



El bono vinculado al PIB: la desagradable progresión geométrica de una buena idea

Segundo Campos¹

¿No es, acaso, una idea atractiva vincular el vencimiento de las obligaciones financieras de un deudor (sea éste una firma, una familia o, incluso, un país) al momento del ciclo económico en que ese deudor goza de mayores ingresos, y aliviar sus compromisos cuando sus recursos se resienten? Detrás de esta simple intuición tendió a estructurarse el diseño de los bonos de deuda vinculados a la evolución del PIB que Argentina entregó a los acreedores que decidieron ingresar a la operación de canje instrumentada a inicios de 2005, aceptando los términos propuestos de reestructuración de su deuda soberana. Como recién se indicó, la intuición detrás del instrumento financiero propuesto es sencilla (“que el deudor pague más cuando le va bien y suavice sus compromisos en los momentos de dificultades”); como se verá enseguida y asevera el dicho, el “diablo suele estar en los detalles”.

Quienes idearon el instrumento intentaron recoger las enseñanzas de numerosos episodios de *stress* financiero en los que los problemas ocurren en buena medida porque la carga de la deuda tiende a abultarse inconvenientemente en los períodos de mayores dificultades económicas de un deudor. La relación entre el servicio de la deuda (los vencimientos de capital e intereses del período) y los ingresos corrientes de un deudor es un indicador convencional de su capacidad de pago, porque señala la disponibilidad de recursos líquidos para hacer frente a los vencimientos. Tanto en el caso de los agentes individuales (firmas o familias) como en el de los gobiernos, los inversores, los tenedores de títulos de deuda y otros acreedores tienden a prestar especial atención a la evolución de esa relación, como una variable que puede revelar eventuales dificultades del deudor para afrontar sus compromisos. De hecho, hay bastante evidencia de que el cociente entre la deuda externa de un país y su PIB tiene buena capacidad de predecir futuras crisis de pagos en el caso de los deudores soberanos. El fundamento de dicha asociación es bastante directo: los períodos de bajo crecimiento reducen los recursos disponibles para hacer frente a

¹ Economista



las obligaciones financieras. En determinados casos, ello eleva la probabilidad percibida de incumplimiento, pudiendo llegar a poner en duda la sostenibilidad de la deuda soberana de un país. El consecuente endurecimiento de las condiciones del crédito y/o la reticencia de los acreedores a extender nuevo financiamiento pueden entonces conducir a episodios de *stress* financiero y, en los casos más extremos, a crisis de endeudamiento. La influencia de períodos de débil crecimiento subyace, de hecho, a muchas de las crisis de deuda que se han verificado en las últimas décadas entre los países en desarrollo y de mercados emergentes.

Por ello, particularmente luego del espectacular colapso de Argentina y su masivo *default*, los esfuerzos analíticos en el campo de las finanzas internacionales tendieron a concentrarse, en parte, en el análisis y diseño de instrumentos de deuda que posibilitaran a los deudores soberanos asegurarse frente a la ocurrencia de períodos de bajo crecimiento y protegerse frente a la posibilidad de que tales episodios diesen lugar a nuevas crisis. Los bonos atados a la evolución del PIB (unidades vinculadas al PIB) buscan cumplir dicha finalidad. Aunque no fue el primer país en emitir recientemente instrumentos de ese tipo, la colocación por parte de Argentina de un monto significativo de dichas unidades ha representado un hito importante. El propósito de esta breve nota es, entonces, repasar ciertas características de los instrumentos en cuestión, mencionar algunas de las discusiones que subyacen a su diseño y señalar algunas debilidades notorias que parece exhibir su implementación en el caso argentino.

Consideraciones previas: capacidad de pago y posición financiera del deudor

Se dijo arriba que el cociente entre el servicio de la deuda y los ingresos corrientes de un deudor es un indicador sintético y de uso frecuente de su capacidad de pago. También se mencionó que, en determinadas circunstancias, cuando dicho indicador se deteriora (vgr. aumenta) los acreedores pueden verse inducidos a endurecer las condiciones del crédito o, incluso, a no renovar las obligaciones a su vencimiento. Dicho cociente puede ciertamente empeorar porque aumenta su numerador: para un flujo dado de ingresos, la carga financiera del período puede incrementarse, por caso, debido a que las condiciones del contrato estipulan una mayor concentración de las amortizaciones de capital, porque se produce un ajuste del monto adeudado



en función del comportamiento de determinados índices o monedas, o bien porque el flujo de intereses devengados se acrecienta en función del movimiento de las tasas de interés especificadas en el contrato.

Sin embargo, el deterioro del cociente puede también obedecer a una reducción del denominador (vgr. una caída de los ingresos del deudor). Un debilitamiento de los ingresos corrientes implica naturalmente una carga financiera más exigente: el mismo servicio nominal debe atenderse reasignando otras erogaciones, reduciendo el excedente (superávit) del período, apelando a los activos existentes o bien a la emisión de nuevas obligaciones. Lógicamente, dependiendo de la situación financiera previa del agente (vale decir, del modo en que el perfil temporal de sus obligaciones empalma, período a período, con los flujos de ingreso que genera su actividad), de su capacidad de efectuar ajustes en los flujos de erogaciones y generar ingresos alternativos y, particularmente, de la percepción que sobre ambos aspectos tengan sus acreedores, la caída del ingreso y el aumento del *ratio* mencionado pueden representar la antesala de nuevas dificultades. Así, aún cuando se trate de cambios sólo transitorios en el comportamiento de los ingresos que no comprometen en principio la solvencia, las deficiencias de liquidez pueden dar lugar, en determinadas circunstancias, a dificultades mayores y llevar incluso al incumplimiento de las obligaciones.

