

LA DEUDA EXTERNA PRIVADA.¹

Por Héctor GIULIANO (29.8.2012)

Dentro de la cuestión de la Deuda Pública Argentina hay un tema al que se le presta poca atención tanto en su importancia propia como en su derivación a las finanzas del Estado por su incidencia sobre las reservas del Banco Central (BCRA).

Aunque no se lo menciona en forma expresa, el problema actual de la Deuda Externa Privada sería uno de los factores determinantes de las medidas de emergencia monetaria, financiera y bancaria que está adoptando hoy el gobierno Kirchner para contener los efectos de la nueva Crisis de Deuda que vive nuestro país.

DEUDA EXTERNA PRIVADA.

Según la información oficial del BCRA - Informe al 31.12.2011 - la Deuda Externa del Sector Privado era de unos 67.000 MD (66.850)².

De este total, 62.800 MD (el 94 %) corresponden al Sector Privado no Financiero (SPNF - Empresas) y 4.100 MD (el 6 % restante) al Sector Privado Financiero (SPF - Bancos).

La evolución del stock de esta deuda privada tiene un ritmo creciente en los últimos años: era de 79.000 MD a fin de 2001, había bajado a 55.900 MD a fines de 2004 y luego pasó - con algunos altibajos - a 53.800 MD en 2007, 59.300 en 2008, 53.600 en 2009, 58.800 en 2010 y 66.900 MD a fin de 2011.

El aumento del stock de deuda fue así de 8.100 MD durante el 2011.

Paralelamente, también fue variando la composición de esta Deuda Externa: en 2001 era casi 80 % deuda de Empresas y 20 % deuda de Bancos (dentro de los que no está incluido el BCRA), mientras que hoy las deudas bancarias con el exterior han disminuido en forma significativa (sólo el 6 %).

En la actualidad, el 70 % de la Deuda Externa Privada - unos 47.000 sobre el total de 67.000 MD - está contraída con firmas del mismo grupo. Y la Tasa de Interés promedio de la deuda de Empresas es formalmente del 6.13 %.

DEUDA EXTERNA Y DEUDA INTRA-ESTADO.

La Deuda Externa Privada tiene un perfil de vencimientos muy delicado dado que su vida promedio es de poco menos de dos años (1.95): en 2012 vencen 29.200 MD (el 44 % del total).

Y estas divisas tiene que proveerlas el BCRA (a menos que la mayoría de tales obligaciones privadas se refinancien).

Según el Presupuesto 2012, el Gobierno Central tiene que hacer frente este año a vencimientos de Capital de su Deuda Pública por el equivalente a 40.100 MD y a pago de Intereses por 10.200 MD.

Decimos equivalente porque no toda la deuda del Estado está en moneda extranjera: según datos oficiales más del 60 % se encuentra en divisas - principalmente dólares - pero esta proporción es algo mayor porque no se computa la Deuda con los Tenedores de Bonos que no entraron en el Megacanje Kirchner-Lavagna de 2005, que suma 11.200 MD y está prácticamente toda en moneda extranjera.

Estas cifras, sin embargo, son muy incompletas porque la administración Kirchner no suministra información consolidada de la Deuda Pública Nacional: no hay datos actualizados de la Deuda de las Provincias, no se sabe cuánto es la deuda global de los Municipios del país, no se incluye la Deuda cuasi-fiscal del BCRA (principalmente por Lebac/Nobac, que es rápidamente convertible a dólares), no se tiene información sobre la Deuda Pública Indirecta - de Empresas del Estado, Organismos Nacionales y Fondos Fiduciarios - ni se tienen en cuenta las deudas a pagar por juicios contra el Estado con sentencias en firme.

Tomando sólo los vencimientos conocidos de la Deuda Pública del Gobierno Central por Capital (40.100 MD) e Intereses (10.200 MD) - siempre en base al Presupuesto 2012 - y estimando que la deuda en moneda extranjera no baja del 62 % del total (50.300 MD), esto daría una necesidad de financiamiento en dólares de más de 30.000 MD.

