



---

**Serie Análisis de Coyuntura – N° 7**

**CANJE DE DEUDA Y SALIDA DEL DEFAULT EN ARGENTINA**  
**Los problemas de la estrategia financiera elegida**

**Rubén M. Lo Vuolo<sup>1</sup>**

**Marzo de 2005**

---

**I. Introducción**

Cerrada esta etapa del canje de los títulos de la deuda pública argentina en *default*, es conveniente hacer algunas reflexiones sobre sus contenidos y alcances. En particular, aquí me interesa enfatizar cuatro argumentos que difieren de la visión oficial sobre este proceso: 1) el problema de la deuda pública argentina dista de estar resuelto; 2) los términos en los que quedó establecida luego de canje exigen compromisos de pago difíciles de cumplir por lo que deberá continuarse con penosas e inciertas refinanciaciones; 3) el gobierno se equivocó al centrar su estrategia en la “salida” del *default* más que en la solución definitiva del problema de la deuda en un contexto extraordinario y muy favorable para ello; 4) el escenario macroeconómico que se dibuja luego del canje es mucho más complejo que el de los primeros años post-*default*.

La pretensión oficial es que la evaluación de su estrategia (unilateral) frente al *default*, se concentre en los siguientes puntos: i) la quita obtenida es la mayor posible y su nivel representaría un ahorro sustancial para los argentinos; ii) el nivel de aceptación implica la salida del *default* sin que el país comprometa su crecimiento y su capacidad para resolver los problemas de distribución del ingreso; iii) de aquí en más el país tiene un cronograma de pagos mucho más laxo, con menores tasas de interés y un mayor nivel de compromisos en pesos que disminuye el riesgo de nuevos problemas de pagos; iv) el país está en mejores condiciones de negociar con el FMI y de no aceptar sus condicionamientos; v) es esperable un aumento del flujo de capitales hacia el país como resultado de un horizonte de mayor confianza en la economía.

A nuestro juicio, esta lectura es sólo parcialmente correcta. Si bien puede afirmarse que el Gobierno tuvo éxito dentro de los límites de la estrategia que se planteó, como lo afirmamos en otros trabajos<sup>2</sup>, esa estrategia es muy cuestionable. ¿Cuáles han sido estos criterios? Los principales fueron los siguientes:

---

<sup>1</sup> Director e Investigador Principal, Ciepp (Buenos Aires, Argentina). Agradezco los comentarios de los investigadores y becarios del Ciepp a distintas versiones de este trabajo.

<sup>2</sup> Ver Cibils, A. y Lo Vuolo, R., “Algunos Puntos para discutir la actual situación en materia de deuda pública”, *Realidad Económica* N° 203, abril-mayo de 2004. Reproducido como *Documentos de Coyuntura Ciepp*, N° 1, marzo 2004.



- 1) reconocer como legítima la totalidad de la deuda heredada, sin cuestionar los procesos de acumulación de deuda pública de dudosa legalidad (muchos de los cuales han sido denunciados judicialmente), llegando incluso a designar como operadores del canje a entidades comprometidas con estos procesos<sup>3</sup>;
- 2) pagar en las condiciones pactadas la deuda con los organismos internacionales de asistencia financiera y técnica (OOII), denunciando paralelamente su directa responsabilidad en las políticas que alimentaron la deuda y la crisis de la Argentina;
- 3) reconocer las condiciones en que fue emitida y pagar en término la totalidad de la nueva deuda emitida por el Estado luego de la declaración de *default*, que en gran medida actuó como mecanismo de fuertes transferencias patrimoniales en beneficio de algunos grupos muy concentrados de poder económico del país;
- 4) negociar con las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs) quitas especiales a los fondos que administran, creando un bono “cuasi-par” con el objetivo primordial de evitar juicios y habilitarlas para continuar en el futuro tomando deuda pública. De este modo, y pese a que el gobierno reconoció públicamente la responsabilidad en la crisis fiscal y el endeudamiento público del sistema de previsión social creado en 1994, en los hechos consolidó el sistema, rescatando a estos “inversores institucionales” y castigando a los afiliados sin proponer ninguna reforma al régimen heredado de la década de los noventa.
- 5) proponer una quita sustancial al resto de los acreedores privados, cambiando condiciones de tasa de interés y plazo de pago.

Los criterios de esta estrategia fueron decididos en forma unilateral por el Gobierno, sin abrir instancias de debate con propuestas alternativas de otros sectores e, incluso, ignorando el mandato constitucional que otorga jurisdicción en la materia al Parlamento. Más aún, el Gobierno y sus aliados en el Parlamento impusieron la ley 26.017, por la cual se declara “cerrada” la posibilidad de modificar en el futuro los términos de la oferta del canje. En otras palabras, nuevamente el Poder Legislativo fue llamado a ratificar lo actuado por el Ejecutivo, pese a que no tuvo participación efectiva en las decisiones sobre un tema tan relevante para el país.

Los criterios seguidos por la estrategia oficial lograron algunos resultados positivos, entre los que pueden enumerarse:

- 1) El reconocimiento de la imposibilidad de seguir pagando la deuda en los términos en que estaba convenida;

---

<sup>3</sup> El Gobierno designó por decreto a Merrill Lynch, Barclays y la Unión de Bancos Suizos (UBS) como las entidades encargadas de asesorar y coordinar la reestructuración de la deuda. Además de participar en operaciones previas de canje de la deuda pública, las dos primeras entidades fueron oportunamente denunciadas en el informe realizado por la “Comisión Especial Investigadora sobre Hechos Ilícitos Vinculados con el Lavado de Dinero”, de la Cámara de Diputados de la Nación (ver <http://www1.hcdn.gov.ar/dependencias/ari/Principal/LAVADO/Lavado.htm>).



- 2) El no responder a la presión de instituciones y economistas del “saber convencional” que pretendían que se mejorasen las condiciones de pago para los bonos declarados en *default*;
- 3) El canje de los bonos en *default* por nuevos bonos que mejoran las condiciones de pago de esta parte de la deuda.
- 4) La definición de la postura oficial en la materia, luego de un largo período de indefiniciones.

Sin embargo, junto con estos elementos reconocidos como positivos, el cierre de esta etapa del proceso de canje de los bonos en *default*, también sirvió para legitimar procesos muy negativos para el país y dejó pendientes cuestiones muy importantes que deberían haberse resuelto en este tiempo extraordinario. En lo que sigue me ocupó de analizar las que considero más preocupantes.