Por cierto, para que ello ocurra (aunque no es ésta una condición necesaria), es preciso en general que el deudor se encuentre previamente en una situación de fragilidad financiera. *Shocks* muy pronunciados en los ingresos pueden siempre revelar –y ser tal vez la causa- de una fragilidad que no era anteriormente percibida como tal. No obstante, para que la mera caída en el ingreso corriente de un deudor desencadene aquellas dificultades, es necesario usualmente que preexistan ciertos interrogantes respecto de su capacidad de pago y que su situación sea evaluada de algún modo como potencialmente vulnerable a una evolución adversa. En efecto, en determinadas instancias el perfil de los compromisos de un determinado agente puede estar excesivamente concentrado en plazos cortos y su posición financiera ser entonces vulnerable a situaciones de iliquidez provocadas por la ocurrencia súbita de *shocks* adversos en sus fuentes de recursos. En otros casos, los compromisos pueden estar denominados en unidades de cuenta diferentes a aquellas en las que están expresados sus ingresos. Entonces, frente a la ocurrencia



de un *shock* negativo en los ingresos, los acreedores pueden ser reacios a renovar el financiamiento en las condiciones originales, incrementando la carga de dichos pasivos y comprometiendo aún más la situación del deudor. En un caso extremo, la negativa a conceder nuevo financiamiento puede conducir incluso al *default* de los compromisos.

Aún a riesgo de extendernos más de la cuenta, vale la pena detenerse un momento para insistir en que los efectos negativos de la caída del ingreso de un deudor que se han mencionado requieren, en general, la preexistencia de una situación percibida como potencialmente vulnerable para desencadenar dificultades mayores. Célebremente, Hyman Minsky (1980) elaboró una taxonomía que distinguía las diferentes posiciones financieras que un agente particular podía exhibir dependiendo de la relación entre el servicio de su deuda y el flujo de efectivo que genera (*cash flow*), período a período. Así, mientras una unidad financiera "cubierta" (*hedged*) es aquella para la que el flujo de ingresos disponible excede los compromisos financieros en cada período, una unidad "especulativa" se caracteriza por tener compromisos financieros de corto plazo superiores a su *cash flow*, aún cuando éste alcance para cubrir los intereses del período y al menos parte de los vencimientos de capital. Por último, una unidad que se encuentra en una posición "Ponzi" es aquella para la que el *cash flow* resulta incluso insuficiente para cubrir los intereses, por lo que la amortización negativa implica que el monto de la deuda crecerá por la capitalización de aquellos período a período o debido a la contratación de nuevo endeudamiento que financie el servicio que no alcanzan a cubrir los ingresos corrientes.

Debe notarse que estas posiciones financieras pueden alterarse fuertemente por cambios en los ingresos corrientes o esperados o por modificaciones en las condiciones en las que se accede al financiamiento. Así, una unidad que se encuentra en una posición "cubierta" puede llegar a ubicarse en una posición "especulativa" como consecuencia de una brusca reducción de sus ingresos (o un encarecimiento del crédito). Sin embargo, parece claro que los agentes más vulnerables a tales cambios son aquellos que, dada su posición financiera previa, son más dependientes del financiamiento para hacer frente a las obligaciones del período (vgr. aquellos que ya están en una posición "especulativa" o en una de tipo "Ponzi"). De hecho, una reducción leve en los ingresos (o el encarecimiento



moderado del crédito) pueden conducir a que el valor de las deudas de un agente que se encuentra en una situación previamente comprometida exceda el valor descontado de los flujos de ingreso futuro esperado. Si ello fuese así, el agente sería percibido a partir de dicho momento como insolvente y ello puede excluirlo automáticamente del acceso al crédito. Más allá de la incertidumbre irreductible presente en la formulación de conjeturas sobre el futuro y admitida la dificultad de evaluar la variedad completa de contingencias posibles en los “estados de la naturaleza” considerados como factibles, la negativa de sus acreedores a extender nuevo financiamiento puede conducirlos al incumplimiento de sus obligaciones.

Ese, en realidad, parece haber sido el caso de Argentina a fines de la década pasada: el ingreso en una fase fuertemente recesiva del ciclo colocó al cociente entre el servicio de la deuda y el PIB en un sendero juzgado como potencialmente explosivo por los acreedores. Los interrogantes preexistentes sobre la sostenibilidad de la trayectoria de endeudamiento –fundados en dudas arraigadas sobre la futura capacidad de pago de la economía- determinaron el endurecimiento de las condiciones del crédito y, a partir de determinado punto, la negativa a extender nuevo financiamiento, ayudando a precipitar la debacle.

El problema ocurre aquí, entonces, por la excesiva fragilidad previa de la posición financiera del agente: sus acreedores lo perciben como potencialmente muy vulnerable a pequeñas fluctuaciones adversas en los ingresos y la ocurrencia de ese evento desencadena la crisis de pagos. No hay aquí, necesariamente, una profecía autocumplida pues la posición previa era tal vez demasiado endeble y el agente era ya juzgado como difícilmente solvente. Sin embargo, hay instancias en las que esta evaluación es mucho menos clara y, por tanto, la situación admite equilibrios múltiples: frente al *shock* adverso el deudor cae en cesación de pagos sólo si sus acreedores reaccionan en forma muy negativa.

