

## INFORME DE COYUNTURA

### LOS EFECTOS DEL CANJE DE DEUDA

Argentina ha cerrado la reestructuración de deuda más importante de la historia económica mundial. Y lo es por varios motivos. Por su monto y su grado de complejidad: número de bonos, de monedas y de jurisdicciones implicadas. Pero no sólo el mayor, sino que este canje marca un hito histórico en la arquitectura financiera mundial. Es el primero que se realiza sin ningún tipo de aportes de los organismos financieros multilaterales, y escribe un nuevo libreto para los países altamente endeudados.

Una reestructuración de deuda tan especial exigía políticas y condiciones muy especiales para su éxito. Entre los principales factores podemos señalar:

**1.-** Un manejo inteligente puso al gobierno argentino en el "centro del ring" y sus iniciativas convirtieron al FMI y a las organizaciones de acreedores en meros espectadores. Por una parte, Argentina avaló el criterio del FMI de acreedor privilegiado y por la otra, dijo a los acreedores, ciudadanos de países del G-7 que controlan las políticas del FMI, que sus propios gobiernos obligaban a realizar una oferta con fuertes reducciones ya que el pago provenía de un "bolsillo único". Y junto a la habilidad en el manejo internacional, una posición firme.

**2.-** La difusión internacional de informes de origen inobjetable, donde la única conclusión posible a extraer es que Argentina resultó el "conejillo de Indias" de un alucinado experimento.

**3.-** La gravedad de la crisis y su interés como tema de estudio internacional contribuyó a la difusión de la dimensión catastrófica del endeudamiento que durante toda la década de los '90 sobrepasó varias veces el límite de cualquier indicador. Las consecuencias para cualquier analista de las alternativas de un acreedor estaba diciendo "a gritos" que la pretensión de cobrar un alto porcentaje de la deuda original llevaría irremediablemente a una situación donde nadie cobraría un sólo dólar.

**4.-** Los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensión, instituciones de seguros, bancos comerciales y de inversión, y similares) que detentan una buena porción de la deuda, a pesar de una quita muy alta, no tendrían quebrantos. Están manejadas por profesionales especializados a quienes no se les escapaba que el altísimo nivel de rendimiento de esos bonos implicaba, al mismo tiempo, un alto riesgo de default. En consecuencia, el diferencial de rendimiento respecto de los niveles internacionales considerados normales, no se distribuyó y fue utilizado para prever la deuda.

**5.-** La misma razón de fondo que fundamenta el punto anterior serviría de base a la Argentina para recurrir con éxito a los tribunales internacionales en caso de un fracaso del canje. Los jueces, al realizar el recálculo de la deuda aplicarían el diferencial de intereses a la amortización de la deuda. Este criterio, generaría una quita tan grande o mayor que la realizada a través de la oferta argentina.

**6.-** La justicia ordinaria de los países desarrollados es realmente independiente y actuó de acuerdo a los tratados y la práctica internacional. Destacamos en este punto la acción del juez Griesa de Nueva York donde se concentraron los juicios de "fondos buitres" de todo el mundo. Sus fallos reconocieron un país soberano que negociaba su deuda en base a criterios consagrados por la jurisprudencia, y abortó todos los intentos de embargo y acciones de bloqueo contra la oferta argentina. También la acción de los tribunales de Italia y Alemania con sus fallos contra los bancos coladores de fondos

**7.-** Cuando a mediados del 2004, el gobierno nacional da a conocer los grandes lineamientos de su oferta definitiva, la estimación oficial de la quita, a valores actuales fue del 75 %. Sin embargo, al momento de ejecutar el canje estas condiciones habían variado. No porque la oferta se hubiese modificado sino por efectos de cambios en la coyuntura internacional. La reducción de la tasa a largo plazo permitió elevar el valor actual de la oferta argentina en un 50 %.

Siendo la deuda la problemática dominante en todas las facetas de la vida argentina: sus instituciones, la economía y la sociedad, el impacto del éxito del canje son múltiples.

En el corto plazo, una caída vertical del "riesgo país" generará un flujo de capitales: capital extranjero y, por efecto de arrastre, repatriación de divisas de residentes depositadas en el exterior. Por menor que resulte, el impacto será notable debido a las condiciones vigentes desde el año 2000.

Frente a los riesgos potenciales de este flujo, el gobierno tiene en preparación algunas medidas preventivas. En particular, un control de flujo que haga las veces de "cedazo" a fin de tamizar el ingreso de los capitales. Con mecanismos de este tipo, la diferenciación entre las operaciones financieras y la radicación de capitales se produciría de manera automática.

La continuidad del proceso de crecimiento también afirmará un efecto sociológico que ya comenzó a ponerse en evidencia. Los procesos recesivos habían descartado a los trabajadores de la puja distributiva. En la medida que la desocupación se reduce y aumenta la rentabilidad de las empresas, los trabajadores reclaman porciones adicionales de la renta nacional notablemente disminuida.

Comienzan a aparecer los conflictos específicos por rama de actividad y por firma. La política oficial en ese sentido es la de multiplicar la firma de nuevos convenios colectivos y ahora encara con la CGT y la UIA una concertación de precios y salarios a fin de intentar acotar los efectos sociales de la puja distributiva.

En el mediano plazo, el problema es de sustentabilidad fiscal. La deuda no desaparece. Se reduce de manera importante su impacto en el corto y mediano plazo. Aún con el éxito del canje, la deuda pública seguirá pesando de manera notable y por décadas sobre los balances monetario, fiscal y de cambios.

