

Università di Siena

Osservatorio internazionale sul debito

Serie: Relazioni a convegni

Numero: 1/2020



**OSSERVATORIO
INTERNAZIONALE
SUL DEBITO**

**VIGENCIA DEL PASADO Y PRESENTE DEL
ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ARGENTINO**

Dario Tropeano

Universidad Nacional del Comahue, Argentina



VIGENCIA DEL PASADO Y PRESENTE DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ARGENTINO¹

Dario Tropeano

Universidad Nacional del Comahue, Argentina

RESUMEN: 1. El Marco Introdutorio – 2. Cómo se gestó el endeudamiento de Argentina – 3. Deuda para todos – 4. El nivel de deuda pública y su composición – 5. Conclusiones

1. El Marco Introdutorio

La Republica Argentina se ha transformado en el primer País en el mundo que defaultea (en forma directa o indirecta)² su deuda pública en dos oportunidades durante el presente siglo.

Luego de una ardua renegociación del *default* asumido en el año 2001, y los sucesivos canjes de títulos públicos como resultado de aquel ³, el País atravesó un largo, tortuoso y desgastante litigio judicial ante el Juez de la Corte del Distrito Sur de New York, Thomas Griesa. Allí, acreedores especulativos o denominados popularmente “fondos buitres”⁴ que adquirieron una parte de los títulos públicos ya en *default* litigaron durante casi 10 años con la Argentina tratando de recuperar el 100% del capital más los intereses pactados⁵. Esa batalla judicial dio

¹ La presente fue expuesta en el marco del Congreso “Organismos para la Gestión de la Crisis de la Empresa, la Banca y el Estado” desarrollado en la Universidad de Siena, Italia los días 16/17/18 de septiembre del año 2019 en el marco del panel “Gestión del Endeudamiento del Estado”. La misma incorpora a los cuadros de Power Point con los slide respectivos y un resumen teórico a los fines de una explicación más detallada de ellos, como asimismo información adicional.

² El *default* del año 2001 (el más importante de la historia por su magnitud económica, hasta el de Grecia en el año 2015 que lo superó en monto) viene ahora acumularse que el reciente “reperfilamiento” anunciado en el mes de Agosto del año 2019 por la anterior gestión del Presidente Mauricio Macri, y el reciente anuncio de reestructuración -voluntaria – propuesto por el nuevo Presidente Alberto Fernandez.

³ En el año 2005 y 2010 se entregaron nuevos títulos de deuda a los acreedores privados resultado de la renegociación de la deuda en *default*, que importaban quitas de capital, modificación de intereses y plazos de espera.

⁴ Se trata de fondos de inversión de alto riesgo denominados “vulture funds” o “holdout”, los cuales adquieren títulos en *default* a reducidos valores de emisión (compran títulos de deuda a valores del 20 al 40% de su valor de emisión) se niegan a negociar con el deudor a través de un proceso “*pari passu*”, es decir en las mismas condiciones que los demás. El resultado de su actuación es la pretensión del cobro del 100% del capital más intereses, lo cual determina el reclamo judicial en la jurisdicción pactada en los títulos de deuda, generalmente Londres o New York.

⁵ Aproximadamente el 7% de los acreedores originales no ingresaron a los canjes de deuda de los años 2005/10, reclamando judicialmente en los Tribunales de New York el 100% del capital nominal y los intereses acumulados



origen a sendas resoluciones de la ONU , en los años 2014 y 2015 donde por mayoría absoluta⁶ se dispuso , en la primera , establecer un mecanismo de reestructuración de deudas soberanas de los Estados , y un año posterior , fijar 9 principios⁷ de reestructuración de deuda soberana que deberán respetarse en dichas situaciones . Se trato de un avance histórico en el desarrollo de la civilización humana en tanto resulta un contrasentido que a esta altura del desarrollo de la humanidad, un Estado nación no pueda reestructurar sus deudas al igual que una persona humana o una empresa comercial.

. Dicho reclamo llego hasta la Corte Suprema de Justicia de los EEUU que denegó el caso para la Argentina en el año 2014 . El Presidente Mauricio Macri , a los 60 días de asumir el cargo pago el total de capital e intereses a los holdouts , junto a las costas del juicio . La rentabilidad de la inversión para ellos fue de 3 dólares por cada dólar invertido .

