda la cadena de producción y comercialización de bienes y servicios.

3. Al generar un problema de atraso cambiario, lo que da lugar a un mercado paralelo que se toma como referencia y se transmite entonces igualmente al sistema de precios.

La actual coyuntura está poniendo así en descubierto una nueva variante en las relaciones entre causas y efectos del proceso inflacionario: hasta hoy se asociaba solamente a la Devaluación como factor causal de Inflación – lo que obviamente sigue siendo cierto – pero ahora se agrega también que la Apreciación o revaluación fáctica de la moneda local, como consecuencia del aumento de precios internos, también puede serlo, retroalimentando la Inflación.

Y esta variante es un subproducto directo del Sistema de la Deuda, donde pesa particularmente el problema del costo financiero sobre la Economía, conforme lo señalado en el punto 2.

Porque la «espiralización» o recurrencia de la inflación proveniente de los costos generales empresarios - y de los laborales en particular - es sólo una faceta del problema de fondo de costos que presionan sobre el nivel de precios, dado que también pesan el costo tributario (que se incrementa para atender el peso de los servicios de la Deuda Pública) y, muy especialmente, el costo financiero, que es el que produce efectos más gravosos e inmediatos en las reglas y en el comportamiento del mercado.

El nuevo rol del BCRA.

La Política de Acumulación de Reservas, que otrora respaldaba el valor de la Base Monetaria, hoy a quedado fundamentalmente orientada a la tarea de disponer las divisas necesarias para los pagos externos en general y los servicios de la Deuda en particular.

Las recientes modificaciones de las leyes de Convertibilidad (23.928) y Carta Orgánica del BCRA (24.144) por medio de la Ley 26.739 implican un salto institucional cualitativo en el papel que el Banco Central pasa a tener en el sostenimiento del sistema de la Deuda Pública; y de ello se derivan serios efectos inflacionarios internos:

a) El BCRA está autorizado ahora a duplicar los Adelantos Transitorios al Tesoro – que son fondos que se utilizan para el pago de servicios de la Deuda en pesos y Gasto Público en general – pero estos importes se integran con emisión monetaria que presiona sobre el nivel de los precios.

b) El BCRA queda igualmente autorizado para prestar Reservas Internacionales al gobierno para que éste pague servicios de la Deuda Externa sin topes o límites precisos, ya que ahora puede hacerlo bajo un mecanismo desconocido de nuevas Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) - cuya metodología de determinación y monto no se han informado todavía - de modo que el Banco dispone así de una suerte de «cheque en blanco» para prestarle divisas al Tesoro (sumas éstas que el Estado no tiene capacidad de pago demostrada para devolverle). Como la reposición de las re-

servas prestadas obliga nuevas compras de divisas por parte del BCRA y estas compras se hacen con emisión de pesos, la presión inflacionaria por incremento de la Base Monetaria se renueva en forma continúa.

c) La existencia de una masa creciente de Títulos Públicos en cartera por este concepto sin garantía cierta de reembolso – Letras de Tesorería Intransferibles a 10 años de plazo, que se dan a cambio de las Reservas – baja la calidad de los activos del BCRA y genera utilidades contables de tipo ficticio, que son versadas al Ejecutivo. Tales utilidades – que sirven para sostener un Superávit Fiscal Primario (no Financiero, cuyo resultado es negativo, puesto que hay Déficit Fiscal) – suponen una fuente muy discutible de ingresos extraordinarios para el Fisco y conllevan simultáneamente un riesgo cierto de descapitalización del Banco.

En relación con este último punto cabe observar que el giro de utilidades de este tipo - fuertemente determinadas por el cómputo a valor nominal de los bonos públicos en manos del BCRA (lo mismo que en el caso de la ANSES) – implicaría en la práctica una forma de desfinanciación o «vaciamiento» por distribución excesiva de dividendos que, paradójicamente, es el mismo cargo que el gobierno Kirchner imputa a Repsol en YPF.

Todo esto supone que en el caso del BCRA – como en el de todos los organismos oficiales involucrados en el mecanismo de Deuda Intra-Estado (empezando por la ANSES) – el Sector Público se está «empapelando» con «montañas de Deuda» impagables que temprano o tarde tendrá que absorber, con el desfinanciamiento y/o descapitalización consiguiente.

El gobierno Kirchner ha puesto en marcha y sostiene así un procedimiento tan osado como riesgoso en materia de endeudamiento que supone la conjunción de tres factores: atraso del tipo de cambio, altas tasas de interés e inflación.

Los tres están generados, producidos y/o derivados del problema de la Deuda Pública.

Agotado el «modelo» de superávits gemelos – fiscal y externo – el Fisco se mueve hoy frente al doble problema de Déficit Fiscal y

saldo negativo de la Balanza de Pagos. Y en ambos casos el factor determinante o causal es la Deuda.

A los fines de paliar la convivencia con el problema – en lugar de confrontar el esquema - las autoridades buscan cumplir a rajatabla sus compromisos de deuda frente a una nueva y grave concentración del perfil de vencimientos, acentuado más aún por el crecimiento exponencial de los cupones ligados al PBI.

Sin contar en forma cierta con Reservas de Libre Disponibilidad y aplicando todos los medios a mano para sostener la Deuda y el Gasto Público con emisión monetaria, la presión inflacionaria sigue poniendo al gobierno en el dilema de no poder contener la Inflación pese al retraso cambiario, que suponía la idea de usar el tipo de cambio bajo como «ancla» del aumento de los precios internos.

Es que el retraso cambiario, utilizado con la finalidad principal de atender los servicios de la deuda, se revela cada vez más incompatible con su empleo como instrumento de freno inflacionario porque justamente la atención de los servicios de la Deuda Pública – Interna y Externa – actúa como disparador y alimentador del proceso inflacionario: en forma directa, a través de los Adelantos del BCRA al Tesoro, y en forma indirecta, a través del mecanismo de emisión de dinero para compra de reservas y su posterior esterilización, también por el BCRA.

El tipo de cambio retrasado, que constituye así un instrumento para sostener el mecanismo de re-endeudamiento evitando el blanqueo de un nuevo default argentino es entonces, a la vez, el factor clave que retroalimenta dicho retraso y desequilibra la política monetaria provocando más inflación.

En síntesis – conforme todo lo visto hasta aquí - la secuencia se presenta, en principio, como un hecho difícilmente reversible: 1. El Gobierno necesita mantener un tipo de cambio relativo bajo para atender los servicios de la Deuda Externa y regresar al Mercado Internacional de Capitales para volver a endeudarse, 2. El BCRA emite pesos para acumular reservas que se usan para el pago de los vencimientos y para demostrar garantía de repagos básicos en el futuro, pero estos pesos emitidos presionan sobre los precios, 3.

Los dólares de las Reservas que se prestan a la Tesorería – para el pago de Deuda – dejan en contraprestación títulos de bajo o nulo valor en cartera del BCRA y lo obligan a reponer las reservas prestadas, para lo cual se emiten más pesos, 4. La gran mayoría del dinero emitido para la compra de dólares se esteriliza por Lebac/Nobac con alto costo financiero para el BCRA y con aumento del piso de las tasas de interés del Mercado, lo que también incide sobre la inflación de precios, 5. Las emisiones de moneda para compra de divisas y el aumento de las tasas de interés para esterilizarlas presionan conjuntamente sobre la Inflación.

Así es como, en definitiva, el retraso cambiario – argumentado como «ancla» anti-inflacionaria – termina en la práctica retroalimentando la inflación.

Comentario final.

Las recientes medidas restrictivas en el mercado cambiario minorista no modifican este problema básico de Inflación con Retraso Cambiario y constituyen incluso, en cierta medida, un distractivo del problema de fondo, que no está en las sumas no relevantes que se lleve el «chiquitaje» de la plaza sino en las grandes sumas de divisas que el país tiene que erogar por los macro-conceptos de importaciones, servicios comerciales, pago de intereses, transferencia de utilidades al exterior y salida de divisas por operaciones financieras en general que afectan la Balanza de Pagos, sumas éstas que tienden a incrementarse por las condiciones que crea precisamente la existencia del atraso cambiario.

Las actuales políticas de emisión monetaria, controles cambiarios y operatorias financieras, tanto del BCRA como de otros organismos del Estado – principalmente la AFIP – están puestas hoy en función de las necesidades del sistema de la Deuda del Estado.

Y la clave de la respuesta gubernamental inmediata o de muy corto plazo está así en el uso del retraso cambiario como herramienta para sostener el cumplimiento de los servicios de esta deuda.

Pero el procedimiento utilizado para ello – como hemos visto – genera inflación y retroalimenta el atraso del tipo de cambio, con lo que el círculo vicioso vuelve a empezar y el clima de negocios por arbitraje mejora para el Capital Financiero, ya que el tipo de cambio bajo atrae nuevos fondos especulativos.

De esta manera, el tipo de cambio no se eleva, las tasas de interés se mantienen altas y la inflación sigue en aumento.

Por eso, el Talón de Aquiles del llamado Modelo K reside hoy, en última instancia, no en la Tesorería de la Nación sino en el Banco Central.

Porque en este contexto, la misión básica del BCRA parece haber mutado: antes era «preservar el valor de la moneda» pero hoy parece ser «preservar el pago de la Deuda Pública».-

Capítulo 27

Problemática de la deuda pública hoy (12.6.2012)

Síntesis de la exposición del Licenciado Giuliano – de fecha 30.5.2012 – en la Fundación Rucci, de la CGT.

La Deuda Pública es un condicionante total de las Finanzas del Estado y de la Política Económica en general.

La Deuda no es un hecho aislado: la Deuda es un Sistema; y la lógica que rige el Sistema de la Deuda es la Usura, cuyo sentido final es que el Deudor – persona, empresa, Estado – nunca deje de ser Deudor.

Por eso las deudas se contraen por montos y condiciones impagables, de modo que nunca se puedan cancelar y que el deudor viva en la necesidad de un refinanciamiento permanente de sus compromisos a medida que van venciendo.

Tal es la Trampa del sistema de la Deuda Pública, que consiste en que las obligaciones, contraídas originalmente en forma ilegítima y sin capacidad de repago, tengan que ser inexorablemente renovadas y aumentadas transformándolas así en un esquema de Deuda Perpetua.

Cuadro de situación.

El stock de la Deuda Pública Argentina al 30.9.11 – última información oficial – es de unos 187.000 Millones de Dólares (MD).

Este monto es sumamente incompleto: falta computar cerca de 60.000 MD más por concepto de Intereses que se Capitalizan por Anatocismo, Ajuste por Inflación de la Deuda en Pesos indexada por CER y Cupones ligados al PBI.

Y esta Deuda – que llegaría así a unos 250.000 MD reales – es sólo la deuda en cabeza del Estado Central: falta la Deuda de Provincias y Municipios, del Banco Central (BCRA), de las Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios; así como también toda la Deuda Contingente por Juicios contra el Estado (fundamentalmente ANSES y CIADI).

Este año – según Presupuesto 2012 – le caen al Gobierno Nacional vencimientos de Capital por 40.000 MD y está previsto tomar nueva Deuda por casi 52.000 MD (51.800).

Esto significa que la totalidad de la deuda que vence se refinancia – ya que no se puede pagar – y además se toma nueva Deuda (por 11.700 MD).

Por ende, no es cierto que la Argentina se esté des-endeudando: la Deuda Pública viene aumentando a un ritmo de 10.000 MD o más por año.

Lo que sí se pagan son los Intereses – aunque no completamente, porque una parte se capitaliza – que son parte del Gasto Corriente y representan este año 10.200 MD: unos 28 MD por día; 1.2 MD por hora que pasa de nuestra vida.

Con una relación 4:1 entre vencimientos de Capital y Pago de Intereses (40.000/10.200 MD); y con una falta de capacidad de pago estructural, el actual gobierno – como todos los que lo precedieron desde el Proceso Militar a nuestros días – vive dentro de una trampa de Deuda Perpetua.

Estado de las negociaciones en curso.

La Argentina afronta hoy una nueva Crisis de Deuda: existe crisis cuando el deudor no puede pagar y necesita entonces apelar a medidas monetarias, cambiarias y financieras extraordinarias para seguir pagando sin caer en cesación de pagos (default).

El Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005 ha fracasado: lo que se presentó ante la Opinión Pública como una «exitosa» reestruc-

turación de Deuda se ha desnudado como una etapa más de la trampa de endeudamiento perpetuo.

Para poder cumplir con los vencimientos de Capital e Intereses el gobierno está apelando a la Deuda Intra-Estado: la Tesorería toma «prestado» fondos de otros organismos del Sector Público, aunque no tiene capacidad financiera para devolver tales fondos.

Esto hace que el Estado se está «empapelando» de títulos públicos que coloca la Tesorería para sacar pesos y divisas disponibles de los otros entes públicos para pagar a los acreedores privados – internos y externos – y a los Organismos Financieros Internacionales (Banco Mundial, BID y CAF).

La mayor parte de esos fondos sale de la ANSES – que administra el dinero de los Jubilados – y del BCRA – que acumula reservas para respaldar la Base Monetaria pero ahora ha mutado su rol para prestarle tales reservas al Tesoro para pagar Deuda Externa, con la consiguiente descapitalización del Banco.

Actualmente el gobierno se jacta de tener casi la mitad de su Deuda en manos de agencias del propio Sector Público, pero ello – más allá de la circunstancial ventaja de negociación entre funcionarios que cumplen todos órdenes del Poder Ejecutivo – implica un desfinanciamiento del Estado.

Proyecciones y alternativas.

La Deuda Pública constituye una verdadera Hipótesis de Conflicto: un conflicto entre Deuda y Crecimiento Económico.

El día que exista un gobierno en la Argentina que verdaderamente quiera confrontar y no seguir conviviendo con el problema de la Deuda, tendría que hacer tres cosas:

1. Plantear e investigar la Ilegitimidad de la mayor parte de la Deuda Pública, sobre la cual existen cuatro causas judiciales en nuestro país.

2. Reestructurar los pagos de la deuda que se determine como Legítima en línea con el Crecimiento de la Economía Interna y en

función de la real capacidad de pago del país, es decir, de su verdadera Solvencia.

3. Denunciar y castigar a todos los funcionarios superiores responsables del Endeudamiento Público Argentino – desde el Proceso Militar hasta la fecha – que han sido culpables y/o responsables de dicho endeudamiento; extendiendo dicho planteo a la corresponsabilidad de Acreedores Privados, Organismos Financieros Internacionales (empezando por el FMI), Bancos Colocadores, Agencias Calificadoras de Riesgo y Países Acreedores.

Sólo un replanteo de este tipo en los términos de negociación de la Deuda Pública Argentina puede ser el camino de salida de la Trampa de Deuda Perpetua frente a la servidumbre del Endeudamiento como Instrumento de Dominio.

Pero esto choca con la complicidad de la Clase Política – y la Clase Dirigente en general – que soslaya el problema insoluble de la Deuda Pública pese a que la Deuda pone en juego la Gobernabilidad del Estado.-

Anexos

Anexo 1

Usura y doctrina social católica (DSI) (26.12.2012)

El objeto de este trabajo es definir un replanteo de la cuestión de la Usura a la luz de la Doctrina Social de la Iglesia (DSI), es decir, explicar las razones de por qué el tema de la usura sigue siendo un problema en la actualidad en términos de lógica financiera y principios de base ético-religiosa.

Se trata de un primer intento de ordenar las ideas de base al respecto habida cuenta que los asuntos económico-financieros concretos no han sido normalmente tratados en forma específica por la DSI sino analizados con un ambiguo margen de generalidad y también de permisividad o tolerancia frente a los graves problemas de nuestra época.

Consciente de la amplitud y profundidad del tema de referencia, lo que sigue es sólo un desarrollo inicial en esta materia, que aspira ser continuado luego desagregando cada una de las distintas facetas de la relación entre Usura y DSI aquí enunciadas.

¿Qué es la usura?

La palabra usura proviene del latín *usus*, que identifica el beneficio o lucro por el contrato de mutuo o préstamo.¹

¹ Mutuo, en Derecho, es el contrato real en que se da dinero u otra cosa fungible (cosa que se gasta o consume con el uso), de suerte que quien la recibe se obliga a restituir la misma cantidad de igual género a futuro.

Préstamo, en cambio, que es también la acción y efecto de prestar (entregar algo para que sea devuelto) se refiere más específicamente al dinero que se pide para devolverlo con un interés. Es el contrato mediante el cual una persona se obliga a devolver el dinero prestado.

Queda claro así que el término préstamo sería más acotado o específico que mutuo, referido aquí al mutuo de dinero.

En ambos casos, las acepciones han sido tomadas de la Real Academia Española (RAE).

Los abusos ínsitos² de la usura - universalmente condenados desde que se tiene memoria histórica – han llevado con el tiempo a que el término usura sea progresivamente reemplazado por el de interés, dejando reservado usura sólo a la tasa de interés excesiva. Pero ello no es estrictamente correcto porque los dos términos significan una misma cosa, si bien con una importante diferencia semántica.

La palabra interés también proviene del latín: de *interest* o *interesse*, que a su vez deriva de *intersum-esse*, que significa «estar entre» o «hay diferencia entre» (en su forma impersonal).

El interés identifica así la diferencia que existe entre la cosa o dinero prestado y lo efectivamente devuelto, es decir, el incremento o diferencial producido por el mutuo.

De este modo, el concepto de lucro por el capital prestado sigue siendo la usura, mientras que la palabra interés toca sólo al mecanismo de operación o forma de cálculo de la usura.

Dicho con otras palabras: el interés corresponde a una categoría conceptual inferior a la usura, que es el concepto de base, ya que ese interés, como decimos, sólo identifica la forma de instrumentación o proceso operativo de la usura.

El interés es entonces el quantum de usura que se paga por el mutuo o préstamo.

Por este motivo, no corresponde hablar de interés sino de usura; y hay usura toda vez que se presta obteniendo una ganancia o interés a cambio del mutuo.

O sea que: conceptualmente TODO INTERÉS ES USURA.³

² Ínsito significa propio o connatural a algo y como nacido de ello. En este sentido, es sinónimo de ingénito (no engendrado) pero lo es también de congénito: que se engendra juntamente con algo (RAE).

Asumiendo esta segunda acepción, la usura deviene una patología o enfermedad propia del mutuo al ser remunerado.

³ Relegar hoy el uso de la palabra usura sólo al abuso o exceso de la tasa de interés cobrada al deudor y/o sus condicionamientos abusivos es una suerte de reduccionismo «piadoso» o engañoso de la idea-madre, que es la esencia del préstamo de dinero.

Cabe anotar que en la Antigua Roma el mutuo era originalmente gratuito y sólo después se le incorporó la posibilidad del pago de intereses, lo que a su vez dio lugar a que se fijasen tasas máximas para proteger a los prestatarios.

Encuadramiento del tema.

Habiendo identificado la naturaleza y alcance del término y concepto de usura, cabe ahora determinar su ubicación o encuadramiento dentro de la DSI.

Simplificando la enseñanza básica de la Iglesia en materia económico-financiera podemos decir que la misma está centrada en tres grandes temas, que se resumen después en los tres grandes principios morales positivos que conforman la tríada cristiana: 1. El Precio Justo, 2. El Salario Digno, y 3. La condena de la Usura.

- El Precio Justo resume la idea de las relaciones de Mercado, es decir, el mecanismo de determinación de los precios de bienes y servicios dentro de la Economía.

- El Salario Digno resume el sentido de las relaciones ligadas al Trabajo, mal llamado Mercado de Trabajo puesto que el salario no es una mercancía. Y

- La condena a la Usura, interpretada en sentido amplio, es la enseñanza de la Iglesia que trata de restringir las distorsiones sociales derivadas del Sistema Capitalista – tanto económicas como financieras – en función del principio cristiano del Bien Común y la Justicia Social.

De estos tres grandes capítulos de la DSI el último – en gran parte determinante de los otros dos - ha sido comparativamente el menos desarrollado o profundizado; con el agravante que hoy es el problema que requiere más urgente debate y definición en sus aspectos fácticos y también en el plano doctrinario.

En línea con este enfoque, el objetivo del presente trabajo es bosquejar una ponencia acerca del necesario replanteo concreto de la Doctrina de la Iglesia a la luz de los problemas financieros que vive el mundo de hoy.

La iglesia y la usura.

Históricamente la Iglesia Católica – desde la Iglesia Primitiva y los Padres de la Iglesia hasta nuestros días – ha condenado la Usu-

ra como contraria al principio evangélico de dar sin esperar nada a cambio (Lucas 6, 35 y Mateo 5, 42).

Esta postura, producto de toda una serie de pronunciamientos precedentes al respecto, quedó plasmada fundamentalmente en la Encíclica *Vix Pervenit* (1745), del Papa Benedicto XIV y todos los documentos conexos de la Iglesia emitidos hasta el presente.

En base a la *Vix Pervenit* la Iglesia adoptaba la posición más dura contra la Usura: la condena absoluta sobre toda devolución superior a lo prestado, de manera que no se condena la usura por una cuestión de grado – el nivel abusivo de la tasa de interés – sino por su naturaleza misma: por ser una ganancia sin trabajo, sin esfuerzo, y por contrariar el principio de Caridad o amor al prójimo.

Sin embargo, en la práctica la Iglesia ha sido muchas veces tolerante o permisiva frente a las maniobras usurarias – una suerte de «pecado de omisión» - pese a esta condena absoluta de la Usura; y ello se ha producido tanto de hecho como de «derecho» o doctrina.

En materia de doctrina la tolerancia de la usura fue plasmada al incorporar la teoría de los Títulos Extrínsecos⁴, aceptando criterios y/o razonamientos que, en rigor de verdad, debieran ser reexaminados.

La cuestión de los títulos extrínsecos – según sostiene la Iglesia - dice que el cobro de intereses es admisible no como ganancia sobre el capital prestado, esto es, por razones inherentes al préstamo de dinero en sí mismo, sino en función de causales externas

⁴ La palabra extrínseco significa externo o no esencial; y es lo contrario de intrínseco: íntimo o esencial (RAE).

Las fuentes de la enseñanza de la Iglesia en materia de títulos extrínsecos son numerosas.

Un breve trabajo didáctico del padre Miguel Ángel Fuentes, sacerdote del IVE, donde responde a la pregunta de si «¿Es pecado la usura? ¿Y cobrar interés?», incluye un buen resumen del tema.

Allí se sintetiza la doctrina tradicional de la Iglesia Católica condenatoria de la usura por ser contraria al principio evangélico del mutuo gratuito y se toca el alcance del concepto de títulos extrínsecos.

Puede verse en el sitio de Internet: <http://www.teologoresponde.com.ar/>

vinculadas al cumplimiento del contrato de mutuo y si la tasa de interés es baja.⁵

En primer lugar, hay que aclarar que no es lo mismo cobrar un derecho como interés sobre el capital o principal del préstamo que hacerlo como un rubro de gastos de tipo administrativo por la gestión de tal préstamo.

En la Edad Media Tardía – caso de las ciudades italianas – los Órdenes Mendicantes introdujeron muchas veces una tasa por este segundo concepto a los fines de sostener la estructura administrativa de los Montes de Piedad, pero la misma no correspondía a una renta de lucro sobre el capital prestado sino a la necesidad de sufragar los gastos institucionales de la entidad (si bien ello no estuvo tampoco exento de fuertes críticas y discusiones al respecto).

Más dejando de lado esta controversia puntual y volviendo al tema central, lo que la teoría de los títulos extrínsecos plantea es que el interés es aceptable no como ganancia sobre el capital del mutuo sino por los costos y/o riesgos de la operación de préstamo.

Las causales aceptadas de la usura.

La Doctrina de la Iglesia admite que el cobro de un interés razonable es legítimo básicamente por tres razones:

1. Por el Daño Emergente (*damnum emergens*) o compensación de la pérdida relativa que sufriría el acreedor en caso de no reembolso del préstamo o su retraso en efectuarlo (cosa que, además, da lugar a un pago adicional como *poena*-castigo, que sería el interés punitivo).