Parece claro, entonces, que el diseño de un contrato financiero que estipule pagos vinculados a la evolución de los ingresos podría aliviar algunas de esas dificultades. Si el servicio de la deuda se reduce cada vez que el deudor experimenta una caída cíclica de su ingreso y tiende a aumentar cuando sus ingresos se ubican transitoriamente por encima de su comportamiento tendencial, el resultado sería la estabilización del ratio de



servicio de la deuda/ingresos a lo largo del ciclo. La mayor estabilidad de la carga de la deuda podría evitar la reacción adversa de los acreedores y que el deudor se vea obligado a encarar difíciles ajustes en las erogaciones en períodos problemáticos. Por el contrario, en los períodos de auge de su actividad, el aumento del servicio de la deuda tendería a estabilizar en forma contracíclica su superávit financiero. **Así, un contrato financiero de estas características brindaría al deudor una suerte de seguro frente a oscilaciones cíclicas de sus ingresos.** Dado que se trata, al fin y al cabo, de un seguro puede presumirse que el deudor proclive a adoptar un esquema de este tipo estaría dispuesto a erogar cierta “prima” por encima de la tasa de interés vigente en el mercado (vgr. el costo del seguro).

El caso de un deudor soberano

Mutatis mutandis, estas consideraciones pueden extenderse, aunque con matices, al análisis del caso de un deudor soberano. Aunque cualquier evaluación de solvencia involucra un complejo juicio *a priori* (una conjetura probable) sobre hechos futuros inciertos², precisar dicha noción cuando lo que se evalúa son los compromisos de un país (o de un gobierno) es posiblemente más difícil que en el caso de un agente privado. Ello es así pues en este caso el flujo de ingresos a descontar, que hay que comparar con el monto de las obligaciones existentes, se extiende, en principio, de manera indefinida en el futuro. Esto puede generar la ilusión de que la solvencia de un país o la de un gobierno es algo que difícilmente esté en juego alguna vez. Así, aún cuando se asegure el cumplimiento de una denominada “condición de transversalidad” (que implica descartar situaciones de tipo Ponzi en las que la economía en cuestión deja impagas sus obligaciones en el “fin de los tiempos”), la evaluación de la solvencia de un agente cuya existencia se prolonga “indefinidamente” es una cuestión complicada.

Por un lado, si llegase a ocurrir que la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía en cuestión superase a la tasa de interés real a la que se ajustan los pasivos, la mera postulación de un horizonte infinito tornaría irrelevante la noción misma de restricción presupuestaria intertemporal (vgr. el valor presente de los recursos netos de la economía tendería a crecer en forma indefinida porque los activos se ajustan a una tasa mayor a la de los pasivos). Por otro lado, aún en el

² Véase Keynes (1936), capítulo 12 y Frenkel, R. (2001).



caso más plausible -y como debiera tender a suceder en equilibrio- de que la tasa de interés real supere a la tasa de crecimiento económico pueden también surgir dificultades en la evaluación de la solvencia de un deudor soberano. Por ejemplo, siempre podría postularse que una economía con un pasivo abultado y déficits esperados muy elevados en los próximos períodos es, no obstante, “solvente” dado que se anticipan superávits importantes a partir de determinado punto en un horizonte suficientemente extendido.

Por ello, esta noción de solvencia resulta poco “operativa” y significativa en la práctica. Así, los actores del mercado financiero prefieren, en cambio, utilizar indicadores algo más crudos para evaluar la sostenibilidad de la trayectoria de endeudamiento y la capacidad de pago de un gobierno o país. Una medida convencional se concentra en el superávit fiscal primario (o de comercio exterior) como porcentaje del PIB requerido para estabilizar una determinada relación deuda/producto (pública o externa) y compara dicho requerimiento con el resultado corriente observado, tal como se ve en la fórmula a continuación.

$$\text{Superávit primario requerido/PIB} = (\text{Deuda pública / PIB}) * [(r - g)/(1 + g)],$$

donde r es la tasa de interés real y g es la tasa de crecimiento de la economía en cuestión.

El foco de esta noción de sostenibilidad está puesto, entonces, en la factibilidad económica (y política) de alcanzar determinado resultado fiscal o externo en un lapso prudencial con vistas a estabilizar la dinámica del endeudamiento. Si, por ejemplo, la economía en cuestión exhibe un ratio de deuda pública a PIB de 50%, una tasa de crecimiento “tendencial” de 3% anual y sus pasivos pagan una tasa de interés real de 4% al año, entonces aquel *ratio* se estabilizará si las autoridades son capaces de generar un resultado primario superavitario de poco menos de 0,5% del PIB. Si la economía en cuestión exhibe, en cambio, un déficit primario de digamos 1% del PIB, entonces, la pregunta relevante es si el logro del superávit requerido es factible o no desde el punto de vista económico (y político) y en qué plazo ello puede eventualmente alcanzarse. Por otra parte, si por alguna razón, la tasa de crecimiento tendencial fuese mucho menor (de 1% al año, por caso) entonces, el superávit primario que estabiliza la trayectoria de la deuda pasará a ser de casi



1,5% del PIB. Del mismo modo, si la tasa de interés que pagan los pasivos fuese más elevada, el esfuerzo de ajuste fiscal se incrementará consecuentemente. Lo mismo ocurre con el ratio de deuda a PIB: cuanto más alto sea éste, mayor será el ajuste requerido para estabilizar dicha relación.