Pero como aproximadamente el 50 % de la Deuda Pública Total está en manos de Agencias del propio Estado (fundamentalmente ANSES y BCRA, pero también Banco Nación, AFIP, Lotería, FFRE, PAMI, etc.) y esta deuda se renueva íntegramente con más seguridad que la deuda en manos de terceros (principalmente Organismos Financieros Internacionales - Banco Mundial, BID y CAF - y Acreedores Privados) el monto de las divisas necesarias sería así de la mitad: del orden de los 15.000 MD.

Lógicamente, partiendo de la premisa que la Deuda Intra-Estado no se cancela sino que se refinancia íntegramente y que esta deuda sigue aumentando para poder pagar con fondos oficiales deudas de terceros³ y a la vez cubrir el déficit fiscal creciente.

PAGO DE DEUDA Y BCRA.

La política del gobierno Kirchner de pago de Deuda Externa con Reservas del BCRA no sólo ha llevado a una fortísima disminución de las Reservas excedentes o Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) - que estrictamente hablando ya no existen en la práctica⁴ - sino que además explica las modificaciones introducidas a la Ley 23.928 de Convertibilidad y a la Ley 24.144 de Carta Orgánica del BCRA para tener las coberturas legales pertinentes frente a la necesidad de divisas y la progresiva descapitalización del Banco.

La Política de Acumulación de Reservas para el pago de Deuda Externa ha devenido, en realidad, una política de "reposición" de reservas internacionales ya que son divisas que el BCRA compra para prestárselas al Gobierno Central; y se las presta precisamente a los efectos que éste pague servicios de la Deuda.

Este procedimiento ha llevado a modificar otros aspectos conexos del accionar del BCRA para el pago de deuda, como son la posibilidad de integrar las reservas internacionales y los encajes bancarios con títulos públicos, la determinación discrecional de las RLD por parte del Directorio del BCRA (e incluso la no información sobre los montos de esas RLD), la ampliación de facultades del Directorio y de su presidencia, etcétera.

Todas estas disposiciones colocan al BCRA no sólo dentro de la órbita administrativa directa del Poder Ejecutivo sino también del Ministerio de Economía, con la función de proveedor de divisas y ventanilla indirecta de pagos de la Deuda Pública, Externa e Interna: Externa, por el uso de Reservas para el pago de Deuda en moneda extranjera; e Interna, por la emisión sin respaldo de dinero que se entrega al gobierno nacional por concepto de Adelantos Transitorios al Tesoro. Sin que en ambos casos exista garantía de devolución de dichos fondos prestados por el BCRA al gobierno.

DEUDA EXTERNA Y TASAS DE INTERÉS.

Pero este procedimiento de haber convertido al BCRA en sostén financiero del pago de la Deuda Pública no es neutro porque el Banco pasa a vivir así reponiendo reservas que se usan para prestarle al Tesoro, para que éste pague Deuda Externa; y a vivir imprimiendo billetes que se usan para comprar esos dólares y para darle Adelantos Transitorios al Gobierno.

El BCRA esteriliza o rescata luego la mayor parte de ese dinero que ha emitido y lo hace a través de Lebac/Nobac⁵ - por las que paga más de un 14 % de interés - de modo que esta Política de "Acumulación de Reservas" (en realidad, "Reposición de Reservas") deriva en un endeudamiento del Banco y en un emisionismo sistemático, que presiona sobre los precios y consiguientemente genera inflación por vía monetaria (por impresión de dinero excedente con fines no productivos).

La paradoja de este mecanismo es que el BCRA compra así Reservas con Deuda - a través del uso de Lebac/Nobac - que esas reservas las presta al Tesoro⁶ contra "pagarés" sin garantía de cumplimiento y que el Banco se queda con la deuda cuasi-fiscal de letras y notas, que es un pasivo cierto con bancos privados, para que el gobierno cancele deudas con terceros a costa de aumentar la Deuda Intra-Estado.