2. Por el Lucro Cesante (*lucrum cessans*) o pérdida que el acreedor sufre por renunciar a otro uso lucrativo del dinero prestado,

⁵ La idea normalmente aceptada de legitimidad de cobro si se trata de un interés prudencial y módico no sólo es muy relativa, ya que depende de la interpretación de circunstancias variables del mercado financiero y del estado de necesidad del deudor, sino que contraviene el fondo de la cuestión, que es la condena de la ganancia por concepto de Interés, independientemente del nivel de su tasa.

equivalente al moderno concepto de Coste de Oportunidad o utilización alternativa en otra inversión rentable.

3. Por la Incertidumbre inherente a la operación a la que el dinero prestado sea destinado (*ratio incertitudines*, a veces también denominada *periculum sortis*)⁶, es decir, por el riesgo del azar (cosa otrora muy frecuente en el caso de los negocios marítimos).

Tales son, con variaciones según los autores y documentos de referencia, las principales razones aducidas para fundamentar la legitimidad del interés en función de la teoría de los títulos extrínsecos aplicada a los contratos de mutuo o préstamo.

Sin embargo, existe una falencia o contradicción esencial entre la condena absoluta de la usura, como rechazo a la obtención de ganancia por el préstamo de dinero, y los atenuantes conceptuales de la teoría de los títulos extrínsecos, ya que las tres causales citadas son, en realidad, producto de una sola: el riesgo que conlleva toda operación comercial o negocio.

Siempre que se realiza una operación económico-financiera existe daño emergente en caso de incumplimiento de una de las partes (en este caso, del deudor), existe lucro cesante por coste de oportunidad y existe también el riesgo del azar en el resultado del negocio.

Por ende, las causales justificatorias de la usura – el préstamo con interés – en función de la teoría de los títulos extrínsecos no es propia del mutuo remunerado sino la aplicación al mismo de una regla de tipo general que parte de asimilarlo a una operación comercial más, sin distinción esencial con cualquier otra.

Dicho con otras palabras: que si se acepta la idea de títulos extrínsecos aplicada al mutuo para justificar la legitimidad de la usura o interés, se está aceptando que el préstamo de dinero entra dentro de las reglas generales de las operaciones comerciales, considerando así la validez de la concepción del dinero-mercancía.

Y entonces nos encontramos frente a un problema de categoría más grave.

⁶ La idea del *periculum sortis*, según Ulpiano, estaría vinculada al riesgo de insolvencia del deudor, pero ello estaría subsumido en el punto uno, de Daño Emergente.

La teoría del dinero-mercancía.

Reconocer que una operación de mutuo con usura es legítima por la teoría de los títulos extrínsecos – desde el punto de vista de la DSI – es aceptar la idea de dinero-mercancía, que supone la autonomía del valor del dinero y su consiguiente valor intrínseco. Pero esta idea es contraria a la concepción cristiana del dinero.⁷

La Iglesia – con la escolástica tomista a la cabeza – sigue la teoría de Aristóteles sobre la esterilidad del dinero y ésta niega su valor intrínseco.

Por lo tanto, negar por un lado la concepción del dinero-mercancía y aceptar por otro la idea de títulos extrínsecos que «objetivan» la materia del contrato de mutuo, que es el préstamo de dinero, constituiría una contradicción.

Si no se reconoce entidad al dinero no pueden aceptarse las remuneraciones que provengan de su utilización.

Si – según la teoría de los títulos extrínsecos – lo que se remunera no es el dinero en sí mismo sino los «riesgos» asociados al uso de ese dinero prestado, esto parece válido *prima facie* pero no lo es cuando se está aceptando la condición de dinero-mercancía como motivo legítimo de la operación contractual.

Dicho en otros términos: que los títulos extrínsecos sirven para convalidar la legitimidad del mutuo a interés como operación comercial pero no lo alcanzarían para legitimar el carácter de dinero-mercancía que es el objeto de esa operación.

Por lo tanto, decir que el préstamo con interés es válido porque tal remuneración pagada lo es por los riesgos del contrato de mutuo y no por la «cosa» prestada en sí misma (en este caso, lógicamente, el dinero) deviene una forma de eludir el problema central, que es la existencia de un pago por el préstamo de ese dinero considerado como dinero-mercancía.

⁷ Toda atribución de entidad o inmanencia en el valor del dinero – teoría del valor intrínseco – sería, en el fondo, una forma de hilozoísmo (*hilozoísmo* en la antigua grafía): doctrina condenada por la Iglesia según la cual la materia está animada o, aplicada a nuestro caso, según la cual la materia-dinero tendría propiedades autónomas o en sí misma.

Usura y dinero.

El préstamo de dinero no puede disociarse de la naturaleza del dinero, que es la «cosa» prestada.

¿Qué significa entonces el préstamo de dinero con usura?

En la práctica, significa que una persona – el Deudor – necesita dinero⁸ y otra – el Acreedor – se lo presta por un tiempo determinado contra pago de un interés.

¿Cuál es la naturaleza o el sentido por el que el prestamista lucra con una remuneración sobre ese mutuo?

Si el acreedor cobra interés por ese préstamo en sí sabemos que está alcanzado por la condena de la Iglesia contra la usura; y si lo cobra por la teoría de los títulos extrínsecos está alcanzado por la objeción a la idea de dinero-mercancía.

De una u otra forma, el mutuo remunerado queda así rechazado desde el punto de vista de la interpretación cristiana.

El error de base o «trampa de razonamiento» consistiría en que por un lado se establece la prohibición – desde ya teórica – del préstamo con interés, pero simultáneamente se la acepta fundándose en los riesgos de la operación (los «títulos extrínsecos»), con lo que se asume la concepción del dinero-mercancía.

La aplicación de la Teoría del Beneficio al mutuo monetario siempre fue repudiada por la doctrina católica: desde los textos evangélicos y los Padres de la Iglesia hasta la encíclica *Vix Pervenit* y los rechazos al Capitalismo económico-financiero en los documentos de la DSI de nuestro tiempo.

Pero la tolerancia frente a su práctica generalizada y la ausencia de condena frente a su uso central en la Economía Moderna han dado lugar a críticas por una suerte de hipocresía por omisión y

⁸ La palabra «necesita» se emplea aquí en su debida acepción: tener precisión o necesidad de algo (RAE); y está referida a necesidades reales y objetivables, en el sentido de cuantificables en sumas de dinero, cualquiera sea su destino.

La validez o justificación de esa necesidad monetaria obviamente está sujeta a la decisión libre del prestamista, que puede convalidar o no la necesidad aducida por el prestatario.

también por acción o doctrina (precisamente a raíz de la formulación de la teoría de los títulos extrínsecos).

Objeciones a las causales de la usura.

Después de esta obligada derivación a la naturaleza del dinero como requisito de la re-interpretación del mutuo monetario, volvemos brevemente al tema de las causales aceptadas por la Iglesia para tolerar la usura o préstamo a interés.

Las tres causales antes citadas, en principio, parecen objetivamente válidas pero cuando se las profundiza – aún soslayando la contra-argumentación central de los títulos extrínsecos - aparecen cuestionamientos objetivos adicionales desde el punto de vista del mutuo como contrato frente a la alternativa más consistente de las formas asociativas.

1. El Daño Emergente por riesgo de insolvencia del deudor no es un daño cierto y cuantificable a priori. Todo acreedor puede tener derecho a exigir un depósito de garantía y/o un cobro preventivo por el riesgo de no cumplimiento por parte del deudor; pero esto no lo habilita para cobrar un concepto de servicio en firme por un incumplimiento eventual. En todo caso, si ése fuera el objeto del interés cobrado – prevenir una posible pérdida - el importe pagado debiera ser devuelto o descontado cuando el prestatario cumple con su obligación en término y bajo las condiciones pactadas. No es legítimo que se perciba una ganancia por riesgo de insolvencia que luego no se produce.

2. El Lucro Cesante o Coste de Oportunidad es válido cuando el prestamista efectivamente distrae el capital prestado de otros usos rentables alternativos pero aquí lo que es ilegítimo es que la tasa de ganancia del acreedor sea independiente de la tasa de ganancia del deudor, dando así lugar a inequidades y/o especulaciones por cualquiera de las partes. No es legítimo que el tipo de rentabilidad del acreedor sea distinta de la del deudor ni que, peor aún, la tasa de ganancia del acreedor sea superior a la del deudor. Esto hace que hoy las tasas de interés del prestamista tienden a ser

fijas y superiores a las tasas de ganancia de las empresas o al rédito de las personas deudoras, con lo cual se produce en definitiva una transferencia de ingresos a favor del acreedor financiero.⁹ La solución al problema del préstamo con interés es su reemplazo por las formas asociativas de tipo comanditario, donde ambas partes de la empresa – aportantes de capital y de trabajo – compartan las utilidades del negocio en forma proporcional a las ganancias producidas.¹⁰

3. Por último, la Incertidumbre por el riesgo del azar está en parte subsumido en el punto 1), ya que forma parte del riesgo general de toda operación; pero además entra a formar parte de otra lógica (que no vamos a tocar aquí), que es la de los contratos de Seguro o Aseguramiento.

Tales son las principales observaciones y comentarios sobre las causales de reconocimiento de la usura o interés por parte de la Iglesia.

La vieja y la nueva usura.

Uno de los motivos que provoca confusión en el análisis del préstamo con interés es la forma en que, con el correr del tiempo, ha ido variando la operatoria de crédito generalizado no sólo para consumo o necesidad sino, sobre todo, para inversión.

La moderna DSI contempla, efectivamente, la existencia de dos clases de préstamo según el tipo de deudor y naturaleza del préstamo.

La condena contra la usura «tradicional» estuvo siempre ligada al problema del estado de necesidad del deudor, producto de la pobreza y/o de las deudas pre-existentes.

⁹ Normalmente se confunde el uso de los términos Tipo y Tasa de Interés, que se usan como sinónimos: Tipo significa la clase o naturaleza del rubro que devenga el rédito (por ejemplo, si se trata de un tipo de interés fijo o variable, si es simple o compuesto) mientras que Tasa se refiere al *quantum* o porcentaje de interés que se aplica.

¹⁰ La distribución de utilidades societarias en proporción a las ganancias reales de toda operación o negocio es la única forma legítima de equidad en el destino de los fondos producto de una actividad económica.

Caso contrario, la disociación entre renta del prestamista y renta del prestatario da lugar a todo tipo de combinaciones especulativas si no se asume una co-responsabilidad directa en las utilidades del giro de la empresa.

Si bien esta situación hoy en día se sigue dando en forma directa – producto de préstamos abusivos, sumas tomadas para cubrir quebrantos, problemas de salud o trabajo, etc. – la sociedad actual afronta formas nuevas de endeudamiento con carga de intereses y/o gastos de servicios financieros, como son los créditos para consumo, bienes durables, vivienda, etc.

En estos casos, las necesidades reales han sido sobrepasadas – en forma masiva – por las necesidades creadas o psicológicas provenientes de la influencia determinante de la Publicidad sobre el comportamiento económico.

Pero en ambas formas – necesidades financieras reales o creadas – el mecanismo del préstamo es esencialmente el mismo: el mutuo con interés.

Los bancos y las entidades financieras en general son las que manejan por esta vía la operatoria del mercado préstamos y lo hacen tomando como base la teoría del dinero-mercancía.¹¹

La usura se ha incorporado así en forma consustancial a todos los procesos económico-comerciales y los ha subordinado a su esquema y a su lógica: el reconocimiento universalmente aceptado de que el interés es parte «normal» de la vida económica y de que ese coste financiero para las empresas se traslade al sistema de precios (hecho sistemáticamente soslayado).

¹¹ Desde mediados del siglo XIX el crédito al consumo en las modernas sociedades contemporáneas fue revolucionado a través de las modalidades de ventas a plazos y luego por medio de las llamadas asociaciones de Ahorro y Préstamo, que alteran la lógica tradicional de las formas de pago aunque no eliminan la presencia clave del interés, ya sea bajo forma directa o bajo forma indirecta de servicios financieros.

Finanzas versus economía.

La gente común y también los medios profesionales confunden habitualmente Economía y Finanzas pese a se trata, en verdad, de dos cosas distintas por su naturaleza y por su lógica:

- Por su naturaleza, porque la Economía se refiere a la Economía Física o Real, mientras que la Finanza toca a los mecanismos de funcionamiento de la Economía a través del dinero, con lo que actualmente el capital financiero condiciona en forma total y absoluta la actividad económica.

- Por su lógica, debido a que ambas disciplinas manejan criterios diferentes: la lógica de la Economía es la lógica de la inversión, la producción y la comercialización de bienes y productos. La lógica de la Finanza es la lógica especulativa del arbitraje entre tipos de cambio y tasas de interés.

El hecho que normalmente no exista una clara diferenciación entre estos dos campos de análisis contribuye en mucho a la confusión de las prácticas y las ideas; siendo el mecanismo de conexión entre ambas realidades y disciplinas el préstamo a interés.

La Economía Moderna se mueve hoy en función del Capital¹², un capital entendido como dinero líquido que con el tiempo fue separándose y diferenciándose cada vez más – fáctica y conceptualmente - de la Economía Física o Real; y que con el progreso de las comunicaciones fue desplazándose a cualquier rincón del mundo, tomando una volatilidad o migración que le permite operar a «tasa instantánea»¹³ y que ha llegado a sus expresiones máximas de rentabilidad como inversiones financieras autónomas, es decir, independientes del giro de la Economía Real.

¹² Comúnmente se dice que el Capital es «trabajo acumulado», en el sentido que se presupone que el capital líquido – bajo forma de ahorro o excedente monetario – es producto de alguna forma de actividad laboral directa; pero los hechos muestran que en la práctica ello no es necesariamente así. Esta confusión proviene del error de pensar que el capital es producto del trabajo acumulado cuando, en realidad, lo es de la ganancia acumulada, que no es lo mismo.

¹³ El concepto de Tasa Instantánea se refiere aquí a la renta que produce la inversión financiera especulativa que migra permanentemente entre diferentes plazas bursátiles del mundo, operando incluso en contra-horarios de Bolsa, a tiempo diario completo.

Este nuevo fenómeno del Capital Financiero, que se consolida desde los inicios del siglo XX, fue previsto ya en la encíclica *Rerum Novarum* de León XIII (1891) y condenado explícitamente en la *Quadragesimo Anno* de Pío XI (1931); y también por los papas siguientes hasta la fecha, en forma clara y general, aunque a veces no taxativamente definida y profundizada.

Y el origen de esa insuficiencia se encuentra precisamente en el problema del tratamiento de la usura en relación al sistema económico, derivada fundamentalmente de la omisión de la relación directa y consustancial entre Usura y Capitalismo (tema éste en el que no vamos a entrar en esta oportunidad).

Usura y moral cristiana.

Resumiendo lo dicho hasta acá, podemos concluir que el problema clave para un replanteo de la usura hoy en el campo de la DSI reside en atacar tres falencias centrales:

1. Que no se reconoce la verdadera naturaleza y alcance del problema de la usura y se lo trata acotadamente como un problema de nivel de tasas de interés.
2. Que no se tiene en claro la diferencia esencial entre Economía y Finanzas para poder entender el contexto en el que se desarrolla la Usura como sistema, es decir, la usura como mecanismo de retro-alimentación y crecimiento permanente del Capital Financiero autónomo.
3. Que no se percibe que los procesos económico-financieros de la sociedad actual son enfocados equivocadamente como fenómenos impersonales – referidos a las cosas (el préstamo de dinero) o a las instituciones informes (como el Mercado) - cuando, en realidad, son producto de decisiones humanas tomadas desde las estructuras de poder plutocrático.¹⁴

¹⁴ La palabra Plutocracia – en griego, «gobierno de los ricos» (proveniente de «riqueza» y «fuerza») – corresponde a la preponderancia de los grandes grupos económico-financieros sobre los pueblos y los gobiernos. Se trata de una realidad que hoy se sobrepone al concepto de Estado-Nación.

Este último punto hace que los temas de la DSI se remitan muchas veces a conceptos genéricos e impersonales (como pobreza, distribución del ingreso, crecimiento, equidad social, deuda externa, etc.), a segmentos de actividad que no definen responsabilidades personales (como medio ambiente, recursos naturales, problemas regionales nacionales y mundiales, etc.) o bien a entelequias¹⁵ a las que no pueden aplicarse en forma concreta los principios básicos de la Moral Cristiana.

Porque no existe una ética de las cosas o de las instituciones sino una ética de los hombres y de los grupos: no existen entidades que se manejan como fuerzas impersonales o «deidades» sustitutivas de las decisiones humanas.

Y entonces se cae en el error de pedir, reclamar o desear – en función de la DSI - un nuevo sistema económico-financiero y social más justo orientado al Bien Común pero dirigiendo el mensaje a entidades que actúan en forma despersonalizada o anónima.

Porque no existe Mercado sino compradores y vendedores de bienes y servicios; no existe Trabajo sino patronos y asalariados; no existe Intercambio (Interno/Externo) sino acreedores y deudores; no existe Deuda Externa sino prestamistas y prestatarios; no existe Usura sino usureros y deudores insolventes.

La Moral Cristiana aplicada a la DSI en materia económico-financiera se dirige siempre a los hombres: a los hombres considerados individualmente y/o como miembros de las instituciones de que forman parte y donde se toman las decisiones que gravitan en las sociedades nacionales y en el mundo.

Para formular el mensaje de llegada de las enseñanzas de la Iglesia a estos medios debiera desplazarse fuertemente el eje de los planteos desde el ámbito de las cosas y las entidades al ámbito del comportamiento directo de los hombres.

¹⁵ La palabra Entelequia, no como expresión filosófica sino simple o vulgar, se emplea aquí para identificar las irrealidades - la cosa irreal - en el sentido de los grandes sustantivos genéricos e impersonales que no sirven para caracterizar debidamente la realidad y que, por el contrario, contribuyen a confundirla.

Y para ello es fundamental remover los enfoques equívocos y plantear los conceptos correctos para llegar a una definición clara de los principios cristianos de la DSI aplicables en materia económico-financiera, personalizando claramente las responsabilidades sociales y empezando para ello por el replanteo de la cuestión de la Usura.-

Anexo 2

Aspectos económico-financieros del documento del CELAM de Aparecida (27.4.2013)

El Papa Francisco ha recomendado la lectura y estudio del Documento conclusivo de la V Conferencia general del Consejo Episcopal Latinoamericano – CELAM – dado en Nuestra Señora Aparecida, San Pablo, Brasil, en Mayo de 2007.

El presente trabajo tiene por objeto identificar y resumir los principales aspectos específicamente económico-financieros planteados en dicho documento, que están contenidos en el capítulo 2.1.2: 2 - Mirada de los discípulos misioneros sobre la realidad, 2.1 - La realidad que nos interpela como discípulos y misioneros, y 2.1.2 - Situación socioeconómica.

Este trabajo abarca también la parte propositiva del capítulo 8.5: 8 - Reino de Dios y promoción de la dignidad humana y 8.5 – Globalización de la solidaridad y justicia internacional.

En esta línea la síntesis de las principales enseñanzas del documento del CELAM, punto por punto, son las siguientes:

(60) La Globalización, como fenómeno de relaciones a nivel planetario, tiene aspectos positivos y negativos:

- por un lado, favorece el acceso a nuevas tecnologías, mercados y finanzas; lo que se relaciona con el crecimiento de las economías regionales y su desarrollo urbano; pero
- por otro, conlleva el riesgo de los grandes monopolios y de convertir el lucro en valor supremo.

Por ello, el Papa Benedicto XVI planteaba que la globalización debe regirse por la ética y ponerse al servicio del hombre.

(61) El documento lamenta que de las diversas dimensiones de la globalización (económica, política, cultural, etc.) la faceta económica sea la más extendida, condicionando a las restantes.

Imputa a la globalización una dinámica absolutista de mercado que busca la eficacia y la productividad como principios reguladores de todas las relaciones humanas, lo que conduce a inequidades e injusticias porque se omite la importancia de los valores (la verdad, la justicia, la dignidad y los derechos de todos los hombres, aún de los que vivan al margen del mercado).

(62) Llevada por una tendencia que privilegia el lucro y estimula la competencia, la globalización sigue una tendencia a la concentración de poder y riquezas en manos de pocos.

Señala como un capítulo grave el problema del acceso a la información y al conocimiento, que lleva a las exclusiones por falta de capacitación, a las desigualdades y a la pobreza.

(63) Advierte sobre las dificultades de las pequeñas y medianas empresas para poder asociarse al dinamismo exportador de las naciones y también al mercado interno debido a las economías de escala y a la exposición económico-financiera frente al aumento de las tasas de interés, el riesgo cambiario, los costos previsionales y la variación de precios de los insumos.

Por este motivo se pide la protección del Estado sobre las PYME como forma de contención del dinamismo económico impuesto por los grandes consorcios.

(64) Frente a esta forma económica de la globalización se plantea la necesidad de otra globalización diferente, marcada por la solidaridad, la justicia y el respeto a los derechos humanos.

(65) Dentro de este contexto general se destaca particularmente el agravante que sufren algunos sectores determinados, como las comunidades indígenas y afro-americanas, muchas mujeres y jóvenes, desocupados, migrantes, campesinos sin tierra, niños, enfermos y drogadictos, presos y ancianos; en síntesis, todos aquellos que sufren una globalización sin solidaridad, que afecta principalmente a la pobreza.

(66) Este punto avanza en el problema de las instituciones financieras y las empresas transnacionales que subordinan las economías locales y debilitan los proyectos de desarrollo de los Estados al servicio de sus poblaciones.

Destaca, en especial, la cuestión de las industrias extractivas internacionales y las agro-industrias que no respetan los derechos económicos, sociales, culturales y ambientales.

(67) Señala que la globalización está frecuentemente ligada a la celebración de Tratados de Libre Comercio entre países con economías asimétricas, que no siempre benefician a los Estados más pobres que los suscriben.

(68) Observa que aunque se ha progresado mucho en el control de la inflación y en la estabilidad macro-económica de la región, muchos gobiernos se encuentran hoy limitados para el financiamiento de sus presupuestos por los altos servicios de la deuda pública mientras que, paralelamente, no cuentan con sistemas tributarios eficientes, progresivos y equitativos.

(69) Atribuye principalmente la actual concentración de la renta y la riqueza a los mecanismos del sistema financiero.

Las libertades concedidas al capital especulativo-financiero, que buscan lucro a corto plazo, favorecen este tipo de negocios en detrimento del incentivo a las inversiones productivas de largo plazo.

Recuerda que la Doctrina Social de la Iglesia (DSI) establece que el objeto de la Economía es la creación y aumento de la riqueza puesta al servicio del hombre y no de la mera acumulación de bienes y dinero.

(70) Advierte acerca del alarmante grado de Corrupción en las economías pública y privada, con el agravante de la falta de transparencia y rendición de cuentas a la ciudadanía por parte de las administraciones del Estado.

(71) Alerta sobre los elevados niveles de desempleo y sub-ocupación, la altísima proporción del trabajo informal y la precariedad laboral derivada de condiciones de trabajo abusivas y de las

subcontrataciones, que tienden a salarios bajos y desprotección de la seguridad social.

Se destaca, como paliativos, las nuevas experiencias en curso sobre micro-finanzas y economías locales.

(72) Señala que la mayoría de los campesinos vive en la pobreza y no tiene acceso a tierra propia, mientras se agravan sus problemas económicos y sociales.

(73) Destaca como uno de los fenómenos más importantes de nuestro tiempo la movilidad humana, en sus dos formas principales: la migración y la itinerancia, que afecta voluntaria o forzosamente a grandes masas de población, dentro y fuera de sus países.

Observa que este proceso generalizado, fuertemente vinculado a la pobreza y a la falta de oportunidades implica la pérdida de capital humano calificado, el deterioro de las fuentes de empleo y el envejecimiento del mercado de trabajo.

Hasta aquí las explicaciones del contenido del capítulo 2.1.2, que trata del análisis de la situación socio-económica de Latinoamérica.

(76) Este punto posterior – que corresponde al acápite 2.1.3, tocante a la Dimensión socio-política de la realidad regional – aporta una observación importante y complementaria del tema que estamos tratando.