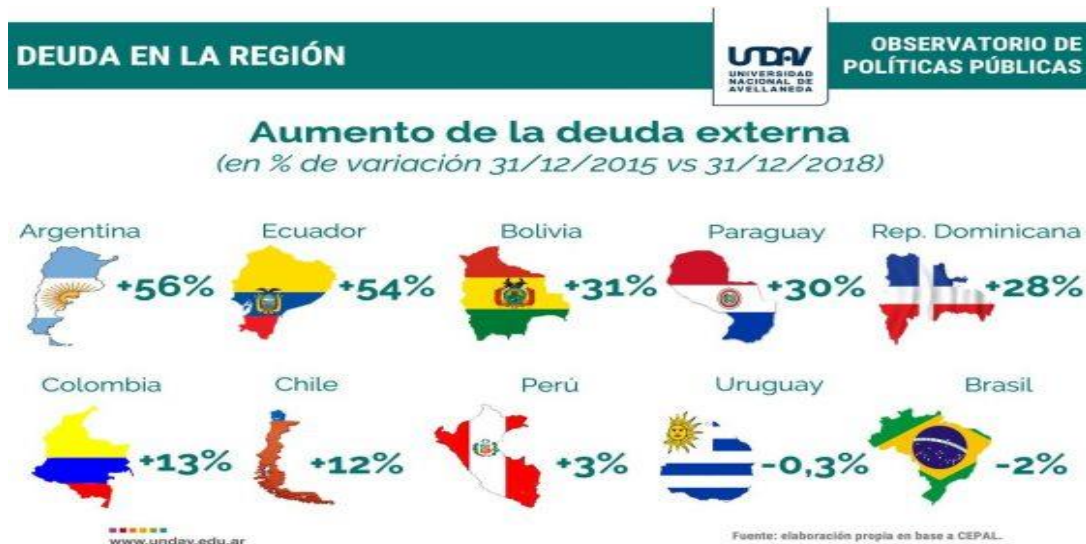
⁶ Grupo de los 77 * China

⁷ Un Estado soberano tiene derecho, en el ejercicio de su facultad discrecional, a elaborar sus políticas macroeconómicas, incluida la reestructuración de su deuda soberana, derecho que no debe verse frustrado ni obstaculizado por medidas abusivas. La reestructuración debe hacerse como último recurso, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores. El principio de que el deudor soberano y todos sus acreedores deben actuar de buena fe implica su participación en negociaciones constructivas de reestructuración de la deuda soberana y en otras etapas del proceso con el propósito de restablecer la sostenibilidad de la deuda y el servicio de la deuda de manera rápida y duradera y de obtener el apoyo de una masa crítica de acreedores mediante un diálogo constructivo acerca de las condiciones de la reestructuración. El principio de la transparencia debe promoverse para aumentar la rendición de cuentas de los interesados, lo que puede lograrse compartiendo oportunamente tanto datos como procesos relacionados con la renegociación de la deuda soberana. El principio de la imparcialidad exige que todas las instituciones y agentes involucrados en las reestructuraciones de la deuda soberana, incluso a nivel regional, de conformidad con sus mandatos respectivos, sean independientes y se abstengan de ejercer toda influencia indebida en el proceso y en otros interesados o de realizar actos que generen conflictos de interés o corrupción o ambos. El principio del trato equitativo impone a los Estados la obligación de abstenerse de discriminar arbitrariamente a los acreedores, a menos que la diferencia de trato esté justificada conforme a derecho, sea razonable y se corresponda con las características del crédito, garantice la igualdad entre los acreedores y sea examinada por todos los acreedores. Los acreedores tienen derecho a recibir el mismo trato en proporción con su crédito y con las características de este. Ningún acreedor o grupo de acreedores debe ser excluido a priori del proceso de reestructuración de la deuda soberana. El principio de la inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución en materia de reestructuración de la deuda soberana es un derecho de los Estados ante los tribunales internos extranjeros, y las excepciones deberán interpretarse de manera restrictiva. El principio de la legitimidad implica que al establecer instituciones y realizar operaciones relacionadas con la reestructuración de la deuda soberana se deben respetar, en todos los niveles, los requisitos de inclusión y el estado de derecho. Los términos y condiciones de los contratos originales seguirán siendo válidos hasta que sean modificados mediante un acuerdo de reestructuración. El principio de la sostenibilidad significa que las reestructuraciones de la deuda soberana deben realizarse de manera oportuna y eficiente y crear una situación de endeudamiento estable en el Estado deudor, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores y a la vez promoviendo el crecimiento económico sostenido e inclusivo y el desarrollo sostenible, minimizando los costos económicos y sociales, garantizando la estabilidad del sistema financiero internacional y respetando los derechos humanos.

El Principio que la L reestructuración por mayoría implica que los acuerdos de reestructuración de la deuda soberana que sean aprobados por una mayoría cualificada de los acreedores de un Estado no se verán afectados, perjudicados u obstaculizados de otro modo por otros Estados o por una minoría no representativa de acreedores, que deben respetar las decisiones adoptadas por la mayoría de los acreedores. Debe alentarse a los Estados a que incluyan cláusulas de acción colectiva en sus emisiones de deuda soberana.



A pesar de esa dramática situación histórica, la Argentina comenzó en el año 2016 el proceso de endeudamiento público mundial más acelerado de los años 2016-2018, como lo muestra el cuadro que a continuación se consigna:



2. Cómo se gestó el endeudamiento de Argentina

El País comenzó un verdadero *raid* de endeudamiento público iniciada la gestión del Presidente Mauricio Macri en el mes de Diciembre del año 2015. Solo durante su primer año de mandato, en el año 2016 emitió U\$S 50.000 compuesto en un 60% por deuda en moneda extranjera (dólar) y el resto en moneda local, el peso.

La base del “sistema de endeudamiento público”⁸ principalmente se estructuró en moneda extranjera (dólares) que eran tomados a altas tasas de interés internacionales que promediaron entre el 7 y 8 % anual⁹ ingresando al Banco Central. En el marco de un proceso inflacionario

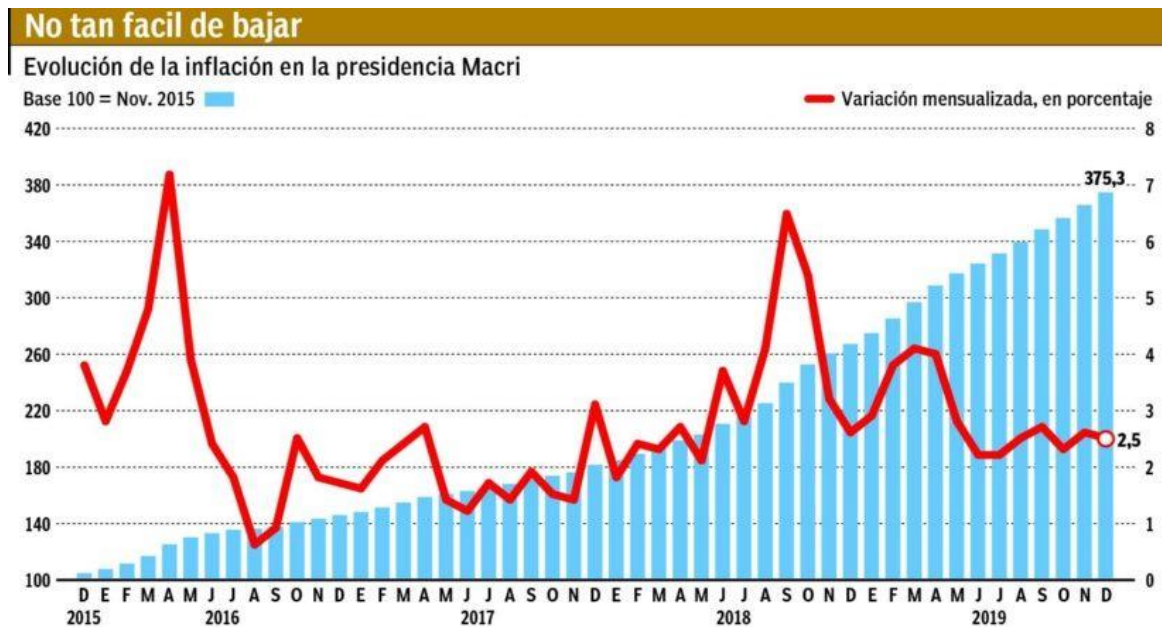
⁸ Consideramos que en realidad se trata de un “ sistema de deuda “ con proyecciones geopolíticas, en tanto en un País de la dimensión territorial y recursos como la Republica Argentina, la deuda resulta una herramienta de postración y retardo histórico para el crecimiento y desarrollo, asegurando un destino de exportador de materias primas cuyos precios son definidos por los principales actores del comercio internacional, relegando todo proceso de evolución científica y tecnológica.

