

# Estudio Bein & Asociados

## Deuda Pública: ¿Default o Investment Grade?

### Resumen Ejecutivo:

5 de mayo de 2009

### La paradoja de la incertidumbre

- ✓ Deuda intra sector público: Stock y flujo
- ✓ El BCRA de compras a precios de default
- ✓ Gasto Público y composición del superávit fiscal
- ✓ Financiamiento de organismos del sector público
- ✓ La puerta del Fondo ¿vía de escape al ajuste fiscal?
- ✓ Estadísticas y Proyecciones

#### Directores:

Miguel R. Bein  
[mbein@estudiobein.com.ar](mailto:mbein@estudiobein.com.ar)

Marina Dal Poggetto  
[mdalpoggetto@estudiobein.com.ar](mailto:mdalpoggetto@estudiobein.com.ar)

#### Analistas:

Federico Semeniuk  
[fsemeniuk@estudiobein.com.ar](mailto:fsemeniuk@estudiobein.com.ar)

Silvana Santoni  
[ssantoni@estudiobein.com.ar](mailto:ssantoni@estudiobein.com.ar)

Martín Vauthier  
[mvauthier@estudiobein.com.ar](mailto:mvauthier@estudiobein.com.ar)

Federico Furiase  
[ffuriase@estudiobein.com.ar](mailto:ffuriase@estudiobein.com.ar)

*Argentina es un país caracterizado por antinomias: Civilización o Barbarie, La Gloria o Devoto, Canillita o Campeón. No hay puntos intermedios. Hoy esta dicotomía se traslada a la nota del país en su calidad de deudor, que sin crédito internacional, se debate entre el “default y el investment grade”. Por primera vez en muchos años, el perfil de deuda del Gobierno no parece complicado, salvo por el detalle (no menor) de que el país permanece totalmente al margen de los mercados, y el ejercicio de stress al que se está sometiendo a la deuda va a poner a prueba la capacidad para transitar los próximos años casi exclusivamente con recursos propios, el máximo exponente del “vivir con lo nuestro”. Ahora bien, si Argentina logra pasar los próximos dos años cancelando todos los vencimientos de la deuda el problema “maldito” de la deuda pública pasará a ser historia; y la discusión se trasladará final y mercedamente a la reconstrucción de las instituciones del propio Estado (determinante de la tasa de crecimiento potencial), instalando la agenda larga del desarrollo económico y social.*

*Paradójicamente, la actual situación, donde conviven precios de default de la deuda pública con escenarios de no default aún sin acceso al mercado, está permitiendo a algunas agencias del Estado, básicamente al BCRA, seguir recomprando deuda, generando en los hechos una mejora no menor del perfil de vencimientos a futuro. Esta situación se suma a las demás “estrategias” adoptadas en los últimos años (pago de la deuda al FMI con Reservas del BCRA, licuación de la deuda indexada al CER y estatización de los fondos de las AFJP’s) que llevaron a que un 29% de los vencimientos en 2009 de la deuda pública se encuentre en manos del propio Estado. De mantenerse este esquema, con el gobierno refinanciando todos los vencimientos y a su vez apropiándose, vía colocación de letras, del flujo y de parte del stock invertido en otros activos (plazos fijos de la ANSES y activos externos), el perfil de vencimientos intra sector público, alcanzaría prácticamente a la mitad del flujo total de vencimientos. Es la ruta del desierto: ¿oasis a la vista o espejismo?*

*Claro está, con estas trayectorias, cualquier atisbo de reapertura de los mercados, o bien un acceso al financiamiento neto multilateral que podría derivar de un acuerdo con el FMI (que en su versión post reunión del G20 tiene una línea de crédito para financiar políticas fiscales expansivas-contracíclicas), o un swap de monedas de la FED descomprimiría cualquier duda respecto a la capacidad de pago del país. Lo novedoso hoy es que, aún sin acceso a este crédito, se pueden armar escenarios plausibles de no default. El primer escenario sería consistente con un freno en la salida de capitales, que con capacidad ociosa, sin sequía y un mundo haciendo piso en el segundo semestre permitiría a la economía recuperarse aceleradamente en el cuarto trimestre y cerrar el año sin caída; el segundo escenario, sin acceso al crédito, sin reversión de la salida de capitales y ajuste fiscal mediante para seguir pagando, el nivel de actividad no arranca y el año concluiría con una caída del 2% del PIB, haciendo más difícil una ulterior sustentabilidad de las cuentas públicas dado el impacto de un menor nivel de actividad sobre la evolución de la recaudación.*

*La poca información disponible -sólo hay datos agregados de los bonos valuados a precios de mercado que surgen del balance semanal del BCRA y no resulta sencillo seguir los movimientos de la ANSES luego de la estatización de las AFJP’s-, nos lleva a la necesidad de realizar hipótesis para reconstruir la historia. Rearmando los datos surge que, a fines de 2008, la deuda neta de activos y de acreencias intra sector público ascendía a 31% del PIB, prácticamente el mismo nivel de 1996, pero con un tipo de cambio mucho más cerca del equilibrio, y en 2011, considerando una refinanciación plena intra sector público, este número se reduciría a un sorprendente 24% del PIB. En este escenario, la próxima administración encontrará una economía desendeudada, sin desequilibrios estructurales básicos y un amplio margen para avanzar en la agenda de largo plazo. De todos modos, también cabría preguntarse los motivos por los cuales la administración actual avanzaría hacia este escenario, cuando el camino del ajuste fiscal para pagar la deuda implica en el corto plazo mayores costos sociales y, consecuentemente, menores chances de retener el consenso social. Finalmente ¿Será esta la intuición que está llevando en Argentina a una proliferación de posibles candidatos presidenciales? ¿Acaso la posibilidad inédita de recibir en 2011 una papa o un hierro apenas tibios?*

Estudio Bein & Asoc.

San Martín 296 - 6° Piso (C1004AAF) – Buenos Aires, Argentina

Tel. / Fax: (54 11) 4393-1689 / 93 / 94

[infoestudio@estudiobein.com.ar](mailto:infoestudio@estudiobein.com.ar) / [www.estudiobein.com.ar](http://www.estudiobein.com.ar)