## II. Resultado financiero del canje de la deuda en *default*

La estrategia comunicativa del gobierno se centró en destacar los méritos financieros de su propuesta. Así, la presentó como una quita excepcional, como un ahorro sustancial para los contribuyentes del país y como la “única” alternativa posible que al mismo tiempo es sustentable sin afectar el crecimiento económico. En los hechos, la información oficial es<sup>4</sup>:

- 1) Sobre un total us\$ 81.836 millones que se ofreció como “elegible” para el canje, ingresaron al mismo us\$ 62.318 millones, equivalentes a 76,15%;
- 2) Por el total que entró en el canje, se emitiría una nueva deuda equivalente a us\$ 35.261 millones, o sea un valor equivalente a 56,6% de los bonos que entraron en el canje.
- 3) Se habrían reducido los servicios de intereses a pagar, que en diciembre de 2001 equivaldrían a us\$ 10.175 millones anuales, y ahora se ubicarían en los us\$ 3.205 millones.
- 4) Aumentó la participación de la deuda en pesos, que habría pasado de 3% a 37%, mientras que la deuda en dólares se habría reducido de 66% a 37%. El resto de la deuda en otras monedas habría quedado en porcentajes similares.
- 5) Se habrían alargado los plazos de vencimiento y bajado las tasas de interés, por lo que para el gobierno se habría reducido el “valor presente neto” de la deuda, estimando que antes del canje era de us\$ 162.300 millones y luego de us\$ 98.600 millones (sin considerar los bonos elegibles que no entraron en el canje y que, según el Gobierno, pueden “permanecer impagos indefinidamente”).
- 6) La relación deuda/PBI habría pasado de 113% en diciembre de 2001 a 72% en Abril de 2005.

---

<sup>4</sup> Ver “República Argentina – Oferta de Canje – Anuncio Final”, 18 de marzo 2005.



Más allá de los discutidos criterios de cálculo del Gobierno sobre los resultados del canje<sup>5</sup>, particularmente la no inclusión de la deuda que no entró en el canje [*holdouts*] y los criterios de valuación del tipo de cambio relevante antes del *default*, es evidente que, para los bonos que entraron al canje, el resultado puede considerarse como positivo. Particularmente si se tienen en cuenta las presiones de los grupos de interés que pregonaban que no habría un alto porcentaje de aceptación si no se mejoraban las condiciones ofrecidas. En los hechos, los resultados del canje demostraron que las condiciones eran muy favorables para el país, ya sea por la particular coyuntura financiera internacional como por la falta de opciones para la mayoría de los tenedores.

Entre otras cosas, la coyuntura internacional era favorable por tres razones fundamentales: i) las bajas tasas de interés en el mercado y la falta de opciones financieras para los operadores; ii) los abiertos cuestionamientos a las políticas del FMI tanto dentro como fuera del organismo; iii) la aceptación generalizada acerca de que el origen del problema estaba en la necesidad de salir de la regla de Convertibilidad.

En cuanto a la falta de opciones para los acreedores privados, dos argumentos del propio Gobierno son suficiente prueba: la quita es descomunal y la aceptación es altísima. Estos dos argumentos sólo son compatibles si se acepta lo anterior, al tiempo que se reconoce que el Gobierno supo aprovechar la situación aunque sólo dentro de los márgenes planteados por su estrategia unilateral. Así, frente a la propuesta de canje hubo tres grupos de adherentes: i) los tenedores minoristas que no tenían posibilidades de iniciar juicios al Estado nacional y que sólo podían asumir pérdidas; ii) los especuladores que fueron comprando deuda para hacer diferencias en los mercados financieros; iii) los inversores “institucionales” (Bancos y AFJPs, que son lo mismo) que administran títulos de propiedad de otros y/o fueron beneficiados por otras medidas.

Lo cierto es que los acreedores que “eligieron” entrar en el canje fueron los más débiles en el conjunto, los que aceptaron quitas que no los perjudicaban directamente (AFJPs) o los que tomaron posiciones en bonos de la deuda a precios que les permitieron especular con su resultado. Los inversores institucionales con capacidad de reclamo (OOII, bancos locales y acreedores extranjeros agrupados) en cambio, no recibieron quita alguna o prefirieron no entrar en el canje.

Si se acepta que el canje se impuso por la fuerza de los hechos a los grupos con menor poder de presión política, hay otras preguntas relevantes además de las levantadas por el discurso oficial: ¿se aprovechó adecuadamente esta situación durante el largo período que duró el *default*? ¿Por qué, si la situación era tan favorable, no se avanzó sobre otros acreedores? ¿La estrategia utilizada resuelve el problema de modo definitivo hacia el futuro? ¿Es que realmente los operadores financieros, incluyendo a los OOII, aceptan que el país salió del *default*? No parece que la respuesta a estos interrogantes sea tan positiva como sugiere el gobierno.

---

<sup>5</sup> Si bien no lo analizamos aquí, vale acotar que las formas de cálculo tienen efectos concretos. Por ejemplo, en función de la cifra de aceptación del canje se determinan las comisiones a los bancos colocadores (si supera el 66%) y asimismo se autoriza la emisión de deuda adicional (si supera el 70%).



Si, como explicamos luego, los problemas de la deuda pública del país distan de estar resueltos, a las anteriores preguntas se suman otros interrogantes. ¿Por qué no se aprovechó todo este tiempo para realizar un registro de acreedores que hubiese permitido quitas diferenciadas según los plazos de la tenencia del título y hacer así mas equitativa la quita? Más allá del discurso oficial, lo cierto es que muchos de los acreedores a los que se les quitó capital (incluyendo los afiliados a las AFJPs) no fueron los que especularon en los mercados financieros ni tampoco tenían responsabilidad en la situación del país. Otros sí la tenían (AFJPs, bancos, OOH) y no fueron alcanzados por castigo alguno, ya sea por cambios en las condiciones de su deuda, o por mecanismos tributarios que sancionaran los beneficios extraordinarios obtenidos a lo largo de los años por el proceso de endeudamiento.