Y esto da lugar a un mecanismo perverso de endeudamiento del Banco Central porque el BCRA pasa a depender entonces de la colocación de estos instrumentos de deuda propios con un grupo oligopólico de grandes bancos privados a los que coloca semanalmente estas letras y notas - cuyo stock llega hoy casi a los 116.000 M\$ - que son de corto plazo y que se renuevan continuamente pagando intereses.

Este mecanismo, a su vez, deviene doblemente gravoso para la política monetaria y crediticia del Estado y del Sector Privado en general, dado que las tasas de interés pagadas por estas letras y notas determinan el "piso" de las tasas de interés del Mercado y que el stock acumulado de las mismas detrae dinero circulante y fondos que debieran ir a préstamos bancarios con destino productivo en lugar de quedar esterilizados.

Nótese que los 115.800 M\$ del saldo actual de Lebac/Nobac comparados contra la Base Monetaria - 246.500 M\$ - son casi el 50 %, es decir, que un tercio del total del dinero emitido por el BCRA se encuentra "retenido" por el propio Banco Central, pagando un promedio del 14 % de Interés anual (!).

La Política de Acumulación-Reposición de Reservas para el pago de Deuda Externa - Pública y Privada - le cuesta así al Estado unos 16.000 M\$ por año (115.800 x 0.14).

Según el Balance del BCRA al 31.12.2011 - que acaba de ser editado - por este concepto de Intereses Pagados sobre Títulos propios del Banco el año pasado se abonaron 11.500 M\$.

Tal es el costo financiero directo de la política de reposición continua de reservas para el pago de la Deuda Externa de la Argentina.

DEUDA EXTERNA Y BALANZA DE PAGOS.

La base del llamado Modelo K residía hasta no hace mucho tiempo en la existencia de superávits gemelos: Fiscal y Externo.

Ayudado por condiciones muy favorables en la Balanza Comercial (principalmente gran aumento de los precios de commodities agro-alimentarias - que se mantienen - y aumento de la demanda internacional) la actual administración pudo obtener estos excedentes durante un tiempo pero los resultados del 2011 mostraron que las cuentas fiscales y externas ya le no cierran: el gobierno Kirchner tiene ahora déficits gemelos.

El año pasado el Déficit financiero Fiscal fue de 30.700 M\$ y el Déficit de la Balanza de Pagos fue de 6.200 MD. En el primer caso, fuertemente determinado por los pagos de Servicios de la Deuda Pública; y en el segundo, por los pagos de Deuda Externa, giros de Utilidades/Dividendos al exterior y Fuga de Capitales.

Las proyecciones serían igualmente negativas para el corriente año, pese al Superávit de la Balanza Comercial (Exportaciones menos Importaciones), ya que las erogaciones por servicios financieros y salida de fondos compensan y superan los ingresos de divisas que se producen por la vía del Comercio Exterior.

El año pasado (2011) el saldo positivo de la Balanza Comercial fue de 13.500 MD pero los pagos netos de Intereses y Dividendos fueron de 3.400 MD y 7.300 MD respectivamente⁷, por lo que la Cuenta Corriente resultó neutra (sólo 17 MD a favor) y la variación de reservas resultó negativa por 6.200 MD debido a los saldos negativos de la Cuenta Capital/Financiera y la Fuga de Capitales.

Los stocks y vencimientos crecientes de la Deuda Externa Privada contribuyen a empeorar este cuadro financiero y cambiario dada las consecuentes necesidades de divisas del BCRA, que es quien debe proveer los dólares del caso.

CONCLUSIONES.

