

LEONARDO BLEGER\*

## DEUDA EXTERNA Y SOBERANÍA: ANÁLISIS Y LECCIONES DE LA RECIENTE REESTRUCTURACIÓN ARGENTINA

### LAS CARACTERÍSTICAS DE LA REESTRUCTURACIÓN

La deuda externa argentina tuvo un origen espurio e ilegítimo, dado que fue contraída en la década del setenta por gobiernos dictatoriales, en el marco de programas económicos que contaban con el sello ideológico de la Escuela de Chicago y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Las sucesivas refinanciaciones a tasas usurarias determinaron el crecimiento de la deuda argentina, en un proceso paralelo al aumento de la indigencia, la pobreza y la exclusión social.

Los dólares contabilizados en la voluminosa deuda no tuvieron como destino principal ni la inversión pública ni el gasto social, sino que contribuyeron a alimentar la fuga de capitales. Tales dólares se encuentran hoy en cuentas en el exterior no declaradas ante el fisco argentino, cuyos titulares son los sectores más poderosos del país. En la actualidad, los activos de los argentinos en el exterior alcanzan los 100.987 millones de dólares estadounidenses; el equivalente al 67% del PIB y un monto similar al total de la deuda pública del país (INDEC, 2004).

\* Licenciado en Economía y Sociología por la Universidad de Buenos Aires (UBA). Economista del Banco Credicoop Cooperativo Limitado. Miembro del Consejo Académico del Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFID-AR).

El 24 de diciembre de 2001, Argentina declaró la suspensión de los pagos sobre una parte importante de su deuda, en el marco de una brutal crisis política, económica y social. El total de la deuda ascendía a 144.453 millones de dólares. El *default* afectó a los 61.800 millones de dólares en bonos y títulos públicos emitidos en el mercado internacional.

El resto de la deuda, dentro de la cual se destacan los pasivos con los organismos financieros internacionales (FMI, BM y BID) por 32.300 millones de dólares y los títulos públicos refinanciados en el año 2001 por 42.250 millones de dólares, continuó siendo atendida en forma regular.

Esta decisión constituye un aspecto clave de la estrategia de la deuda llevada adelante por el ministro de Economía Roberto Lavagna bajo los gobiernos de Eduardo Duhalde y Néstor Kirchner. Se trataba de conceder un estatus de privilegio a las deudas con organismos financieros internacionales y a la deuda ya reestructurada (pesificada con reducción de tasas) que mayoritariamente está en poder de inversores institucionales (bancos, fondos de pensión, etcétera).

Con posterioridad al *default*, la deuda pública continuó creciendo, como consecuencia de emisiones de títulos realizadas con el objeto de atender las consecuencias de la crisis monetaria y financiera. En los dos años siguientes a la declaración, la deuda pública se incrementó en 34.300 millones de dólares. Más de 10 mil millones corresponden a subsidios a los deudores del sistema financiero. En el caso de los grandes deudores, quienes concentraban la mayor parte del crédito bancario, este subsidio resultaba totalmente injustificado. Dicha medida, agravada por las enormes necesidades fiscales que surgían de la gravísima crisis social, constituyó una clara señal de quiénes serían los beneficiarios del nuevo plan económico en curso.

La primera propuesta a los tenedores de bonos se formuló en la ciudad de Dubai. Este esquema fue extremadamente duro, ya que no reconocía el pago de intereses atrasados y fijaba un descuento equivalente al 75% del valor nominal de la deuda.

El ejercicio de sostenibilidad de la deuda presentado contemplaba un crecimiento de largo plazo del PIB del 3% y un superávit fiscal del 3%, además de la refinanciación de la totalidad de la deuda con los organismos multilaterales hasta el año 2013.

Conocida la propuesta, se verificó una fuerte presión por parte del G7, los organismos multilaterales y los propios acreedores por mejorar los términos de la misma.

El gobierno argentino dio a conocer entonces una nueva oferta, denominada Propuesta de Buenos Aires, en la que se incorporaban cambios sustanciales respecto de la versión anterior.

Básicamente, se acortaron los plazos de los bonos e incrementaron las tasas de interés. Ambas medidas mejoraban el valor presente de los títulos a emitir en canje.