Otro mérito que reclama el Gobierno, es que la nueva deuda está emitida a más largo plazo (hasta 2046) y a menores tasas de interés que al momento del *default*. Esto es cierto, sobre todo que la deuda en gran medida está contraída a una tasa fija que evita los impactos de eventuales subas en la tasa de interés internacional. Pero no significa que la Argentina tenga un cronograma de pagos sostenible en el tiempo, sobre todo si corre la mirada de la deuda canjeada para mirar toda la deuda. Los vencimientos entre 2005 y 2010 de la deuda pública se estiman en us\$ 70.000 millones. Este año 2005 hay vencimientos entre intereses y deuda de capital por us\$ 13.000 millones (más de 8% del PBI de 2004) y otros us\$ 12.500 millones en el 2006. Y estos vencimientos hay que pagarlos o refinanciarlos, porque ya no hay espacio para un nuevo *default*. esto es el resultado de la estrategia seguida por el Gobierno y de lo que se asumió como capaz de ser pagado por el país.

Otro saldo positivo que señala el discursos oficial, es que un mayor porcentaje de la deuda nueva se emitirá en pesos y bajo legislación argentina. Este dato es positivo desde el punto de vista de una mayor diversificación de la deuda y del manejo macroeconómico. Sin embargo, debe ser matizado porque la nueva deuda en pesos está indexada por el CER; como referencia, en el último año y medio los pasivos en moneda nacional aumentaron en cerca de us\$ 2.600 millones por la indexación por CER, la capitalización de intereses correspondientes y las variaciones cambiarias. La evolución a mediano y largo plazo de este aspecto del canje es impredecible y, por las tendencias pre vías y lo que señalamos luego, es probable que en el corto plazo no sea positivo para el país. En contrapartida, la inflación debería traducirse en aumentos nominales de la recaudación tributaria y los ajuste en el capital e intereses se harán efectivos mucho más adelante.

Lo anterior permite calificar el discurso oficial sobre el canje, incluso en los márgenes de su propia estrategia. Claramente, el Gobierno se preocupó más por “salir” del *default* que por “resolver” el tema de la deuda de un modo equitativo y perdurable. De este modo, su estrategia se centró en la cuestión financiera y en demostrar que sus criterios eran plausibles pese a las opiniones de instituciones internacionales y operadores financieros de peso. Lo llamativo del caso, como veremos luego, es que pese al alegado éxito del canje en este terreno, no está claro si estos agentes han de dar el visto bueno en lo que a la salida del *default* se refiere. Además, el tema de la deuda sigue abierto y se corre el riesgo de volver a repetir experiencias del pasado de muy corta duración. Por ejemplo, existen elementos para suponer que, en el corto plazo, será necesario volver a recurrir al endeudamiento para cubrir brechas de financiamiento.



Contrastando con esta indefinición, lo que es seguro que en este proceso de canje se consolidaron otros procesos muy cuestionables. A los problemas detectados en el propio campo financiero, donde el gobierno puede reclamar un éxito relativo para el país, se suman otros en aspectos que fueron soslayados, ignorados o directamente ocultados en el discurso oficial. En lo que sigue de discutiré algunos de ellos.

### **III. Se reconoció como legítima a la totalidad de la deuda**

Tal como fue planteada la estrategia unilateral del Gobierno, el canje representa una etapa más de un ciclo económico-financiero que se repite desde la última dictadura militar. Ese ciclo viene repitiéndose como una recurrente secuencia entre un proceso de endeudamiento (público y privado), que facilita el financiamiento del crecimiento económico, las transferencias patrimoniales y la fuga de capitales, para luego caer en una crisis de pagos y en la “socialización” de las deudas que todavía queda en poder de los privados.

La “generalización” de la crisis del sistema social de pagos (expresada con mayor claridad en el sistema financiero) es la excusa para no revisar nada y privilegiar el “rescate” indiscriminado. El argumento reiterado es que de este modo se evitan “males mayores”. En los hechos, este proceso de rescate indiscriminado del sistema de pagos termina beneficiando a los grandes actores responsables de la crisis de pagos. Además, contra los argumentos del saber convencional, no es razonable desde el punto de vista económico porque acostumbra a los agentes a un comportamiento irresponsable además de dar lugar a diversos mecanismos de corrupción e ilegalidad. Las sospechas sobre estos comportamientos se reiteran desde la última dictadura militar y son muy fuertes para el período de la Convertibilidad; en particular, en los últimos meses de fuerte fuga de capitales, canjes forzados de activos por deuda pública, “corralitos financieros”, etc.

Lo cierto es que el escenario de inusitada crisis económica y financiera, que incluyó el *default* de la deuda pública, no se utilizó para poner estos temas en la discusión pública. Por el contrario, junto con otras medidas que se fueron sucediendo (derogación de la llamada ley de “subversión económica”, inclusión en leyes de presupuesto de cláusulas que aprueban medidas vinculadas con canjes anteriores, etc.) el proceso de canje de deuda pública que el gobierno acaba de declarar como cerrado, en los hechos también significa legitimar todo lo actuado previamente. En otras palabras, significa abandonar toda pretensión de cuestionar los procesos previos y la apropiación por grupos privados de recursos públicos cuyo costo se descargó sobre el conjunto de la sociedad.

### **IV. ¿Qué implica el reconocimiento y el pago de la deuda con los OOII?**

La decisión del Gobierno de reconocer el pago de la deuda con los OOII tal y como había sido contraída durante el período previo al default, junto con el pago de sus vencimientos en tiempo y forma, expresa claramente su apuesta inicial por conseguir su apoyo y el de los países que los controlan (digamos, G7). El argumento esgrimido en varias oportunidades sostenía que la administración republicana de EEUU mostraba preferencia por salidas de crisis de pagos de deuda soberana que no



impliquen operaciones de “rescate” en beneficio de operadores financieros que apostaron a títulos de alto riesgo.

En parte, esto explica la apuesta oficial por descargar todo el costo de la quita y el canje sobre los tenedores privados de bonos. En otras palabras, lejos de representar una confrontación con los OOI y con la administración del gobierno norteamericano, significó la búsqueda de su apoyo.

Esta estrategia es cuestionable desde varios puntos de vista. El alto grado de responsabilidad de los OOI en la crisis argentina (y otras crisis de pago similares), su reconocido dogmatismo al momento de influenciar las políticas públicas, su tradición en privilegiar los intereses de los países centrales antes que los de sus miembros de menor peso político y económico, no auguraban buenos resultados para esta estrategia.