Es el punto que se refiere al problema del debilitamiento de los Estados por aplicación de ajustes estructurales en la Economía, recomendados por organismos financieros internacionales, y a la reacción que se estaría hoy produciendo en materia de políticas públicas de salud, educación alimentación, previsión social, acceso a la tierra y a la vivienda, creación de empleo y conformación de organizaciones solidarias.

El documento entiende que todo esto refleja que no puede haber Democracia estable sin Justicia Social y sin Estado de Derecho.

Por último, el capítulo 8.5 se refiere a la Globalización de la Solidaridad y la Justicia Internacional, y formula una propuesta de varios puntos en este sentido:

a) Apoyar la participación de la sociedad civil en la reorientación ética de la política, para lo cual es necesario – entre otras cosas – una economía solidaria.

b) Generar, en función de la ética cristiana del Bien Común, la existencia de oportunidades para todos, la lucha contra la corrupción, la vigencia de los derechos laborales y sindicales, y la prioridad de inserción de los sectores marginados.

c) Promover una justa regulación de la Economía, las Finanzas y el Comercio Mundial; conseguir el des-endeudamiento externo para favorecer el aumento de las inversiones y el sostenimiento del Gasto Social, regular y controlar el libre movimiento internacional de capitales especulativos, promover un comercio justo y atraer inversiones productivas.

d) Examinar debidamente los Tratados inter-gubernamentales y negociaciones conexas relacionadas con el Libre Comercio. Y

e) Exhortar a la puesta en práctica de los principios fundamentales de la DSI en materia de Bien Común, Subsidiariedad y Solidaridad.

Hasta aquí los puntos del acápite 8.5 del documento.

Como se dijo al inicio de este escrito, el presente trabajo tiene sólo por finalidad exponer en forma resumida los temas del título de referencia.-

Anexo 3

Aspectos económico-financieros de la exhortación Evangelii Gaudium (29.11.2013)

Hace pocos días la Iglesia dio a conocer la Exhortación Apostólica *Evangelii Gaudium* (La alegría del Evangelio), del Papa Francisco, que lleva fecha 24.11.2013.

El Capítulo 2 de dicho documento se refiere a la crisis del compromiso comunitario y, dentro del mismo, la primera parte está dedicada al análisis de algunos desafíos del mundo actual.

El presente trabajo tiene por objeto resumir las principales enseñanzas económico-financieras contenidas en dichas secciones, que abarcan los puntos 50 a 60 del texto papal.

Contexto de la exhortación.

La *Evangelii Gaudium* es un documento del Papa Bergoglio para comunicar sus conclusiones acerca del Sínodo de Obispos realizado entre el 7 y el 28 de Octubre de 2012 en Roma.

El texto está dirigido a los obispos y a la feligresía católica en general y debe entenderse dentro del contexto de la nueva evangelización para la transmisión de la fe cristiana, propugnada hoy desde el pontificado.

Se trata de un escrito de carácter pastoral que forma parte de la convocatoria a esta nueva evangelización como prioridad de la Iglesia actual y como deber permanente de los cristianos.

Crisis del compromiso comunitario.

El Papa no se propone ofrecer un análisis detallado y completo de la realidad contemporánea – aclara, por otra parte, que no es su

función – sino que busca ofrecer un planteo evangélico para el nuevo enfoque misionero de la Iglesia.

Desde este punto de vista pastoral se señala que el mundo actual vive algunos fuertes desafíos como producto de un cambio histórico que puede ser apreciado en distintos campos y valorado de diferente forma.

Por un lado, están los aspectos positivos derivados de los progresos que contribuyen al bienestar de la gente, como el caso de la Salud, la Educación y las Comunicaciones.

Pero, por otro lado, la mayoría de la población del planeta vive en forma precaria, con patologías sociales en aumento y con miedo o desesperación producto de las condiciones de vida y de la incertidumbre, ya sea en países pobres como en países desarrollados.

Los importantes cambios científico-tecnológicos de nuestra época han generado grandes saltos cualitativos y cuantitativos que se dan a través de un proceso acelerado que se traduce a la vida cotidiana; pero, a la vez, este mismo proceso de cambio está mostrando una inequidad social cada vez más patente y un crecimiento de la violencia social.

La actual era del conocimiento y la información constituyen nuevas formas de poder, un poder muchas veces anónimo.

La exhortación del Papa Francisco se resume en cuatro proposiciones confrontativas expresas: no a una economía de la exclusión, no a la nueva idolatría del dinero, no a un dinero que gobierna en lugar de servir y no a la inequidad que genera la violencia.

No a una economía de la exclusión.

La Economía actual produce inequidades manifiestas que llevan a la exclusión, a la degradación de la vida y a la muerte de grandes segmentos de la población mundial.

La existencia del hambre y la miseria que imperan en vastas áreas y comunidades del planeta son formas de inequidad que derivan del juego de la competitividad y de la ley del más fuerte, por

la que los sectores económicamente poderosos empujan a una situación en que grandes masas son excluidas y marginadas sin trabajo, sin horizontes y sin salida.

Bajo este esquema el hombre pasa a ser un «bien de consumo» dentro de una Economía del «descarte», en la cual puede ser usado y luego tirado.

Ya no se trata solamente de un fenómeno de explotación y opresión sino de algo nuevo: la exclusión que deja grandes segmentos de la población afuera de la Sociedad.

El Papa critica las «teorías del derrame», según las cuales el crecimiento económico a través del Libre Mercado lleva a una mayor equidad e inclusión en el mundo e imputa que tales teorías no han sido confirmadas por los hechos, que expresan «una confianza burda e ingenua en la bondad de quienes detentan el poder económico» y en los mecanismos del actual sistema económico imperante.

No a la nueva idolatría del dinero.

El Papa observa que una de las causales de esta «economía de la exclusión» reside en la forma de relacionamiento del hombre con el dinero y en el predominio de éste sobre nuestra sociedad.

La crisis financiera actual se origina en una profunda crisis antropológica: la idolatría del dinero y la correlativa disminución de la primacía del ser humano.

El «fetichismo del dinero» y la existencia de la «dictadura» de una economía que no está puesta al servicio del hombre.

La actual crisis financiera y económica mundial muestra así desequilibrios cada vez más acentuados y lleva al hombre al consumismo.

La brecha económica entre pobres y ricos crece exponencialmente y este desequilibrio, según el Papa, proviene de la aplicación de políticas ideológicas que defienden la autonomía absoluta de los mercados y la especulación financiera, contrapues-

tas al derecho de control de los Estados, que tienen el deber de velar por el Bien Común.

De esta manera se instaura una «tiranía invisible» que impone sus leyes y sus reglas de juego.

La Deuda y sus pagos de intereses agravan esta situación económico-financiera para las posibilidades de desarrollo y bajan el poder adquisitivo de los ciudadanos.

Con el agravante que la corrupción generalizada y la evasión fiscal se proyectan hoy a nivel mundial.

Dentro de este esquema el poder de la Economía y particularmente de las Finanzas tiende a crecer sin límites, en el marco de reglas absolutas que asumen el Mercado como deidad.

No a un dinero que gobierna en lugar de servir.

La divinización del Mercado lleva a un rechazo de la Ética y al rechazo de Dios, porque estos dos conceptos constituyen una restricción a la libertad de los negocios.

El Papa propugna una reforma financiera precisamente sobre estas dos bases alternativas frente a la idea de autonomía del libre mercado y exhorta a los dirigentes políticos a un cambio de actitud frente a este problema, un problema que de otra manera no se revierte.

Se plantea así la necesidad que los ricos ayuden y no excluyan a los pobres para integrarlos en una economía al servicio del hombre.

No a la inequidad que genera la violencia.

El Papa Francisco considera que la exclusión y la inequidad dentro de la Sociedad impiden erradicar la violencia porque la pobreza es hoy caldo de cultivo de las diversas formas de agresión y también de las guerras.

En la medida que la Sociedad produzca exclusión no habría solución policial ni de inteligencia que contenga la violencia porque

la inequidad lleva a la reacción violenta de los excluidos del sistema y porque un sistema socio-económico injusto tiende a socavar las bases de cualquier sistema político y social.

Estamos lejos del «fin de la Historia» porque las condiciones de desarrollo pacífico y sostenible todavía no están dadas.

El Papa observa finalmente que los distintos mecanismos de la economía actual promueven el Consumismo pero que ese consumismo unido a la inequidad es dañino del Orden Social.

Así la inequidad genera el problema insoluble de la violencia.

Algunos culpan a los pobres de sus propios males y proponen una «educación» que los tranquilice y neutralice; y esto deviene más irritante si los excluidos ven avanzar cada vez más el «cáncer social» de la corrupción en sus gobiernos, empresarios e instituciones.

Hasta aquí las principales enseñanzas del capítulo 2 de la exhortación apostólica *Evangelii Gaudium* del Papa Francisco.-

Anexo 4

Las letras MEFO del doctor Schacht (6.1.2014)

El Dr. Hjalmar Schacht (1877-1970) fue Ministro de Economía de la Alemania Nazi entre Agosto de 1934 y Noviembre de 1937 y también, simultáneamente, presidente del Reichsbank – Banco Central – entre 1933 y 1939.

Ya había ocupado este último cargo en el período 1923-1930, cuando bajo su gestión se logró la estabilización del marco que terminó con la hiperinflación alemana después de la Primera Guerra Mundial.

En la década del '30 Schacht fue convocado por Adolfo Hitler para organizar el financiamiento de los programas de Obras Públicas y el Rearme, y como resultado de ello surgió la experiencia de las Letras de Cambio (LC) MEFO.

Contexto de las MEFO.

El problema económico interno prioritario a solucionar que tenía el nuevo gobierno nacional-socialista al asumir Hitler el poder en Enero de 1933 era el paro obrero.

En ese momento - durante el pico de la Gran Depresión – había en Alemania más de 6.0 millones de desempleados (un 20 % de la fuerza de trabajo), producto de una economía desarticulada por la crisis financiera que se desató en Octubre de 1929 en la Bolsa de Nueva York y se extendió rápidamente por todo el mundo.

Para reactivar la economía y solucionar el problema del paro en Alemania se diseñaron rápidamente planes de construcción de obras públicas e infraestructura con gran ocupación de mano de obra:

carreteras (Autobahn), ferrocarriles, represas, modernización industrial, desarrollo de productos sustitutivos de importaciones, etc.

La primera experiencia que se organizó en esta materia fue el denominado Programa Reinhardt¹ pero su desarrollo requería fondos que el Estado Alemán no tenía.

Schacht es llamado precisamente para resolver esta cuestión de las fuentes de financiamiento de los planes de reactivación, que eran la forma necesaria de poner nuevamente en marcha la actividad económica.

Pero tenía que hacerlo salvando tres restricciones muy fuertes:

1. El Estado no disponía de recursos suficientes ni tenía posibilidad de aumentar los impuestos en plena crisis económica: la situación de empresas e individuos y familias hacía imposible pensar en incrementar la presión tributaria.

2. La emisión masiva de dinero por parte del banco central para financiar obras públicas era un recurso muy peligroso porque tendría efectos inflacionarios en la medida que implicara un abrupto aumento de la base monetaria antes de la obtención de resultados económicos; y además la experiencia traumática de la Hiperinflación de 1922-1923 hacía inviable esta alternativa ante la opinión pública alemana.

3. El gobierno no podía recurrir al endeudamiento público, externo ni interno: por el problema del pago de las Reparaciones de Guerra – que estaban suspendidas desde 1930 – y por la crisis financiera mundial no había acceso al mercado internacional de capitales, aun en el supuesto que se quisiera intentarlo (cosa que, por otra parte, distaba mucho de la política del gobierno nazi, que

¹ Fritz Reinhardt era diputado por el Partido Nazi (NSDAP) electo en 1930 y estaba a cargo de los temas financieros. En Abril de 1933, siendo Gruppenführer de las SA (Jefe de Grupo de las Tropas de Asalto) fue nombrado por Hitler Secretario del Ministro de Finanzas conde Schwerin von Krosigk. Participó en el diseño e implementación de los planes de empleo, que fueron en realidad más de uno pero tomaron su nombre en forma genérica o colectiva.

Estos planes contemplaban principalmente la realización en gran escala de obras públicas, la modernización de la Industria y el Rearme Militar.

se había opuesto frontalmente al Plan Young de 1929)²; y por el lado de la Deuda Interna la capacidad de pago para responder a la emisión de Bonos a mediano y largo plazo no podía ser garantizada.

O sea que, tal como estaban las cosas, no se podía apelar a ninguna de las tres fuentes clásicas de financiamiento del Estado: Impuestos, Moneda ni Deuda.

Con un agravante formal, desde el punto de vista legal, que era que tampoco se podía disponer de fondos provenientes del banco central porque el Reichsbank – que entonces era autónomo dentro del Estado³ - tenía prohibido prestarle dinero al Gobierno.⁴

Otro condicionante, de carácter político, era que como una parte de las necesidades de fondos de los planes de reactivación económica estaban destinadas a la Industria de Armamentos, estas

² El Tratado de Versalles de 1919 impuso Reparaciones de Guerra por montos impagables a la Alemania derrotada en la Primera Guerra Mundial que no pudieron ser cubiertas y provocaron la hiperinflación de comienzos de la década de 1920 y la Crisis de Deuda de 1923.

Dada la imposibilidad de atender el pago de estas reparaciones con recursos normales del Estado los sucesivos gobiernos alemanes, bajo fuerte presión aliada, tuvieron que apelar a préstamos externos para el refinanciamiento permanente de tales gastos, dándose incluso la paradoja que Alemania recibiera préstamos por mayor importe que los pagos de reparaciones que efectuara: en el período 1924-1931 el país pagó 11.100 MM pero al mismo tiempo aumentó su deuda externa con nuevos créditos por 18.000 MM.

Este proceso de re-endeudamiento o pago con nuevas deudas se institucionaliza con el empréstito norteamericano Dawes de 1924 y su continuación con el Plan Young de 1929.

³ Como consecuencia de la crisis por las Reparaciones se desató en Alemania el proceso inflacionario que terminó en la crisis de Noviembre de 1923, durante la cual se llegó a un estado de virtual extinción del valor del dinero.

A raíz de ello los Aliados intervienen el banco central alemán: fuerzan primero la Ley de Agosto de 1922 que quita el control del Gobierno sobre el Reichsbank y luego imponen directamente la Ley de Autonomía de Agosto de 1924, que separa el banco de la estructura del Estado.

Se procede entonces a la internacionalización del banco: la mitad de los directores – 7 sobre 14 miembros – pasa a ser extranjera (Reino Unido, Francia, Italia, EEUU, Bélgica, Holanda y Suiza) y se establece taxativamente la prohibición de que el Reichsbank asista financieramente al Gobierno.

⁴ Estatutariamente el Reichsbank tenía un tope de préstamos al Gobierno de sólo 100 MM.

sumas debían permanecer en secreto, es decir, no tenían que aparecer en el Presupuesto para ocultar así la magnitud y velocidad del Rearme de Alemania.⁵

De la triple necesidad citada y sus restricciones conexas surgió entonces, por idea de Schacht, la experiencia MEFO: la emisión de Letras de Cambio (LC) – instrumentos financieros de corto plazo pero renovables – para aplicarlas al financiamiento de Obras Públicas y al Rearme; letras que eran de circulación paralela al dinero efectivo, como forma limitada de expansión de los medios de pago y como sustituto de Deuda Pública formal a largo plazo.

Las Letras MEFO constituyeron así un instrumento transitorio de financiamiento público – bajo régimen de emergencia fiscal⁶ – destinado a cubrir las necesidades del Estado y sus planes económicos tanto civiles como militares.

⁵ El Desarme había sido impuesto a Alemania por el Tratado de Versalles junto con el pago de las Reparaciones de Guerra, que se interrumpieron por la crisis interna de 1923.

Los pagos de estas reparaciones a los Aliados se volvieron a cortar con la Crisis Mundial que estalla en Wall Street en Octubre de 1929 y cuyos efectos se extienden a todo el mundo.

En Alemania la crisis y depresión derivó en la suspensión de pagos del Plan Young de 1929 (continuación del Plan Dawes de 1924), la Moratoria Hoover de 1931 y el Acuerdo de Lausana de 1932, que dejaron los pagos en suspenso sine die (sin plazo).

Cuando adviene el gobierno nacional-socialista, a principios de 1933, Hitler plantea directamente la liberación de Alemania de los condicionamientos internacionales de Versalles, desarrolla los planes de crecimiento económico acelerado – fundamentalmente a través de programas de obras públicas – y pone en marcha el Rearme, que el tratado prohibía.

Uno de los principales argumentos de Hitler para denunciar el Tratado de Versalles – aparte de la reacción contra la servidumbre impuesta en materia de reparaciones y sus condicionamientos económicos – fue el incumplimiento del mismo por parte de las potencias aliadas ya que el convenio firmado establecía que todos los países y no solamente Alemania procediesen a desarmarse.

⁶ En plena Crisis del '30 el Parlamento Alemán (Reichstag) votó la Ley de Plenos Poderes o Ley Habilitante de Marzo de 1933, que facultaba a Hitler Canciller, por razones políticas y económicas, a gobernar por medio de decretos-leyes, sin participación del congreso.

Fue con este marco legal que se tomaron las medidas de emergencia económica y financiera entre las cuales se incluyó la emisión de las Letras MEFO y otras Letras de Trabajo.

Operatoria MEFO.

La sigla MEFO - o Mefo (con minúsculas) - era la abreviatura que servía para identificar tanto la Letra de Cambio (Wechsel) como la sociedad (Gesellschaft) que nominal o formalmente la emitía.

MEFO significaba Metallurgische Forschungsgesellschaft o también Metallwirtschaftliche Forschungsgesellschaft GmbH ⁷, algo así como Sociedad para la investigación metalúrgica o compañía para la investigación de la economía de los metales. Y las MEFO-Wechsel eran las letras emitidas como obligaciones de dicha sociedad.

La MEFO era una sociedad anónima sin existencia física propiamente dicha, había sido fundada con un capital de sólo 1.0 Millón de Marcos (MM) ⁸ - a instancias del gobierno nazi - y estaba constituida por algunas de las más grandes empresas alemanas, como Krupp, Siemens, Gutehoffnungshuette, Rheinmetall y otras.

El gobierno garantizaba todas las deudas de esta pequeña sociedad. La MEFO efectuaba los pedidos de trabajos o armamento - en lugar del Gobierno - y luego pagaba a los proveedores y/o contratistas del Estado con letras de la empresa que tenían tres meses de plazo pero eran descontables en forma directa en el Reichsbank - o por redescuento vía bancos - hasta los 5 años, de modo que al final quien realmente pagaba era efectivamente el Estado.

La clave de estos efectos o instrumentos financieros residía, sin embargo, en que el Banco Central garantizaba la conversión de las letras en dinero efectivo a quien las presentase al cobro pero la mayoría de los tenedores de las MEFO no se apresuraban a cambiarlas porque en esa época había liquidez de corto plazo en Alemania, las letras eran rentables porque pagaban un interés nominal del 4 % anual (con estabilidad monetaria) y la posibilidad de canje estaba siempre abierta por la garantía del Estado a través del Reichsbank.

⁷ GmbH identifica en alemán la sigla de Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL).

⁸ En realidad, la denominación exacta no era Marco (M) sino Reichsmark (RM).

Estos hechos dieron lugar a que las letras MEFO circularan también como instrumento de pago transmisible, a modo de cuasimoneda o dinero paralelo, aliviando la emisión de marcos-billete.

El Reichsbank no necesitó imprimir grandes sumas de dinero para afrontar el descuento de estas obligaciones porque durante la existencia de las MEFO – unos 4 años, entre 1934 y 1938⁹ - se emitieron títulos de este tipo por 12.000 MM y sólo se presentaron al cobro ante el banco central valores por 6.000 MM; la otra mitad fue circulando y absorbida por el Mercado,¹⁰ hasta que se produjo su rescate final por reestructuración a partir de 1939.

Las MEFO sirvieron así para poner en funcionamiento la economía alemana evitando los efectos inflacionarios de una gran inyección de dinero para financiar el aumento del gasto público, que

⁹ Hacia fines de 1938 Schacht se opuso a la continuidad de las MEFO, que habían sido creación suya pero a las que consideraba una herramienta de financiamiento transitoria, y propuso a Hitler la cancelación del esquema.

La preocupación de Schacht giraba entonces acerca del gran aumento del Gasto Público y el problema paralelo específico de la financiación del presupuesto militar creciente en la medida que aumentaban las tensiones internacionales que luego desembocarían en la Guerra en Setiembre de 1939.

Schacht temía los efectos de la inflación reprimida y se oponía también a la concesión de créditos al gobierno por parte del Reichsbank (re-estatizado por Hitler); y desconfiaba de los efectos inflacionarios del aumento de los gastos del Estado, con las erogaciones militares a la cabeza.

El detonante que llevó a su renuncia hacia fines de 1937 fue su creciente enfrentamiento con el mariscal Göring, vicescanciller del Reich, vinculado a los grandes empresarios alemanes de la Industria Pesada y director del Plan Cuadrienal 1936-1940, que aumentó todavía más la intervención del Estado en la Economía, encaró nuevos programas de obras públicas, aceleró el gasto militar y desarrolló más aún los planes de Autarquía Económica.

Este choque derivó en la dimisión de Schacht, primero como Ministro de Economía en Noviembre de 1937 y luego como director del Reichsbank en 1939, perdiendo toda influencia en el gobierno hasta el fin de la guerra.

Schacht pertenecía a una familia aristocrática del Norte de Alemania, no era nazi, era masón y estaba ligado al mundo de la Alta Finanza. Fue absuelto por el Tribunal de Nuremberg en 1946.

¹⁰ En términos de la Ley de Gresham las MEFO devinieron así una suerte de «moneda mala» que se utilizaba preservando la «buena» que era el Reichsmark o marco común, pero sin hacerlo en un clima de desvalorización monetaria.

creció fuertemente por los planes de obras públicas, infraestructura y rearme.¹¹

De hecho, las letras MEFO se usaron principalmente para el financiamiento de la construcción de autopistas, la expansión de la red ferroviaria, la construcción de represas y el aumento de la producción industrial, que tenían un doble propósito, civil y militar.

¹¹ Se ha discutido mucho – sobre todo durante el Proceso de Núremberg – acerca del objetivo militar de las letras MEFO.

Las letras fueron, efectivamente, usadas en gran escala para financiar los gastos del *Rearme* pero ése no fue su destino exclusivo.

Según Schwerin von Krosigk - Ministro de Finanzas del Reich - los gastos militares de Alemania desde 1934 al estallido de la II Guerra Mundial (31.8.1939), que abarcaban las necesidades de todas las Fuerzas Armadas (*Wehrmacht*) y los gastos de armamento, fueron de unos 60.000 MM, casi el 60 % del Gasto Público Total (101.500 MM).

Los ingresos por Impuestos sumaron durante ese mismo período 62.200 MM, cubriendo así los gastos civiles (41.500 MM) y parte de los gastos militares (unos 20.000 MM).

Otra tercera parte de estos gastos (20.000 MM) fueron financiados con diversos ingresos, provenientes de los ferrocarriles alemanes, el correo, el Banco Central (*Reichsbank*) y también, durante los primeros años, por créditos a corto plazo.

Para este último tramo se utilizaron las LC MEFO.

Según Schacht, durante 1934-1937 fueron emitidas LC Mefo por 12.000 MM: 2.140 millones en 1934, 2.720 en 1935, 4.450 en 1936 y 2.690 en 1937.

Las LC Mefo fueron suspendidas a partir del 1.4.1938. La financiación del *Rearme* pasó a ser sostenida entonces en su mayoría con ingresos ordinarios y con emisión de empréstitos para gastos extraordinarios. De modo que cuando estalló la guerra ya no fue necesario ningún nuevo cambio de técnica de financiamiento.

Schacht, considerado comúnmente como «el mago de las finanzas» de Hitler, había reunido un poder extraordinario en su doble condición de Ministro de Economía y presidente del Banco Central.

Hasta 1937 – bajo Schacht - se mantuvo formalmente la independencia del *Reichsbank* pero el avance del gobierno Hitler sobre la conducción de la entidad y el manejo cada vez más directo de sus disponibilidades de fondos llevó a la Ley Bancaria del Reich del 15.6.1939, que eliminó las limitaciones del banco para dar créditos al Ejecutivo en papel moneda.