La nueva Crisis de Deuda Pública y Deuda Externa (Pública y Privada) que vive actualmente la Argentina genera un gravísimo problema monetario y cambiario a la vez:

- a) El uso del BCRA como sostén financiero del pago de servicios de la Deuda Oficial produce la emisión en gran escala de moneda sin respaldo para atender los Adelantos Transitorios al Tesoro y la compra de dólares que luego se prestan también al gobierno para el pago de Deuda Pública.
- b) Toda esta masa de dinero presiona sobre el nivel de precios del Mercado y genera Inflación por vía monetaria (independientemente de la Inflación Estructural por insuficiencia de Oferta).
- c) La existencia de altísimos niveles de deuda cuasi-fiscal del BCRA - por Lebac/Nobac - detrae ingentes fondos prestables al circuito de crédito productivo y aumenta el piso de las tasas de interés del Mercado Financiero (Público y Privado).
- d) Como el ritmo de Devaluación del Peso es menos de la mitad de la Inflación Real este hecho deriva en una apreciación real del peso y agrava el fenómeno de Inflación con Retraso Cambiario.
- e) La existencia de un dólar retrasado unido a las altas tasas de interés locales frente a tasas internacionales bajas atrae capitales financieros externos, que lucran con el clásico arbitraje entre Tipo de Cambio y Tasas de Interés.
- f) En lo interno, el BCRA es prisionero de los grandes bancos tomadores de Lebac/Nobac, que manejan la alternativa de pasar semanalmente por la Caja

para cobrar sus acreencias - retirando dinero que migraría al dólar - o por el Escritorio para renovarlas a elevadas tasas de interés, con lo que aumenta el peso de la deuda cuasi-fiscal del Banco.

- g) La "vocación pagadora" del Gobierno Kirchner garantiza que no habría macro-devaluación del peso porque tal devaluación se trasladaría masivamente a precios (lo que ya está ocurriendo parcialmente con los ajustes en curso en función del dólar paralelo) y porque el país amenazaría así entrar en cesación de pagos, ya que las autoridades se benefician con el retraso cambiario porque pueden comprar "dólares baratos" para pago de Deuda Externa con la recaudación tributaria en pesos.
- h) Este mismo retraso cambiario, empero, juega en contra del equilibrio de la Balanza de Pagos porque estimula la contracción de Deuda Externa Privada - que está creciendo significativamente al amparo de la relativa estabilidad y/o predictibilidad cambiaria - y porque expone al Gobierno a una suerte de garantía de "seguro de cambio".

En consecuencia, el atraso relativo del tipo de cambio estimula el endeudamiento externo privado y también público, como lo prueban los aumentos de deudas externas provinciales, de empresas y organismos públicos, y del propio Estado Nacional (con Organismos Financieros Internacionales y con Bancos Comerciales).

A la par de una realidad que muestra más y no menos Deuda Pública, tal como se está produciendo en la actualidad - frente al discurso oficial del desendeudamiento del Estado - la Argentina transita nuevamente el problema de un fuerte requerimiento de divisas para poder afrontar los grandes vencimientos de servicios no sólo de la Deuda Nacional sino también los de la Deuda Externa Privada.-

Lic. Héctor L. GIULIANO
Buenos Aires, 29.8.2012

Archivo: GIULIANO 2012 08 29 DE PRIVADA.

¹ Otros trabajos recientes del autor vinculados con este tema:

Deuda Pública y pago del BODEN 2012 (10.8.2012).
¿Qué pasa si liquidamos el Banco Central? (20.7.2012).
El aumento de la Deuda Pública (30.6.2012).
Deuda Pública y Tipo de Cambio (10.6.2012).
Crisis de Deuda y Emergencia Financiera (25.5.2012).
Deuda, Convertibilidad y Banco Central (31.3.2012).
Pago de Deuda Externa con reservas del BCRA (21.3.2012).
Los pagos de la Deuda Pública Argentina (6.2.2012).
Las vulnerabilidades del Banco Central (11.6.2011).
El lavado de la Deuda Pública (7.6.2011).
Un debilitamiento del Banco Central? (11.5.2011).