Ello explica por qué la evolución del ratio de la deuda (pública o externa) a PIB ha sido un indicador que tiende a coordinar las expectativas de los inversores, en particular en el caso de aquellas economías en las que el valor del mismo ha superado un cierto umbral considerado crítico. Como en el ejemplo presentado previamente en el caso del deudor individual, aquí el deudor soberano se encuentra en lo que se ha denominado una situación de “trampa de financiamiento³”, susceptible de equilibrios múltiples. Al ubicarse en una trayectoria de endeudamiento percibida como no sostenible, estas economías son particularmente vulnerables a la ocurrencia de un *shock* negativo en los ingresos, lo que gatilla una modificación adversa simultánea de todos los términos presentes en la fórmula anterior. Ello determina un fuerte aumento en el superávit requerido para estabilizar la relación deuda/PIB, lo que puede ser considerado como no factible por los acreedores. Las fases recesivas del nivel de actividad provocan, por ejemplo, un aumento de la relación deuda/PIB que puede ser juzgada como explosiva por los acreedores. Al aumentar la probabilidad percibida de incumplimiento se desencadenan conductas de cobertura que se traducen en incrementos de las primas de riesgo y, por tanto, en mayores dificultades financieras por parte del deudor. En muchos casos, la decisión de no refinanciar los vencimientos puede conducir lisa y llanamente a la cesación de pagos, validando *ex post* la percepción inicial de que la economía se ubicaba en una trayectoria no sostenible de endeudamiento.

Al menos para variaciones del PIB ubicadas dentro de cierto rango, la idea de vincular los pagos a la evolución de la actividad económica busca estabilizar el comportamiento del ratio de deuda/producto, brindando una forma de autoseguro y evitando la posibilidad de que se verifiquen esas dinámicas perversas de profecías autovalidadas. La idea parecía particularmente atractiva para una economía como la argentina que, precisamente, había atravesado con frecuencia esas dificultades. De este modo, luego de producida la debacle de la Convertibilidad y el *default* de la

³ Frenkel, R. (2001).



deuda, la posibilidad de incorporar al menú de instrumentos ofrecidos a los acreedores para el canje algunas de estas innovaciones pareció una alternativa razonable para las autoridades.

Algunas objeciones frecuentes

La posibilidad de condicionar los pagos de la deuda a la evolución del PIB no era, en verdad, una idea nueva. Varias propuestas en esta dirección habían sido ya formuladas en ocasión de la crisis de la deuda externa de la década del ochenta y otras tantas se generaron como consecuencia de las crisis financieras ocurridas en los mercados emergentes durante la década del noventa. Así, autores como Bailey, Krugman, Shiller, Caballero, Haldane y Borenstein y Mauro, entre otros, formularon en las últimas dos décadas propuestas dirigidas a vincular los pagos a la evolución del PIB, las exportaciones, los términos de intercambio, el precio de algún producto clave de exportación (vgr. el petróleo o el cobre) o alguna otra variable agregada relacionada con la capacidad de pago de una economía. Si bien hasta el lanzamiento de las unidades vinculadas al PIB emitidas por Argentina hubo pocas experiencias concretas, en los últimos años se verificó una incipiente utilización de instrumentos de deuda que incluían algún elemento de indexación asociado a la capacidad de pago. Algunas firmas privadas chilenas emitieron en años recientes bonos indexados a la evolución del precio del cobre. Por su parte, algunos deudores soberanos comenzaron a incursionar en este campo: México emitió en el pasado bonos atados a la evolución del precio del petróleo y, como parte de los acuerdos Brady de reestructuración de las deudas soberanas, Bosnia, Costa Rica y Bulgaria lanzaron al mercado instrumentos de deuda con algún elemento asociado a la evolución del PIB. Sin embargo, en la mayoría de los casos se trató de ensayos tímidos, por montos poco significativos y en general con cláusulas de ajuste que, debido a su diseño, hacían poco probable que se “gatillaran” los pagos.

¿Porqué, pese a los atractivos y ventajas aparentes de la propuesta, las emisiones de instrumentos con estas características fueron relativamente limitadas en el pasado? Hay varias razones que podrían ayudar a explicar la inexistencia de un mercado para emisiones de este tipo y muchas de ellas volvieron a discutirse en ocasión de la decisión de Argentina de incluir en su propuesta de reestructuración



de la deuda títulos vinculados a la evolución del PIB. Entre las más importantes de las dificultades destacadas por los analistas cabe mencionar las siguientes.

En primer lugar, una de las cuestiones que se plantearon en la mayoría de los análisis y estudios fue que el país emisor podría tener incentivos a engañar a los acreedores subestimando la verdadera tasa de crecimiento económico, habida cuenta de la relativa complejidad metodológica del cálculo del PIB y las dificultades para verificar la exactitud de los datos por parte de los inversores. Una cuestión relacionada es que los países podrían ver reducidos sus incentivos a encarar políticas económicas que les permitan crecer rápidamente porque ello gatillaría pagos más elevados. Aunque convincentes en apariencia, estos argumentos subestimaban, sin embargo, cuestiones básicas de la lógica política: el crecimiento es naturalmente un activo altamente valorado por la sociedad y típicamente los gobiernos mejoran su legitimidad (y sus chances de reelección) cuando sus países exhiben un buen desempeño económico. En esta línea, parecería poco probable que un gobierno estuviese dispuesto a dilapidar su capital político priorizando consideraciones asociadas al servicio de la deuda pública. Es interesante, en este sentido, considerar que un interrogante similar podría perfectamente plantearse para el caso de instrumentos indexados a la evolución de la inflación. De hecho, podría pensarse que si la inflación es un “mal” -y el crecimiento un “bien”- los incentivos de los gobiernos para “engañar a los acreedores” podrían ser mucho más robustos en este último caso. Pese a ello, este mercado ha tendido a desarrollarse sin dificultades en numerosos países⁴.