Ya la Ley alemana del 10.2.1937 había devuelto al control directo formal del Estado el manejo del *Reichsbank*: el directorio de la institución – que había sido reducido de 14 a 10 miembros – pasó a ser conformado íntegramente por funcionarios alemanes, no extranjeros, y el banco fue virtualmente adscripto al Ministerio de Economía bajo la dirección de Walther Funk, sucesor de Schacht.

Luego, la mayoría del Gasto Público de Alemania durante la II Guerra (55 %) se financió con empréstitos.

El sistema de letras se convirtió de esta manera en una fuente renovable de financiamiento a corto plazo a través de la cual el gobierno podía pagar a las industrias en general y a las de armamento en particular.

Su condición de título de renta fija, por otra parte, hacía que no sólo sustituyeran el uso de dinero en efectivo sino que, a la vez, se convirtieran en inversiones financieras de corto plazo.

Ideas monetarias de Schacht.

En su libro «Más Dinero, más Capital, más Trabajo» (1949) Schacht explica la esencia del replanteo monetario que conllevaba la emisión de las letras MEFO por él creadas pero que eran, en realidad, una variante específica de la idea general de las Letras de Trabajo - o letras para el fomento del Trabajo – para financiar obras públicas que se encaró desde el gobierno alemán en la década de 1930.¹²

Para entender el sentido y funcionamiento de estas letras hay que tener presente algunos conceptos fundamentales desarrollados por Schacht.

Schacht partía de la base que no toda emisión monetaria tiene efectos inflacionarios y que el aumento de capital puede ser realizado mediante la creación de dinero.

Explicaba que normalmente se confunden los conceptos de Dinero y Capital cuando son dos cosas diferentes, si bien el Dinero puede convertirse en Capital como forma de financiamiento de la Inversión.

La diferencia reside en que el Dinero es un medio de cambio mientras que el Capital está constituido por bienes reales de producción, materias primas, herramientas, maquinarias e instalaciones.

¹² Las Letras de Trabajo (LC) fueron creadas en el Otoño 1932 por Dr. Luther, presidente del Reichsbank, para financiación de proyectos del Estado. Formalmente eran LC Comerciales pero en esencia devinieron luego LC Financieras.

En la Economía Capitalista el Dinero se transforma en Capital y así la acumulación de Capital es acumulación de Dinero – Capital Financiero - entendido éste, a su vez, como moneda con respaldo en metálico (oro).

En cambio, Schacht pensaba en términos de Capital Físico o Productivo – Capital Económico - donde el valor del dinero no depende de su respaldo en metal sino de la proporción que guarde la cantidad de moneda con los bienes que se producen en la Economía y que están determinados, en última instancia, por la idea del valor-trabajo.

Si el dinero deja de tener entidad, como un fin en sí mismo, asimilado al concepto de capital, y se transforma en cambio en lo que es por su esencia, un medio de pago, recupera entonces su independencia de la Finanza y puede convertirse en un factor previo y determinante de la Producción.

De allí la idea que la financiación de inversiones públicas con crédito bancario de corto plazo – letras de trabajo – no tendría efecto inflacionario porque un aumento de la circulación monetaria simultáneo con el aumento de la producción de bienes no provocaría desequilibrios con su impulso inicial si el mismo se daba en el marco de un rápido ajuste de la producción a la base monetaria.

El enfoque económico tradicional sostenía la secuencia Trabajo-Capital-Dinero, es decir, que el Trabajo produce Capital y el Capital produce Dinero.

Schacht propuso, en cambio, que la creación de Dinero puede convertirse en Capital y que ello redundará en Trabajo, según el destino cualitativo de la inversión, es decir, si los fondos de ese dinero van orientados a la Producción.

Dicho con otras palabras: creando Dinero se pueden financiar inversiones de Capital y como resultado de estas inversiones se genera Empleo o Trabajo.

Sostenía, por ende, que un aumento de la circulación monetaria no tiene efectos inflacionarios si ese incremento se produce simultáneamente con el aumento en la producción y circulación de bie-

nes, al garantizar que los medios de pago que se ponían en movimiento correspondían al financiamiento de los bienes de producción que eran su correlato.

Por eso decía que para que exista estabilidad monetaria el dinero circulante debe guardar una relación proporcionada con la cantidad de bienes y servicios producidos en un país.

Pero ocurre que, frente a ese planteo, las modernas técnicas de suministro de Capital que hacen posible tal incremento de la producción – ya sea en forma de ahorro, crédito o participación – usualmente se realizan por vía del Dinero.

Este hecho constituye el fundamento básico de la banca moderna dado que la acumulación de capital se produce casi siempre en forma de dinero.

Y este dinero da lugar al préstamo o mutuo con interés, que se potencia a través del multiplicador bancario (derivado del sistema de reserva fraccionaria) y así se amplifica la disponibilidad de más dinero por vía del crédito.

De esta forma, en principio, todo fuerte aumento del crédito tiene también efectos inflacionarios al inyectar dinero en la Economía dado el desfase entre el momento de la emisión de dinero y el momento de la obtención de resultados en la producción, con el consiguiente peligro para la estabilidad monetaria de tener inflación por vía del crédito.

Si esos fondos se canalizan a la actividad productiva, sin embargo, el aumento de la elaboración y circulación de bienes – según Schacht – tenderá rápidamente a un nuevo equilibrio entre la masa monetaria y el volumen de la producción resultante de ese financiamiento; aunque ello no salva necesariamente el problema del desfase citado (la disponibilidad de grandes medios de pago antes de contar con el resultado del aumento de la producción).

Sin complicar más la cosa aquí con el problema del costo financiero de las amortizaciones de capital y el pago de intereses en el caso de la Deuda Pública directa, que las letras evitaban.

La utilización transitoria de letras de muy corto plazo por parte del Estado – aunque renovables – obviaba así, a la vez, el problema de la emisión de moneda y el problema del aumento del crédito público.¹³

Aplicación del esquema de Schacht.

El desafío de implementar un sistema de esta naturaleza devenía así formulado aunque las cantidades emitidas de letras – como la impresión de dinero – siempre estuvieron limitadas de hecho para no generar inflación.

Las letras de trabajo se convirtieron entonces en un instrumento intermedio entre la emisión monetaria y la toma de Deuda Pública.

Cuando se planteó en Alemania (en 1933) la eliminación del desempleo masivo - provocado por la Gran Depresión y la crisis en el pago de las Reparaciones - se temió el efecto inflacionario de los planes de reactivación, ya sea por aumento de la cantidad de moneda como por aumento del volumen del crédito.

Pero esto se evitó implementando las nuevas ideas citadas sobre letras que circularan como cuasi-moneda o moneda paralela, no como dinero directo.

Tales ideas, por otra parte, ya habían tenido precedentes prácticos en administraciones anteriores al gobierno nazi, y fueron tipificadas genéricamente como «letras de trabajo», que fue el caso de las OFFA¹⁴ y de las MEFO.

Lo que se logró así fue que, en tales circunstancias, el Reichsbank proveyera dinero nuevo a la economía alemana vía crédito amplio

¹³ El problema de la Deuda Pública durante el Tercer Reich no es motivo de análisis en el presente trabajo pero cabe observar que la deuda interna del Estado tuvo una evolución creciente aunque controlada durante la década del '30 si bien luego se disparó a niveles mucho más altos durante la Guerra.

¹⁴ Las letras OFFA fueron creadas en 1932, bajo el gobierno Brüning, durante la gestión del Dr. Hans Luther al frente del Reichsbank.

Eran letras para la creación de trabajo y se aplicaban al financiamiento de Obras Públicas.

de corto plazo – a modo de circulante paralelo – y que ello no tuviera efectos inflacionarios porque la producción de bienes crecía rápidamente en proporción al aumento de la cantidad de moneda sin poner en circulación grandes sumas de dinero sino de letras.¹⁵

En su momento, para definir este método se usó la palabra «pre financiamiento» (*vorfinanzierung*), con lo que se lograba la inversión de la secuencia clásica capital-trabajo-dinero por la de dinero-capital-trabajo enunciada por Schacht.

Se trataba de una inversión del orden de los conceptos contrapuesta a la sucesión de los fenómenos según la teoría ortodoxa del capital, que planteaba la necesidad del dinero o del crédito – proveeniente del ahorro monetario – como etapa previa y necesaria de la formación de capital, requisito éste para el desarrollo económico.

La nueva concepción del Crédito y la Moneda de Schacht buscaba con ello la movilización de factores inactivos por el paro sin producir inflación.

¹⁴ Las OFFA eran emitidas por la Deutsche Gesellschaft für öffentliche Arbeiten AG (Sociedad alemana para los trabajos públicos SA), creada en Agosto de 1930, y descontadas por el Reichsbank.

No fue el único caso de empresas de este tipo creadas para garantizar proyectos del Estado.

Como en el caso de las MEFO – que se basaron en el mismo esquema – las OFFA sirvieron para la reactivación económica vía emprendimientos públicos y podían ser descontadas en bancos.

Se pusieron en circulación unos 1.260 MM de bonos OFFA: eran títulos a tres meses de plazo pero renovables hasta 5 años, lo mismo que las MEFO.

Como implicaban una expansión de la oferta monetaria la utilización de las OFFA se manejó en una escala reducida para evitar sus efectos inflacionarios.

El Dr. Luther era, en este sentido, mucho más restrictivo y temeroso del resurgimiento de la inflación en Alemania que el propio Schacht.

Los breves gobiernos siguientes de von Papen y von Schleicher (1932), particularmente este último, expandieron el esquema de las letras OFFA para otros proyectos públicos.

Con el advenimiento de Hitler y la gestión Schacht este esquema de financiamiento vía letras de trabajo fue mantenido y además se incorporó el sistema específico de las letras MEFO, que fueron extendidas a la financiación del Reich.

¹⁵ En la nota número 11 ya se ha hecho referencia a la controversia sobre el destino y monto relativo de las letras MEFO.

En síntesis:

Las Letras de Trabajo, como instrumentos indirectos de pago por parte del Estado, dieron respuesta a las necesidades de financiamiento de Obras Públicas y también del Rearme.

La clave residía en que las letras eran de circulación válida como moneda paralela – con valor cancelatorio en el sector privado – y a la vez eran descontables en el Reichsbank; pero esta segunda variante no se utilizaba en su totalidad, siendo así que sólo la mitad de las MEFO se presentaban al cobro.¹⁶

El hecho que fuesen aceptadas como instrumento de pago a la par (requisito elemental para que toda cuasi-moneda no sufra liquación contra su valor nominal) y que los tenedores tuviesen confianza en el descuento de las letras en caso de necesidad de convertirlas en efectivo (mientras obtenían una renta fija de los títulos) hizo que las letras de trabajo en general y las MEFO en particular deviniesen un eficaz mecanismo de pago con moneda alternativa sin efectos inflacionarios.¹⁷

De todo esto Schacht colegía dos cosas muy importantes:

1. Que no todo aumento de dinero ni ampliación de crédito genera necesariamente efectos inflacionarios si ello se produce con

¹⁶ Como fuera explicado, en toda la vida útil de las letras MEFO no se presentaron al descuento en el Reichsbank la totalidad sino la mitad de las mismas (6.000 sobre 12.000 MM).

¹⁷ Cabe agregar aquí – aunque este tema no va a ser desarrollado en el presente trabajo – un detalle no menor: mientras se utilizaban las letras de trabajo como medio de pago la economía alemana estaba sujeta a estrictos controles de precios y salarios, así como a una racionalización extrema de divisas y un correlativo programa de sustitución de importaciones, en el marco del llamado Nuevo Plan, diseñado también por el Dr. Schacht.

Estas políticas simultáneas tenían, cada una de ellas, la suficiente importancia específica o entidad propia dentro del contexto en que se utilizaban las Letras de Trabajo, cuyo resultado positivo no fue aislado sino también consecuencia de la eficacia de ese conjunto de medidas dentro del cual operó tal mecanismo de financiamiento cuasi-fiscal.

Es importante tener en cuenta esta observación porque deviene muy dudoso que esquemas de este tipo puedan reeditarse hoy en otros países y den los resultados positivos que dieron en la Alemania de la década del '30 sin contar con la eficacia paralela de esas políticas conexas íntimamente coordinadas entre sí, de los fuertes controles del Estado – especialmente en materia de precios y salarios – y del contexto de una Economía Dirigida.

breve desfase entre medios de pago o títulos de crédito a corto plazo y aumento de la producción.

2. Que la simple garantía confiable del Banco Central de proveer dinero a la Economía en la medida necesaria – en este caso vía emisión de letras de trabajo descontables en bancos – permitía usar esos títulos para financiar proyectos públicos productivos y permitía instaurar la confianza en los circuitos de pago del Mercado.

Cualquiera sea el juicio de valor acerca de la Política Económica del Gobierno Nazi ello no afecta el valor específico de las experiencias positivas producidas bajo su administración de las finanzas públicas de Alemania.

Conclusiones.

De todo lo dicho hasta aquí puede intentarse extraer algunas enseñanzas generales - a modo de conclusiones personales - en relación a las letras de trabajo en general y a las MEFO en particular sobre la base de las ideas de Schacht y la experiencia alemana de la década del '30:

a) En situaciones de emergencia y/o de necesidad económico-financiera es posible y conveniente utilizar letras de trabajo en sustitución de la emisión de moneda y de la expansión el crédito tradicional con el doble objeto de financiar inversiones públicas y evitar sus efectos inflacionarios.

b) El uso de estas letras como instrumentos financieros de corto plazo forma parte de un esquema transitorio y no permanente a los fines reactivar la Economía y generar Empleo; y son títulos independientes del Crédito o Deuda Pública directa.

c) La utilización de estos instrumentos es válida en la medida que se salvaguarde el valor de paridad con la moneda oficial: una cuasi-moneda o moneda paralela que sufra quita o licuación en su valor desvirtúa su naturaleza.

d) Las Letras de Trabajo son, en lo básico, una herramienta de Política Económica Dirigida, no un papel bursátil de Mercado o de

especulación financiera, porque son una forma de financiamiento del Estado de circuito cerrado, esto es, que circulan dentro de determinados segmentos de la economía que las utilizan (como puede ser el caso de la construcción y/o de la energía o la minería de un país).

e) Las Letras pueden aplicarse indistintamente al financiamiento de inversiones civiles o militares pero, en uno u otro caso, su destino es financiar la inversión o la producción, no el gasto público ni el consumo privado.

f) Las Letras de Trabajo – de las que las MEFO fueron un ejemplo operativo tipo - responden a una lógica del Dinero y del Crédito distinta de la filosofía monetaria predominante en el pensamiento económico actual.

g) Uno de los grandes aportes de las ideas de Schacht y su aplicación vía Letras MEFO es el despegue de la teoría del Ahorro como requisito previo para el financiamiento de la Inversión.

h) Las letras usadas como moneda paralela y descontables en bancos atenuaban el aumento de la base monetaria y derivaban el aumento de la velocidad de circulación a un instrumento paralelo al dinero oficial.

i) Los programas de Obras Públicas dirigidos por el Estado bajo financiamiento con letras que funcionaban como cuasi-moneda o dinero paralelo fueron una experiencia operativa precursora y práctica de la Política Económica que se desarrolló en gran escala durante la Alemania Nazi.

El economista norteamericano John Kenneth Galbraith observaba acertadamente que mientras Keynes escribía su famoso tratado sobre la Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero (1936) planteando sus recomendaciones sobre el rol del Estado en la realización de obras públicas para la reactivación económica y contra el paro, hacía dos años que el gobierno nazi ya estaba aplicando ese tipo de políticas.-

Anexo 5

Polémica sobre la Deuda Pública Argentina

Entre el Lic. Héctor Giuliano y el

Dr. Mario Cadenas Madariaga

En el mes de Febrero de este año, surgió una controversia entre ambos profesionales, alrededor del tema del epígrafe, con motivo del pedido de opinión hecho al primero por la Sra Graciela Valero Narváez respecto de un artículo del segundo que se lo había enviado, comentándole que contestaba las opiniones del Lic Giuliano.

A iniciativa del Dr Cadenas Madariaga, al final del intercambio, hubo acuerdo en publicar las opiniones sostenidas, cuando la misma quedare agotada, lo que se ha producido, luego de la carta del Lic Giuliano del 23.2.2014.

La presente circunstancia se considera la más oportuna para publicarla, cuando el gobierno argentino discute en Nueva York la forma de cumplimiento de la sentencia del Juez Griesa, ratificada por la Cámara de apelaciones de ese Estado y tácitamente por la Corte Suprema de Justicia de los EEUU.

Por lo expuesto, previa revisión de los textos y con la conformidad de la Sra Valero de Narváez se transcriben primero los dos artículos por su orden y luego las cinco cartas intercambiadas.

2 de julio de 2014.

Lic. Héctor Luis Giuliano Dr. Mario A. Cadenas Madariaga

Primer documento - artículo del Lic. Giuliano-

Manifiesto: el problema es la deuda. (2.2.2014)

El presente trabajo busca sintetizar un encuadramiento conceptual y metodológico de la problemática de la deuda pública argentina aplicada a la nueva crisis de Deuda que vive nuestro país.

Es paradójico, por no decir sintomático, que todo el mundo (oficialismo, oposición, medios de comunicación, economistas, periodistas especializados, etc.) hablen de la crisis actual de la Argentina refiriéndose a los problemas de la inflación, del tipo de cambio, del déficit fiscal, de los subsidios, del desequilibrio de la balanza de pagos y otras cuestiones conexas – cualquiera sea su importancia intrínseca – pero no hagan mención alguna a la grave crisis de la Deuda, que es la que hoy determina, directa e indirectamente, todos esos problemas.

Esta ignorancia cómplice constituye un paradigma de la ceguera – o la sumisión - de la clase dirigente argentina frente a los verdaderos problemas clave del país, siendo así que quien no identifica debidamente los problemas y su categoría relativa no puede luego elaborar diagnósticos y mucho menos alternativas de solución para tales problemas de fondo.

Soslayar la cuestión de la Deuda Pública es como tener metido un elefante dentro del living de la casa y negar su existencia. Peor aún, no un elefante – que es un animal pacífico – sino un monstruo del tamaño de un elefante y al que hay que «alimentar» continuamente, porque si no se pone «nervioso» y puede hacer un desastre.

Identificación del problema: La Deuda.

La deuda pública es una de las tres fuentes de financiamiento clásicas del Estado, junto a la recaudación fiscal y la emisión de dinero.

Pero con una importante diferencia: que mientras las otras dos no tienen costo para el Fisco la deuda sí lo tiene porque hay que devolver el capital prestado y además pagar los intereses.

Por ende, se da el hecho que si la deuda crece en forma relevante y deviene prácticamente impagable – como en nuestro país y en la mayor parte del mundo – se produce la paradoja que hay que aumentar las otras dos fuentes de financiación (la presión tributaria y la emisión de moneda) para atender los costos de la fuente deuda.

Ello genera una profunda distorsión en la estructura de las finanzas públicas y esto es justamente lo que está ocurriendo hoy en la Argentina.

Por lógica, la deuda – toda deuda – es o debiera ser un procedimiento excepcional en la vida de las personas, de las empresas y del Estado: no constituye una forma de financiamiento normal sino extra-ordinaria.

Cuando la deuda, en cambio, se utiliza como forma regular, continua o permanente por parte de los gobiernos, esa deuda va adquiriendo magnitud y toma incluso autonomía de los compromisos originales, vía novaciones y refinanciaciones varias, para pasar a tener una vida propia e independiente desconectada ya formalmente de las obligaciones que le dieron origen: un pasaje al anonimato de los primitivos acreedores y sus continuadores; un verdadero proceso de «lavado de deuda».

El problema deviene entonces el de una refinanciación perpetua de las deudas de arrastre sin verdadera capacidad de repago y con incremento por nuevas deudas para cubrir el déficit fiscal que esa masa de endeudamiento provoca.

Usando una analogía biológica: la deuda se convierte entonces en una patología del financiamiento del Estado, una suerte de enfermedad cancerígena que se expande y contagia todo el metabolismo económico-financiero de la hacienda pública y de la economía en general.

Esta característica en cuanto a su naturaleza va unida íntimamente a otra que es de enfoque, funcionamiento o finalidad.

La deuda no es un problema aislado, la deuda es un sistema y como tal se rige por una lógica. La lógica que rige el sistema de la deuda es la Usura, entendida no sólo como la posición abusiva del acreedor sobre el deudor sino como algo peor e irreversible: la condena de que el deudor nunca pueda dejar de ser deudor.

Esto consagra la trampa de la Deuda Perpetua: una deuda que no puede ser pagada y que, por ende, precisa continuamente la refinanciación sistemática y la toma de deuda nueva.

Para convalidar este sistema de la Deuda, el establishment financiero - con la complicidad de los gobiernos de turno y del funcionariado servil a sus intereses - consagra el absurdo discurso

que dice que no hay problema en tomar deuda sin solvencia fiscal mientras haya fondos suficientes para pagar los intereses y refinanciar permanentemente el capital.

Se trata de la falacia central en el discurso del «partido de la Deuda» y es el nudo del argumento clásico de «honrar» las deudas que se asumieron a través de delitos contra los intereses del Estado.

Diagnóstico del problema de la deuda.

La Argentina tiene una deuda pública impagable: los funcionarios superiores intervinientes firman obligaciones por reestructuraciones y nuevas deudas que no tienen capacidad demostrada de repago.

La realidad nos demuestra que la deuda del Estado constituye un conjunto de obligaciones de cumplimiento imposible y, como tales, destinadas a mantener un mecanismo indefinido de servidumbre financiera.

La deuda pública en cabeza del Estado Central – según datos oficiales al 30.6.2013 – es de unos 208.000 Millones de Dólares (MD), pero esta cifra omite una masa de deuda no registrada por casi 100.000 MD más: 72.000 MD de intereses a pagar, 2.000 MD por capitalización de intereses, una suma imprecisa y variable por indexaciones de la deuda en pesos ajustada por CER y el abono de cupones PBI (que se estiman en unos 15.000 MD todavía faltantes de pago).

Ello significa que la Deuda Pública real estaría actualmente en el orden de los 300.000 MD y no los 196.000 MD que presenta engañosamente el gobierno.

Esta deuda, empero, no incluye la deuda de Provincias (unos 30.000 MD) y Municipios (sin datos), la deuda de Empresas del Estado (con YPF a la cabeza), Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios (también sin datos), la deuda cuasi-fiscal del Banco Central (BCRA, por unos 20.000 MD), las deudas del Banco Nación y otros bancos oficiales (sin datos actualizados ni consolidados) y las deudas del Tesoro por juicios contra el Estado con sentencia en firme (igualmente sin datos siquiera aproximados).

Debido a la falta de informaciones oficiales no es posible cuantificar entonces la Deuda Pública Nacional de la Argentina pero es posible que la misma tenga hoy un piso del orden de los 400.000 MD.

Esta enorme masa de endeudamiento no puede ser pagada y es la causa principal de la pérdida de los superávits gemelos del gobierno Kirchner: fiscal y externo o de balanza de pagos.

La deuda institucionaliza así un problema de desfinanciamiento estructural del Estado, cuyo análisis ya ha sido pormenorizadamente desarrollado en toda una serie de trabajos y libros por el autor de esta nota.

La crisis de Deuda por incapacidad de repago frente al perfil de vencimientos del 2014 (más de 44.000 MD) y las duras negociaciones en curso para poder reestructurar las deudas con holdouts en los tribunales de Nueva York, las de empresas transnacionales ante el CIADI y la deuda con los países del Club de París, así como las exigencias para la continuidad de los programas de financiamiento de los organismos financieros internacionales (Banco Mundial, BID y CAF), han llevado hoy a una nueva crisis financiera del Estado Argentino.

El gobierno Kirchner carece de recursos propios en el Tesoro y de reservas netas en el BCRA para poder afrontar los vencimientos públicos y privados de la deuda: el país se encuentra así, otra vez, en situación de virtual default.