⁹ Adviértanos que economías del tamaño de Argentina o similares pagan tasas de entre el 2 al 4% anual, en el marco de una caída generalizada de las mismas, donde las tasas negativas se expanden aceleradamente tanto en Europa como en los EEUU.



creciente, el Estado nacional pagaba altas tasas de interés emitiendo a través del banco central de la republica Argentina títulos públicos de vencimiento a cortísimo plazo¹⁰.

Aquí un detalla de la evolución de la inflación años 2015/2019:



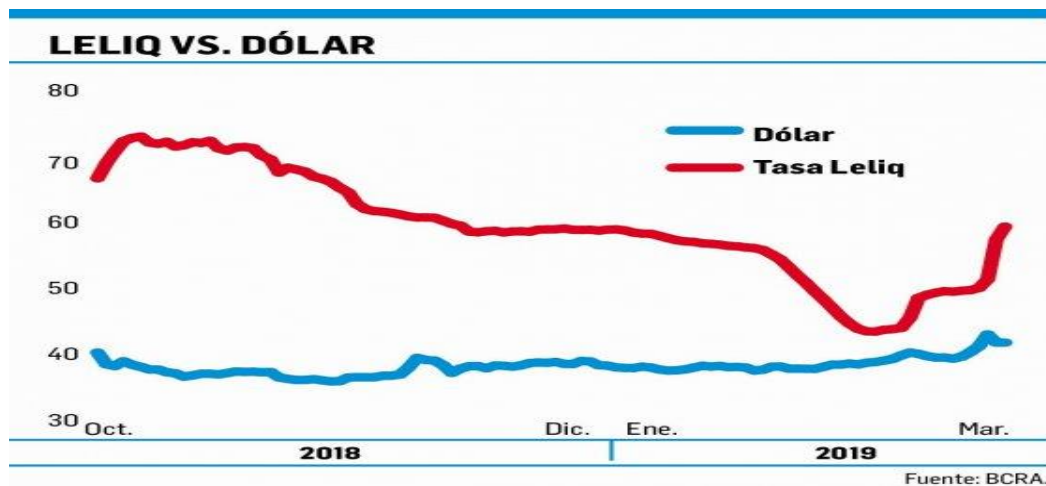
Esa superutilidad o superganancias en pesos que realizaban bancos , inversores extranjeros , o grandes empresas eran convertidas a dólares adquiridos al Banco Central , el cual se nutria de deuda pública en moneda extranjera que había sido tomada por la republica Argentina . Quiere decir que el banco central se endeudaba en pesos altísimas tasas de interés (a traves del banco central que emitía esos títulos) y luego era el mismo Banco Central quien vendía los dólares a los inversores que habían obtenido altísimas ganancias en pesos (durante los periodos en que el dólar se mantenía a valor estable) los cuales los retiraban del País . De esta forma , los inversores extranjeros que ingresaban por ej : US\$ 100.000.000 en el mes de abril del año 2017 , recibían pesos que colocaban en títulos del BCRA¹¹ , y 120 días después retiraban los pesos con intereses ganados comprando dólares al BCRA con ganancias del 3,5 al 4% mensual en dólares .

¹⁰ Títulos del banco Central como las Lebacs o Leliqs llegaron a pagar tasas de interés en pesos del 73% anual , llegando a pagarse intereses durante el año 2019 sólo por los títulos denominados Leliq una cifra cercana a los US\$ 8.500 MD . El vencimiento de estos títulos oscilaban entre los 7 y 15 días .

¹¹ Banco Central de la Republica Argentina .



Veamos un comparativo en la evolución entre la tasa de interés del bono denominado Leliq y el dólar estadounidense años 2018/19 para cotejar el proceso explicado. En el cuadro vemos claramente como la tasa de interés en pesos supera ampliamente el valor de dólar, lo que permite convertir las utilidades en pesos a dólares que se mantienen estables, obteniendo un altísima rentabilidad en esta última moneda.



La cuestión de fondo entonces que ha dado origen al endeudamiento externo fue la política de compra de Reservas Internacionales (dólares) con deuda (externa) y la trampa consiguiente de arbitraje entre tipo de cambio y tasas de Interés.

Reiteramos en detalle más desarrollado :

- El BCRA sube y mantiene elevadas las Tasas de Interés locales – concretamente, la Tasa de Interés de Referencia que paga por las Lebacks o leliqs ¹²
- La liberación total del mercado de cambios, permitiendo que los inversores ingresen libremente dólares (para comprar deuda) y puedan recomprarlos al BCRA libremente, sin plazos de restricción entre el ingreso de divisas y la salida de ellas ¹³. De esta forma el libre movimiento de entrada y salida de fondos de inversión, habilito que ingresar e irse del país cuando lo desean y sin cargo alguno.

¹² Las tasas internas de retorno mas alta del mundo para un País de las características de la Argentina.

¹³ La desestabilización cambiaria que ello produce en momentos de corrida financiera – cuando los inversores deciden desarmar sus posiciones en pesos y salir en manada a comprar dólares al BCRA – por riesgos políticos internos o advertencias de los mercados de la incapacidad del BCRA de contar con dólares para la reventa, provoca inmediatamente devaluaciones de la moneda Nacional (el peso) y ello se traduce directamente a los precios internos (la Historia de inflación de la Argentina indica que la formación de precios internos se vincula a la evolución del dólar).



c) Con esta combinación de altas tasas y volatilidad se estimula y produce la entrada de grandes capitales especulativo-financieros – masas de dinero no vinculadas a la actividad económica física o real sino aplicadas al lucro por inversiones financieras autónomas – y con ello el BCRA genera dos fortísimas distorsiones o desequilibrios paralelos:

1- Por un lado, estas divisas aumentan *artificialmente* el stock de las Reservas del BCRA porque se trata de reservas transitorias y expuestas a un egreso tan sorpresivo .

2- Además , dicho ingreso de capitales especulativos genera un mayor endeudamiento del BCRA, que es la entidad pública por la que ingresan al País dichos fondos , que son atraídos por las altísimas tasas de interés que paga el estado, no el mercado privado (aumento extraordinario del gasto público cuasi-fiscal).