La actitud del FMI era predecible. Basta recordar que el FMI incrementó considerablemente sus préstamos para sostener la Convertibilidad, triplicando el monto prestado al país en el segundo semestre de 2001; así, contribuyó a la fuga de capitales que precipitó la crisis de fines de 2001. Asimismo, en medio de la crisis de comienzos de 2002 y aprovechando la confusión de la administración de aquel momento, presionó por una irracional liberalización cambiaria que produjo una (evitable) “corrida”. Además, permanentemente se inmiscuyó en temas políticos como la presión por derogar la llamada ley de “subversión económica” que desnuda su connivencia con sectores concentrados de poder en el país. De hecho, el propio Gobierno publicó un documento desnudando estas responsabilidades del FMI (*Argentina, el FMI y la crisis de la deuda*, Ministerio de Economía y Producción, Junio de 2004). La responsabilidad del Banco Mundial y del BID en las desacertadas políticas de los años noventa también es evidente, aunque suele soslayarse en tanto el Gobierno busca su amparo para continuar con préstamos que digitan las políticas públicas en áreas “sociales”; pero, lo cierto, es que históricamente reclamaron políticas macroeconómicas similares al FMI y requirieron su certificado de “buena conducta” para las negociaciones con los países.

Más allá de las evidentes contradicciones entre un discurso público de confrontación y una práctica de privilegios inmerecidos a los OOI, lo cierto es que la estrategia oficial fracasó. No sólo que no logró su apoyo en el canje sino que el FMI se negó a aprobar a mediados de 2004 la revisión cuatrimestral del acuerdo vigente; esto, pese al grado de sobre-cumplimiento de las metas fiscales y monetarias en un contexto muy crítico. Frente a este rechazo en el medio de las negociaciones del canje, el gobierno decidió “suspender” el acuerdo y pagar los vencimientos de capital e intereses con la excusa que, en caso de ser exitoso el canje, su posición sería de “fuerza” para sentarse a negociar con el FMI.

Así, desde que se declaró el *default*, entre intereses y amortizaciones de capital, la Argentina le pagó al FMI us\$ 5.360 millones de dólares y otros us\$ 5.000 millones al BID y al Banco Mundial. A pesar de todos estos pagos, la deuda con el FMI —que en diciembre de 2001 sumaba poco más de us\$ 13.900 millones— al momento de cerrarse el canje era de aproximadamente us\$ 13.400 millones de dólares, debido en parte a que la suba del euro provocó una reevaluación de la “moneda especial” en la que están expresadas las deudas con el FMI (Derechos Especiales de Giro).



En síntesis, la estrategia del gobierno en este aspecto implicó: i) mayor presión para la quita sobre otros acreedores; ii) un tratamiento preferencial con actores con altísima responsabilidad directa en la crisis de la Argentina; iii) una mayor presión fiscal para hacer frente no sólo a los vencimientos de intereses sino de amortización de capital con los OOI. Esta estrategia fue equivocada y el Gobierno perdió la oportunidad de cuestionar las condiciones en que estaba contratada la deuda con los OOI durante los momentos más álgidos de la crisis.

En los hechos, este capítulo del problema de la deuda pública sigue sin resolverse. La deuda con los OOI continúa significando una carga muy pesada de pagos que empaña el alegado éxito del canje, sin haber disminuido el poder del FMI para imponer criterios al país, como pretende mostrar el Gobierno. Sobre el tema de la relación con el FMI post-canje vuelvo más adelante.

## V. Nuevo endeudamiento post-*default*

Otro aspecto cuestionable de la estrategia oficial se refiere a la ausencia de costos para los beneficiados con la emisión de la deuda post-*default*. Aquí también se prefirió el criterio de “no discriminación” de acreedores, por lo que se puso en la misma bolsa a los grandes grupos económicos, tanto del sector financiero como productivo, que a los ahorristas que recibieron títulos. La deuda emitida se justificó en los “descalces patrimoniales” derivados de la maxi-devaluación y la pesificación asimétrica, pero lo cierto es que esos descalses y su cobertura beneficiaron a unos y perjudicaron a otros sin que el gobierno hiciera ninguna distinción. Por ejemplo, con tributos extraordinarios a los beneficiados, o mediante la constitución de fondos especiales, para cubrir depósitos en divisas con préstamos de igual tenor de aquellos deudores con capacidad efectiva de pago (incluso con depósitos en el exterior en divisas).

La emisión de esta nueva deuda, en su mayoría en poder del sector financiero, explica en gran medida por qué, pese a la quita que se aplicará a la deuda en *default*, no es tan significativa la reducción de la deuda en términos nominales. Si bien los cálculos difieren según la fuente, en diciembre de 2001 la deuda nominal sumaba cerca de uS\$ 145 mil millones y llegó a un pico de cerca de us\$ 191 mil millones dos años después, lo cual se explica no sólo por la evolución de los títulos existentes sino principalmente por más de us\$ 35 mil millones emitidos de nueva deuda. El valor nominal de la deuda luego del canje, si se siguieran los mismos criterios para la ponderación anterior, estaría cercano al de diciembre de 2001<sup>6</sup>, claro que en gran medida con otras condiciones de pago. Sin embargo, el peso sobre el PBI sería mayor: de cerca de 57% del PBI se habría elevado a valores que oscilan entre 72% (si no se considera los títulos que no entraron al canje) y cerca de 80% (si se los considera bajo las mismas condiciones ofrecidas en el canje).

No es este el lugar para discutir los diferentes criterios de valuación<sup>7</sup>. Lo cierto es que el peso total de la deuda pública continúa siendo enorme en relación con los

---

<sup>6</sup> El Gobierno con sus cálculos estima en us\$ 125 mil millones.

<sup>7</sup> La lectura oficial plantea números menores a los aquí expuestos, en tanto no considera a la deuda que no entró en el canje (y que, en el mejor de los casos, será pasible de litigio), calcula los ratios en términos de valor presente y



agregados económicos relevantes y que esto se debe en gran medida a la nueva deuda emitida durante el período *post-default*.

Tal y como se planteó la estrategia el gobierno, lo cierto es que los privilegiados no fueron sólo los OOH sino también los grandes grupos económicos y financieros con negocios en el país. Ni siquiera se plantearon cargas tributarias extraordinarias sobre los beneficios obtenidos por los mismos.