Un segundo grupo de cuestiones que se esgrimieron para explicar la escasa difusión en el pasado de estos instrumentos de deuda parecían, sin embargo, más sustantivas. Así, tendió a argumentarse que un instrumento de esas características podía llegar a resultar relativamente complejo, lo que tornaría difícil su valuación por parte de los inversores del sector privado. Las supuestas dificultades de valuación y los elevados costos computacionales involucrados tenderían, entonces, a restarle liquidez y, por tanto, atractivo al instrumento. La falta de una masa crítica de instrumentos de estas características llevaría a los inversores a asignar al

⁴ Los incentivos al “engaño” podrían, de hecho, no ser independientes en el caso de economías que emitiesen ambos tipos de instrumentos indexados: subestimar la tasa de inflación con el supuesto objetivo de reducir los pagos de deuda indexada a la evolución de los precios, podría tener para las autoridades el resultado indeseado de abultar el servicio de la deuda vinculada al PIB, como consecuencia de una eventual sobreestimación de la tasa real de crecimiento económico.



instrumento un precio inferior a su verdadero valor y, por tanto, a los países emisores a “comprar caro” el seguro en cuestión. Se trataría, entonces, de un caso evidente de falla de mercado, en el que se oferta en equilibrio un monto deficiente de un instrumento que podría tener claras externalidades positivas para todos los participantes en el mercado (emisores e inversores). Tal como indica claramente la teoría, habría en consecuencia un rol potencial a desempeñar por los organismos financieros internacionales que podrían subsanar, mediante su intervención, la deficiente oferta de un bien público global.

Como se recordará, sin embargo, el rol de los organismos multilaterales de crédito en el proceso de reestructuración de la deuda argentina no fue precisamente constructivo dado que tendieron a alinearse de manera bastante clara con los grupos más hostiles y vociferantes de los tenedores de títulos en *default*. Desafortunadamente, cabe admitir que Argentina podría haber pagado un precio relativamente elevado como consecuencia de esta situación y de la decisión de seguir adelante, pese a todo, con la iniciativa de emitir instrumentos de deuda contingentes a la evolución del PIB. Recuérdese que, al momento de lanzamiento de su oferta de canje en junio de 2004, las autoridades argentinas calcularon el valor presente del instrumento en unos 6 centavos de U\$D por unidad (lo que, ante un valor nominal potencial a emitirse de unos U\$D 81.800 M, equivalía a un pago *cash* de unos U\$D 5.000 M), frente a los U\$D 3 centavos que, en el mejor de los casos, le imputó inicialmente el mercado. Fuera de los avatares típicos de toda negociación, parte sustancial de dicha diferencia de valuación se explica justamente por el costo que tuvo que pagar una economía de mercado emergente como Argentina para hacerse cargo de una tarea -otorgarle liquidez y valor de mercado a un instrumento novedoso- que debieran haber cumplido los grandes ausentes del proceso, los organismos multilaterales. La evolución *ex post* del precio del instrumento probaría con creces este punto, desmintiendo en buena medida los argumentos vinculados a la dificultad de valorar un instrumento supuestamente complejo. Asimilando la naturaleza del instrumento en cuestión al de una acción (una participación del acreedor que habría comprado una “cuota parte” en una sociedad que promete pagos sólo si “nos va bien”), los inversores desarrollaron rápidamente modelos de valuación que permitieron ponerle un precio al título. De este modo, frente a los U\$D 3 centavos iniciales el instrumento pasó a exhibir rápidamente precios en torno de U\$D 8/9 centavos y luego de U\$D 12/13 centavos, una vez que la economía



exhibió periodos de alto crecimiento y, tal como se verá enseguida, ello aumentó el monto de eventuales pagos futuros, dadas las características asimétricas del instrumento.

A la luz de esta evolución posterior, siempre puede cuestionarse la decisión de entregar una opción que el cedente valuaba muy por encima del que la recibió. De hecho, muchos observadores llegaron a argumentar en su momento que al país podría haberle resultado bastante menos oneroso realizar un pago en efectivo antes que intentar seducir a los acreedores asociándolos con las posibilidades de crecimiento de una economía saneada, una alternativa que éstos parecían (o, al menos, decían) valorar muy poco *ex ante*. Tal vez, el modo más fácil de apreciar ese punto de vista sea formular una sencilla cuenta. Como se recordará, bajo una hipótesis de aceptación total del 100% de los acreedores, cada punto de reducción del valor presente de la quita equivalía en su momento a unos U\$D 1.000 M de pago *cash* adicional. Si alternativamente, las autoridades elegían posponer el pago por un plazo de, digamos, 25 años (un plazo similar al de la vida promedio de la reestructuración propuesta), ello implicaba que la inversión de esos recursos a la tasa libre de riesgos (en torno de 5%) arrojaría un monto de unos U\$D 3.400 M al final de dicho lapso. Sin embargo, la elevada tasa de descuento que utilizaban los acreedores para “traer al presente” escenarios futuros de Argentina (digamos, sin exagerar, el 15% anual) implicaba que éstos valuaban aquellos U\$D 3.400 M en sólo U\$D 100 M!!!. Un pago a futuro implicaba, por tanto, convalidar la prima de riesgo impuesta por un acreedor escéptico y, en tales condiciones, el país siempre podía montarse sobre la desconfianza de aquéllos y capitalizar dicha ventaja en su favor. Puesto de otra manera, el ahorro fiscal que el gobierno podía efectuar en dicho lapso por cada dólar a erogar era casi 9 veces mayor, obviamente si dispusiese de los recursos para hacer ciertos pagos en efectivo.