¿Cuál es el costo del ocultamiento de esta situación? ¿Cuál es el costo de negar la existencia del «elefante invisible»? ¿Cuál es el costo de esta ficción?

El problema es que los gobiernos de turno – y el de Kirchner es uno de ellos – son cómplices de los acreedores de la Deuda en este ocultamiento; y que lo hacen a favor de los mismos y en contra de los intereses del Estado.

Por eso ocultan esta situación de default: porque los acreedores del «club de la Deuda» no se beneficiarían con el blanqueo de tal default ya que no tendrían interés en matar un país tipo «gallina de los huevos de oro», que les está batiendo récords de pagos de deu-

da externa, que se jacta de hacerlo (los 174.000 MD de una presidenta que se dice «pagadora serial») y que les viene reiterando su «vocación pagadora» a costa de vaciar las reservas del BCRA y de empapelar al propio sector público traspasándole deuda con terceros que ahora deviene impagable en manos del Estado.

Son acreedores que se supone no tendrían interés en voltear al gobierno o, mejor dicho, que no tendrían interés en liquidarlo por ahora, hasta tanto no hayan extraído del gobierno las suficientes concesiones de su administración debilitada, con la descarga previa de diversos trabajos «sucios» o conflictivos dificultosos para toda administración gubernamental (como la devaluación, la corrección temporaria del desajuste de precios y salarios, la firma de convenios con empresas extranjeras como Chevron y Repsol, etc.).

Y esto es también una regla: tradicionalmente los gobiernos bajo crisis financiera y política son usados para lograr este tipo de ventajas y, a la vez, para aprovechar las condiciones de inestabilidad, descontrol e incertidumbre así generadas para cerrar operaciones y negociados de todo tipo antes de proceder a su eventual descarte (caso gobierno del Proceso 1982-1983, Alfonsín 1985-1987 y luego 1989, Menem 1990 y 1995, De la Rúa 2001, Kirchner 2005 y CFK 2011-2014).

Es necesario entender cómo opera el Sistema y cómo funcionan estos Ciclos de Deuda para comprender lo que está pasando hoy con la crisis del Verano 2014, donde el gobierno Kirchner está forzado a definir una tablita cambiaria peso-dólar que le permita negociar cualquier acuerdo de pago con los acreedores, está llevando a cabo una fuerte devaluación que le serviría para licuar parte de la deuda pública interna y para tratar de bajar el costo de los salarios reales del Estado, está aumentando las tasas de interés garantizando así mayores rentabilidades por negocios bancarios y mejores condiciones de arbitraje entre tipos de cambio y tasas de interés locales para los capitales financieros internacionales. Y todo ello, como requisito para retornar al mercado internacional de capitales ... para volver a endeudarse.

Alternativas frente a la crisis de deuda.

No hay alternativas de solución o replanteo de ningún problema sin diagnóstico; y no hay diagnóstico sin identificación del problema.

Esta tercera parte – después de cubrir las dos anteriores - no pretende abarcar en forma desagregada una ponencia del autor en esta materia (cosa que excede las posibilidades personales) pero sí exponer lo que se considera deberían ser los lineamientos básicos de una respuesta rápida y de fondo frente a la crisis de Deuda.

Es algo así como la respuesta obligada a la pregunta de qué se propone concretamente frente al cuadro de situación trazado del problema de la Deuda.

Casi todos los grandes problemas existenciales y en cualquiera de sus niveles de decisión – personal, empresarial, estatal – presentan el dilema de base de convivir o confrontar.

Si hubiere una administración de gobierno en la Argentina que realmente quisiera confrontar y no convivir con el sistema de la deuda perpetua y sus crisis periódicas, hoy pudiera encarar las siguientes decisiones básicas e inmediatas:

a) Constituir una comisión investigadora especial e interdisciplinaria de la Deuda Pública Argentina, con suspensión de todos los pagos de servicios hasta tanto dicha comisión se expida. Esto implica un default técnico y una moratoria unilateral.

b) Aclarar que la Comisión tendrá plazo de un año para expedirse y, paralelamente, un grupo especializado dentro de la misma procederá a fijar la metodología para determinar la capacidad de pago del país sobre la deuda que - como producto de las investigaciones – se declare legítima.

c) Aclarar también que el alcance de la investigación comprenderá toda la Deuda Pública Nacional (Nación, Provincias y Municipios), la Deuda Pública Indirecta (Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios), las deudas del BCRA y los bancos oficiales, la deuda contingente por avales/garantías y la deuda por juicios contra el Estado con sentencia en firme (así como

un relevamiento completo de todas las demandas, internas y externas, contra el Estado).

d) Elaborar un censo e historial completo de la Deuda Pública Nacional. Esto comprenderá un relevamiento total de los acreedores del Estado – presentes y pasados - que explique la evolución de todos y cada uno de los títulos de deuda que comprometan al Fisco.

e) Suspender las negociaciones secretas en curso vinculadas a las reestructuraciones de deuda con holdouts, reclamos ante el CIADI y deudas con el Club de París.

f) Activar las causas escandalosamente demoradas por la Justicia sobre investigación de las irregularidades de la deuda – Olmos II, Megacanje 2001 y denuncia Olmos Gaona-Marcos – incluyendo la cuestión de las nulidades emergentes del fallo Ballestero sobre la Olmos I.

g) Someter a investigación a todos y cada uno de los funcionarios superiores responsables – pasados y presentes - intervinientes en las actuaciones de endeudamiento de la Argentina para determinar específicamente su cumplimiento o no de los deberes/obligaciones como funcionarios públicos, abarcando los tres poderes del Estado: Ejecutivo, Legislativo y Judicial.

h) Investigar el rol y las actuaciones de todos y cada uno de los estudios, consultoras y/o asesorías que hayan participado en las operaciones de deuda pública, empezando por el estudio Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, de Nueva York.

i) Abrir una investigación específica sobre la deuda externa con los países del Club de París.

j) Suspender la ejecución de todos los préstamos en curso de organismos financieros internacionales - Banco Mundial, BID y CAF – y someterlos a revisión.

k) Abrir una investigación específica sobre el rol del FMI en el endeudamiento público argentino y revisar la afiliación argentina a dicho organismo.

l) Proponer la constitución de un comité conjunto con el gobierno ecuatoriano para colaborar con la comisión investigadora

especial de la Argentina a los fines de acceder a las investigaciones ya realizadas allí sobre la ilegitimidad de la deuda pública en ese país.

m) Solicitar reuniones urgentes de los organismos internacionales regionales de Ibero-América (CELAC, UNASUR, MERCOSUR) a los fines de informar las decisiones tomadas por la Argentina y pedir eventualmente la colaboración, adhesión y/o respaldo de otros países a las medidas adoptadas.

Todos estos puntos tienen, sin embargo, el denominador común o requisito de base planteado al inicio: la voluntad política de confrontar y no seguir conviviendo con un sistema de deuda perpetua.

Es el pre-requisito, hoy utópico, de que tome cartas en el asunto una nueva clase dirigente dotada de tres elementos que nunca existen combinados en la Argentina: capacidad, honestidad y coraje.

En conclusión:

Los momentos de Crisis de Deuda, como el que estamos viviendo, no son puntos de ruptura sino de inflexión dentro de los Ciclos de Endeudamiento.

No son instancias de quiebre o final sino de cambio de etapas, porque las Crisis periódicas son parte del Ciclo.

Pero son también momentos de oportunidad y desafío contra el sistema de la Deuda.

Todo el esfuerzo conjunto de las tres patas de formación de la opinión pública - oficialismo, oposición y prensa – está puesto hoy precisamente en sentido contrario, como siempre: en el distractivo del problema central de la crisis, que es la Deuda.

Por eso se cargan las tintas sobre los efectos – la inflación, el dólar, el déficit fiscal, los subsidios – pero se oculta la causa, que es la Deuda.

La cobardía y la inoperancia de la clase política al soslayar el problema de la Deuda en estos momentos en que la sociedad argentina está sufriendo nuevamente sus graves efectos es uno de los

ejemplos más claros de su complicidad, de su corrupción y de su traición a los intereses de la Patria.

Lic. Héctor L. GIULIANO

Buenos Aires, 2.2.2014.

Segundo documento – artículo del Dr Cadenas Madariaga -

El problema de la deuda argentina y la importancia de su correcta solución

Por Mario Cadenas Madariaga

El momento de discutir las ideas. La oportunidad de elaborar los planes y discutir las ideas es cuando uno se halla fuera de la función pública, porque no está acuciado por la obligación de tomar decisiones.

La principal responsabilidad es llegar a elaborar planes integrales, porque los planes aislados o sectoriales si bien son muy útiles, si no forman parte de un conjunto general y armónico, son insuficientes y pueden ser hasta peligrosos.

La planificación importa tener un orden de prioridades, estableciendo las cuestiones determinantes, a las que se deben subordinan las demás, debidamente correlacionadas, sabiendo resolver cada tema sectorial.

Por eso traigo el tema de la deuda externa, porque percibo en algunos analistas, que se excede su importancia y no se tiene bien apreciada la capacidad de nuestro país para imponer algunos criterios.

Una primera aproximación al tema

La deuda externa argentina, pública y privada, según nuestro Banco Central se encuentra en el orden del 29% del PBI, lo que equivale al 30/92013 a

134.000 millones de dólares, - es decir casi cinco veces superior a las reservas actuales.

Esta suma es sensiblemente inferior a la que resulta de obligaciones reales, pero no definitivamente aceptadas, como la del Club

de Paris, el acuerdo en negociación con Repsol, o las que pueden determinar definitivamente los Tribunales de los EEUU, u otras demandas que enfrentamos v.g. en el CIADI. Estas indefiniciones, nos deben llevar a incrementar entre U\$S 20.000 y U\$S 40.000 millones, con sentido conservador. Lo cual haría el monto de la deuda sea 6 veces superior a las reservas, una de las proporciones más bajas en el mundo, en materia de reservas.

Pero estas obligaciones son con el exterior es decir que frente a nuestros intereses se oponen otros intereses nacionales, superiores a los nuestros, si tenemos en cuenta que los países acreedores son las potencias más importantes del mundo - EEUU, Japón, Alemania, Francia, Italia y muchos otros -.

En la actualidad para el cobro de sus acreencias, no enviarán sus barcos a sitiar o bombardear nuestros puertos, pero establecerán dificultades a nuestro comercio externo o a la necesidad de endeudarnos.

Por lo tanto con la voluntad más firme a favor de nuestros intereses, pero con un criterio objetivo sobre nuestra posición relativa en el conjunto de los intereses en juego, debemos enfrentar este tema muy inteligentemente.

La importancia de la deuda.

Algunos analistas sostienen que el problema de la deuda externa, es el principal problema nacional y que somos víctima de negociaciones corruptas, lo que es un grave y peligroso error, primero porque exagera su importancia y segundo porque incentiva la creencia de que una vez más somos víctimas, sin reconocer que los principales determinantes de todas nuestras desgracias son nuestras propias equivocaciones o incompetencias.

Posiblemente haya habido corrupción, en el sentido que se hayan pagado comisiones, la que son habitualmente muy bajas, pero los representantes oficiales argentinos no deberían recibirlas. Pero estos negocios se hacen sobre el volumen general de las operaciones que son inmensos y sus intereses que son universales, den-

tro de la calificación que tenga cada país. Además se deberían concretar en cada operación y no generalizarse.

La deuda externa es de importancia menor respecto de:

a) el problema cultural del país – que nos mantiene en la condición de país subdesarrollado -;

b) la indefensión militar en que nos encontramos – que nos expone a perder la soberanía;

c) la desunión nacional, que mantiene detenidos a más de mil militares y agentes de seguridad, mientras se mantienen libres a los autores de la subversión que cometieron más muertes que la ETA, y se proponían instituir un régimen idéntico al cubano;

d) el tema de la inseguridad interna, - que afecta nuestra libertad y patrimonio todos los días;

f) o en el tema económico, a los errores que se cometen con la agroindustria, o en el tema energético, que de corregirse podrían permitirnos pagar la deuda externa, en pocos años,

g) o a los problemas de la infraestructura que multiplicarían también nuestra capacidad de producir.

Para darle la importancia que tiene, en nuestro libro «Argentina, la gran transformación necesaria» nos ocupamos haciendo un análisis comparativo internacional, ubicándola en la significación que debe tener la deuda pública (pags. 54/58).

Para tener una idea de la importancia de la deuda pública se debe conocer su historia.

Para esto recomiendo leer el registro anual de la deuda pública consolidada en el libro de Orlando Ferreres «Dos siglos de la Historia Económica Argentina», pag. 526 y sgtes.

El primer punto a despejar es como se debe medir la deuda y está claro que no hay forma más correcta que con relación al PBI de cada país, pero en la obra citada también se puede seguir la evolución de sus volúmenes en dólares constantes.

Así en el siglo XIX, a partir de 1824, cuando comienza el estudio, la deuda argentina era del 1,31% del PBI; en 1870 del 18%;

en 1880 del 23%, en 1890 del 47% pero en 1891 llegó al 117%, para reducirse al 61% en 1899.

En el siglo XX, en 1910 se reduce al 22%; en e 1920 al 14% pero en 1930 sube al 19%; en 1940 al 30%; pero en 1950 se reduce al 20%; en 1960 al 8%; en 1970 al 13%; en 1980 se reduce al 11%; en 1990 se eleva al 48%; en el 2000 al 45%.

Así en el siglo XIX, a partir de 1824, cuando comienza el estudio, la deuda argentina era del 1,31% del PBI; en 1870 del 18%; en 1880 del 23%, en 1890 del 47% pero en 1891 llegó al 117%, para reducirse al 61% en 1899.

En el siglo XX en 1910 se reduce al 22%; en e 1920 al 14% pero en 1930 sube al 19%; en 1940 al 30%; pero en 1950 se reduce al 20%; en 1960 al 8%; en 1970 al 13%; en 1980 se reduce al 11%; en 1990 se eleva al 48%; en el 2000 al 45%.

Los años en que la deuda fue la más alta de la historia argentina, fueron las de 2002, 2003 y 2004 de 150%,140% y 125% seguida por la de 1891 de 117%. Es decir este error se cometió en el actual periodo de gobierno.

Entre otros errores se suele disimular el alto endeudamiento del gobierno peronista de 1973/76, y atribuirle a Martínez de Hoz una responsabilidad mayor que la que le correspondió, cuando en el año 1980 la deuda publica consolidada se redujo al 12% del PBI, con U\$S 14.000 millones de deuda externa contra U\$S 115.000 millones del año 2004, en dólares equivalentes.

Las causas justificadas e injustificadas de la deuda publica

La causa de la deuda pública es justificada cuando se trata de financiar una obra cuyos beneficios son más altos que los intereses que se deben pagar y que asegure la amortización en tiempo oportuno.

Es absolutamente injustificada cuando se deben pagar déficit fiscales derivados de gastos excesivos, u otros errores de administración.

Para superar la crisis actual, es posible que se deba recurrir al crédito externo, para hacer más fácil la recuperación y con un menor costo social. Esta es una eventualidad que debemos tenerla muy presente, para no auto infligirnos limitaciones sin sentido.

Consideración final:

La deuda externa argentina, publica y privada, aun cuando se halle en el 40% del PBI argentino, y no el 29% como dice el Banco Central, no es el principal problema argentino, ni siquiera un problema grave para la economía, si se adopta un programa similar al expuesto en mi libro «Argentina la gran transformación necesaria». Debe ser negociado con honestidad y con capacidad y encontrará rápida solución.

La deuda publica interna del Estado argentino con el Banco Central, la ANSES y el Banco de la Nación y otras instituciones, deben ser reconocidos y pagados sin causar daño al patrimonio de esas instituciones.

Pero el futuro argentino no depende de este tema sino de la capacidad de hacer crecer el PBI hasta triplicarlo o cuadruplicarlo en pocos años, que se derivará de las políticas indicadas en el subtítulo segundo de esta nota.

El tema de la deuda externa me hace acordar al de los ferrocarriles:¿uno debe creer en Sarmiento, Avellaneda, Roca y Pellegrini, bajo cuya gestiones se realizaron o en Scalabrini Ortiz su despiadado crítico? Sin defender la gestión de la deuda a partir de 1943.

Martínez, 17 de febrero del 2014.

Tercera documentación

Los correos electrónicos originarios

Correo del 17.2.2014 de Cadenas Madariaga a la Sra. Valero de Narváez.

Grapa: Este artículo es para corregir las ideas de Giuliano, que escribe sobre la deuda argentina, correctas en los números pero equivocadas en los conceptos generales, en primer término por exagerar su importancia. Es como pelear contra una herejía. Un abrazo de Mario

Correo del 17.2.2014 de la Sra Valero de Narváez al Lic. Giuliano «Héctor, recibí este mail sobre la deuda. Cuál es tu opinión. Beso. Graciela».

Cuarto documento

Primer comentario del Lic. Héctor Giuliano

Estimada Graciela:

Conozco y respeto mucho al Dr. Cadenas Madariaga, de quien sigo sus artículos y tengo varios de sus libros, particularmente el último, que presentó en la AAAI hacia fines del año pasado; pero no comparto en absoluto su planteo sobre el problema de la deuda pública, que considero equivocado:

1. Porque minimiza o relativiza la gravedad del problema cuando el mismo es el condicionante total y absoluto de todo lo que ocurre en la argentina en materia financiera, económica y política.

2. Porque su planteo técnico enfatiza un análisis en función del índice Deuda/PBI (el mismo argumento del gobierno y de todo el establishment) cuando este ratio no refleja la verdadera gravedad de la falta de capacidad de repago de la deuda.

3. Porque, desde un punto de vista político realista, supone una visión ingenua pensar que la conversión de juicios en nueva deuda, la refinanciación de pasivos con el Club de Paris, la permanente reestructuración de bonos que van venciendo y la toma de nuevos préstamos con los organismos financieros internacionales va a ser en condiciones más benignas que las deudas impagables actuales.

Uno de los errores de base más graves que veo en personas bien-intencionadas que formulan propuestas genéricas sin tener en cuenta la patética situación del endeudamiento argentino es que suponen la racionalidad y la caballerosidad de los miembros del club o partido de la deuda con quienes hay que negociar, mientras la finalidad del sistema no es que el país pueda salir de sus obligaciones sino que viva refinanciándolas y agregando mas deuda.

A este tema - como usted sabe - le estoy dedicando la mayor parte de mi tiempo y trabajo.

Nos mantenemos en contacto.

Cordialmente.-

Héctor Giuliano

Quinto documento

Primera respuesta del Dr Cadenas Madariaga

Graciela: te agradezco el envío de la respuesta de Giuliano con la que no estoy de acuerdo:

1) Porque la apreciación de la deuda en función del PBI es la más generalizada en la doctrina económica y en los organismos internacionales.

2). Si la deuda publica argentina se ha reducido en época de Frondizi y Onganía por debajo del 10% del PBI, y en época del kirchnerismo llegó a superar el 100%, es indudable que es un tema que nuestro país lo ha dominado varias veces en su historia y actualmente - que se encuentra alrededor del 60% -, lo volverá a dominar en el futuro con buenos gobiernos.

3). La posición de Giuliano como la de otros analistas que sostienen el mismo criterio, además de exagerar la gravedad de este tema, se equivocan al presentarla como causa de la Inflación, cuando este es un defecto de la política monetaria y fiscal de los países.

4) Su planteo en cuanto a la incorrección de su determinación, se debe demostrar ante los países acreedores, porque no valen las sentencias de nuestros tribunales, - que ahora carecen del prestigio necesario - porque son las un país que es parte.

5) Giuliano se preocupa por la deuda pero no por los sectores como el agroindustrial y el energético que son los generadores de las divisas, con capacidad para producir mucho más que el monto de la deuda externa, si se modifica la política.

6) Yo tengo la mejor impresión de la capacidad profesional de Giuliano y creo que la labor que realiza en materia de deuda pública es muy útil, sólo critico algunos aspectos de sus estudios.

Recibe un abrazo de Mario

Sexto documento

Segunda respuesta del Lic. Héctor Giuliano

Estimado Dr. Cadenas Madariaga:

Perdone la demora en ponerme en contacto con usted: un problema transitorio de salud me tuvo fuera de servicio estos dos días y recién ahora retomo los contactos por Internet.

Ante todo quiero que sepa que tengo por usted mi mayor estima como persona y como investigador, y esto último no solo por su último libro sino porque leo sus artículos y además me procuré también algunos trabajos suyos anteriores (sobre las tasas de interés y la monetización de la economía).

Pero el objeto específico de esta carta es fundamentar mi posición y discrepancias sobre el problema de la deuda pública.

Sintetizo a continuación mis diferencias básicas al respecto, tanto desde el punto de vista técnico como conceptual:

1. Pese a su uso generalizado, no estoy de acuerdo en la sobrevaloración del ratio Deuda/PBI como indicador eficiente de la solvencia fiscal.

a) Porque este coeficiente compara dos cosas de naturaleza diferente: el numerador - la Deuda - es una magnitud financiera cierta mientras que el denominador - el PBI - es una magnitud económica estimada.

Solo tendría valor - y como referencia indirecta - en la medida que se entienda que la recaudación tributaria derivada del crecimiento del PBI se traduce en forma directamente proporcional a la recaudación fiscal (cosa que en la argentina no es muy cierta).

En este sentido, sería más adecuado usar el ratio de solvencia deuda/ingresos fiscales.

b) Como agravante, el numerador - la deuda - está disminuido en términos reales porque se omite la deuda no registrada usada para su computo: intereses a pagar en el futuro (72.000 MD), capitalización de intereses, ajuste de la deuda en pesos por inflación (CER) y, sobre todo, cupones PBI (falta pagar unos 15.000 MD).

Tampoco se toma en cuenta la deuda con los holdouts y toda la deuda contingente por juicios contra el estado con sentencia en firme.

c) El índice Deuda/Producto de la Argentina es notoriamente incompleto porque omite no solo las deudas no registradas (del punto anterior) sino también la deuda consolidada de provincias/municipios, empresas del estado, organismos nacionales y fondos fiduciarios, la deuda del BCRA y de los bancos oficiales y las deudas por juicios con sentencia en firme en todos esos órdenes.

La lógica es que si el denominador es el PBI - que es nacional - el monto de la deuda a comparar según el ratio Deuda/PBI sea también la deuda nacional, producto de agregar los pasivos en todos los niveles del Estado Nacional.

Entiendo que otros países - caso Brasil - calculan este índice en esta forma (bajo el rotulo «Deuda Pública Federal»).

Por estos motivos no le asigno validez el coeficiente Deuda/PBI como indicador de bonanza o peligro de la solvencia fiscal. caso concreto: cuando la Argentina entró en default a fines de 2001 el índice era de «solo» el 50 %.

2. No he estudiado el tema de la evolución de la deuda durante los gobiernos Frondizi y Onganía - por lo que no puedo opinar a este respecto - pero puedo señalarle que desde el gobierno del proceso militar hasta la fecha la deuda no ha cesado de aumentar, y lo ha hecho a ritmos altísimos e impagables.

Hoy a la Argentina le caen anualmente unos 12.000 MD de intereses a pagar y vencimientos de capital por más de 40.000 MD. Estos últimos se refinancian en su totalidad y además se toma más deuda.

3. Los niveles de deuda impagable no son una exageración personal sino una realidad objetiva: los números surgen de los presupuestos aprobados por el congreso y suponen magnitudes que comprometen en forma total y absoluta las finanzas del estado.

y ello no solo por los montos actuales en juego de pago de intereses y de refinanciaciones de principal - refinanciaciones permanentes precisamente porque la deuda es impagable - sino por la peligrosa concentración del perfil de los vencimientos.

Al problema de la relación Deuda-Inflación (que en alguna oportunidad me publico una nota el diario «La Nación») me refiero más extensamente en mi último trabajo - sobre deuda, inflación y salarios reales - explicando que (sin perjuicio de la existencia de otras causales) en la Argentina hoy hay dos formas de inflación monetaria:

La inflación que se produce por causas económicas del mercado: básicamente, insuficiencia de oferta.