Además de las desigualdades que esto provocó, tampoco puede decirse que el problema en este frente esté resuelto. Por ejemplo, el peso de la deuda en poder de bancos es muy elevado y su incidencia en los balances es muy importante. Todo indica que deberá refinanciarse y que el desempeño del sector financiero todavía es dependiente de la capacidad de pago del sector público de la deuda en su poder.

## VI. Las AFJPs

Pese a que el propio gobierno admitió públicamente que la acumulación de deuda en la década del noventa se explica en gran medida por el déficit fiscal creado por la reforma del sistema de previsión social de 1994, como así también que existen serias deficiencias de administración de las AFJPs, en los hechos el proceso de canje de deuda pública sirvió para legitimar el papel de estas compañías privadas. Así, se prefirió descargar las pérdidas sobre los fondos de propiedad de los afiliados y preservar el negocio de las AFJPs.

En los hechos, esto significa que el esfuerzo de la recaudación tributaria pesó aún más sobre otros grupos de la población mientras los recursos de los aportes de los trabajadores formales siguen alimentando un sistema que a todas luces es ineficaz y excluyente. De este modo, pese a la profundidad de la crisis, el Gobierno eligió continuar con un mecanismo que drena recursos a las AFJPs, para luego tomar los mismos recursos pero pagando una tasa de interés.

En defensa de lo actuado se argumenta que los fondos pertenecen a los trabajadores afiliados al sistema y que de este modo se los ha defendido. Esto no es cierto, en tanto la quita se aplicó sobre esos fondos sin resolver los problemas estructurales que llevaron a esa situación. Todo esto para preservar una política pública cuya cobertura es muy baja y sumamente vulnerable a los vaivenes económicos del país.

Aquí también se perdió la oportunidad de avanzar sobre el problema que queda irresuelto hacia el futuro. Peor aún, todo indica que una de las formas que se contempla para "cerrar" la brecha de financiamiento para el pago de los compromisos de la deuda que vencen en el corto plazo, es colocar más títulos en los fondos de jubilaciones y pensiones, repitiendo una práctica que ya demostró ser poco racional.

## VII. Probables escenarios para el *post-default*

---

realiza una valuación al momento de *default* que tiene en cuenta un tipo de cambio que supone de "equilibrio" en lugar del 1x1 de la Convertibilidad.

---



Teniendo en cuenta los comentarios previos, pueden señalarse algunos elementos para ponderar los probables escenarios que se presentan para la economía argentina en el futuro inmediato del post-*default*. Dos cuestiones aparecen hoy concentrando la atención aquí: i) la relación con el FMI después de cerrado el canje; ii) los probables cambios en los escenarios macroeconómicos. Estas cuestiones serán discutidas a continuación.

### VII.1. La negociación con el FMI

Un primer problema son los vencimientos de la deuda con los OOII que se concentran en el corto plazo y que hasta la fecha vienen pagándose en tiempo y forma<sup>8</sup>. Para algunos, el resultado del canje más los pagos netos de deuda que ha realizado el gobierno hasta ahora, dejarían poco margen al FMI para negarse a refinanciar los vencimientos, y mucho menos para cuestionar políticas estructurales. Sin embargo, este tipo de apreciación parece demasiado optimista.

Lo cierto es que el país necesita refinanciar deuda con los OOII en el corto plazo porque, aún con los extraordinarios superávits fiscales a los que está sometido, así lo exigen los vencimientos resultantes de la estrategia oficial. Sin dudas, la necesidad de refinanciar deuda con los OOII, y en particular con el FMI, obligará a reestablecer conversaciones. En este contexto, es probable que el FMI, para firmar un acuerdo de más largo plazo, exija compromisos acordes con su visión de los problemas, que por cierto ya ha demostrado ser equivocada: mayor superávit fiscal, el cierre de la renegociación de los contratos con las privatizadas, la sanción de la ley de coparticipación federal, el rediseño de los bancos públicos, estarán seguramente en la agenda de las "reformas estructurales" que se seguirá solicitando.

Frente a estas exigencias, lo más probable –y correcto- es que el Gobierno busque limitar el acuerdo a un corto plazo, de forma tal de refinanciar los vencimientos a cambio sólo de metas fiscales y monetarias (superávit fiscal, emisión, inflación); esto es, sin compromisos "cualitativos" como los de las privatizadas o la reforma del sistema financiero. Esta opción implicaría abandonar la pretensión de que el FMI envíe fondos en compensación por pagos de capital ya realizados y que se refinancien sólo los vencimientos que operen a partir de la firma del acuerdo. También de este modo el FMI continuaría aprovechándose de una situación que le permite cobrar, reducir su exposición en el país y mantener "independencia" de responsabilidad frente a las políticas del Gobierno.

Más aún, es probable que el FMI ni siquiera reconozca que la finalización del canje implique la salida del *default*, en tanto el porcentaje de aceptación deja afuera a muchos acreedores por montos importantes (de hecho, ese porcentaje es menor que otros procesos recientes de canje de deuda). Lo dicho no cuestiona la lectura positiva sobre los resultados del canje, sino que pretende analizar la visión del FMI y de creer que se está en una posición de mayor fortaleza.

---

<sup>8</sup> Como afirmación de su política, además de los enormes pagos efectuados después del *default*, recientemente el Gobierno llegó al extremo de no pedir la extensión (y por lo tanto cancelar) vencimientos ubicados en "cronograma de expectativas" (y por tanto prorrogables por un año); este año 2005 los vencimientos con el FMI alcanzan a us\$ 5.200 millones.



Aquí puede verse que fue un error no plantear la discusión de la deuda con los OOI en momentos del *default* y apostar a su apoyo en el proceso. ¿Cómo hace el Gobierno ahora para reclamar un comportamiento del FMI diferente al que el propio Gobierno alimentó? ¿Cómo, cuando se ha demostrado que se puede generar superávit fiscales de una enorme envergadura a costa de postergar la atención de urgentes demandas sociales? Contra lo que algunos argumentan, no se ve que la posición actual frente al FMI sea de mayor fuerza.

Si, como viene demostrando en negociaciones recientes, el FMI pretende que la Argentina amortice el capital, la situación de corto plazo es muy complicada, particularmente hasta el año 2007 cuando los vencimientos con los OOI declinan. Lo problemático en esta discusión es que este camino es el que propuso el propio Gobierno en su estrategia. Al plantear el problema de la deuda concentrado en el canje de títulos a algunos acreedores privados, mostrando que se podía cumplir con los pagos a los organismos internacionales y declamando que los mismos se verían obligados a refinanciar vencimientos, el Gobierno aumentó la fuerza del FMI en la definición de la situación del país.

