

# Holdouts y perspectivas de la economía

■  
*La decisión de la Suprema Corte de Estados Unidos con respecto a los holdouts impuso al gobierno un cambio drástico de escenario y de planes.*

■  
*Aun cuando se lograra arribar a un acuerdo de pago, no cabría esperar cambios en los desequilibrios fiscales y su contrapartida de elevada inflación.*

■  
*La prioridad del gobierno es maximizar el gasto público dentro de los límites que impone mantener la inflación en torno a los niveles actuales.*

**D**urante los primeros meses del año, la mayor parte de los análisis coincidían en destacar una cierta estabilidad cambiaria a partir de la devaluación de enero y que podría extenderse hasta mediados de año, con el respaldo por el ingreso de divisas generadas por exportaciones agrícolas. La tasa de inflación, después de los picos del primer bimestre, tendía a converger a un nuevo piso del 2% mensual y se proyectaba una progresiva retracción del nivel de actividad, impulsado por el menor consumo como resultado de la fuerte disminución de los salarios en términos reales.

Para el segundo semestre, crecían las dificultades para la formulación de pronósticos. La secuencia de efectos para el análisis de la economía argentina partía del nivel de reservas, si estas tendían a disminuir, resurgían las presiones sobre el tipo de cambio, alimentando las expectativas de inflación e imponiendo al Banco Central nuevos aumentos en la tasa de interés para absorber excedentes de pesos y contener la demanda de divisas. El excedente de dinero también se alimentaba del financiamiento del déficit fiscal y la disminución en la demanda de dinero. La dificultad de pronóstico de la segunda mitad del año obedecía a la incierta evolución de las reservas una vez concluido el período de liquidación de exportaciones de granos y la persistencia de una inflación elevada que erosionaba el efecto de la fuerte devaluación de enero sobre el nivel real del tipo de cambio.

También se suponía que el campeonato mundial de fútbol, al acaparar el interés de la opinión pública, contribuiría a descomprimir presiones. Después del torneo, se iniciaba la segunda mitad del año, y con la mayor preocupación centrada en torno a la capacidad del Banco Central para evitar un nuevo episodio de ajuste drástico en el tipo de cambio, forzada por la acumulación de desequilibrios y una creciente inestabilidad cambiaria. En esta evaluación de posibles escenarios, considerando la poca vocación del gobierno por contribuir a la descompresión de expectativas de devaluación a través de una contención del gasto público (confirmado por el tibio ajuste de tarifas de principios de año y el fuerte crecimiento del gasto primario), la expectativa oficial se centró en una rápida recomposición de reservas a través del acceso a crédito externo. El gobierno dio prioridad a esa opción, tal como lo reflejaron los acuerdos con el CIADI, la indemnización a REPSOL por la expropiación de YPF y más recientemente con el club de París.

Todo parecía encaminarse en esta dirección, con el gobierno administrando la crisis interna (inflación con recesión), con posibilidades de completar la transición hasta la finalización del mandato apoyado en la recuperación de acceso a crédito

externo, suplementado por políticas para restringir la oferta monetaria y permitir deslizamientos graduales del tipo de cambio. Sin embargo, la decisión de la Suprema Corte de Estados Unidos de dejar firme el fallo a favor de los tenedores de deuda que no accedieron a las reestructuraciones de 2005 y 2010, impuso un cambio inesperado. El gobierno no podría aspirar a acceder a financiamiento externo hasta tanto resolviese el litigio y el acatamiento del fallo antes de fin de año podía significar nuevas demandas de tenedores de bonos con deudas reestructuradas que pondrían al país al borde de un nuevo default. La obligación de atender el servicio de los títulos de deuda en circulación de fines de julio impuso plazos cortos a la negociación.

El principal problema para la resolución del conflicto de la deuda no reside en el monto de la demanda que la Argentina debe saldar según lo dispuesto por el fallo de la Justicia (incluyendo nuevas demandas de tenedores de deuda no reestructurada que aun no cuentan con sentencia a favor), sino en la imposibilidad de asegurar mecanismos que permitan eludir nuevas demandas judiciales por parte de tenedores de bonos reestructurados. Si bien el juez no puede dar garantías sobre la inviabilidad de futuras demandas judiciales, si puede restituir el recurso de amparo que permita al gobierno continuar cumpliendo en tiempo y forma con los pagos de la deuda reestructurada hasta fin de año, cuando vencería la vigencia de la cláusula que obliga a igualar el trato entre bonistas reestructurados y los que no accedieron al canje. Posiblemente esto demandaría una señal concreta y creíble por parte del gobierno argentino de acatar el fallo, una vez disipado este riesgo.