Cuando se abrió el período de canje, a principios de 2004, se registró en los mercados internacionales una sensible reducción del riesgo de los *países emergentes*, lo cual contribuyó al éxito de la operación, dado que este contexto aumentaba el atractivo de los nuevos bonos.

Finalmente, la operación tuvo un nivel de aceptación superior a la mayoría de los pronósticos que se formulaban tanto a nivel internacional como local.

La estrategia oficial consistió en convencer a los tenedores de bonos de que no habría nuevas mejoras en las condiciones ofrecidas. Esta posición fue corroborada por la sanción de una ley del Congreso que impedía al Poder Ejecutivo otorgar beneficios adicionales a los ya concedidos.

La quita obtenida –del orden del 74% en términos de valor presente– es sustancialmente superior a la que lograron otros países en reestructuraciones recientes (Rusia, Ucrania, Ecuador, Uruguay) (ver Gráfico 1). Esta quita determinó una reducción significativa en el monto total de la deuda, que disminuyó de 182.500 a 126.466 millones de dólares<sup>1</sup>.

Entre los efectos favorables del canje, debe añadirse la extensión del plazo promedio de los vencimientos y la desdolarización de una parte significativa de los pasivos.

Sin embargo, la deuda continuará siendo un condicionante muy severo para el futuro argentino.

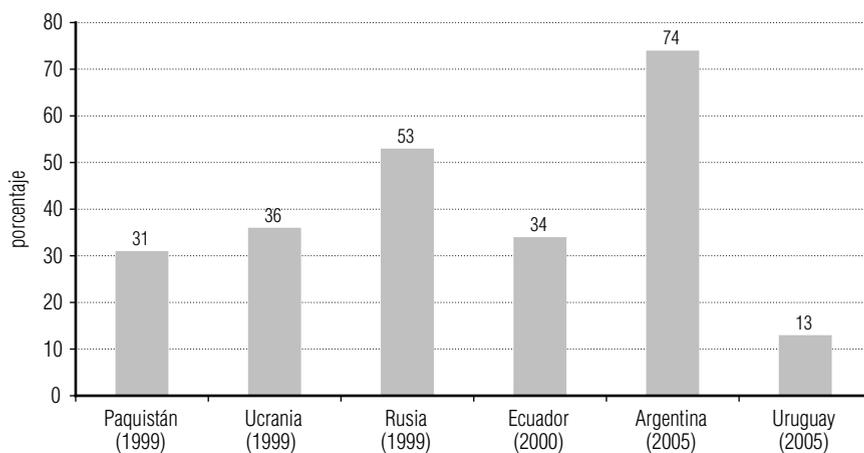
La relación deuda/producto es del 71%; muy alta y superior a la que presentan los países en desarrollo más endeudados como Brasil y Turquía (ver Gráfico 2).

Los vencimientos de intereses de los próximos años se ubican en el orden del 2% del PIB, monto que supera el nivel de los recursos que el Estado nacional ha destinado en 2005 a la suma de los rubros educación y cultura, ciencia y técnica, trabajo, vivienda y agua potable. A la carga de intereses, debe adicionarse el peso de las amortizaciones de capital, que ya durante el corriente año comienzan a ser considerables. En particular, la deuda con los organismos financieros internacionales remanente es de 25.500 millones de dólares (pese a la enorme cancelación neta registrada al amparo de su reconocimiento como acreedores privilegiados por parte del gobierno) y se concentra en los tres primeros años.