Frente a esto, algunos proponen una ruptura con el FMI en caso de que no acepte refinanciar los vencimientos, suspendiendo los pagos. Puede que esta medida llegue a ser necesaria, pero claramente lo será en circunstancias mucho peores que las que se daban en medio de la crisis. Debería haberse planteado una negociación del conjunto de la deuda, garantizando al menos períodos de gracia y refinanciamientos de plazos con los OOI. Lo cierto es que si ahora hay que suspender pagos con el FMI, el esfuerzo realizado quedaría totalmente desdibujado porque ni siquiera se habría logrado el estrecho objetivo que se planteó el Gobierno: que los operadores financieros y los organismos internacionales acepten que se salió del *default*.

## VII.2. El superávit fiscal

Lo anterior sirve de puerta de entrada al análisis de la política macroeconómica de aquí en más. En el centro del problema está la pretensión, que parece generalmente aceptada, sobre las posibilidades efectivas de mantener por mucho tiempo superávit fiscales descomunales para pagar la deuda y, al mismo tiempo, crecer sostenidamente con distribución de ingresos a los grupos sociales más postergados. Esto suele vincularse a un argumento que hace apología de la capacidad del país de “ahorrar” con su “propio esfuerzo” y de allí no solo pagar deuda sino también financiar la necesaria inversión para el crecimiento económico. Este tipo de argumentos, en algunos aspectos cercanos al pensamiento de la ortodoxia más extrema, es muy cuestionable.

En primer lugar, al igual que sucede con el déficit fiscal, en el superávit no sólo importa el signo sino también el nivel. En el mejor de los casos, aún suponiendo que Argentina logre refinanciar sus compromisos con los OOI, el país tendría que obtener muy altos superávit fiscales para hacer frente a vencimientos por cerca de 8.000 millones de dólares (4,5% del PBI). Otra parte de los vencimientos, también se señaló —Préstamos Garantizados, Boden, Bogar—, son los que están en poder del sistema financiero argentino y de las AFJP, por lo que también podrían ser refinanciados. Pero, aún así, el piso del superávit seguirá siendo muy elevado, se volvería a



trasladar vencimientos a futuro (no cortando el ciclo de endeudamiento) y los efectos económicos serían diferentes a lo que viene sucediendo hasta ahora.

Aquí se pasa a otro punto: no es indiferente el destino y la fuente del superávit. Una cosa es que el superávit se destine a pagar deuda interna, que implica aumentar la capacidad de pago del sector privado en el país, y otra muy distinta es que se dedique a pagar deuda a residentes en el extranjero. Una cosa es que el superávit se logre con un sistema tributario progresivo y que reduzca la capacidad de ahorro y fuga de los sectores de altos ingresos y otra muy distinta que se logre con un sistema regresivo que reduzca la capacidad de consumo de los grupos más vulnerables.

Aquí aparece otro punto muy criticable de la estrategia oficial. Se perdió la oportunidad de los tiempos extraordinarios de superávit y no pago de deuda en *default*, para avanzar con una reforma tributaria que cambie el perfil distributivo del país, junto con una reforma del sistema de políticas sociales que haga menos pro-cíclico y más eficaz el gasto. En lugar de hacer eso, el Gobierno prefirió montarse sobre la estructura tributaria existente potenciando con mayor fiscalización los beneficios que el crecimiento económico trajo sobre impuestos cargados a las transacciones. Asimismo, reiteró la práctica de subvaluar ingresos en el presupuesto, de forma tal de dejar un “colchón” de recaudación para eventuales pagos extras con argumentos del tipo: “como recaudamos más de lo previsto, entonces vamos a pagar más sin afectar otras partidas”. La realidad es que esta práctica significó que no se asignaran los fondos para otras políticas de fuerte impacto social y que se trasladaran fondos a fines no controlados por el Parlamento (como fondos reservados o de manejo discrecional por el Ejecutivo).

No sólo se perdió la posibilidad de realizar la reforma tributaria sino también de encarar reformas en las políticas sociales que permitieran atender la llamada “deuda social” y con ello, aliviar la descarga del peso del ajuste fiscal sobre los grupos más subordinados de la población. En particular, la reforma del sistema de previsión social que hubiese aliviado la necesidad de obtener superávit en otras áreas. De aquí en más estas reformas serán mucho más difíciles de lograr y como lo señalan muchos indicadores sociales, los serios problemas de distribución del ingreso, desempleo, subempleo, pobreza, etc., no han mejorado en la medida que podía esperarse de tasas de crecimiento tan elevadas.

No parece razonable confiar en las posibilidades infinitas de mantener superávit muy elevados y al mismo tiempo mejorar las condiciones sociales y de crecimiento económico. El país necesita expandir su gasto público en determinadas áreas y cambiar urgentemente el perfil distributivo. No parece que la situación a futuro sea mejor de aquí en más en estos temas.

### **VII.3. El tipo de cambio**

Otro elemento a ponderar en el escenario macroeconómico es la evolución del tipo de cambio. Si el peso se aprecia frente al dólar, como muchos descuentan, con el mismo superávit fiscal el Gobierno podrá comprar más dólares para pagar los vencimientos en esa moneda y la carga de la deuda se iría achicando por el doble efecto de los pagos y la revalorización del peso. Sin embargo, la apreciación del peso



potencia en dólares la deuda en moneda nacional, que como se dijo luego del canje es de una carga mucho mayor, a lo que se sumaría el impacto del ajuste del CER si la inflación sigue subiendo. Además, por la estructura del sistema tributario argentino, afectaría negativamente la recaudación y con ello la posibilidad de pago del país (sin ignorar los impactos negativos que puede tener en el actual régimen de crecimiento económico).

¿Es razonable esperar este escenario de caída sostenida del tipo de cambio? A nuestro juicio, no sería un escenario que le convenga a la macroeconomía del país y el gobierno todavía tiene margen para controlar las presiones hacia la baja en el mercado, aunque se le presentan situaciones más complejas que en el pasado reciente. En cualquier caso, es válida la advertencia sobre el comportamiento del tipo de cambio en tanto desnuda los límites de una política que hace de esta variable el centro de la estrategia macroeconómica.