De todas maneras, nobleza obliga y a fin de no perder perspectiva, cabe recordar que la unidad vinculada al PIB fue un componente más de una oferta global efectuada a los acreedores en el marco de la reestructuración de la deuda en cesación de pagos. En un contexto signado por la hostilidad de la comunidad financiera internacional (privada y oficial), buena parte de la discusión residía en la “buena fe” de la propuesta efectuada por el país. Dado que –señalaban los críticos– la oferta no estaba aparentemente en línea con la “verdadera capacidad de pago”



del país, las autoridades decidieron ofrecer como muestra de su “buena fe” un menú de bonos basados en una capacidad de pago que resultaba de asumir una tasa de crecimiento “tendencial” del 3% anual y un instrumento –las unidades vinculadas al PIB- que posibilitaba pagos en caso de que los acreedores tuviesen finalmente razón y la economía exhibiese un potencial de crecimiento mayor al postulado precavidamente por el gobierno argentino. Frente a la posibilidad de ofrecer un “endulzante” (*sweetener*) en efectivo, algo a lo que las autoridades políticas del momento se opusieron en forma tajante⁵, se ofreció a los tenedores de títulos el siguiente trato: “Ud. podría llevarse hoy un pago equivalente a 3% del PIB (el monto que aproximadamente se demandaba entonces como muestra de buena voluntad, unos U\$D 4.000 M) y se desvincula de la sociedad, pero se le ofrece en cambio quedarse en el “negocio” y tener derecho a llevarse una cuota parte variable durante los próximos años, siempre que a la sociedad le vaya bien”. En un escenario completamente favorable al acreedor (véase más adelante el Escenario a)) y con certidumbre perfecta ello implicaba, en la práctica, ofrecerle a los tenedores de títulos una cuota variable del PIB de cada año durante aproximadamente una década que, descontada a una tasa intermedia del 10%, representaba en ese momento alrededor de 5% del PIB. Por cierto, cualquier valuación que asignase probabilidades razonables de ocurrencia a diferentes escenarios de desempeño de la economía local, podría achicar este último valor posiblemente de manera sensible. Esta era, en todo caso, la fórmula adecuada desde el punto de vista del deudor para comparar el peso de un pago cierto en el presente frente a la posibilidad de compartir su “negocio” con un socio, ofreciéndole cuota partes variables de su producto a lo largo de un lapso determinado.

Se podrá discutir, como se sugirió antes, si esta diferencia es grande o pequeña y si valía la pena que el país pagase el costo de instalar un instrumento novedoso que los mercados parecían valorar muy poco. Como se verá enseguida, sin embargo, en el proceso fueron quedando de lado algunas características deseables del instrumento, especialmente aquella que buscaba utilizarlo como herramienta contracíclica para suavizar los pagos de deuda y estabilizar el ratio de endeudamiento de la economía.

⁵ Aún cuando nueve meses después no vacilaron en cancelar en forma adelantada la deuda con el FMI (con un pago en efectivo contante y sonante por unos U\$D 10.000 M), frente a otras decisiones financieras alternativas probablemente menos costosas. Siempre, puede argumentarse, por cierto, que el análisis de costo/beneficio ponderó en forma adecuada la influencia de ganar grados de libertad en la formulación de la política económica.



Las características del instrumento: ¿una ejecución deficiente de una buena idea?

Tomada, no obstante, la decisión de seguir adelante, vale la pena entonces analizar el modo en que se instrumentó la propuesta de efectuar pagos de deuda vinculados a la evolución del PIB. Las características del instrumento entregado están especificadas en el Prospecto a través del que se presentaron a los inversores los detalles de la propuesta de reestructuración de la deuda soberana en cesación de pagos. Allí se especifica que las unidades vinculadas a la evolución del PIB serían emitidas en pesos, euros y dólares por un monto nominal equivalente al total de deuda elegible que ingresaría a la operación de canje -unos U\$D 81.800 M- y a razón de una unidad de monto nominal por cada dólar (o su equivalente en otras monedas) de bonos elegibles entregados al canje por los inversores que aceptaran la propuesta. Dado que la propuesta de reestructuración contó con una participación de 76,15% de los acreedores, el monto nominal global finalmente emitido de unidades vinculadas al PIB fue de unos U\$D 62.300 M. Partiendo de lo acaecido en 2005 y hasta el año 2034, las condiciones de pago establecidas determinaban que para gatillar los desembolsos debían cumplirse las siguientes tres condiciones: a) que el PIB real observado en el año de referencia debía superar al presentado por las autoridades en el denominado “escenario base” (véase más abajo); b) que para el año de referencia la tasa de crecimiento económico observada fuese superior a la establecida en el “escenario base”, la cual partiendo de niveles levemente superiores se establecía en 3% anual a partir de 2014; y c) que los pagos acumulados a lo largo de la vida de la unidad no excediesen un límite (*cap*) equivalente al 48% del monto nominal total (que, habida cuenta de los valores emitidos, equivalía a pagos acumulados por unos U\$D 29.900 M). Finalmente, el monto a erogar, en caso de corresponder sería equivalente al 5% de la diferencia (“PIB excedente”) entre el PIB efectivo del año de referencia y el correspondiente al escenario base, ambos valuados a precios corrientes.