---

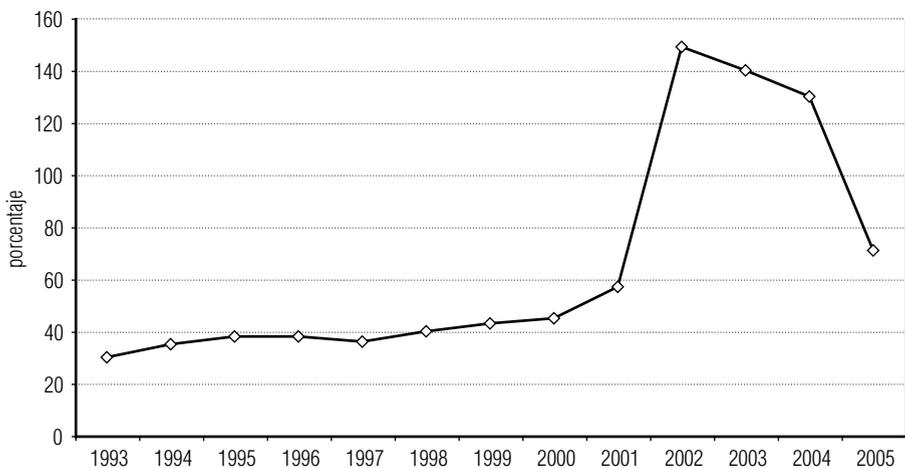
1 En el cómputo de la deuda se incluyen los 20 mil millones de dólares que no entraron en canje, pero no los intereses devengados impagos sobre tales títulos.

**Gráfico 1**  
Quitas en reestructuraciones recientes (en valor presente)



Fuente: Elaboración propia en base a Sturzenegger y Zettelmeyer (2005).

**Gráfico 2**  
Argentina. Evolución de la deuda pública (en % del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía y Producción (2004).

El superávit primario logrado en los últimos años como un objetivo central de la política económica, y proyectado para los próximos años, supone un esfuerzo sin precedentes (se trata del mayor superávit fiscal de los últimos cincuenta años) que por obra y gracia de la orientación del gasto público y el régimen tributario recae regresivamente sobre los sectores más débiles de la sociedad.

En otras palabras, el dilema de las prioridades económicas nacionales sigue vigente: otorgar prioridad a los intereses de los acreedores o a la deuda social acumulada durante los años del modelo salvaje del neoliberalismo.

### **LAS RELACIONES CON EL FMI**

Desde 1991, cuando se dio inicio al régimen de convertibilidad, el FMI instrumentó cuatro acuerdos con nuestro país y envió cincuenta misiones técnicas. El último desembolso del organismo se realizó en septiembre de 2001, sólo tres meses antes de la ruptura del régimen de convertibilidad y el *default*.

Resulta entonces difícil alegar falta de responsabilidad del FMI en el modelo aplicado en Argentina durante los noventa, la crisis posterior y sus gravísimas consecuencias sociales.

Las autoridades del organismo encargaron a la Oficina Independiente de Evaluación, OIE (FMI, 2004) un análisis de la su propia actuación durante el período previo y la crisis argentina de 2001. El mencionado estudio concluye que el FMI no fue lo suficientemente firme como para exigir a los gobiernos argentinos que tomaran las medidas que, desde su óptica, habrían evitado el catastrófico desenlace. La OIE retoma la explicación de otros estudios sobre la crisis argentina (Mussa, 2004) que ponen énfasis en los desbordes fiscales y la inconsistencia entre la política fiscal y el régimen de convertibilidad.

Las conclusiones del FMI resultan coincidentes con las formuladas por George W. Bush, que pueden sintetizarse en el concepto de que “no fue la receta la que falló, sino que la dosis aplicada fue insuficiente”.

Durante 2002 y 2003, el FMI no concedió ningún tipo de asistencia financiera a Argentina, aunque ejerció influencia en la adopción de ciertas medidas de política, como la liberación del mercado de cambios. Los efectos de esta decisión fueron muy negativos, ya que profundizaron la depresión de la actividad económica y de los ingresos de los sectores más débiles de la sociedad.

En septiembre de 2003, se firmó un acuerdo de tres años de duración con el FMI por el cual se refinanciaban los vencimientos durante ese período, sujetos a una serie de condicionalidades que habían sido objeto de una dura negociación.

Las principales imposiciones consistieron en un elevado superávit fiscal primario, equivalente al 3% del PIB, el establecimiento de metas monetarias, la revisión del esquema de tarifas de servicios públicos, el control de los recursos fiscales de las provincias y el *tratamiento de buena fe* a los tenedores de la deuda argentina.

Al finalizar el primer año del acuerdo, se logró un cumplimiento estricto de las metas cuantitativas (monetarias y fiscales), pero los avances fueron escasos en materia de reformas estructurales (servicios privatizados, reparto de recursos entre la nación y las provincias, etc.). El acuerdo, entonces, quedó en suspenso, mientras el gobierno argentino encaraba la negociación con los deudores privados.