En principio, puede esperarse que los excedentes de oferta en dólares del sector privado sigan siendo comprados por el Banco Central con la colaboración del Tesoro a través de operaciones del Banco Nación. Este último no sólo compra para sostener el tipo de cambio sino también para acumular dólares con el objetivo de afrontar los pagos tanto de la nueva deuda reestructurada (por el pago de los cupones de interés devengados desde el 31 de diciembre de 2003) como de la deuda que ya se venía pagando (incluidos los organismos internacionales). Estas compras, alivian la intervención del BCRA y con ello la emisión bruta de pesos y las necesidades de esterilización; el nivel proyectado de superávit indica que, en principio, esta política podría sostenerse.

En segundo lugar, si bien en los próximos meses entrará la oferta de dólares provenientes del comercio exterior y probablemente con un mayor volumen de exportaciones de la cosecha gruesa, también es cierto que los precios de venta serán menores. Si a esto le sumamos una creciente demanda para importaciones, todo indicaría que la oferta neta de dólares del comercio exterior sería similar o incluso inferior a la del año pasado en este período. Por lo tanto, también debería poder absorberse y así evitar la caída del tipo de cambio en el mercado.

En cuanto a los pronósticos de un masivo ingreso de capitales en busca de tomar posiciones en moneda local, como resultado del favorable clima post-*default* y de un mercado internacional con bajas tasas, es muy difícil de predecir. Sin embargo, no se vislumbra un cambio brusco porque: i) hace al menos tres meses que se viene sintiendo la entrada de capitales, pero no masiva; ii) luego del canje las tenencias de activos financieros denominados en pesos en manos de extranjeros será ya muy alta (particularmente del *Discount* pesos); iii) las tendencias internacionales son al alza de la tasa de interés y esto puede afectar negativamente a los bonos; iv) lo que señalamos previamente respecto al FMI puede diluir los impactos positivos del *default* sobre los mercados. Lo que sí es probable es que continúe el freno a la salida de capitales y esto implicará un cambio con respecto al año pasado en el mismo período.

En síntesis, todo indica que el Banco Central, con los instrumentos con los que cuenta (Lebac, pases, cancelación de redescuentos, venta de Boden 2011, etc.), podría esterilizar una cifra similar a igual período de 2004 (digamos, cerca de \$ 6.300



millones) y que esto lo podría hacer con un aumento de la base monetaria que estaría dentro de la banda superior del programa monetario (de hasta \$ 2.500 millones). Si a esto se suma la ayuda del Tesoro con su superávit, debería tener la capacidad suficiente para absorber esos excedentes de divisas y a la vez mantenerse dentro de las bandas del programa monetario.

No obstante estas posibilidades técnicas, la cuestión es más complicada que el año pasado por la necesidad de tomar decisiones de política económica que hasta aquí no parecían necesarias. Por ejemplo, si continúan creciendo las expectativas inflacionarias, puede haber presiones para que el Banco Central se retire del mercado cambiario para restringir la oferta monetaria. Esto es más probable si, frente a la necesidad de un acuerdo aunque sea de corto plazo con el FMI, se decide seguir los criterios de “metas de inflación” comprometidos con el organismo<sup>9</sup>. Este tipo de exigencias estaría dentro de los márgenes que el FMI podría exigir incluso en los programas de corto plazo.

Aquí nos movemos a un tema clave en la evolución futura de la política económica: la inflación y la decisión del Banco Central de esterilizar o no la base monetaria para controlarla. Y aquí puede aparecer un problema que hasta ahora no estaba en el escenario macroeconómico: que las autoridades monetarias entiendan que es necesario hacer política anti-inflacionaria, ya sea ajustando más la política monetaria (por ejemplo llevándola a la banda inferior del programa), el tipo de cambio (a la baja) y las tasas de interés (al alza). El problema es que la inflación creciente puede no necesariamente ser provocada por exceso monetario, pero el Gobierno puede verse tentado y presionado a usar la restricción monetaria como el mecanismo más efectivo para frenarla.

#### VII.4. La inflación y la política monetaria

No existe aún consenso sobre la probable evolución de la inflación en el corto plazo. Sin embargo todo indica que la misma ha sido contenida en el escenario posterior a la maxi-devaluación por algunos factores que pueden estar modificándose. En particular, cabe señalarse la represión de los ingresos de los trabajadores y de las tarifas de los servicios públicos, a lo que sumó la profundidad de la depresión económica de 1998-2002, con su consecuente alto nivel de capacidad ociosa en los sectores productivos. Asimismo, es evidente el ritmo desparejo de comportamiento de los precios, tanto a nivel mayorista/minorista como entre distintos sectores económicos.

En este contexto, el aumento de las presiones inflacionarias era previsible por problemas fundamentalmente estructurales, a saber: i) demora en regularizar la situación de los servicios públicos privatizados y la presión al aumento de tarifas; ii) agotamiento de la capacidad instalada industrial y reacomodamiento de precios relativos, particularmente ciertos servicios; iii) aumento generalizado de salarios en el empleo formal y con ello presión sobre sectores vinculados a la demanda interna que no tienen el margen de los sectores exportadores; iv) el perverso mecanismo de “expectativas” al que históricamente fue proclive la economía argentina. Como,

---

<sup>9</sup> Ver Cibils A. y Lo Vuolo R., “Régimen de Metas de Inflación: ¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria?”, *Documentos de Trabajo Ciepp* N° 41, 2004.



además, continúa la fuerte concentración de ingresos, en algunos sectores donde estos mejoraron se perciben presiones de demanda.

Lamentablemente, aquí también se observan problemas derivados de la pérdida de tiempo para realizar políticas de reforma institucional que hubiesen permitido mejorar la capacidad de regulación de los precios. Entre otras políticas que hubiese sido necesario aplicar: i) regulación de precios en mercados claves; ii) políticas de desconcentración económica; iii) políticas de distribución de ingresos por fuera del puesto de empleo; iv) reforma tributaria que disminuya el peso de impuestos indirectos que se trasladan a los precios; v) definición de la situación de las empresas de servicios públicos privatizados, etc.