De esta forma , la política de altas tasas de interés con garantía oficial de libre movilidad de capitales crea una doble y gravísima vulnerabilidad al BCRA: menor proporción de reservas propias y mayor Deuda de corto plazo.

d) Los capitales financieros ingresados compraron títulos del BCRA (Leliq y Lebacs a través de los Bancos Privados que son los primeros tomadores de ellos , los intermediarios del negocio de prestarle pesos al BCRA contra altas tasas de interés (lo que aumenta el crédito de los bancos con el estado , siendo acreedor neto de capital , lo que genera como consecuencia reducir drásticamente el crédito al sector privado . Este ultimo pagaba tasas de interés anual cercanas al 100 % en pesos .

e) Para optimizar la ecuación de ganancia a los capitales especulativos, el BCRA garantizo a los Bancos tenedores de las Leliq una triple ventaja:

1- Mantener un piso suficientemente elevado de tasas de interés a pagar aunque el nivel real de las tasas es siempre superior a ese porcentaje.

2- Garantizo a los Bancos – y por como consecuencia a a los capitales financieros que operan a través de esos Bancos – una estabilidad relativa del tipo de cambio (Dólar), de modo que la incidencia posible de cualquier devaluación del peso no les afecte en forma significativa sus niveles de rentabilidad.

3- Le aseguro la garantía de estabilidad cambiaria por medio de contratos de Dólar a Futuro (fijando la cotización de la moneda estadounidense hacia el futuro , a cierto tiempo vista), de modo que si se produjera cualquier devaluación del peso Argentino los acreedores quedan a



cubierto de tales variaciones. Una verdadero seguro de cambio para ellos, pagado con reservas del BCRA .

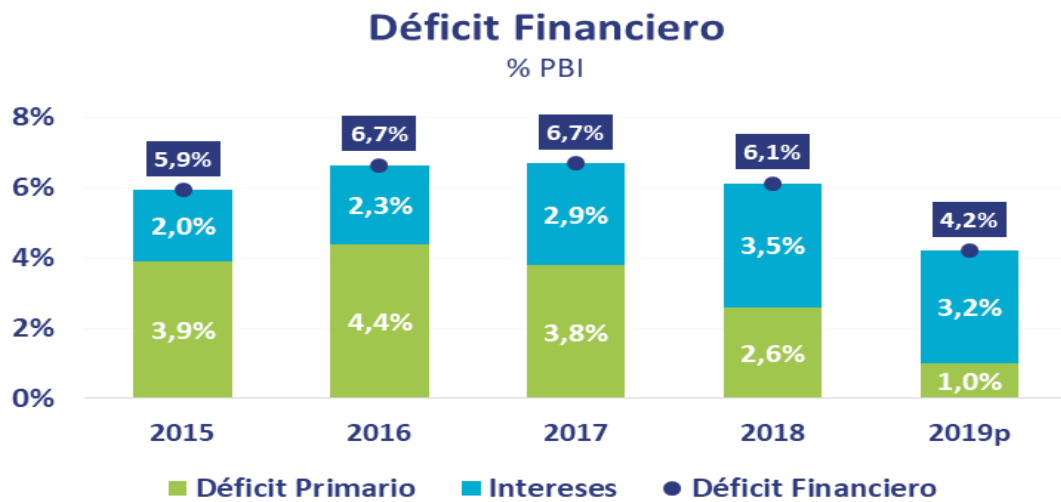
f) Cubierto así el riesgo cambiario a los capitales especulativos de carácter temporarios , el BCRA garantizo además el riesgo financiero propiamente dicho del correlativo negocio interno de los Bancos que operan en el Pais tomadores de Leliq y Lebacs y otros instrumentos financieros . Y para ello no sólo les garantizo – como ya explicamos más arriba - un piso alto de las tasas de interés sino que además les permitió a las entidades financieras utilizar esos títulos públicos para integrar los encajes indisponibles¹⁴ por depósitos, lo que constituye un empapelamiento acelerado con títulos públicos de tales encajes, cosa que aumenta el peligro sistémico en caso de una corrida bancaria por retiro masivo de pesos para pasarse a dólares.

g) La resultante directa del aumento de la tasa de la política monetaria del BCRA resulto un mayor costo financiero generalizado – que se transmite y provoco una fuerte recesión en la Economía Nacional – y que en lo inmediato incrementa el stock de los pasivos remunerados del BCRA (títulos e instrumentos de deuda emitidos por el BCRA), con mayor presión por alto costo de sus Intereses a Pagar.

El gasto publico secundario se incrementa sensiblemente dado que aumenta exponencialmente el gasto financiero del Estado por la incidencia creciente del pago de intereses de deuda .

El cuadro que exponemos muestra claramente el déficit financiero del estado nacional por el aumento sustancial del pago de intereses de deuda publico en el periodo 2015-2019 . Nótese como disminuye el déficit primario de los gastos estatales (gastos generales que se reducen por efecto d elas políticas de ajuste estructural)

¹⁴ El porcentaje de capital inmovilizado que los bancos deben mantener en el BCRA a los fines de atender necesidades de liquidez en caso de apuros o emergencias



h) Bajo estas variables con tasas de interés extraordinariamente altas – vencimiento de títulos de cortísimo plazo como ya lo explicáramos – garantía de estabilidad cambiaria y títulos en poder de los bancos operando como encajes bancarios (reserva bancaria indisponible en el BCRA en caso de necesidades inmediatas por parte de estos) el Banco Central Argentino fue condicionado e inmovilizado para lograr se encuentre impedido de adoptar decisiones autónomas en materia de política financiera.

EL BCRA carecía de tiempo de respuesta frente a una masa extraordinaria de títulos de deuda pública Nacional que vencían cada 7 o 15 días (esos vencimiento rondaban entre los U\$S 300 a U\$S 400 millones de dólares) y cuyas renovaciones llegaron a ser diarias...así es : diariamente .

El pase a dólares de los inversores especulativos entonces era continuo y el Estado nacional a través del BCRA se dotaba de dólares a través de deuda externa, en tanto sus exportaciones no aseguraban un stock de ingresos de dólares por mercadería exportada . Ello en tanto el Gobierno nacional fue liberando , prácticamente desde que asumió el poder , la obligación de los exportadores de reingresar las divisas por exportaciones (dólares o euros) ¹⁵

i) En este contexto, el BCRA , frente a una devaluación profunda durante los meses de Mayo a Junio del año 2018 el FMI , el BCRA pierde sistemáticamente una parte sustancial de sus reservas en dólares . Los inversores financieros cambian sus ganancias en pesos vendiendo los títulos públicos disponibles y el BCRA vende masiva y libremente dólares, para que puedan

¹⁵ En el año 2017 libero totalmente dicha obligación, no existiendo para los exportadores necesidad de ingresar los dólares o euros percibidos por sus ventas al exterior . Ello redujo la posibilidad del BCRA de contar con dólares para atender el juego financiero detallado .