Pero esa sustentabilidad de la deuda no está garantizada, resta aún construirla paso a paso. Incluso será necesaria una refinanciación del FMI, sobre todo de los vencimientos de 2005 y 2006 pues el cronograma actual de pagos supera las previsiones más optimistas de superávit primario para esos años.

El punto crítico de la sustentabilidad fiscal será el sistema impositivo. Aunque se ha empezado a generar superávit fiscal, la posibilidad de su permanencia en el largo plazo es endeble ya que parcialmente ha sido resultado de una coyuntura de precios internacionales.

No sólo la sustentabilidad fiscal del nuevo perfil de la deuda, sino sobre que grupos sociales recaerá el esfuerzo de pagarla. El perfil de la carga tributaria, con los actuales niveles de evasión, la preeminencia de la imposición sobre los consumos, un muy peculiar esquema de imposición sobre las rentas, y la ausencia de convenios impositivos con países hacia donde se ha producido la fuga de capitales, genera un sistema impositivo que se encuentra entre los más regresivos del mundo.

También la sustentabilidad externa. Dadas las relaciones de poder de la economía mundial, Argentina debe detentar una situación normalizada en el mercado mundial de capitales y por ello está pendiente una negociación en el mismo sentido con los entes multilaterales de crédito.

La normalización financiera debe tener como objetivo una relación financiera sistematizada con el resto del mundo a fin de que la actividad privada pueda realizar sus transacciones comerciales y financieras de manera fluida, y el sector público poder financiar proyectos específicos de largo plazo de maduración y con capacidad propia de repago. También la normalización es necesaria para mantener una "puerta abierta" en caso de modificaciones dramáticas en la coyuntura internacional.

Sin embargo, esa capacidad crediticia potencial no debe convertirse en un "vía libre" para salir atropelladamente a pedir créditos para financiar el sector público.

Enfrentar o no las políticas del FMI es un falso debate. La cuestión de fondo radica en eliminar los elementos objetivos que hacen posible que el FMI imponga sus criterios. La posibilidad de ser autónomo en las decisiones es un objetivo a ser alcanzado.

Respecto al impacto institucional resulta fundamental la relación con el FMI. Con refinanciación de la deuda privada y de los entes multilaterales de crédito, las dos funciones del FMI (auditoría de países endeudados y proveedor de fondos) quedarían limitadas a verificar el cumplimiento de los pagos y realizar informes periódicos. Los grados de libertad de la política económica podrán aumentar de manera considerable.

Las relaciones por ahora no estarán exentas de fuertes tensiones. Sin embargo, el prestigio ganado por Argentina con su recuperación económica al margen de las recomendaciones del FMI y de un canje exitoso en condiciones absolutamente inéditas, ejercerá presión sobre sus funcionarios que estarán interesados en que este proceso no culmine con la exclusión de Argentina de su seno.

Las propias condiciones post-canje limitarán de manera importante las tensiones. La dureza de la posición del gobierno argentino en el caso de los bonistas no presentados al canje, tiene la pretensión de derivar hacia esta temática la presión del FMI. Otro de esos factores deriva del cambio que el canje ha provocado en las relaciones entre el FMI y Argentina. Hoy, el problema del FMI respecto a nuestro país, es externo a sus propias relaciones. Radica en el "mal ejemplo" que significó un canje exitoso al margen de su jurisdicción.

También existen cambios institucionales pendientes. El actual gobierno nacional supeditó en el periodo 2003-4, toda la política económica al canje de deuda. Dejó pendiente cambios en las instituciones económicas planteados por la caída de la convertibilidad. Entre los más importantes: ley de entidades financieras, sistema previsional, ley de coparticipación, sistema impositivo, marco regulatorio de servicios públicos, incluido nuevas pautas para fijar tarifas.

El gobierno "demoró" estos cambios pues el juego cruzado de intereses que generaría su debate, hubiese debilitado el apoyo (empresarios, gobernadores, medios de comunicación, etc.) que detenía la negociación de la deuda. Ahora habrá que empezar a ejercer los "grados de libertad" que las condiciones actuales suponen a través de la participación del conjunto de la sociedad en su debate.

El impacto político se relaciona con la crisis del 2001 donde comenzó a visualizarse la inconsistencia de un modelo que requiere, de manera inevitable un financiamiento externo creciente. Si se aceptaba ese modelo era compatible pensar que los criterios de los acreedores, imprescindibles para el funcionamiento de ese modelo, es la única verdad posible en economía. Pero recién ahora, con el éxito del canje, se ratifica que el modelo implementado no fue sustentable en un mundo extremadamente volátil como el que rige desde hace 35 años.

Los defensores de ese modelo ahora ensayan otra estrategia. Aunque admiten el éxito del canje, plantean que fue una estrategia "agresiva" con los acreedores y no "amigable" como en el caso uruguayo, y el resultado será un mercado financiero cerrado por largos años.

Entendemos que se trata de un debate bizantino. Ahora los críticos adelantan criterios que a futuro no podrán ser verificados. Con sólo mostrar la serie histórica de flujo de fondos del sector público se podrá afirmar que el mercado financiero siguió "cerrado" para Argentina, cuando el hecho fundamental será que el gobierno argentino no habrá demandado ese financiamiento.

La alternativa correcta, es extraer las lecciones básicas de los éxitos parciales obtenidos. La más importante: trabajar en función del mediano y largo plazo. Los resultados concretos que se irán obteniendo por sí solos pondrán al desnudo los criterios que tanto daño hicieron a los argentinos.