La inflación que se produce por causas financieras: derivada del sistema de la deuda pública, que no solo es motivo sostenimiento del gasto público en general sino de la gran parte de ese gasto derivado de la deuda (deuda por las reservas prestadas por el BCRA para pagar deuda externa, deuda para pagar intereses y otros servicios a través del FDA, emisión masiva de dinero por el BCRA para comprar divisas y aumento de la deuda cuasi-fiscal por Lebac/Nobac para absorber esos pesos excedentes).

4. En la Argentina existen cuatro causas judiciales que investigan irregularidades manifiestas en la contracción de la deuda pública:

La causa Olmos I, que investigó la deuda externa durante el gobierno del Proceso Militar y tuvo sentencia del juez Ballesterio en julio de 2000; un fallo que nunca fue considerado.

La Olmos II, que investiga las irregularidades cometidas en las reestructuraciones de deuda bajo los gobiernos democráticos, y que abarca especialmente los acuerdos de Nueva York 1985-1987 bajo la administración Alfonsín y el Plan Brady 1992-1993 bajo la de Menem.

La del Megacanje de la Rúa-Cavallo de 2001, que fue una operación prácticamente delictiva, que se llegó a segunda instancia y los jueces obligaron su continuidad contra el ministro Cavallo.

La denuncia Olmos Gaona-Marcos, que pide la investigación de lo actuado desde el proceso hasta nuestros días (megacanje Kirchner-Lavagna 2005 incluido) por la responsabilidad de presidentes de la Nación, ministros de Economía y titulares del BCRA.

Todas estas causas se encuentran paradas ante la justicia y derivarían, de una u otra manera, en la nulidad y/o revisión forzada de la legitimidad de dichas acreencias.

5. Mi tema es la deuda pública y, efectivamente - salvo excepciones - no tengo tiempo para estudiar los diversos campos de la economía argentina pero las realidades actuales demuestran que las divisas de las exportaciones agrícolas no cubren el desequilibrio de la balanza de pagos porque el superávit del balance comercial se lo lleva el déficit por servicios económicos y financieros, especialmente por el pago de intereses y el giro de utilidades y dividendos.

Además, el sector energético - cualquiera sea su potencial futuro - hoy en día no es un sector positivo sino negativo en cuanto a su saldo sectorial.

El problema es que las magnitudes y los tiempos de las finanzas - y de la deuda en especial (externa e interna) - van siempre más rápido que los montos y los tiempos de la economía.

6. Yo no me califico de experto ni autoridad en materia de deuda pública sino que me considero solamente un estudioso del tema. todos mis datos y opiniones están basados en datos, cifras y hechos - casi toda de base oficial - y no están influidos por la afinidad política con ninguna fuerza de la oposición. me considero un investigador independiente y trato de volcar en mis escritos un objetivo y crudo análisis realista de la situación actual.

Hasta aquí mi respuesta a sus observaciones - que tomo en cuenta y valoro - si bien el espacio de una carta obliga a dejar muchas otras cosas fuera del tintero.

Considero muy positivo este intercambio de ideas con usted, sabiendo de su trayectoria y de su capacidad abarcativa, que son dos factores superiores a los míos.

Cuando pueda, le agradeceré me acuse recibo, para saber que este mensaje le llegó.

Nos mantenemos en contacto y los saludo con mi mayor estima.

Héctor Giuliano

Séptimo documento

Segunda respuesta del Dr. Cadenas Madariaga

Buenos Aires, 26 de febrero de 2014

Estimado Lic. Héctor Giuliano:

Coincido con Vd. en que este intercambio de opiniones es útil y conveniente desde el punto de vista del interés general por la importancia del tema en discusión y reconozco en Vd. con satisfacción capacidad y honestidad profesional para abordarlo.

Dicho esto contesto puntualmente sus reflexiones:

1. La circunstancia de que Ud. reconozca que es generalizada la utilización de la relación deuda pública con PBI, aunque no lo comparta, es un antecedente en mi favor por la autoridad de esa doctrina. La obra de Orlando Ferreres «Dos siglos de Economía Argentina» y sus registros de la deuda publica desde 1824 al 2004, es una fuente que facilita el análisis.

2. Vd. confiesa que no ha estudiado la deuda pública argentina con anterioridad a 1973 y esto le quita una perspectiva histórica para saber que nuestro país pudo pagar su deuda publica y externa, en varias oportunidades, hasta reducirla a cifras de muy bajo nivel como durante los gobiernos del Dr. Frondizi o del General Onganía o superar la crisis de 1890 que fue provocada en gran parte por la deuda externa, de manera que en el año 1900 ya estaba superada como factor de inestabilidad.

3. No participo de su criterio de que la deuda pública es una cifra cierta contra el PBI que es una estimación. Creo que ambas son estimaciones, aunque se expresen en números exactos, porque se basan en supuestos que no son exactos, en varios de sus rubros. Yo escuché en la Sorbonne a Jean Fourastié, - gran estadígrafo y economista francés - decir que no había exactitud en las cifras económicas que dependían de hechos o circunstancias que no se podían medir con precisión. Por ejemplo, cuando Vd., en el cálculo de la deuda agrega los intereses futuros está suponiendo que la deuda no se cancelará anticipadamente.

4. No estoy de acuerdo que la deuda argentina sea impagable, aún cuando se encuentre en los niveles por Vd. determinados, pues es similar a la de muchos otros países que tienen deudas del mismo nivel – siempre determinadas respecto al PBI, como enseña la doctrina internacional – y la prueba es que gozan de la más fuerte reputación de solvencia como Alemania o Canadá. A Japón el país más endeudado del mundo, nadie pone en duda su capacidad para pagarla.

5. La referencia a los juicios que en la Argentina se realizan para determinar los supuestos excesos incurridos en las diferentes negociaciones de nuestra deuda pública, tienen el defecto de que no serán reconocidos por los acreedores externos, porque han sido ratificados por diversos gobiernos, o porque no han respetado la competencia pactada en los convenios firmados. La deuda pública, cuando es externa y hay discrepancias en su determinación, debemos aceptar que se debe determinar por tribunales internacionales imparciales.

6. La deuda pública argentina recién fue impagable, en varias ocasiones, a partir de 1949, – excepto en 1890 – por las graves desequilibrios que en nuestras relaciones externas se introdujeron a partir de entonces, al frenar deliberadamente las exportaciones agroindustriales en las que la Argentina tiene su mayor capacidad competitiva internacionalmente. Esto determinó además del desequilibrio externo, una notable reducción en nuestro crecimiento económico. A esto se sumó las limitaciones que se introdujeron a la exploración y la explotación de los hidrocarburos, a partir del 2002, que determinaron reducciones en la producción que llevaron al déficit actual.

7. Ud. dice bien que es un analista de la deuda pública, a partir de 1973, y comete el error natural de considerar la materia de su especialización en la más importante para explicar la realidad argentina. Por ese motivo, en mi opinión, sus conclusiones cuando exceden el marco de su especialidad, pierden validez, en contraste con las dirigidas a la determinación de la deuda pública que son muy valiosas.

8. Ratifico mis anteriores comentarios intercambiados a través de nuestra común y gentil amiga la Sra Graciela Valero Narvárez.

Lo saludo muy cordialmente.

Mario A. Cadenas Madariaga

Octavo documento

Tercera respuesta del Lic Héctor Giuliano. 5 de marzo del 2014

Estimado Dr. Cadenas Madariaga:

Perdone la demora en responder a su segunda carta: algunos problemas circunstanciales de salud me tuvieron medio fuera de servicio por varios días y luego retomar todo lo atrasado me lleva también mas tiempo; pero quería contestar los principales puntos que usted plantea en su mensaje del 26.2.

1) Soy consciente que el uso del ratio Deuda/PBI es el más utilizado y difundido - aquí y en todo el mundo - pero yo he estudiado el sentido y la lógica de este indicador efectuando las tres objeciones que le expusiera en mi carta del 22.2 y que ya he desarrollado en otros trabajos desde hace tiempo. son reservas que entiendo validas y no refutables desde el punto de vista técnico financiero; y hasta ahora no he recibido demostraciones en contrario. más aun, en lo personal, entiendo que gran parte de los desmanejos informativos engañosos ante la opinión pública por el problema específicamente financiero de la deuda provienen justamente de tomar este ratio impreciso como referencia.

2) La historia de la deuda externa argentina que, como sabemos, es un problema endémico que acompaña a nuestro país prácticamente desde su independencia obviamente no es abaricable aquí y confieso que no conozco todos sus detalles completos pero considero fundadamente discutibles los principales episodios que jalonaron el endeudamiento nacional: desde el empréstito Baring de 1824 al arreglo de la Riestra de 1857, desde la crisis financiera de 1874 a la de 1890, de los acuerdos que habrían dado por concluido el negociado Baring a las nuevas deudas del siglo XX.

pero en mi caso concreto yo estoy abocado al estudio del proceso de endeudamiento contemporáneo de la argentina desde el proceso militar hasta nuestros días, analizando su naturaleza y alcance, y su lógica de endeudamiento perpetuo, es decir, la asunción de obligaciones impagables que luego deviene forzoso refinanciar en forma permanente y creciente, que es lo que llamo trampa de la deuda perpetua.

2 bis) El PBI es una estimación pero la deuda y sus servicios no: el capital y los intereses, así como las condiciones de amortización y clausulas especiales están siempre especificadas en detalle en todas y cada una de las operaciones de deuda: son contratos de préstamo o títulos públicos pero siempre son cifras ciertas y no se basan en supuestos ni estimaciones.

Puede haber ciertas clausulas adicionales que no puedan precisarse exactamente por anticipado - como el caso de las indexaciones - pero son siempre cuantificables por actualización.

En cuanto a todas las posibles combinaciones de pagos o cancelaciones anticipadas que puedan darse, las mismas no obstan para que las obligaciones de deuda puedan ser siempre cuantificables (y así lo son en realidad por la registración oficial del SIGADE).

Las deudas por intereses a pagar en el futuro son deudas en firme, para las cuales corresponden las registraciones contables y las provisiones financieras del caso.

El Estado Argentino no tiene capacidad de repago demostrada sobre su deuda pública: no conozco ningún trabajo del MECON que toque siquiera este tema ni autores que lo hayan hecho sobre cifras concretas. Todas las estimaciones de capacidad de pago se basan en pronósticos generales - sistemáticamente ilusorios - de evolución favorable de las variables macro-económicas del país, pero nunca de cuantificaciones financieras.

De hecho, los presupuestos anuales no contemplan el pago o cancelación absoluta de los vencimientos de capital sino su renovación y/o refinanciación total y permanente, así como la toma de nuevas deudas para cubrir y ampliar el stock vigente.

2) El hecho que la gran mayoría de los países - particularmente los desarrollados - tenga altos índices Deuda/PBI no invalida mi razonamiento (según lo dicho en el punto 1) y una de las pruebas de que el sistema no está funcionando precisamente muy bien lo está dando la continua presencia de crisis de deuda en gran parte del mundo.

Lo que pasa es que yo no coincido en una premisa esencial del sistema de endeudamiento perpetuo que es la falacia de que no importa tomar deuda sin capacidad de repago mientras se puedan pagar los servicios de intereses y vivir refinanciando el capital.

4) La problemática jurídica de la ilegitimidad de la deuda pública argentina es un tema tan extenso como complejo pero las causas citadas - fallo Olmos I y juicios todavía pendientes - investigan irregularidades mayúsculas que no solamente determinan la nulidad de gran parte de las obligaciones sino, a la vez, los correspondientes delitos por incumplimiento de deberes de los altos funcionarios públicos intervinientes.

Las indebidas aceptaciones gubernamentales de compromisos que están siendo investigados por la justicia argentina y la deliberada omisión absoluta de investigación de las irregularidades pasadas y presentes del mecanismo de endeudamiento son, efectivamente, un tema en contra de nuestro país por el principio de continuidad jurídica de los estados pero tales condicionamientos no serían absolutos en caso de nulidades y co-responsabilidades externas.

3) Este tema de la relación entre la deuda externa y la evolución económica de la argentina moderna es muy amplio y excede cualquier intento de síntesis.

4) Lo único que puedo decirle a este respecto es que aquí estamos frente a un problema de causa y consecuencia porque se dice normalmente que el país tiene que lograr un fuerte crecimiento económico para poder atender los servicios de la deuda pero, en los hechos, la deuda es el principal obstáculo para el crecimiento.

5) Comúnmente se confunden economía y finanzas cuando son dos cosas diferentes y usan dos lógicas distintas. el sistema de deu-

da perpetua - un mecanismo de toma de deudas irregulares sin capacidad de repago para luego tener que vivir refinanciándolas en forma permanente - no es nuevo ni exclusivo de la argentina.

Algunos autores - como Nial Ferguson, por ejemplo - atribuyen su origen e institucionalización a principios del siglo XIX, con los empréstitos a las nacientes republicas sudamericanas y con el esquema de préstamos de la banca Rothschild a los países europeos de la Santa Alianza.

Es parte de la expansión de un dominio global del capital financiero sobre el capital industrial o productivo: aquello que Spengler identificaba como lucha entre el poder de la industria y el de la alta finanza.

La globalización que vivimos es un fenómeno prevalentemente financiero más que económico y el rol de las finanzas - con la deuda perpetua de las naciones como modelo - es hoy el principal determinante de las crisis económico-financieras.

Le reitero a usted mi respeto por su mayor autoridad y competencia en muchos de estos temas pero cumpla en ofrecer los argumentos objetivos y demostrables de todas y cada una de mis afirmaciones, en la medida que tocan a los temas estudiados vinculados al problema de la deuda pública.

Considero, como siempre, muy positivo y útil este intercambio de ideas dentro del plano conceptual y técnico que nos preocupa.

Muy cordialmente.-

Héctor Giuliano

Noveno documento

Tercera respuesta del Dr. Cadenas Madariaga

Martínez, 8 de marzo de 2014

Lic. Héctor Luis Giuliano

Estimado amigo:

Contesto su respuesta del 5 del corriente en los siguientes términos

1) Si la relación deuda publica- PBI, Vd. acepta que es de uso generalizado en el mundo académico, para mi la polémica sobre este tema está terminada. Su reflexión de que no se puede establecer esa relación entre ambas contradice la doctrina general. El PBI es una estimación determinada con rigurosos criterios técnicos como es la estimación de los precios al consumidor, y nadie los discute, cuando están bien elaborados. La no aceptación de esa relación lo que hace es dificultar el análisis comparativo del problema de la deuda publica.

Le recuerdo que la determinación de la deuda pública incluyendo algunas que no están definitivamente determinadas, como la de los holdhouts o fondos buitres, o con el CIADI le dan también carácter estimativo a la deuda.

2) El conocimiento de la historia de la deuda publica tiene una importancia fundamental, porque demuestra que no ha sido una trampa impagable ni nos ha llevado a un endeudamiento permanente. Por ejemplo al final de la guerra 1939/45 la Argentina fue acreedora internacional por sumas muy importantes. Su enfoque crítico del endeudamiento público tiene una larga tradición en otros autores y se remonta al origen del endeudamiento en 1824. Contra esta prevención, la verdad es que el endeudamiento público, interno y externo, dentro de ciertos límites, es considerado normal y conveniente en las finanzas de todos los países del mundo. Vd. debería aceptar esta verdad y admitirlo con relación a la Argentina. Sólo se debe criticar, a mi parecer, el endeudamiento por sus vicios, o por sus fines- onerosidad, carácter excesivo, aplicación a gastos etc. –

3) Si Vd. no acepta entrar a considerar las trabas artificiales creadas por el propio gobierno argentino para aumentar sus exportaciones, indudablemente la deuda externa es impagable, pero no solo ella sino las importaciones que se necesitan, o la atención de servicios indispensables. No se puede entrar al tema de la deuda

externa y sostener que es impagable sino se analiza simultáneamente la capacidad de generar divisas que tiene la economía nacional.

Dejo bien en claro que yo no soy de los que piensan que solo se debe pagar a su vencimiento los intereses de la deuda, y renegociar la amortización de la parte de capital, pero no excluyo la vía de la renegociación cuando es conveniente o necesaria.

4) El problema de la ilegitimidad de la deuda externa no la acepto en forma general, sino que se debe demostrar obligación por obligación. Y por razones de realismo político debemos plantearlo ante organismos internacionales idóneos porque de lo contrario no serán creíbles ni serán aceptados. Lo que si podemos hacer ante nuestros tribunales es el juzgamiento de nuestros representantes que se hayan desempeñado incorrectamente.

5) Para mi objetivamente el problema de la deuda publica no es el principal de la economía y por lo tanto el crecimiento no se debe pensar en función de la misma sino de otras funciones como el crecimiento del PBI, la potencialidad del país, o el bienestar de la población.

En el problema de la deuda publica argentina, el tema que suscita más preocupación es el de la deuda externa. En este orden dicha deuda en la actualidad es de aproximadamente 40.000 millones de dólares, y sumando la de los holdhouts, del CIADI y del Club de París, no debe exceder de 100.000 millones de dólares en total. Ahora bien renegociada a 20 años, al 3% anual, significa obligaciones anuales del orden de 5.000 millones de dólares de amortización y 2.000 millones de intereses, es decir 7.000 millones, lo que para una Argentina que libere sus exportaciones y resuelva la explotación racional de sus reservas hidrocarburíferas, es perfectamente atendible, sin perjuicio de resolver todas sus demás obligaciones. Con la deuda interna del orden de los 200.000 millones de dólares también estimada, renegociada en la misma forma tampoco constituiría un problema.

Finalmente creo estimado Lic. Giuliano, que debemos dar a publicidad este intercambio de notas, porque el tema es de gran

interés, al mismo tiempo que hemos fijado nuestras respectivas posiciones con suficiente amplitud y claridad.

Lo saludo cordialmente.

Mario Cadenas Madariaga

Abogado

Décimo documento

Cuarta respuesta del Lic Héctor Giuliano.

Estimado Dr. CADENAS MADARIAGA: (14.3.2014)

Tengo que pedirle nuevamente disculpas por mi demora en contestar a su última carta – del 8.3 – lo que deriva en gran medida del hecho de tener que ir con mayor frecuencia a la Capital (vivo en Castelar), con el consiguiente atraso de mis trabajos en casa.

Respondo en ésta brevemente a los términos de su carta, aunque solamente por los puntos agregados, para no repetir lo dicho en mis dos anteriores (del 22.2 y del 5.3):

1. Ratifico en todos sus términos la validez de mis reservas sobre el índice Deuda/PBI como lo fundamentara en punto 1 de mi carta del 22.2.

El hecho que este ratio sea de uso generalizado no desmiente mis argumentos. Por el contrario, las sistemáticas crisis de deuda que se están produciendo, en la Argentina y el Mundo, no se explican como regla general en función de este indicador porque el índice es independiente de la verdadera solvencia fiscal (caso de Estados Unidos y Japón, por ejemplo).

Por otra parte, las técnicas económico-financieras no son de carácter doctrinal.

Por definición, el monto del PBI no es una cifra exacta sino una estimación, con el agravante que su cuantificación depende del tipo de cambio que se tome de referencia (como se aprecia hoy en la variación del PBI aparente por la devaluación de Enero).

Las deudas contingentes obviamente no son deudas en firme pero correspondería computarlas – al menos como subtotales in-

formativos - por sus montos ciertos en el caso de los cupones cupones PBI y por las deudas de base reconocida, como el caso de los holdouts; así como por sus proyecciones de indexación según pautas presupuestarias (caso devaluación según tipo de cambio, inflación según CER y fallos contra el Estado con sentencia en firme).

2. Salvo períodos excepcionales en la Historia económico-financiera argentina – fundamentalmente gobierno de Rosas en el siglo XIX y de Perón en el siglo XX - la Deuda Pública, y particularmente la Deuda Externa, condicionó siempre, en mayor o menor medida, las Finanzas del Estado y fue la causa determinante de la mayoría de sus crisis financieras y políticas.

En nuestra Argentina contemporánea este proceso – desde 1976 hasta la fecha – ha tenido y tiene como constante la toma sistemática y masiva de deuda pública sin capacidad demostrada de repago.

En cuanto a la idea que una parte del endeudamiento público siempre sería necesario, yo lo considero un criterio discutible ya que la contracción de obligaciones externas debiera limitarse al mínimo indispensable (cosa que en los hechos nunca es así) y que la deuda interna, en última instancia, es cuestionable porque el único y verdadero pasivo final del Estado es la Base Monetaria.

3. Entrar a discutir la estructura de la Balanza de Pagos de la Argentina y sus múltiples combinaciones de rubros excede el alcance de esta discusión sobre la Deuda.

Sólo observo tres cosas: a) que, dentro de la Cuenta Corriente, las divisas del saldo comercial están hoy neutralizadas por el margen negativo de las transferencias comerciales y especialmente financieras, b) que la Cuenta Capital/Financiera tiene igualmente saldo negativo por Variación de Reservas Internacionales derivada fundamentalmente de una distorsión del tipo de cambio motivado, a su vez, por la Deuda Externa (retraso cambiario para facilitar pagos en moneda extranjera), y c) que este doble problema no tiene solución en el marco de la actual política de endeudamiento ni de una futura vuelta al mercado internacional de capitales.

De hecho, no hay ningún trabajo oficial que demuestre la capacidad de repago de la Deuda Pública Argentina y el país

probablemente no puede hacer frente a sus servicios como no sea refinanciando sus compromisos de forma perpetua.

4. Las gravísimas irregularidades – pasadas y presentes – del endeudamiento público deben ser investigadas; y ello debe hacerse hasta sus últimas consecuencias. Y mientras esa investigación – caso por caso – se realiza, los servicios de tales obligaciones debieran ser suspendidos porque está en juego la validez o nulidad de tales compromisos.

Cualquier instancia internacional vendría luego de esa auditoría integral sobre la gestión interna de la Deuda.

A ese tema me referí en el punto 4 de mi carta del 22.2, donde identifiqué las principales causas relacionadas con la ilegitimidad de la Deuda Pública, que están paradas por la Justicia, ignoradas por el Ejecutivo y silenciadas en el Congreso.

En mi opinión, la Deuda Pública es el condicionante total y absoluto de todo lo que ocurre en la Argentina en materia financiera, económica y política. La Deuda no es un hecho aislado: la Deuda es un Sistema y su lógica es la Usura, entendida como la trampa en función de la cual el deudor – en este caso, el Estado – nunca deja de ser deudor. Es un caso de Deuda Perpetua.

La Deuda Externa Argentina es de unos 140.000 MD de los que la mitad corresponde al Estado y además hay un adicional por intereses a pagar, anatocismo, indexaciones, cupones PBI, juicios de holdouts, reclamos ante el CIADI, Club de París, reciclado y nuevos préstamos de los organismos internacionales, gastos y honorarios ligados a las gestiones de la deuda, etc. que no pueden ser determinados por falta de informaciones oficiales y privadas.

Toda nueva renegociación de estos paquetes de obligaciones que pesan sobre las finanzas del Estado Argentino, en cualquiera de sus múltiples variantes posibles, se tramita por canales y personeros no conocidos, las gestiones son secretas y los acuerdos finales a los que se arriba no permiten el acceso a la documentación respectiva.

Todo cambio en estas modalidades institucionales perversas de tratamiento del problema de la Deuda Pública conlleva la necesi-

dad de un replanteo revolucionario de la cuestión de fondo de la Deuda, un replanteo que hoy parece estar muy lejos de la percepción y de las inquietudes de la clase dirigente del país.

En este contexto, ensayar propuestas cuantificadas de refinanciación de la deuda deviene ilusorio en cuanto a su implementación.

Con respecto a su idea de dar a publicidad este intercambio informal de notas, en principio, no estoy en desacuerdo; aunque estimo un poco difícil establecer un punto de corte en nuestras argumentaciones para poder dar por terminada esta etapa de la discusión.

Por último, un agregado conciliatorio: sin perjuicio de todo lo dicho, pienso que – pese a las fuertes divergencias planteadas – siempre es posible aproximar algunas posiciones de sentido común porque no todas estas diferencias son de Concepto sino también de Enfoque del problema de la Deuda

Nos mantenemos en contacto y lo saludo, como siempre, con mi mayor estima.-

Lic. Héctor L. GIULIANO

Undécimo documento

Cuarta respuesta del Dr. Cadenas Madariaga

Martínez 17 de marzo del 2013.