² Las abreviaturas MD/M\$ significan Millones de Dólares/Pesos respectivamente y las cifras se expresan siempre con redondeo, de modo que puede haber mínimas diferencias entre totales y sumatoria de términos.

³ El denominado Fondo de Desendeudamiento Argentino (FDA) - que se utiliza para el pago de Deuda Externa Pública con Reservas Internacionales del BCRA - ha sido

instituido precisamente para disponer de divisas que se aplican a cancelar obligaciones con Acreedores Privados a cambio de aumentar la Deuda Intra-Estado.

La Tesorería Nacional retira así "en préstamo" reservas del Banco Central para pagar a Acreedores Externos y le entrega en contrapartida Letras Intransferibles a 10 años de plazo al BCRA, letras que no tienen capacidad demostrada de repago.

La Deuda Pública total no baja entonces con estas cancelaciones porque sólo existe un traspaso de compromisos - obligaciones con terceros a obligaciones internas del Estado - y además, la deuda sigue aumentando por las necesidades de financiamiento adicional derivadas de la existencia de Déficit Fiscal.

El año pasado (2011) el stock de Deuda Pública del Estado Central aumentó 14.600 MD y el corriente año (2012) está previsto por Ley de Presupuesto que aumente otros 11.700 MD.

⁴ Las Reservas de Libre Disponibilidad ya no existen en la Argentina como reservas excedentes al respaldo de la Base Monetaria: su objetivo fue mutado en la práctica a través de la Ley modificatoria 26.739, poniendo el BCRA al servicio del pago de la Deuda Pública (Externa e Interna).

Las nuevas medidas en materia monetaria, cambiaria y bancaria adoptadas por la administración Kirchner están en línea con la nueva ley dada la escasez de divisas para cumplir el objetivo prioritario de pago de los servicios de la Deuda.

El Banco Central fue desligado así de la garantía de convertibilidad peso-dólar y quedó asignado a la provisión de divisas para apoyo al pago de Deuda Externa por parte de la Tesorería de la Nación.

⁵ Al 31.7.2012 el stock de letras y notas del BCRA (Lebac/Nobac) era de 115.800 M\$, equivalentes a 25.300 MD. Esta equivalencia no es arbitraria porque se trata de dinero rápidamente convertible a dólares, ya sea porque con libertad de acción el grupo de bancos prestamistas lo pasaría a moneda extranjera o bien porque estos instrumentos de deuda del BCRA - que son de corto plazo y se renuevan semanalmente - ya están calzados con operaciones de Dólar Futuro por parte de los mismos bancos (tal como lo plantea Javier Llorens en su trabajo sobre "El fraude a la ANSES", del 25.5.2012).

⁶ Hoy el BCRA tiene más divisas prestadas a la Tesorería y Adelantos Transitorios que divisas de reservas internacionales brutas: la suma de Títulos Públicos en cartera (37.300 MD) más Adelantos Transitorios (18.400 MD) da 55.700 MD contra un stock de Reservas Brutas de 46.800 MD.

Y ello, sin tomar las Reservas Netas o efectivamente disponibles, que se reducirían a unos 12.000 MD, como producto de restar a las Reservas Brutas (46.800 MD) los Encajes en Moneda Extranjera (5.800 MD), el saldo de Lebac/Nobac (25.300 MD) y las reservas prestadas por otros bancos centrales (que serían del orden de los 4.000 MD).

Todos estos datos están tomados de la página web del BCRA al 31.7.2012 y del Informe mensual de análisis del Balance del Banco que realiza el Contador Carlos Ragonesi, de la Fundación Buenos Aires XXI.

⁷ Durante el 2011 se pagaron 5.100 MD de Intereses al exterior (públicos y privados) y se cobraron 1.700): saldo neto 3.400 MD.

Las Utilidades/Dividendos giradas al exterior (por empresas extranjeras radicadas en nuestro país) fueron 8.500 MD y las recibidas 1.200: saldo neto 7.300 MD.