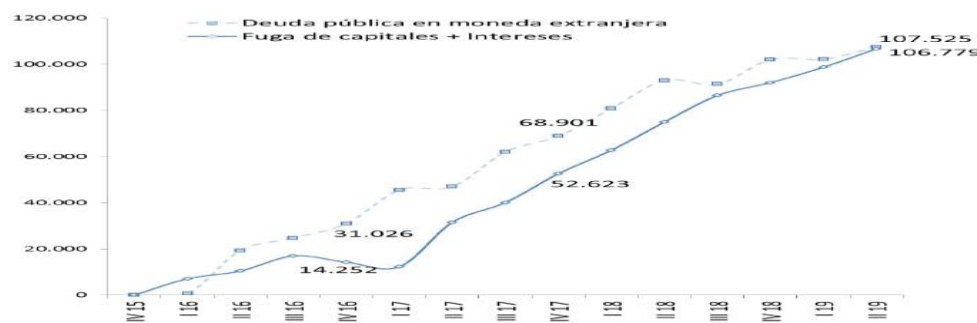
salir del País. No se aplican restricciones cambiarias ¹⁶ y ello genera un colapso de reservas que obliga al Gobierno de ese entonces a pedir auxilia del FMI¹⁷.

Ante esa situación el FMI anuncia un crédito *stand by*¹⁸ de hasta 57.1000 millones de dólares, tomando la Argentina hasta la fecha la suma de U\$S 44.000 MM.

El destino de esos fondos salió del País en el proceso de fuga de capitales ¹⁹ que continuo hasta que el gobierno del Presidente Macri - sobre el final de su mandato – impone fuertes restricciones a la libre adquisición de moneda extranjera²⁰.

El cuadro que a continuación se muestra , evidencia con precisión la concordancia en el proceso de toma de deuda en moneda extranjera y la simultanea fuga de capitales del BCRA . Los números que muestra esta evolución prácticamente coinciden en ambos parámetros : toma de deuda en moneda extranjera y simultanea fuga de capitales del País

Stock acumulado de la deuda pública en moneda extranjera y valor acumulado de la fuga de capitales y de los intereses de la deuda IV trimestre 2015-II trimestre 2019 (en millones de USD)



Setiembre 2019 - Dr. Darío Tropeano

3. Deuda para todos

¹⁶ Límites a la compra de divisas externas , por plazo o por monto .

¹⁷ Por ese entonces la republica Argentina no adeudaba monto alguno al FMI , dado que en el año 2005 había pagado al organismo la totalidad de su deuda .

¹⁸ Es un acuerdo de derechos de giro, un instrumento de crédito usado por el FMI para otorgar préstamos a países de mercados emergentes más avanzados . Habitualmente utilizados en crisis de deuda de soberanos , con desequilibrios en la balanza de pago – escasas de divisas- , dólares que suelen utilizarse para pagar a inversores privados que se retiran del País emergente ante una crisis de deuda . Se presta condicionando al País receptor aplicar políticas de ajuste en los gastos públicos, privatizaciones y ajustes estructurales – Grecia – entre ellos legislación laboral y de pensiones . El objetivo no solo es asegurar el repago, sino introducir apertura de los mercados de los bienes públicos a los capitales extranjeros .

¹⁹ Dólares del BCRA que salen del País y son adquiridos por inversores financieros y empresas que remiten ganancias al exterior.

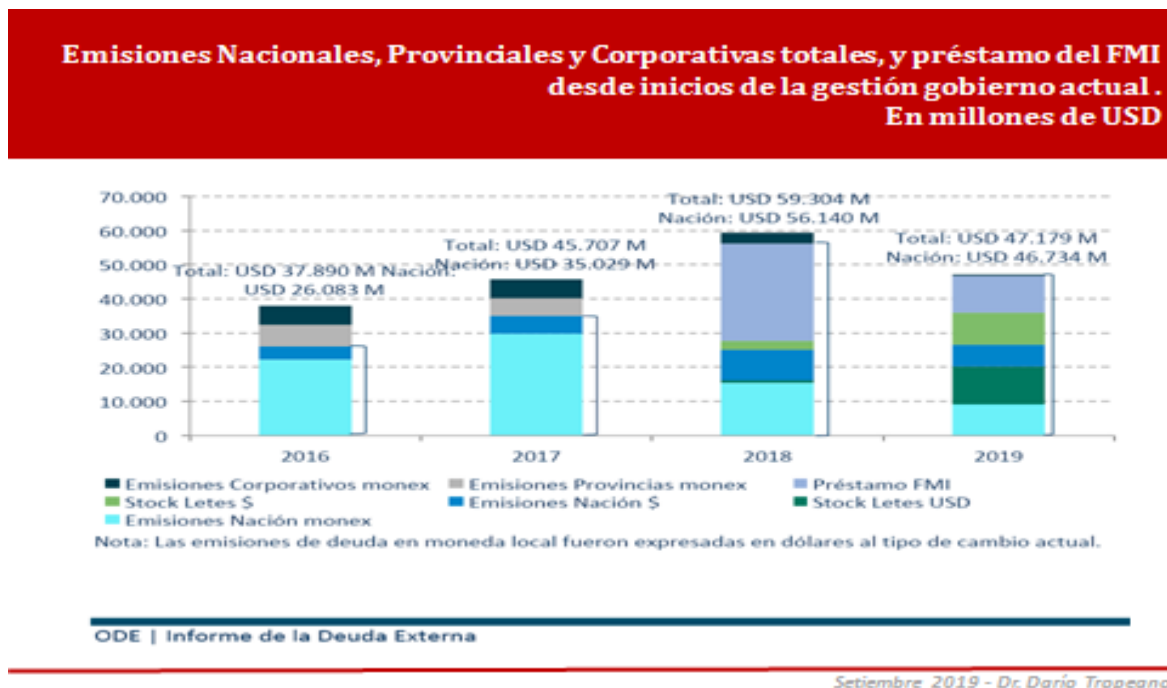
²⁰ En el mes de Octubre del año 2019 se dispuso que solamente podrán adquirirse mensualmente hasta U\$S 200 por persona , lo cual se mantiene durante la actual gestión del Presidente Alberto Fernandez .



El proceso de endeudamiento de la Republica Argentina (2016-2019) no fue solo del Estado Nacional , sino que todos los operadores económicos se endeudaron fuertemente : familias , estados Provinciales , empresas . Ese endeudamiento público lo fue en el caso de las personas humanas en pesos , y en el caso de la compañía y estados Provinciales en un alto porcentaje , en divisas extranjeras .