Lic. Héctor Luis Giuliano

Estimado Giuliano.

En contestación a su última nota del 14 del corriente, sucintamente le respondo lo siguiente.

1) Con el criterio sostenido por Vd. no se podría hacer ningún análisis de la realidad económica porque la mayoría de sus datos son estimaciones como el IPC, de pobreza, de indigencia, la distribución del ingreso etc. Con todo respeto no tiene lógica su argumentación.

2) Con relación al gobierno de Rosas no tengo datos pero respecto al gobierno de Perón fue seguramente el peor en cuanto a la

gestión financiera, porque malgastó todo el enorme crédito argentino acumulado durante la 2ª Guerra mundial en la compra de servicios públicos obsoletos, como los ferrocarriles, y terminó con una deuda pública interna similar a la que comenzó - 1656 millones de dólares contra 1541 entre 1945 y 1955. («Dos siglos de Economía Argentina» pag. 527 O. Ferreres).

3) Yo sostengo que el endeudamiento público es «conveniente» pero no «necesario», y lo ratifico por ejemplo para financiar obras públicas cuyos beneficios se extienden a varias generaciones.

4) En el caso de la Argentina ya se sabe que con la actual estructura de la balanza de pagos no se puede pagar la deuda externa porque es deficitaria. Por eso se debe entrar al análisis de cómo se debe modificar esa estructura para salir de esta situación. Lo que es factible lograrlo como lo demuestra nuestro pasado. Ud. no puede pedir estudios oficiales que lo demuestren si es este gobierno él que ha provocado tal situación.

Necesariamente son los opositores los que deben entrar al análisis de cómo se debe modificar la política económica para restablecer el equilibrio externo.

5) Lo que Vd. sostiene en el punto 5 es muy grave para su propia argumentación - de que la deuda externa no es pagable -, ya que afirma que no es posible determinarla. ¿Si para Vd. no es determinable como puede decir que no es pagable? En mi respuesta anterior yo hice una estimación y anticipé una forma de pago con plazos e intereses razonables, que se podrían atender naturalmente acompañada de otras reformas que aumentarían notablemente la capacidad argentina de pago.

6) Me parece muy bien que Vd. se halle de acuerdo en dar a publicidad este intercambio de notas en el momento que quede agotada.

Lo saludo cordialmente

Mario A. Cadenas Madariaga
Abogado

Último documento.

Quinta y última respuesta del Lic. Giuliano

Estimado Dr. CADENAS MADARIAGA: (23.3.2014)

Respondo a su última carta - del 17.3 – recordando que este intercambio de ideas y argumentos se originó en una nota suya del 20.2 de cuyos términos de discusión originales yo desearía no alejarme.

Contesto, de todas maneras, los puntos planteados:

1. A la diferencia entre estimaciones de base estadística y datos ciertos ya me referí en mis notas del 22.2, 5.3 y 14.3. La Deuda Pública está integrada por importes concretos a pagar por capital e intereses. Hay casos de títulos con algunos rubros variables – como tasas de interés o indexaciones, por ejemplo – pero los mismos no son tomados en cuenta en los informes oficiales y no invalidan los datos de base.

2. No abro juicio de valor sobre los gobiernos de Rosas y Perón: me limito a consignar que durante sus gestiones no hubo endeudamiento externo.

3. La controversia sobre el financiamiento del Estado a través de Deuda Pública excede el alcance de este intercambio: sólo puedo decirle que prácticamente toda la actual Deuda del Estado Argentino es producto tanto de operaciones innecesarias e inconvenientes como carentes de la debida capacidad de repago, además de las irregularidades manifiestas que están siendo investigadas por la Justicia.

4. La Deuda Pública no se puede pagar y viene aumentando sistemáticamente desde la época del Proceso Militar hasta nuestros días, ha sido reestructurada varias veces y todas esas refinanciaciones han fracasado porque nos hallamos metidos en una trampa de Deuda Perpetua, conforme lo planteo en mis trabajos y lo digo en mis cartas anteriores. Ni el gobierno ni los grandes partidos opositores tienen planes consistentes de solución para este problema de la Deuda.

5. Ya los montos actuales de servicios – en cuanto a cifras conocidas – son efectivamente impagables; a los que agrego deudas adicionales que no pueden cuantificarse por ocultamiento del gobierno (caso Municipios, Deuda Pública Indirecta y Juicios contra el Estado), pero la base de cálculo mínimo para el Estado Central – según el MECON – está en el orden de los 300.000 MD (por Capital, Intereses y Cupones PBI), según surge de la misma información oficial disponible (aunque incompleta).

En cuanto a su propuesta general de un arreglo de reestructuración de carácter integral, la misma debiera ser evaluada más en detalle pero advierto que contiene una fuerte simplificación porque supone que dichos rubros pueden negociarse en forma consolidada cuando en la realidad corresponden a diferentes tipos de acreedores y a múltiples operaciones de crédito.

6. En lo personal, le reitero que no tengo inconvenientes en que Usted dé a publicidad esta correspondencia, aunque tengo algunas dudas acerca de si será muy entendible para terceros.

Sin otro motivo, también yo lo saludo cordialmente.-

Héctor L. GIULIANO

Anexo 6

El ABC de la cuestión Malvinas (10.2.2012)

El anuncio presidencial y la presentación de la denuncia argentina en el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (CS ONU) por la «militarización» británica del Atlántico Sur, como derivado de la Cuestión Malvinas, motiva algunas observaciones y comentarios de importancia para deslindar problemas de fondo respecto a los de forma o procedimiento, declaraciones o pasos diplomáticos frente acciones políticas concretas o, simplemente, palabras versus hechos.

Desclasificación de documentos.

La presidenta Cristina Kirchner anunció el 25.1 pasado y ratificó el 7.2 su voluntad de desclasificar el denominado Informe Rattenbach, un documento cuyo contenido ya es conocido y que toca a las responsabilidades políticas y estratégico-militares durante el conflicto con Inglaterra de 1982.

Este informe analiza el desempeño de nuestras Fuerzas Armadas durante la Guerra de Malvinas y constituye una pieza muy importante tanto para la investigación histórica como para el aprendizaje de las lecciones dejadas por el conflicto; pero como contribución directa a los reclamos contra el Reino Unido no aporta nada y es independiente de la denuncia argentina ante el CS ONU.

Sí, en cambio, sería mucho más importante la desclasificación de otros documentos secretos que no toquen solamente a temas político-militares internos sino referidos a las tratativas previas, concomitantes y posteriores al conflicto militar por parte del Gobierno Nacional.

Y dentro de este amplio capítulo secreto – pocas veces investigado en su debida gravedad y profundidad – aparecen interrogantes tan relevantes como la génesis de la decisión de recuperar las islas y los apoyos obtenidos o creídos obtener de otros países; y figura también la duda, con base cierta, de si la confianza del gobierno Galtieri en un éxito de la Operación Rosario no se debió a una falsa «luz verde» del gobierno norteamericano y a una trampa consecuente tendida por el Almirantazgo Británico.¹

El gobierno Kirchner, por ende, no debiera desclasificar sólo un documento relativo a los aspectos político-militares internos de la Argentina sino que tendría que empezar a desclasificar todas aquellas piezas-clave que permanecen secretas en materia de Política Exterior relacionadas con la Guerra de Malvinas.

La estrategia Británica.

Hasta el conflicto de 1982 Inglaterra se limitaba a mantenerse en las Islas, sin aspiraciones de jurisdicción sobre las aguas adyacentes ni sobre los recursos naturales existentes en el área.

Pero, después de su victoria militar el Estado Británico fue ampliando progresivamente sus pretensiones sobre la zona y consolidando tal expansión mientras firmaba con nuestro país una serie de acuerdos parciales que dilataban, y en gran medida neutralizaban, el planteo del problema central: la cuestión de Soberanía.

La denominada «teoría del paraguas» o fórmula de reserva de Soberanía se encuentra en el eje de tales logros.

Esto significa que al problema de la usurpación histórica y jurídica se sumaron desde entonces dos nuevas realidades para nues-

¹ La experiencia de la caída del régimen de los Coroneles Griegos, en Julio de 1974, a raíz del apoyo dado al Golpe de Estado pro-Enosis en Chipre pero que fue seguido por la intervención de Turquía, guarda una homología notable con el caso del Régimen Militar Argentino: el entonces Secretario de Estado del gobierno Nixon, Henry Kissinger, habría dado la conformidad norteamericana a la junta griega para un operativo de unión de Chipre con Grecia que tuvo como respuesta la invasión turca a la isla y el fin del gobierno castranese, con la proclamación de la III República Helénica.

tro país: el problema geopolítico del Atlántico Sur y el problema de la apropiación de los recursos económicos naturales de la zona.

Los documentos básicos de la red de instrumentos legales armada por Inglaterra para imponer sus reglas de juego a la Argentina en todo el Atlántico Sudoccidental está plasmada básicamente en los Acuerdos de Madrid de 1989/1990 y en el paralelo Tratado Bilateral de Inversiones (TBI) de 1990; y sus convenios conexos o derivados.²

El fortalecimiento de la posición británica – y la consiguiente desubicación argentina – se fue afianzado especialmente durante la década del '90 a través de esa batería de instrumentos bilaterales que se acordaron paralelamente con y para el avance de Londres en el plano de los hechos consumados.

Desde este punto de vista tales convenios cumplieron y cumplen un rol funcional en la medida que el Foreign Office avanza y consolida su reformulación del estatuto de las Islas mientras rechaza toda negociación sobre la cuestión de la Soberanía.

El tiempo no es neutro y la posición más ventajosa de Inglaterra en la Cuestión de Malvinas se manifiesta hoy fundamentalmente en tres hechos:

1. Haber logrado dilatar sine die la discusión con la Argentina por la disputa de Soberanía mientras avanza en el proceso de pseudo independencia de los isleños en el ámbito del Comité de Descolonización de Naciones Unidas, que llevaría a la constitución de un Estado artificial británico en el Atlántico Sur.

2. Haber avanzado consecuentemente en su intento de colocar a los kelpers como supuestos representantes independentistas. Y

3. Haber ampliado y consolidado su control sobre las comunicaciones y sobre los recursos económicos naturales de la Zona a la vez que afianzado el auto-sostenimiento financiero de las Islas, que incluye parte del costo de mantenimiento de la

² La naturaleza, alcance y gravedad de estos tratados está demostrada fundamentalmente en los trabajos magistrales del Dr. Julio González.

desproporcionada guarnición militar local. Una base británica que lo es también, por extensión, de la OTAN en el Atlántico Sur.

Estos progresos británicos no fueron sólo producto de la fuerza o la habilidad del Foreign Office sino también facilitados por la pasividad y el acompañamiento funcional de la política exterior argentina en la cuestión Malvinas³; y sus efectos básicos no se han revertido hasta la fecha.

Inglaterra utilizó de tal modo estos puntos de apoyo para organizar la instauración de un gobierno local supuestamente «autónomo» y, paralelamente, aumentar su explotación de los recursos marinos y sus mecanismos de contralor de las comunicaciones en el Atlántico Sudoccidental.

Necesidad de una nueva estrategia.

La presencia e influencia creciente del Reino Unido en las Islas Malvinas y toda su zona de influencia constituye un complejo y gravísimo problema para la Argentina, que va más allá de los legítimos derechos históricos y jurídicos que le asisten a nuestro país porque afecta directamente aspectos específicos de nuestra realidad como Nación: la Geopolítica Argentina del Atlántico Sur, la sustracción en gran escala de nuestros recursos naturales (fundamentalmente pesca e hidrocarburos) y la Defensa Nacional, debido a la presencia de una poderosa base militar frente al territorio argentino.

El soporte fáctico del poder británico en el Atlántico Sudoccidental descansa así en el poder militar propio de su base en Malvinas y en la apoyatura de su alianza con los Estados Unidos para el control marítimo de las rutas de navegación hacia la Antártida y los pasajes interoceánicos Atlántico-Pacífico.

Tales son los lineamientos de base que se amparan en la trama jurídico-política post-Malvinas tejida por el Foreign Office contra la Argentina y que nuestro país necesita revertir.

³ Principalmente bajo el gobierno Menem, primero durante la breve presencia de Cavallo al frente de la Cancillería y luego durante la prolongada gestión de Guido di Tella.

Pero no es con anuncios mediáticos efectistas ni con medidas ampulosas anodinas – sin efectos prácticos en materia política y económica – que la Argentina va a poder replantear este desfavorable cuadro de situación sino tratando de desarticular esa trama del Foreign Office allí donde, en lo inmediato, afecte concretamente los intereses británicos.

Si el gobierno Kirchner quiere realmente confrontar y no convivir vegetativamente con el Conflicto de Malvinas tiene alternativas concretas y propias para hacerlo, con las cuales demostraría no sólo su verdadera voluntad de revertir los términos de la cuestión sino también su decisión política de liberarse el sistema de tratados desiguales firmados con Gran Bretaña.

En esa tesitura, la Argentina puede y debiera adoptar por lo menos tres decisiones clave:

1. Suspender de inmediato el convenio de Comunicaciones Aéreas y Marítimas de Julio de 1999, interrumpiendo particularmente el vuelo por territorio argentino y con escala en Río Gallegos hacia las Islas que se realiza desde Punta Arenas, Chile.

2. Suspender la vigencia de los Tratados de Madrid I y II – de Octubre/89 y Febrero/90 respectivamente – y elevar ambos documentos a la consideración del Congreso de la Nación para su ratificación o rechazo.

3. Proponer al Congreso la denuncia del Tratado sobre Promoción y Protección de Inversiones con Gran Bretaña del 11.12.90.

Más aún, la Argentina debiera avanzar – con justificado derecho frente al robo de recursos naturales oceánicos que le pertenecen por parte de Inglaterra – en la instauración de una Cláusula Malvinas en todos los contratos de compra y venta, sean públicos o privados, que se realicen con empresas que tengan y/o puedan tener conflicto de intereses por su relación con las Islas.

Dicha cláusula debiera incluirse como condicionante en todos los contratos sobre inversiones, bienes y servicios dejando cons-

tancia, con carácter de declaración jurada, que la empresa signataria no tiene, directa ni indirectamente, relación con firmas ni con operaciones de negocios con las Islas.

El falseamiento de alguna de estas condiciones sería causal de nulidad del contrato respectivo, con las consecuencias legales y económicas del caso.

De esta manera quedaría sancionado un nuevo régimen de tratamiento de los intereses económicos y financieros entre Argentina e Inglaterra sobre la base de diferenciar las operaciones de negocio en territorio nacional según la existencia o no de vinculaciones cruzadas con las Islas.

Esta cláusula regiría, lógicamente, no sólo para empresas argentinas y británicas sino también de terceros países: toda empresa que tenga relación con negocios en las Islas queda inhibida de realizar negocios en la Argentina.

El sentido de esta Cláusula Malvinas es simple: la permanencia británica y su explotación de recursos naturales en la zona implica un robo de recursos que pertenecen a la Argentina y nuestro país tiene entonces derecho a diferenciar el comportamiento de todas las empresas directa o indirectamente involucradas en tales perjuicios al país.

Quedaría consecuentemente trazada una «divisoria de aguas» entre negocios compatibles y no compatibles con el daño que nuestro país sufre por sustracción de recursos que le son propios.

Y constituiría un mensaje lógico para el Reino Unido señalando que existe un doble régimen en las relaciones bilaterales: con y sin problema Malvinas.

Sería una forma de plantearle el dilema de fondo a Inglaterra de que si mantiene su empeño en la usurpación de las Islas va a ir perdiendo gradualmente terreno en sus intereses en la Argentina.

Este tipo de hechos concretos y relevantes sería, por otra parte, prueba de la efectiva voluntad de un Gobierno Argentino de confrontar la Cuestión Malvinas contra Inglaterra.

Vulnerabilidad britanica en las islas.

La gran vulnerabilidad o desventaja de las Islas para Gran Bretaña reside principalmente en su aislamiento geográfico, con la consiguiente necesidad de resolver, por un lado, el problema de las grandes distancias en sus líneas de comunicación marítimas y aéreas; y por otro, el problema de la rentabilidad de los proyectos de inversión allí sin disponer de la infra-estructura del Continente.

Este tema debiera ser explotado necesaria y formalmente por la Argentina.

En la medida que la Argentina no adopte medidas concretas que ataquen los problemas de fondo que hacen a sus reivindicaciones, que no desarme la red de convenios bilaterales existentes - que no actúan en beneficio de nuestro país - y que le siga facilitando así a Inglaterra el mantenimiento de sus reglas de juego en la Cuestión Malvinas, la probabilidad de llegar a negociaciones sobre la disputa de Soberanía se irá alejando cada vez más.

Acentuar el aislamiento de la Islas, como forma de aumentar el costo de sostenimiento de las mismas por parte de Inglaterra - particularmente de su guarnición militar - no es sólo una opción sino una necesidad en la estrategia a seguir por el conflicto de las Islas.

En función de lo explicado, la Argentina tiene dos fuertes cartas de presión a su favor para intentar forzar los términos de negociación con Gran Bretaña por la Cuestión Malvinas:

1. La citada situación de aislamiento que afecta las comunicaciones y las restricciones para el desarrollo económico de las islas.

2. El hecho que los intereses británicos en el Continente son más grandes y concretos que los futuros de las Islas, de modo que nuestro país puede hacer pesar que todo avance unilateral de las decisiones del gobierno de Londres en el Atlántico Sur tenga repercusiones negativas para los intereses ingleses en el territorio Argentino.

Es la «gran carta» que el Gobierno Militar no jugó debidamente durante la Guerra de 1982, cuando polarizó y circunscribió el conflicto al teatro de operaciones oceánico mientras el mayor factor de presión lo tenía contra los intereses británicos en el Continente.

De este modo nuestro país le plantearía a Inglaterra el dilema de fondo que nunca se ha atacado verdaderamente hasta el presente: que mientras el Reino Unido mantenga su intransigencia en la Cuestión de Malvinas iría perdiendo progresivamente las ventajas de sus intereses globales en la Argentina..

Índices de los tomos ya publicados de *Problemática de la Deuda Pública Argentina*

I. LA DEUDA BAJO LA ADMINISTRACIÓN KIRCHNER

<i>Prefacio</i>	5
<i>Introducción. Problemática de la Deuda Pública Argentina</i> <i>(22.2.2000)</i>	7
Capítulo 1. El Megacanje Kirchner: Balance y Perspectivas (14.2.2006)	13
Capítulo 2. El pago al FMI por el Gobierno Kirchner (20.12.2005) ..	31
Capítulo 3. El Quantum de los Intereses de la Deuda Pública (25.10.2005)	43
Capítulo 4. El verdadero Monto de la Deuda Pública (17.10.2005)	55
Capítulo 5. La Trampa de la Deuda más cara (16.8.2005)	61
Capítulo 6. ¿Qué pide el FMI y por qué lo pide? (13.7.2005)	71
Capítulo 7. El nuevo Endeudamiento Público después del Megacanje Kirchner (28.6.2005)	81
Capítulo 8. ¿Qué significa la salida del default? (2.6.2005)	91
Capítulo 9. ¿Por qué está trabado el Megacanje Kirchner? (4.5.2005)	99
Capítulo 10. El verdadero resultado del Megacanje Kirchner (1.4.2005)	111
Capítulo 11. La nueva Inflación en la Argentina (10.3.2005)	121
Capítulo 12. Inconsistencias en los anuncios oficiales del Megacanje Kirchner (7.3.2005)	129
Capítulo 13. El negociado del nuevo Megacanje en su punto crítico. ¿Qué significa reestructurar una Deuda impagable? (15.2.2005)	137

Capítulo 14. Nuevo Megacanje y FMI: ¿el engaño como Política de Gobierno? (16.12.2004).	145
Capítulo 15. El Gobierno frente a la encrucijada de la Deuda (23.11.2004).	151
Capítulo 16. Deuda Pública y Presupuesto 2005 (17.10.2004).	157
Capítulo 17. El nuevo Megacanje y el rol del FMI (23.9.2004).	171
Capítulo 18. ¿Resistencia verdadera o falsa frente al FMI? (19.8.2004).	189
Capítulo 19. El nuevo Megacanje de Deuda Pública (18.7.2004). ...	203
Capítulo 20. Dubai Plus: el nuevo Plan Brady para la Argentina (20.6.2004).	215
Capítulo 21. El Gatopardismo de la Deuda: ¿qué se negocia con los Acreedores? (15.4.2004).	239
Capítulo 22. Kirchner: se acabó el recreo (25.3.2004).	249
Capítulo 23. Kirchner y el próximo Acuerdo con los Acreedores (18.3.2004).	261
Capítulo 24. Kirchner ante el próximo Acuerdo con los Acreedores (20.1.2004).	271
Capítulo 25. El Acuerdo del Gobierno con los Bancos (20.12.2003).	281
Capítulo 26. Acuerdo con el FMI y propuesta a los Acreedores (4.10.2003).	291
Capítulo 27. Panorama Financiero Argentino. (Agosto 2003).	301

TRABAJOS ANEXOS

<i>Introducción.</i>	307
Anexo 1. La Ley 24.156 de Administración Financiera del Estado y la capacidad de repago del Sector Público (4.2.2002).	309
Anexo 2. El fracaso del Plan Brady (Marzo 2000).	313
Anexo 3. La Doctrina Espeche sobre Deuda Externa (4.12.2003).	331
Anexo 4. Inflación y Deuda Pública (14.5.2006).	337

II. MEGACANJE Y CRISIS DE LA DEUDA 2001

<i>Prefacio</i>	5
-----------------------	---

PARTE I

MEGACAMJE Y CRISIS DE LA DEUDA 2001

Capítulo 1. Costo financiero fiscal del Megacanje de Junio/2001 (25.7.2002).	13
Capítulo 2. Borrador de alternativas frente al problema de la Deuda (3.5.2005).	21
Capítulo 3. Informe sobre Presupuesto y Economía 2004-2005 (25.12.2004).	25
Capítulo 4. Información Estadística sobre Deuda Pública (7.12.2004).	31
Capítulo 5. Evolución de la Deuda Pública (31.8.2004).	35
Capítulo 6. Censo de Acreedores de la Deuda Pública (24.8.2004). ..	45
Capítulo 7. Entrevista para la revista <i>Sociedad & Comunidad</i> del 27.7.04.	49
Capítulo 8. Interrogantes sobre la Propuesta de Dubai. La oferta a los Acreedores «no cierra». (2.3.2004).	55
Capítulo 9. ¿La Crisis Financiera del 2001 (3.1.2004).	61
Capítulo 10. El «blindaje» de fines del 2000 (3.11.2003).	75
Capítulo 11. La Crisis de la Deuda argentina (23.10.2003).	87
Capítulo 12. Monto de la Deuda Pública (22.7.2003).	91
Capítulo 13. El nuevo Gobierno Kirchner frente al problema de la Deuda (11.6.2003).	97
Capítulo 14. Problemática de la Deuda Pública: Crisis y Alternativas (28.2.2003).	103
Capítulo 15. Deuda Pública y Acuerdo con el FMI (20.2.2003).	131
Capítulo 16. La contratación de un Asesor Financiero para la Deuda Externa (18.1.2003).	139

Capítulo 17. La Cesación de Pagos del Gobierno Rodríguez Saá (31.3.2002).	155
Capítulo 18. Deuda y Crisis Político-Institucional (4.2.2004).	163

PARTE II

TRABAJOS PARA LA AUDITORÍA GENERAL DE LA NACIÓN (AGN)

<i>Prefacio: El rol de la Auditoría General de la Nación.</i>	181
Capítulo 19. La operación de Canje de Deuda Pública del 1.6.01 en el contexto de la Crisis de Deuda de la Argentina (23.12.2001). ..	187
Capítulo 20. Operación de canje de Deuda Pública del 1.6.01. Conclusiones de la Auditoría General de la Nación (23.12.2001). .	197
Capítulo 21. Canje de Deuda Pública de 19.6.2001. Conclusiones del informe de Auditoría de Gestión de Administración de Pasivos (7.3.2002).	217
Capítulo 22. Notas internas varias del autor en la AGN sobre el Megacanje del 2001 (8.2.2002).	249