Al momento de cerrarse este informe, días antes de vencer el plazo para no incurrir en cesación de pagos por vencimientos de parte de la deuda reestructurada, el arribo de definiciones trascendentes sobre el curso de la negociación parecía inminente. Hasta entonces, solo cabe fundamentar conjeturas sobre posibles situaciones.

Los escenarios de la economía del país se definen según se concrete o no un acuerdo para cumplir la sentencia por el pago de deuda no reestructurada. Un acuerdo tiene un efecto inmediato de mejora de expectativas, el gobierno podría recomponer el nivel de reservas accediendo a financiamiento externo neto, apuntalaría la cotización de los títulos de deuda pública lo que determinaría una disminución del riesgo país. La caída del costo de financiamiento tornaría más atractiva la demanda de activos descomprimiendo la presión sobre el dólar y reduciendo la brecha cambiaria. Al sostenerse la demanda de pesos, el Banco Central tendría un mayor margen de maniobra para manejar la política de absorción de exceso de liquidez a través de colocación de títulos, lo que se reflejaría en un menor nivel de tasas de interés. De acuerdo al grado de recomposición de reservas, resurgiría la posibilidad de flexibilizar restricciones para importar y operar en el mercado cambiario.

En términos de nivel de actividad económica, la mejora de expectativa en un escenario de acuerdo podría en el mejor de los casos propiciar un freno a la caída de actividad registrado en los últimos meses, impulsado por quienes buscan posicionarse para capitalizar las oportunidades de inversión que podría deparar un cambio sustancial en la orientación de la política económica a partir de un próximo gobierno.

De cualquier forma, si se despejará la incertidumbre relacionada con la normalización del frente externo, no habría que perder de vista el agravamiento de otros factores de riesgo relacionados con el frente interno, principalmente ligados a las consecuencias inflacionarias y recesivas generadas por el creciente déficit fiscal y el cepo cambiario, en un marco de fuerte inestabilidad política ligado al avance de causas judiciales de corrupción que involucran a las máximas autoridades políticas del país.

En caso de no alcanzar un acuerdo e iniciar una nueva cesación de pagos de servicios de deuda, los efectos irían en dirección contraria. El gobierno buscaría aplazar definiciones con los tenedores de deuda no reestructurada hasta enero, mes en el que cesaría la amenaza de extender las mejoras a los bonistas que accedieron a los canjes del 2005 y 2010. En esta transición de cinco meses, junto con la cancelación de los planes de acceso a financiamiento externo, se observaría una importante reducción de reservas del Banco Central. Entre las posibles derivaciones cabría destacar nuevas alzas del dólar en el mercado paralelo, acompañada de un aumento en las expectativas de inflación y planteando nuevamente el desafío al Banco Central de contener la presión inflacionarias con más aumentos de tasas de interés. El costo de esta medida sería profundizar la recesión en un contexto que, a diferencia de enero pasado, el freno de la economía no solo se refleja en una disminución de ingresos reales (como en enero pasado) sino en la destrucción de puestos de trabajo. Entre las opciones, ha trascendido la posibilidad de un restablecimiento del recurso de amparo en forma transitoria lo que habilitaría el pago de los servicios de julio correspondientes a bonos reestructurados. Al verse extendido el período de negociación sin incurrir en cesación de pagos, quedaría abierta la posibilidad de una salida negociada al conflicto aunque es probable que sin nuevas definiciones en torno a los puntos que traban la negociación (en modo especial, el referido a garantías en torno a la no aplicación de mejoras a tenedores de bonos emitidos en los canjes de deuda) no cabría esperar mayores avances. En tal caso y vencido el plazo, significaría acortar los tiempos para alcanzar una mejor posición negociadora por parte del gobierno argentino, lo que no es poco considerando el desgaste y crecientes presiones impuestas por el creciente ritmo de deterioro de la economía del país.

Aun cuando se lograra arribar a un acuerdo de pago, no cabría esperar cambios en los desequilibrios fiscales y su contrapartida de elevada inflación. Faltando poco más de un año para finalizar el mandato, la prioridad del gobierno pasa por maximizar la tasa de crecimiento del gasto público dentro de los límites que impone mantener la tasa de inflación en torno a niveles cercanos a los actuales. ■