El Estado Nacional incentivo ese proceso, habilitando la toma de deuda sin restricciones.

El cuadro que a continuación se consigna evidencia ese fenómeno , medido en dólares estadounidenses :



Asimismo , el stock de deuda en moneda extranjera o nacional , por deuda corporativas , del estado nacional y los estados Provinciales , evidencia a las claras el fenómenos antes descrito : la predilección por deuda en moneda extranjera , lo cual resulta actualmente un condicionante en tanto el País y los operadores tomadores , no emiten la moneda de la obligación de pago .

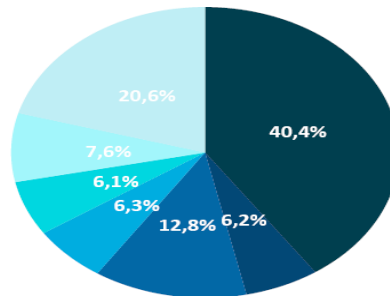


Emisiones Nacionales, Provinciales y Corporativas, y préstamo del FMI desde inicios de la gestión gobierno actual

Diciembre de 2015 a fines de junio de 2019

En porcentaje sobre el total

- Emisiones Nacionales en moneda extranjera
- Stock Letes Tesoro en moneda extranjera
- Emisiones Nacionales en moneda local
- Stock Letes Tesoro en moneda local
- Emisiones Provinciales en moneda extranjera
- Emisiones Corporativas en moneda extranjera
- Préstamo FMI en moneda extranjera



Nota: Las emisiones de deuda en moneda local fueron expresadas en dólares al tipo de cambio actual.

Setiembre 2019 - Dr. Darío Tropeano

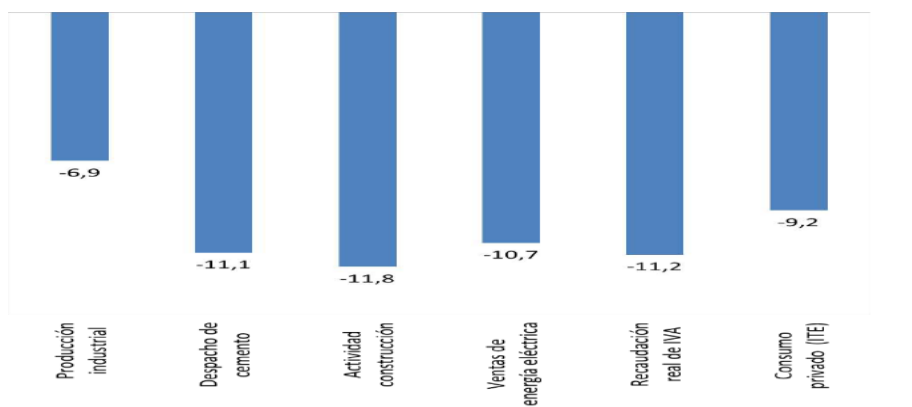
A partir del mes de Julio del año 2019 ²¹ 7 empresas quebraron (falencia) o presentaron su concurso de acreedores durante cada , en las principales ciudades industriales y comerciales de la republica Argentina , consecuencia de la grave situación económica financiera que aqueja al País . Solamente en el año 2019, el porcentaje de quiebras y concursos aumento el 44 % en todo el territorio nacional .

El cuadro que a continuación se expone muestra los efectos negativos de las políticas antes descriptas en la estructura social y económica de la Republica Argentina:

²¹ <https://mundoempresarial.com.ar/contenido/3712/7-empresas-quebran-o-entran-en-concurso-de-acreedores>



Variación interanual de diversos indicadores de producción y consumo, Junio 2019 (en %)



Setiembre 2019 - Dr. Darío Tropeano

4. El nivel de deuda pública y su composición

La sustentabilidad de la deuda se mide habitualmente en porcentajes del PBI ²², variando los porcentajes de la misma según los autores²³.

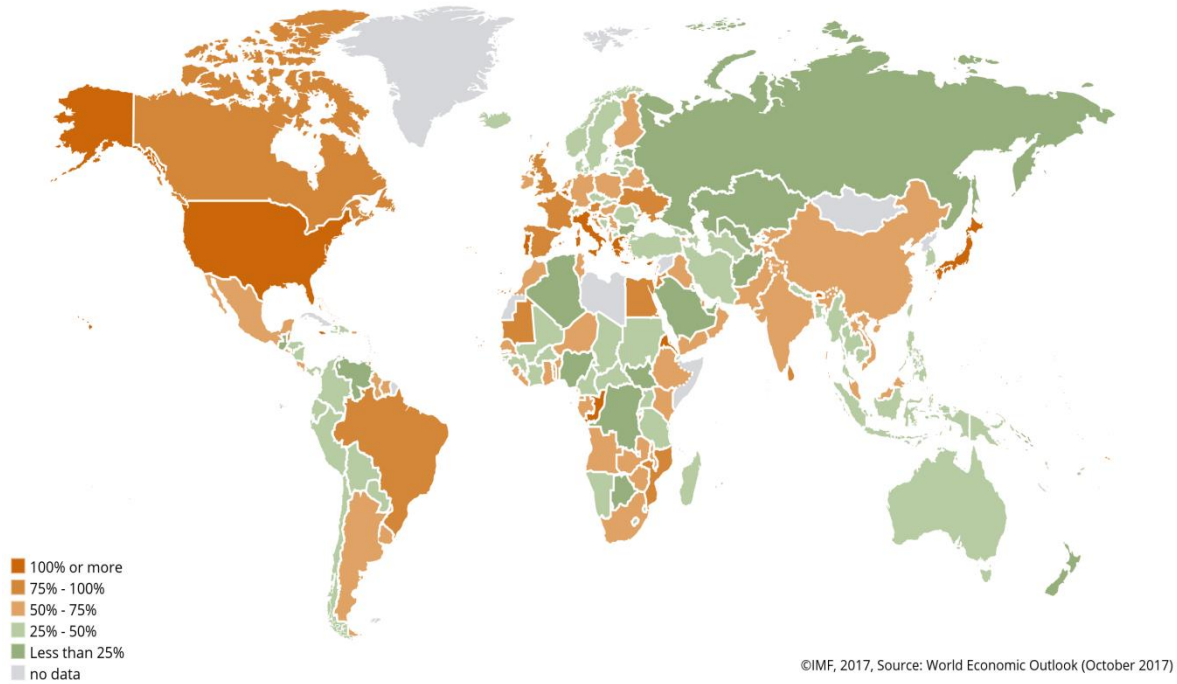
A continuación, a modo ejemplificativo, se muestra un cuadro comparativo por países al año 2018, con porcentajes de deuda de soberanos según PBI, que oscila en umbrales del menos del 25% al 100% o más.