Como se ilustra enseguida, este diseño del instrumento recibió críticas de varios observadores debido a que tiende a ser bastante asimétrico como consecuencia del efecto acumulativo (“bola de nieve”) que resulta de otorgar una elevada ponderación al desempeño pasado y no sólo al de un año en particular. Nos



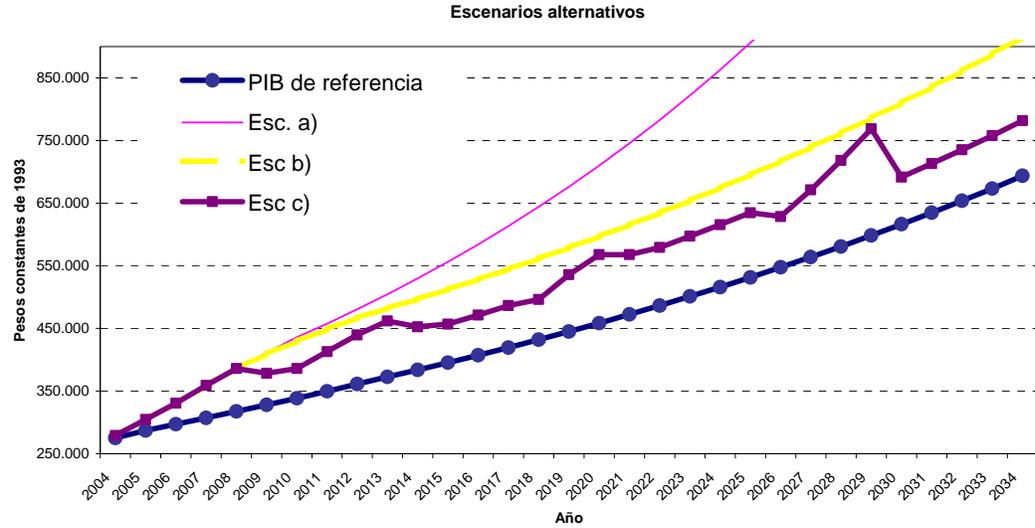
explicamos. Otras propuestas que fueron presentadas en aquel momento⁶ postulaban, por caso, un bono cuyo cupón tendiese a pagar una tasa de interés básica (digamos 10%) más/menos un plus (digamos 2%) por cada punto porcentual que la tasa de crecimiento del PIB se situase por encima/debajo de un determinado crecimiento tendencial. Por el contrario, si bien el instrumento colocado por Argentina no activa pagos en caso de que el crecimiento se sitúe por debajo del tendencial (condición b⁷), el tamaño del pago efectuado en los años de buen desempeño (crecimiento efectivo por encima del tendencial) depende no sólo de lo acaecido en dicho período sino, fuertemente, de la historia previa.

Este efecto “bola de nieve” es bastante oneroso y puede determinar pagos muy elevados en relación al PIB en lapsos muy reducidos. El gráfico y los cuadros a continuación ilustran suficientemente el punto. Por un lado, nótese en el cuadro que las tasas de crecimiento exhibidas por la economía argentina en los primeros años de vigencia de la unidad han sido muy superiores a las postuladas en el “caso base”. El problema es que este dinámico desempeño determina, de allí en adelante, un efecto acumulativo de base que resulta muy difícil de compensar con posterioridad y que le pone un piso elevado a los eventuales pagos futuros. En efecto, el PIB efectivo del cierre de 2007 ya es en la actualidad 17% superior al fijado en el caso base de referencia para dicho año. Así, el pago resultante, que habrá que erogar con certeza en diciembre de este año, asociado a ese desempeño – unos U\$D 1.400 M- representará alrededor de medio punto porcentual del PIB del período, habiéndose partido sólo dos años atrás de una erogación equivalente a 0,22% del PIB de 2005.

En el gráfico y en el cuadro se han postulado, sólo a efectos ilustrativos, tres diferentes escenarios, uno de alto crecimiento, uno intermedio de convergencia más o menos rápida al crecimiento tendencial postulado y uno más “volátil” caracterizado por una mayor erraticidad del comportamiento cíclico, algo que ha sido típico en el caso local. En cada caso se observa la discrepancia entre el PIB efectivo y el de referencia y los pagos asociados como porcentaje del PIB del año de referencia.

⁶ Véase, en particular, el trabajo de Borenstein y Mauro (2002).

⁷ Una cláusula que, de manera preocupante, no estaba originalmente prevista en el diseño del instrumento entregado a las autoridades por los bancos de inversión asesores en la reestructuración.