TRABAJOS ANEXOS A LA PARTE II

Anexo 1. Extracto del proyecto de informe de Auditoría de Gestión de Administración de Pasivos. Canje de Deuda Pública 1.6.2001 (21.8.2001).	263
Anexo 2. La Ley 24.156 de Administración Financiera del Estado y la capacidad de repago del sector público (21.5.2004).	267
Anexo 3. Novedades sobre el juicio por el Megacanje.	269

PARTE III

TRABAJOS RECIENTES DEL AUTOR

<i>Prefacio.</i>	279
Capítulo 23. La Verdadera Deuda Pública Argentina (15.7.2007).	281
Apéndice 1. Principales datos recordatorios.	299

Apéndice 2. Megacanje gobierno Kirchner (Junio de 2005).....	291
Apéndice 3. Stock o saldo Deuda Pública Argentina (Estado Nacional) al 31.12.2006.	293
Capítulo 24. La deuda cuasi-fiscal del Banco Central (2.6.2007).	295
Capítulo 25. La economía post Megacanje Kirchner. La «Política Secreta» del Gobierno: ¿Un plan de ajusta al revés? (7.12.2006).	307
Capítulo Conferencia del Licenciado Héctor L. Giuliano: «La Deuda después del Megacanje Kirchner» (26.10.2006).	321
<i>Nota final</i>	349

III. DEUDA, MONEDA Y USURA

<i>Prefacio</i>	7
-----------------------	---

PARTE I

TRABAJOS SOBRE DEUDA PÚBLICA

Capítulo 1. Conferencia sobre deuda externa ilegítima (20.9.2005).	13
Capítulo 2. Ideas-eje sobre la problemática de la Deuda Pública Argentina: crisis de la deuda y alternativas posibles de solución (21.6.2004).	19
Capítulo 3. La Deuda de los Estados subnacionales (10.3.2004).	27
Capítulo 4. Transferencia de divisas al exterior y crisis de deuda 2001 (20.12.2003).	31
Capítulo 5. Proyecciones de la Deuda Pública (31.10.2003).	63
Capítulo 6. Conferencia sobre la deuda externa pública (14.5.2003).	73
Capítulo 7. Panorama financiero y político de la Argentina en América del Sur (12.1.2003).	85
Capítulo 8. La Deuda Externa: el libreto y sus protagonistas (28.12.2002).	99

Capítulo 9. Deuda Externa y Política Económica (7.12.2002).	113
Capítulo 10. Deuda Externa y Presupuesto 2003 (6.12.2002).	117
Capítulo 11. La crisis de la deuda y las negociaciones con el FMI (29.11.2002).	121
Capítulo 12. Diagnóstico y Propuesto sobre Deuda Pública (21.10.2002).	125
Capítulo 13. La Argentina frente al problema de la Deuda Externa (30.7.2002).	131
Capítulo 14. Una estrategia alternativa para renegociación de la Deuda Pública (22.11.2001).	139
Capítulo 15. Diagnóstico y alternativas frente al problema de la Deuda Pública (Agosto 2001).	157
Capítulo 16. Proyecto de ley (PL) sobre déficit fiscal cero CD-68/01 (24.7.2001).	165
Capítulo 17. Deuda Externa versus Estado de Derecho (12.7.2001). .	169
Capítulo 18. Canje de Deuda Pública y Ley de Solvencia Fiscal (4.7.2001).	173
Capítulo 19. Canje de deuda y pre-condiciones del nuevo endeudamiento (16.6.2001).	179
Capítulo 20. Borrador de ideas sobre el Mega-canje de Deuda Pública 1.6.2001 (15.6.2001).	185
Capítulo 21. El aumento de los intereses de la Deuda Pública después del canje de bonos del 1.6.2001 (13.6.2001).	189
Capítulo 22. Canje de Deuda Pública de junio de 2001 (1.6.2001).	193
Capítulo 23. Crisis de deuda y finanzas públicas argentinas (11.5.2001).	205
Capítulo 24. Monto y proyecciones de la Deuda Pública Argentina (28.2.2001).	213
Capítulo 25. Exposición sobre problemática de la Deuda Pública (18.12.2000).	227
Capítulo 26. Observaciones y comentarios sobre el presupuesto 2001 (6.12.2000).	233
Capítulo 27. La crisis de Deuda del Gobierno de la Alianza.....	237
Capítulo 28. Deuda externa: la lógica de la usura (1.7.2000).	241

Capítulo 29. Informe sobre proyecto de ley de Presupuesto del PEN para 1999. Deuda Pública, intereses y balanza de pagos (24.11.1999).	243
Capítulo 30. Informe sobre el proyecto de ley de Presupuesto para 1998 (Pág. 249 – 16.12.1997).	249
Capítulo 31. Problemática del plan argentino de convertibilidad (20.3.1997).	255
Capítulo 32. La Deuda Externa: nuestro Tratado de Versalles (7.1.1985).	263

PARTE II

TRABAJOS SOBRE MONEDA Y USURA

Capítulo 33. Replanteo de la cuestión de la usura (27.1.2004).	287
Capítulo 34. Informe sobre propuesta de trabajo acerca de la deuda (19.5.2004).	299
Capítulo 35. Ponencia sobre la definición del dinero (28.1.2004). ...	303
Capítulo 36. Informe sobre emisión monetaria y presupuesto 2004 (31.10.2003).	307
Capítulo 37. Proyecto Bono de Trabajo (BT) (30.8.1999).	311

PARTE III

TRABAJOS RECIENTES DEL AUTOR

Capítulo 38. Crisis de deuda y política de dólar alto (2.6.2008)	319
Capítulo 39. La verdadera Deuda Pública de la administración Kirchner (22.4.2008).	323
Capítulo 40. Causas financieras de la inflación argentina: la Deuda como factor inflacionario (11.4.2008).	329
Capítulo 41. Carta de lectores de fecha 4.12.2007 (4.12.2007).	337
Capítulo 42. Política de Estado relativa a la Deuda Pública (23.8.2007).	339
Capítulo 43. Conferencia sobre la cuestión financiera de la Deuda Pública (Julio 2007).	343

IV. LA DEUDA, POST-MEGACANJE KIRCHNER

<i>Prefacio</i>	9
<i>Prólogo</i>	11

PARTE I

TRABAJOS GENERALES SOBRE EL TEMA DE LA DEUDA

Capítulo 1. Inflación y Deuda Pública (5.5.2008)	19
Capítulo 2. Deuda Pública Argentina (11-4-2008)	23
Capítulo 3. La inflación argentina hoy (11.4.2008)	25
Capítulo 4. Evolución de la Deuda Pública (5.5.2008)	27
Capítulo 5. Deuda y Economía (11.7.2008)	29
Capítulo 6. El fracaso del megacanje Kirchner de 2005 (20.11.2008) ..	31
Capítulo 7. Nueva prórroga de la Ley de Emergencia Económica (24.11.2008)	43
Capítulo 8. Subsidios 2009 (22.2.2009)	47
Capítulo 9. Los intereses de la Deuda Pública año 2009 (23.2.2009)	51
Capítulo 10. La Deuda Pública hoy (20.3.2009)	53
Capítulo 11. El problema de los vencimientos de la deuda pública en el año 2009 (30.3.2009)	57
Capítulo 12. Ponencia sobre replanteo de la Deuda Pública Argentina (8.4.2009)	69
Capítulo 13. Proyecto de Ley sobre Deuda Pública de las Provincias (28.8.2009)	73
Capítulo 14. Evolución de la Deuda Pública Argentina 2001-2009 (30.9.2009)	77
Capítulo 15. El nuevo endeudamiento del gobierno Kirchner 2009 (9.11.2009)	79

Capítulo 16. Deuda pública y reservas del Banco Central (13.1.2010). .87	
Capítulo 17. Deuda Pública y censo de acreedores (28.1.2010).	107
Capítulo 18. Reservas y Desarrollo Económico: ¿Uso de divisas o moneda paralela? (7.2.2010).	111
Capítulo 19. El canje de los Holdouts 2010 (20.2.2010).	125
Capítulo 20. Datos de base sobre el Impuesto al Cheque (23.4.2010).	133
Capítulo 21. Coparticipación de impuestos y ATN (27.4.2010). ...	137
Capítulo 22. Proyecto de Ley sobre Fondo de Desendeudamiento (7.5.2010).	141
Capítulo 23. Algunos datos del Presupuesto 2010 (15.7.2010).	145
Capítulo 24. La crisis de Deuda Argentina de 2001 (15.7.2010).	147
Capítulo 25. La crisis financiera europea (15.7.2010).	149
Capítulo 26. El Plan de ajuste en España (16.7.2010).	151
Capítulo 27. Deuda Pública y censo de acreedores (28.1.2010).	153
Capítulo 28. ANSES – 82% Móvil y Juicios (20.7.2010).	155
Capítulo 29. Observaciones, Comentarios y Aportes a la polémica sobre la nota de Zlotogwiazda del 24.7.2010 en <i>Revista 23</i> . (15.8.2010).	157
Capítulo 30. La trampa del desendeudamiento público (26.9.2010).	163
Capítulo 31. Excedentes de recaudación fiscal (14.10.2010).	171
Capítulo 32. Jubilaciones al 82% del Salario Móvil (17.10.2010).	173
Capítulo 33. El dilema de la Deuda Pública Argentina (20.10.2010).	175
Capítulo 34. Nueva Deuda Pública de la Provincia de Buenos Aires (22.10.2010).	177
Capítulo 35. Desendeudamiento Provincial (23.10.2010).	179
Capítulo 36. Deuda externa: ilegalidad del pago con reservas (26.10.2010).	181
Capítulo 37. Reflexiones sobre la actual Inflación Argentina (13.11.2010).	185
Capítulo 38. ¿Qué significa la Deuda Intra-Estado? (16.11.2010) ...	191

PARTE II

TRABAJOS ANTERIORES DEL AUTOR

Capítulo 1. Deudas Públicas Provinciales (2.5.2000)	199
Capítulo 2. Observaciones y comentarios sobre presupuesto de 2001 (6.12.2000)	201
Capítulo 3. Informe complementario adicional sobre Presupuesto 2001 (11.5.2001)	205
Capítulo 4. Día de la Industria: Borrador de Ideas (5.9.2001) . ..	209
Capítulo 5. Día de la Industria (2.9.2002)	211
Capítulo 6. Datos sobre Deuda Pública (23.4.2003)	219
Capítulo 7. Conceptos y terminología presupuestaria (18.3.2004)	225
Capítulo 8. Presupuesto 2004: Datos básicos sobre gasto público (19.3.2004)	231
Capítulo 9. Ley responsabilidad fiscal (17.6.2004)	237
Capítulo 10. Informaciones y datos sobre Mercosur (30.8.2004)	253
Capítulo 11. Ley de Prohibición de la apertura Megacanje (17.2.2005)	259
Capítulo 12. Situación de la Deuda Pública Argentina después del Megacanje de Febrero de 2005 (3.3.2005)	263
Capítulo 13. Pago de la Argentina al FMI (8.8.2005)	271
Capítulo 14. Anuncios de Kirchner sobre el FMI (9.8.2005)	275
Capítulo 15. Deuda Pública Provincia de Buenos Aires (13.9.2005)	277
Capítulo 16. Comentarios sobre el informe económico de Banco Río 2005 (25.1.2006)	283
Capítulo 17. Opinión sobre el fallo de la Cámara del 6.11.07 en la causa del Megacanje de Junio de 2001 (20.11.2007)	289
Capítulo 18. Recurso de amparo sobre Deuda Pública: Complemento (27.11.2007)	299

PARTE III

TRABAJOS ESPECIALES DEL AUTOR

Capítulo 1. Aspectos económicos de la negociación por las Islas Malvinas (20.11.2000).	305
Capítulo 2. Informe sobre fondos de Santa Cruz y Oficina Anticorrupción (24.2.2006).	313
Capítulo 3. Profesor Alberto Tandurella: Un testimonio personal (12.3.2008).	321
Capítulo 4. Prologo de Giuliano al libro de Louge sobre Silvio Gesell (23.1.2009).	325

Nuevos trabajos a ser incorporados en los tomos siguientes:

- 2012.06.30 El aumento de la deuda pública
- 2012.07.20 ¿Qué pasa si liquidamos el Banco Central?
- 2012.08.10 Deuda pública y pago del Boden 2012
- 2012.08.29 La deuda externa privada
- 2012.09.15 Deuda pública oficial y realidad financiera fiscal
- 2012.09.22 Deuda pública y Presupuesto 2013
- 2012.09.29 La verdadera deuda del Presupuesto 2013
- 2012.10.20 La pesificación de deudas provinciales
- 2012.11.08 Holdouts: embargo de la fragata Libertad y fallo de Nueva York
- 2012.11.16 Holdouts y Megacanje 2005
- 2012.11.24 Holdouts: la alternativa de un nuevo default
- 2012.11.30 La victoria de los Holdouts
- 2012.12.10 Manifiesto de ideas-eje sobre el problema de la deuda pública argentina
- 2013.01.15 Fondos buitres y discurso K
- 2013.02.18 Deuda pública y déficit fiscal
- 2013.02.23 Deuda pública y ajuste fiscal
- 2013.03.23 Deuda externa: Holdouts y propuesta Argentina
- 2013.04.02 Efectos financieros de la deuda pública
- 2013.04.20 Deuda para todos – Parte I: La deuda pública nacional
- 2013.04.20 Deuda para todos – Parte II: Las cifras de la deuda pública nacional
- 2013.05.19 La cuestión de las reservas netas del Banco Central
- 2013.07.04 El aumento de la deuda pública en 2012 (1)
- 2013.07.04 El aumento de la deuda pública en 2012 (2)

- 2013.07.04 El aumento de la deuda pública en 2012 (3)
- 2013.07.27 Holdouts y próximo fallo de Nueva York
- 2013.08.08 Breve informe sobre sistema financiero argentino
- 2013.08.17 El ajuste para el pago de la deuda
- 2013.08.25 En torno al nuevo fallo sobre los Holdouts
- 2013.08.31 Deuda, holdouts y discurso CFK
- 2013.09.05 Holdouts: la alternativa de un nuevo default
- 2013.09.20 Deuda pública y presupuesto 2014
- 2013.09.25 En torno a un artículo del senador Calcagno sobre la deuda pública argentina
- 2013.09.26 Respuestas sobre la cuestión de la deuda pública argentina
- 2013.09.27 Problemática actual de la deuda pública argentina
- 2013.10.02 Alerta roja sobre el Banco Central
- 2013.10.17 Deuda pública y elecciones 2013
- 2013.10.18 Entrevista sobre la «Deuda Externa»
- 2013.10.18 Evolución de la Deuda Pública Argentina
- 2013.11.02 Deuda pública y arreglos del CIADI
- 2013.11.17 La deuda pública al 30.6.2013
- 2013.11.23 Aclaraciones sobre el problema de la deuda pública
- 2013.11.23 En torno a una nota del Dr. Treber sobre la deuda externa
- 2013.12.15 Cambios de gabinete y re-endeudamiento público
- 2013.12.23 En torno a un informe del GEENAP sobre la deuda pública
- 2014.01.17 Informe sobre vencimientos de capital de la Deuda Pública Argentina en 2014
- 2014.01.20 La crisis de deuda del verano 2014
- 2014.01.24 Dólar y crisis de deuda pública
- 2014.01.26 Informe sobre títulos públicos en cartera del BCRA
- 2014.01.31 Cuadro de situación de la crisis de deuda 2014
- 2014.02.02 Manifiesto: el problema es la deuda
- 2014.02.09 La crisis de la deuda K

- 2014.02.14 Deuda pública, inflación y salarios reales
- 2014.03.03 Deuda pública y discurso CFK
- 2014.03.24 Default o más deuda pública
- 2014.04.01 Deuda, ajuste y Banco Central
- 2014.04.14 La ola de endeudamiento público K
- 2014.05.04 Banco Central y deuda pública 2014
- 2014.05.29 Dólar y nueva deuda externa
- 2014.05.31 Deuda y nuevo arreglo con el Club de París
- 2014.06.04 Congreso, Presupuesto y Club de París
- 2014.06.07 El acuerdo secreto con el Club de París
- 2014.06.10 El acuerdo secreto con el Club de París (Síntesis)
- 2014.06.12 Club de París y Ministerio de Economía
- 2014.06.18 Fallo de la Corte y alternativa de un nuevo default
- 2014.06.25 Holdouts: default o más deuda.
- 2014.06.28 La Argentina tiene que ir al default
- 2014.07.04 Holdouts: la Argentina no tiene nada que negociar
- 2014.07.09 Tres observaciones sobre las Lebac/Nobac
- 2014.07.11 Deuda pública y Banco central 2014
- 2014.07.25 Fallo Griesa y nuevo default argentino
- 2014.08.22 Fallo Griesa y estrategia K
- 2014.08.25 Fallo Griesa y discurso K
- 2014.09.03 Holdouts: fallo Griesa y proyecto de ley al Congreso
- 2014.09.05 Deuda y gasto público corriente
- 2014.09.20 Deuda pública y presupuesto 2015
- 2014.09.23 ¿Pago soberano o comisión investigadora?
- 2014.09.24 Anexo al artículo «¿Pago soberano o comisión investigadora?»
- 2014.10.03 Deuda pública: comisión investigadora ya!
- 2014.10.06 Síntesis sobre la posición de reservas del BCRA hoy
- 2014.10.12 La cuestión de la ley de pago soberano
- 2014.11.02 Holdouts: el libreto y sus protagonistas

- 2014.11.03 La nueva deuda por Bonad 2016
- 2014.11.08 Deuda externa y retraso cambiario
- 2014.11.14 Deuda externa y tasa de interés
- 2014.11.28 La nueva deuda externa 2014
- 2014.12.04 Boden 2015 y re-endeudamiento K
- 2014.12.07 La nueva deuda en Bonar 2014
- 2014.12.09 Bases para un «Compromiso por la transferencia fiscal»
- 2014.12.10 Interrogantes sobre la recompra de los Boden 2015
- 2014.12.13 Boden 2015: resultados del canje
- 2014.12.20 La des-investigación de la deuda pública
- 2014.12.26 La deuda pública del 2015
- 2015.01.02 Holdouts: cláusula RUFO y año 2015.
- 2015.01.08 La deuda pública al 30.6.2014
- 2015.01.30 Fondos buitres y causa Amia
- 2015.02.16 Deuda, Banco Central y China
- 2015.02.28 ¿Quién va a pagar la deuda K?
- 2015.03.01 La deuda pública en el año 2015
- 2015.03.03 Deuda pública y discurso CFK
- 2015.03.07 La deuda bajo la administración Kirchner
- 2015.03.19 Respuesta al artículo de Asiain sobre la deuda pública
- 2015.04.03 La nueva deuda pública por Bonac
- 2015.04.06 Los vencimientos de la deuda pública
- 2015.04.25 La nueva deuda por Bonar 24
- 2015.04.29 La comisión investigadora de la deuda
- 2015.05.08 El misterio de la deuda pública nacional
- 2015.06.09 Dialéctica de la deuda K
- 2015.06.27 La política de re-endeudamiento K
- 2015.07.09 El aumento de la deuda pública en 2014.
- 2015.07.16 Grecia y Argentina: analogías y diferencias
- 2015.08.20 Descapitalización K del Banco Central

- 2015.09.09 El Default de la Deuda intra-Estado
- 2015.09.11 La resolución de la ONU sobre reestructuraciones de deuda
- 2015.09.26 Deuda pública y Presupuesto 2016
- 2015.10.10 Finale furioso, a toda deuda
- 2015.10.15 Breve informe sobre la Deuda Pública Argentina
- 2015.10.21 Deuda pública y elecciones 2015
- 2015.11.12 Deuda y balotaje Macri-Scioli
- 2015.11.27 Deuda pública y nuevo gobierno Macri
- 2015.12.12 El aumento de la deuda pública en 2015
- 2015.12.18 Salida del cepo con más deuda pública
- 2015.12.26 La nueva deuda pública por importaciones
- 2015.12.29 Deuda pública y letras en el Banco Central
- 2016.01.02 Deuda pública y salarios reales
- 2016.01.02 Deuda-devaluación-inflación y cuestión salarial
- 2016.01.09 Deuda por letras del Banco Central
- 2016.01.15 Deuda pública y ajuste salarial
- 2016.01.30 La deuda pública de la provincia de Buenos Aires
- 2016.02.03 Banco central: «recapitalización» con deuda externa
- 2016.02.07 La propuesta de Macri a los holdouts
- 2016.02.12 La nueva deuda externa del Banco Central
- 2016.02.19 Deuda externa para obras públicas en pesos
- 2016.02.23 La rendición a los Holdouts
- 2016.02.28 Acuerdos secretos con los Holdouts
- 2016.03.05 Informe sobre el Proyecto de Acuerdo con los Holdouts (1)
- 2016.03.06 Informe sobre el Proyecto de Acuerdo con los Holdouts (4)
- 2016.03.06 Informe sobre el Proyecto de Acuerdo con los Holdouts (3)
- 2016.03.06 Informe sobre el Proyecto de Acuerdo con los Holdouts (2)
- 2016.03.07 Informe sobre el Proyecto de Acuerdo con los Holdouts (5)
- 2016.03.08 Informe sobre el Proyecto de Acuerdo con los Holdouts (6)
- 2016.03.10 Informe sobre el Proyecto de Acuerdo con los Holdouts (7)

- 2016.03.14 Holdouts y acuerdo del Congreso
- 2016.03.21 Senado: Exposición sobre el Proyecto de Ley de Acuerdo con los Holdouts
- 2016.03.23 Informe sobre el Dictamen de diputados acerca del Acuerdo con los Holdouts
- 2016.04.02 Holdouts: rendición financiera y más deuda
- 2016.04.04 Respuesta sobre Deuda Pública y Deuda Externa
- 2016.04.09 Informe sobre el Proyecto Rodríguez Saá acerca de la Deuda Pública
- 2016.04.13 La nueva deuda secreta del Banco Central
- 2016.05.01 Mega-emisión de bonos para pagar a los Holdouts
- 2016.05.06 Deuda externa y rol del Banco Central
- 2016.05.21 El tándem del endeudamiento Kirchner-Macri
- 2016.06.03 Nueva deuda externa y atraso cambiario
- 2016.06.29 La Deuda Pública del Gobierno
- 2016.07.08 Deuda Pública 2016 sin presupuesto
- 2016.07.14 Continuidad de la Deuda Kirchner - Macri
- 2016.07.17 La política de sobre-endeudamiento Macri
- 2016.07.27 Una Ley de Trabajo muy especial
- 2016.07.29 La Deuda del Banco Central por LEBAC
- 2016.08.13 El Quantum de la Deuda Macri
- 2016.09.17 Deuda Pública y Presupuesto 2017
- 2016.10.18 Deuda Perpetua Macri
- 2016.10.21 La Deuda Pública Macri en 2016
- 2016.12.04 El estribillo de la Deuda Heredada
- 2016.12.21 Actualización de la Deuda Pública Macri
- 2016.12.27 El nuevo Ministerio de la Deuda Pública
- 2017.01.09 Macri: La Deuda como objetivo de Gobierno
- 2017.01.28 Deuda Externa y Dólar Barato
- 2017.02.10 Mega-endeudamiento Macri: Enero 2017

- 2017.02.22 Deudas y Reservas del Banco Central
- 2017.02.26 Deuda Pública y Negación de la realidad
- 2017.03.03 Deuda, dólar y comercio exterior
- 2017.03.10 En torno al problema del Atraso Cambiario
- 2017.03.22 Atraso cambiario por intervención del Banco Central
- 2017.04.01 Incidencia real de los intereses sobre el Gasto Público
- 2017.04.11 Versión taquigráfica de la exposición del Lic. Héctor Giuliano en el programa «Contracara» – Canal TLV1
- 2017.04.12 La nueva Deuda Externa Macri
- 2017.04.29 El aumento de la Deuda Pública en 2016
- 2017.05.12 La Deuda Pública: ¿Consecuencia o causa del Déficit Fiscal?
- 2017.05.26 La Deuda Pública Kirchner-Macri