²² Producto Bruto Interno.

²³ Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff escribieron en *Growth in a time of debt* (Crecimiento en un periodo de deuda) que el 90% del PBI es el límite para sostener las tasas de crecimiento de un País, luego del cual disminuyen. Bradford DeLong, ex secretario adjunto del Tesoro de EE UU, profesor de Economía en la Universidad de California en Berkeley e investigador asociado en la Oficina Nacional de Investigaciones Económicas, ha dicho que este porcentaje resulta una exageración, negado por la realidad empírica. https://elpais.com/economia/2013/05/03/actualidad/1367579590_687537.htm. El FMI publicó un informe en el año 2002- luego de la crisis de deuda Argentina – manifestando que el 40% del PBI resultaba un umbral prudente de deuda frente a PBI, En nuestra opinión, consideramos que entre el 40% al 50% es un porcentaje razonable de deuda en relación al PBI, aunque el mismo está íntimamente vinculado a la sostenibilidad fiscal del soberano, sobre todo en materia de balanza de pagos positiva, en el caso de mantener un stock de deuda pública elevada en moneda extranjera.



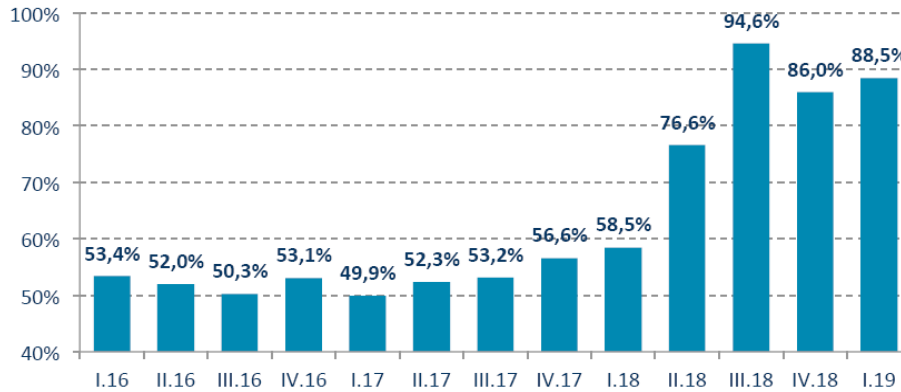
General government gross debt (Percent of GDP, 2018)



En el caso de la Argentina se evidencia en el cuadro el sustancial aumento (composición general de acreedores) de esta relación desde los inicios del Gobierno del Presidente Macri (2016) hasta bien entrado el año 2019.



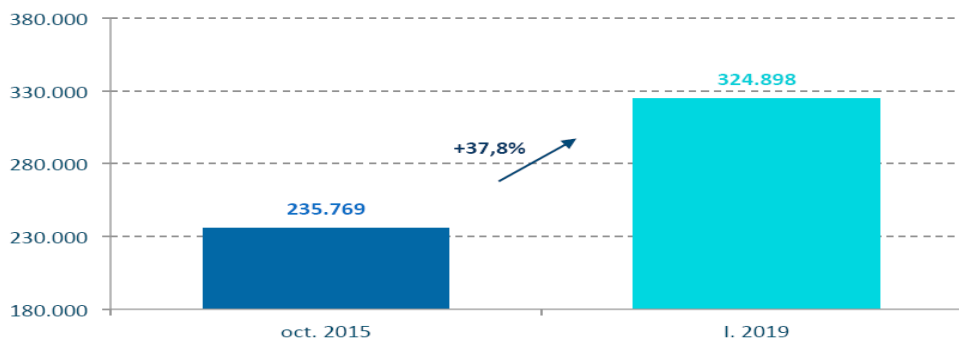
Ratio de deuda pública (incluye *holdouts* y *atrasos*) sobre PIB desde inicios de la gestión gobierno actual
En porcentaje



Setiembre 2019 - Dr. Dario Tropeano

La composición en la toma de deuda en el periodo 2016-2019 evidencia el incremento sustancial en moneda extranjera (dólares principalmente) que aumenta casi un 38 % en tres años, acumulando tanto los títulos emitidos en esa moneda a inversores externos , como así también el crédito recibido del FMI , como se detalla a continuación :

Stock de deuda pública (incluye *holdouts* y *atrasos* excepto para oct-15)
En millones de USD



Setiembre 2019 - Dr. Dario Tropeano

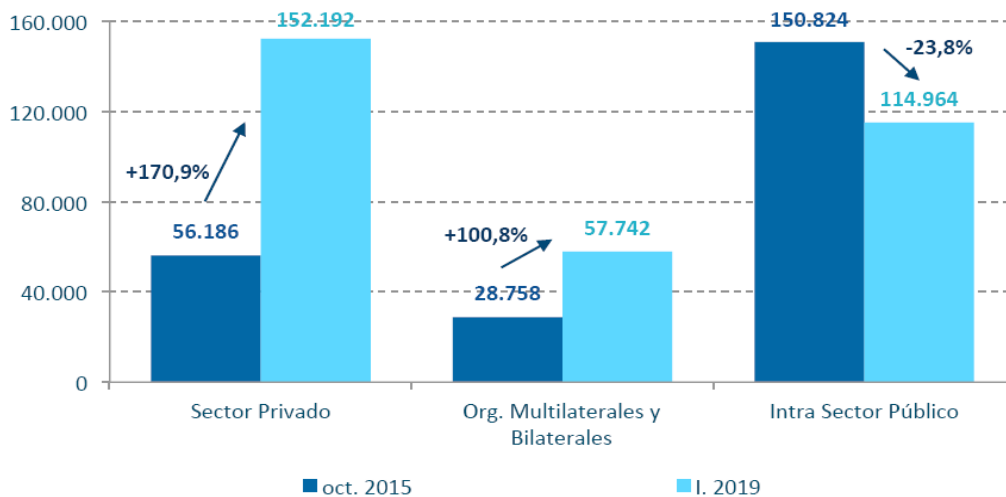
Asimismo si desagregamos la composición de los acreedores , observaremos que el aumento de la deuda pública con el sector privado (2015/19) (fue sustancial , como así también aumento



sensiblemente con organismos multilaterales (FMI , Banco Mundial , Banco Interamericano de fomento , etc) disminuyendo un 23,8% intra-sector público , lo cual evidencia que el endeudamiento público en moneda pesos tuvo una disminución frente a las monedas extranjeras . Ello marca una línea definida en cuanto a la forma y contenido en que se desarrollo “ el sistema de endeudamiento público“ que mencionamos en el punto 1 de este trabajo .