	Tasa de crecimiento				Pago % PIB		
	Caso Base	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
2005	4,3%	9,2%	9,2%	9,2%	0,22%	0,22%	0,22%
2006	3,6%	8,5%	8,5%	8,5%	0,38%	0,38%	0,38%
2007	3,4%	8,7%	8,7%	8,7%	0,55%	0,55%	0,55%
2008	3,3%	7,5%	7,5%	7,5%	0,68%	0,68%	0,68%
2009	3,3%	6,5%	6,0%	-2,0%	0,77%	0,76%	No
2010	3,3%	6,0%	5,0%	2,0%	0,85%	0,81%	No
2011	3,3%	5,0%	4,5%	7,0%	0,90%	0,84%	0,58%
2012	3,3%	5,0%	4,0%	6,5%	0,95%	0,86%	0,68%
2013	3,2%	5,0%	3,2%	5,0%	0,99%	0,86%	0,73%
2014	3,0%	5,0%	3,1%	-2,0%	1,05%	0,87%	No
2015	3,0%	5,0%	3,1%	1,0%	1,10%	0,87%	No
2016	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	1,15%	0,87%	0,52%
2017	3,0%	5,0%	3,1%	3,2%	Cap	0,87%	0,52%
2018	3,0%	5,0%	3,1%	2,0%	Cap	Cap	No
2019	3,0%	5,0%	3,1%	8,0%	Cap	Cap	0,64%
2020	3,0%	5,0%	3,1%	6,0%	Cap	Cap	0,73%
2021	3,0%	5,0%	3,1%	0,0%	Cap	Cap	No
2022	3,0%	5,0%	3,1%	2,0%	Cap	Cap	No
2023	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	Cap	Cap	0,61%
2024	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	Cap	Cap	0,62%
2025	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	Cap	Cap	0,62%
2026	3,0%	5,0%	3,1%	-1,0%	Cap	Cap	No
2027	3,0%	5,0%	3,1%	6,8%	Cap	Cap	Cap
2028	3,0%	5,0%	3,1%	7,0%	Cap	Cap	Cap
2029	3,0%	5,0%	3,1%	7,0%	Cap	Cap	Cap
2030	3,0%	5,0%	3,1%	-10,0%	Cap	Cap	Cap
2031	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	Cap	Cap	Cap
2032	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	Cap	Cap	Cap
2033	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	Cap	Cap	Cap
2034	3,0%	5,0%	3,1%	3,1%	Cap	Cap	Cap



Más de allá de su eventual baja plausibilidad, el escenario de alto crecimiento postula un comportamiento virtuoso en el que la economía argentina continúa creciendo a ritmos elevados y converge finalmente a una tasa de crecimiento del 5%, por encima de la postulada en el caso de referencia -pero factible dada la dotación de recursos y la evolución de la productividad en un escenario "impecable". Como se ve en el cuadro, los pagos de la unidad escalan rápidamente para situarse en torno del 1% del PIB a partir del comienzo de la próxima década. Por cierto, en un escenario virtuoso de estas características el *cap* tiende a hacerse "rápidamente" operativo, dado que en 2016 se habrían acumulado pagos por unos U\$D 30.000 M. En el escenario intermedio se postula, en cambio, una convergencia más o menos rápida pero sin sobresaltos a una tasa de crecimiento apenas por encima del 3% anual postulada como tendencial. Aquí el *cap* se tornaría operativo apenas después (en 2017) y los pagos anuales representarían desde 2012 en adelante casi 0,9% del PIB. Por último, el escenario de mayor volatilidad se caracterizaría, es cierto, por pagos menores pero que, de todas maneras nunca representan menos de medio punto porcentual del PIB. Por otra parte, los pagos se extienden en este escenario hasta 2027, en tanto el *cap* no se hace operativo hasta dicha fecha. Aún en este escenario altamente volátil el PIB efectivo se mantiene entre 12% y 23% por encima del PIB de referencia fijado en el caso base (véase el gráfico). Ello debe ser atribuido, como se sugirió antes, al efecto acumulativo incorporado en el diseño del instrumento. Nótese que el único modo de moderar en forma sensible este efecto de acumulación de la buena *performance* de los primeros años, sería que la economía experimente una brusca y profunda recesión o una seguidilla de varios años de estancamiento o de crecimiento muy débil por debajo del postulado en la referencia.

Un último problema

Para no perder perspectiva, es importante recordar que aún cuando los pagos asociados a la unidad puedan considerarse muy elevados, lo cierto es que la economía siempre contará en estas circunstancias con los recursos necesarios para hacer frente a la contingencia. Esto refleja el hecho obvio de que el instrumento no es estrictamente un bono ("una promesa de pago cierto en cualquier estado de la naturaleza") sino, precisamente, lo que ha tendido a buscarse: una promesa de pago contingente, atada a que "nos vaya bien". Nadie que contrata una póliza de



seguro sobre su casa o su auto debiera enojarse, en principio, cuando le toca pagar la prima. Salvo que la prima sea demasiado elevada y penalice indebidamente el hecho de no haber tenido en el pasado inmediato ningún siniestro. Pero que la economía cuente en el agregado con los recursos no implica, necesariamente, que lo haga quien tiene que pagar. Vale decir, el gobierno. En este sentido, un último aspecto de preocupación se vincula con el hecho de que, pese a no ser estrictamente deuda, estos pasivos fiscales contingentes deberían figurar en alguna estadística o regla fiscal oficial debidamente valuados (*priceados*) para generar incentivos adecuados a una conducta de ahorro futuro consistente con ellos.

Referencias:

Borenstein, E. y Mauro, P. (2002): Reviving the case for GDP-Indexed Bonds, IMF policy Discussion Paper, 10/2002.

Frenkel, Roberto (2003): Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad, en *Desarrollo Económico* N° 168, Vol. 42, Buenos Aires.

Frenkel, Roberto (2003): Globalización y crisis financieras en América Latina, en *Revista de la CEPAL*, N° 80, Santiago de Chile, Agosto 2003.

Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace & Co., Florida.

Minsky, H. (1981): *Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles, en Can "It" Happen Again?, Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Inc., New York.