Todo esto puede presionar sobre la política monetaria en un sentido contractivo, frenar el crecimiento y favorecer la caída del dólar. A esto se pueden sumar demandas por un mayor superávit, sobre todo si no se logra refinanciar los vencimientos de los OOH. Asimismo, es probable que se deba colocar nueva deuda en las AFJPs y refinanciar la que ya está en poder de los bancos. Todo lo anterior apuntalaría la propia presencia del FMI en la decisión de la política macroeconómica, que perdería así los dos elementos claves que hasta aquí impulsaron la salida de la crisis: una economía creciendo a tasas muy altas y un dólar en valores muy elevados en términos históricos.

## VIII. Conclusión

Para nada puede afirmarse que el término de esta etapa del canje de títulos de la deuda pública implica un “éxito” para el país y que de aquí en más mejorarán las condiciones económicas y sociales. Esto sólo es así si el campo de análisis se restringe al campo financiero y a los bonos que entraron al canje. Desde una perspectiva más amplia, que es la que interesa para el análisis económico, empiezan a observarse las consecuencias negativas de haber desaprovechado los excepcionales tiempos políticos y económicos de la crisis de la Convertibilidad y del *default*, para provocar cambios institucionales al régimen económico y social heredado de los noventa.

En el propio campo de la deuda, y más allá de los beneficiosos cambios en las condiciones de aquellos bonos que ingresaron al canje (quita, mayores plazos, menores intereses), lo cierto es que el problema de la deuda sigue siendo muy preocupante. Las razones son variadas:

- 1) El peso de la deuda sigue siendo enorme y en este proceso ya se gastó gran parte del capital político que otorgaba la crisis de 2001-02 para pensar en otras renegociaciones;
- 2) La política aplicada legitimó todo lo actuado en el pasado, abandonando toda pretensión de recuperar parte de los beneficios de los grupos privados que acumularon capital con el endeudamiento, la maxi-devaluación y la pesificación asimétrica;
- 3) No se aprovechó la situación para aplicar políticas que hagan pagar la deuda resultante a los beneficiados por la misma;



- 4) No se produjeron las reformas institucionales en áreas sensibles para el tema, como es el caso del sistema de previsión social y del sistema tributario;
- 5) El alto porcentaje de aceptación significa que muchos acreedores no tenían alternativas y que podía haberse aprovechado la excepcional situación para hacer una propuesta más equitativa y sostenible fiscalmente;
- 6) La política aplicada no libera al país de la tutela de los organismos internacionales que siguen siendo acreedores privilegiados y con un poder decisivo en las políticas macroeconómicas;
- 7) La preferencia por no exigir cambios en la deuda con los OOH y, por el contrario, pagar los compromisos del modo establecido, sólo postergó los problemas que ahora se presentan en un escenario menos favorable para el país.
- 8) Los compromisos fiscales asumidos son muy elevados y de difícil cumplimiento, lo cual indica que es probable que se deba refinanciar parte de la deuda y reiniciar un ciclo de mayor endeudamiento;

A los problemas anteriores, se suman los cambios en el escenario macroeconómico. Es claro que el "piloto automático" del círculo virtuoso del crecimiento por cambio de precios relativos, empieza a encontrar nubarrones. El escenario post-*default* cambia, pero no parece que sea en el sentido eufórico de la visión oficial, sino porque se empiezan a modificar algunas condiciones extraordinarias de las que se benefició el país hasta aquí:

- 1) hay que cumplir con los pagos de la deuda reestructurada y no se tiene claro que se cederá con la deuda que no entró al canje;
- 2) no está claro si los OOH aceptarán que Argentina salió del *default* y es probable que Argentina siga con dificultades para acceder a los mercados financieros;
- 3) mientras tanto, en los próximos años es muy difícil cumplir con los vencimientos si los OOH no refinancian sus préstamos;
- 4) hay mayores presiones inflacionarias cuando hay que empezar a resolver de forma más clara el tema de los servicios públicos privatizados y se está agotando el exceso de capacidad instalada, al tiempo que los salarios y las prestaciones de los servicios sociales no alcanzaron a recuperar siquiera los bajos niveles de la salida de la Convertibilidad;
- 5) hay mayor presión para "enfriar" la economía y con ello se coloca un problema adicional sobre el superávit fiscal, sin que hasta aquí se hayan producido las necesarias reformas estructurales en el sistema tributario y las políticas sociales;
- 6) hay mayor presión para la baja del tipo de cambio y esto tendrá impactos negativos sobre la balanza comercial justamente cuando empiezan a subir más las importaciones.



Las observaciones previas corroboran lo acertado de las propuestas que habíamos hecho oportunamente para tratar el tema<sup>10</sup>. Estas propuestas abogaban por emprender una estrategia integrada de desarrollo económico que no acotara el problema de la deuda pública al estrecho campo del problema financiero. Al contrario, implicaba incluirla en una reforma integral del régimen económico y social heredado de los años noventa.

Sintéticamente, los componentes en materia de deuda pública de esta estrategia aconsejaban lo siguiente:

- 1) Un período de gracia mínimo de tres años para toda la deuda pública, salvo aquella que haya sido emitida para atender deudas de carácter social;
- 2) Incluir a los organismos internacionales en el proceso de renegociación y canje de deuda;
- 3) Incluir en las negociaciones con los países centrales una cláusula de reciprocidad tributaria que permita el efectivo cobro de un impuesto especial a los capitales de argentinos radicados en el exterior, con el objetivo de formar un fondo de garantía para el pago de la deuda;
- 4) Establecer impuestos especiales a los beneficiados de la pesificación asimétrica y la nueva deuda emitida por el gobierno con el mismo objetivo;
- 5) Privilegiar a los tenedores originales de los bonos por sobre los que compraron a posteriori con objetivos especulativos.
- 6) Abrir negociaciones públicas con todos los interesados, incluyendo la participación de las organizaciones que en distintos foros internacionales son parte de este debate.

Estas políticas en materia de deuda pública eran consistentes con una estrategia económica integrada que buscara modificar los principios de organización del régimen económico y social heredado de los años noventa. Si bien el proceso de canje de bonos de la deuda pública que acaba de finalizar ya no deja espacio para la mayoría de estas propuestas, estos lineamientos pueden ser útiles para revisar criterios a futuro porque seguramente el tema seguirá en el centro de la agenda de las políticas públicas del país.

---

<sup>10</sup> Lo Vuolo, R., *Estrategia económica para la Argentina. Propuestas* (Buenos Aires: Siglo XXI, 2003).