Consignamos el cuadro que evidencia el comparativo y la evolución de deuda por moneda:

Stock de Deuda Pública (incluye holdouts y atrasos excepto para oct-15) por acreedor
En millones de USD

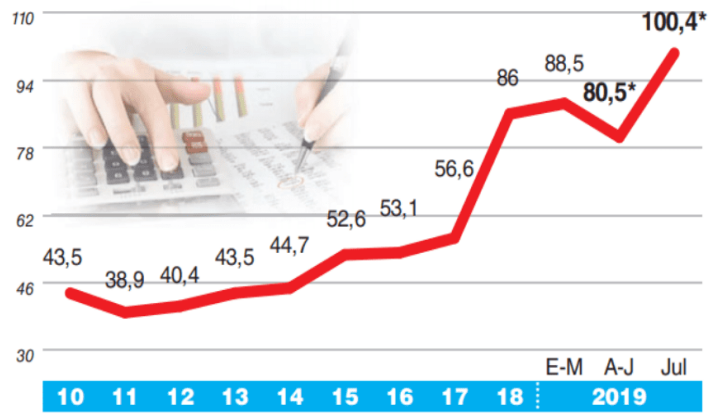


Setiembre 2019 - Dr. Darío Tropeano

En relación al PBI, la deuda pública Argentina ha superado el umbral del 100%, lo cual la torna insostenible y ha merecido el inicio del proceso de restructuración de la misma por la nueva gestión de gobierno.



En porcentaje del PBI



Fuente: Ministerio de Hacienda, *estimado y proyectado propio S. Ginandrea/BAE Negocios

Setiembre 2019 - Dr. Darío Tropeano

La variación hacia el aumento de deuda pública ha sido la más alta del mundo entre los años 2017/2018 como lo muestra la tabla comparativa por Países que se detalla a continuación.



TABLA. VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL, 2017-2018 (EN PORCENTAJES DEL PBI)

	3T 2017	3T 2018	Variación		3T 2017	3T 2018	Variación
Argentina	55,9	79,1	23,2	Tailandia	32,5	32,7	0,2
Brasil	81,6	87,3	5,7	México	35,4	35,6	0,2
Pakistán	67,1	71,2	4,1	Malasia	51,8	51,9	0,1
Singapur	112	115,7	3,7	Filipinas	39,7	39,8	0,1
Nigeria	21,3	24,1	2,8	Gana	57,2	56,9	-0,3
China	45,8	48,5	2,7	India	69	68,4	-0,6
Líbano	146,5	149,2	2,7	Israel	60,9	60,3	-0,6
Arabia	16,1	18,3	2,2	Rusia	15,9	15,1	-0,8
Sudáfrica	54,7	56,8	2,1	Emiratos Árabes Unidos	19,9	18,3	-1,6
Kenia	54	55,7	1,7	República Checa	38,1	36,4	-1,7
Turquía	30,6	32,3	1,7	Polonia	53,8	51,9	-1,9
Colombia	49,4	50,9	1,5	Reino Unido	103,5	101,3	-2,2
Indonesia	29	29,7	0,7	Ucrania	73,5	70,6	-2,9
Chile	24,8	25,5	0,7	Zona Euro	101,8	97,9	-3,9
Japón	222,4	223,1	0,7	Hungría	80	75,9	-4,1
Estados Unidos	100,2	100,8	0,6	Egipto	101,8	94,7	-7,1
Corea del Sur	39	39,2	0,2	Hong Kong	71	44,3	-26,7

Setiembre 2019 - Dr. Dario Tropeano

5. Conclusiones

La Argentina atraviesa la tercera ola de endeudamiento público ²⁴ con matices diferentes en este último caso. Las dos primeras olas de deuda se consolidaron mediante un *default* forzoso (año 2001) impuesto a los acreedores mediante el poder de imperio del Estado . Aquella negociación fue dura y prolongada, con quitas de capital pronunciadas, reducción de intereses y

²⁴ La primera en la década de 1980/90 , la segunda 1990/2001 y la tercera 2018/2019 bajo esquemas de política económica sustancialmente similares : liberación del mercado de cambios, endeudamiento público y desfinanciamiento del estado nacional con aumento sustancial de fuga de capitales de las reservas estatales .



plazos extendidos. La batalla judicial con los *holdouts* fue frontal, política²⁵ y dificultosa, y finalmente ganada por ello en los Tribunales de New York.

Hoy la Argentina busca una reestructuración ordenada y voluntaria con los acreedores en moneda extranjera – incluido el FMI , acreedor de carácter privilegiado - , sin definir aun las condiciones de oferta aun .

Para el premio Nobel de economía²⁶ la propuesta será sacrificada , si se consideran sus recientes declaraciones en el foro de Davos ²⁷ , donde afirmó que : *" La realidad es que va a haber quitas significativas. No puedo concebir un modelo razonable no diciendo que va a haber significativos recortes. Sería una fantasía pensar lo contrario... Los prestamistas deberían haber sabido del riesgo, es por eso que cobraron una tasa alta. No están siendo atacados por la espalda. Probablemente no hicieron la tarea, pero sabían que había un riesgo"*

No creo que hoy la Argentina esté en condiciones de negociar un acuerdo como el de los años 2005/2010, pero se evidencia una vez más , con claridad , la imperiosa necesidad de establecer un mecanismo internacional (a través de un Tribunal de imperio) de reestructuración de deuda soberana²⁸ , democratizando un sistema injusto que condiciona las posibilidades de los Países . Esperemos entonces que las condiciones políticas lo posibiliten en algún. momento, cercano.

²⁵ La batalla política fue librada internacionalmente por la Argentina , el G 77+ China y logro imponer por parte de la ONU los 9 principios de reestructuración de deuda soberana . En el frente interno nacional , los vultura fund desplegaron una estrategia mediática (en los medios de comunicación Argentinos y Extranjeros) compleja y de alto costo económico , intentando debilitar al gobierno de turno .

²⁶ Joseph Stigliz

²⁷ El 21/1/19

²⁸ Desde el año 2010 venimos trabajando es un proyecto que prevé un Tribunal internacional y las normas de procedimiento para llevar adelante dicha solución legal .