Es importante señalar que la mayor parte de las medidas de política económica adoptadas para superar la crisis no fueron compartidas por el FMI, ya que se alejaban de sus recetas ortodoxas. Entre tales medidas, cabe mencionar: las implantaciones de controles cambiarios; la regulación de los movimientos de capitales; el mantenimiento de un tipo de cambio elevado; la aplicación de retenciones (impuestos) a las exportaciones de productos primarios; una política monetaria expansiva; bajas tasas de interés; una estrategia gradualista para devolver los depósitos y recomponer la solvencia del sistema bancario; el mantenimiento de las tarifas de servicios públicos y un sendero gradual para su incremento.

Tales instrumentos de política económica resultaron muy exitosos para estabilizar y recuperar la economía, que creció un 31% en los últimos 43 meses. Los logros en materia social, sin embargo, fueron mucho más modestos. En el tercer trimestre de 2005, los niveles de indigencia y pobreza eran significativamente superiores a los existentes en los momentos previos a la crisis. Por otra parte, la distribución del ingreso se mantuvo absolutamente inalterada, reproduciendo el patrón profundamente inequitativo construido en los noventa. El decil más alto siguió recibiendo 28 veces lo que correspondía al decil más bajo de la pirámide de ingresos.

Durante 2005, al finalizar el canje de la deuda, el gobierno argentino inició conversaciones preliminares con el *staff* del FMI, con el objetivo de lograr un nuevo acuerdo que posibilitara refinanciar los vencimientos futuros.

En el marco de la Cumbre de las Américas realizada en la ciudad de Mar del Plata, el presidente Kirchner solicitó al presidente Bush su mediación para flexibilizar las posiciones del FMI sobre la condicionalidad de un eventual préstamo. El *staff* del organismo sostiene que el gobierno debe dejar caer el tipo de cambio nominal, endurecer la política monetaria y financiera, incrementar el superávit fiscal primario, aumentar las tarifas de servicios públicos y encarar una solución para los bonistas que no ingresaron al canje.

Bush declaró entonces que la recuperación argentina le permitía al país valerse por sus propios medios, desestimando una posible intervención. Dicha posición fortaleció los enfoques más duros del FMI, lo que torna muy dificultoso lograr un nuevo acuerdo en el corto plazo.

Dado que los vencimientos con el FMI no son tan abultados durante el año 2006, es posible que el gobierno argentino siga con su política de cancelación de las obligaciones. Para 2007, sin embargo, tal estrategia parece alcanzar un límite, ya que el monto de los compromisos supera las posibilidades de pago.

Ante esta situación, ha comenzado a debatirse la posibilidad de que Argentina se desafilie del FMI y haga uso de las facilidades de pago previstas para una situación de este tipo. No obstante, parece muy difícil que el gobierno de Kirchner, cuya estrategia económica y base de apoyo se sustenta en los grupos económicos más concentrados de la industria, la energía y el agro, decida apartarse de las reglas de juego del sistema financiero internacional.

## LA ESTRATEGIA DEL GOBIERNO ARGENTINO FRENTE A LA DEUDA

En 2001, el gobierno republicano de Estados Unidos modificó su posición sobre el rol del FMI y en particular sobre los *salvatajes* a países en crisis.

Las concepciones republicanas más extremas pregonaban, incluso, la eliminación del FMI. De acuerdo con esta visión, las instituciones oficiales distorsionan el libre y eficiente funcionamiento del mercado internacional de capitales. Sin alcanzar los límites de tal posición, la estrategia republicana apuntaba a anular las operaciones de *salvataje*, de modo que los deudores pagaran por sus errores en sus evaluaciones de riesgo (el enfoque del *riesgo moral*). Tal concepto también resultaba funcional a la voluntad de no realizar aportes adicionales de recursos por parte de los estados accionistas del FMI. Los republicanos no desean dar ese destino a los fondos públicos. A diferencia de los demócratas –tradicionalmente comprometidos con Wall Street–, los republicanos (como lo demuestra el accionar de la administración Bush) prefieren utilizar el dinero público para invadir países (preferentemente productores de petróleo), destruirlos y luego reconstruirlos parcialmente, generando negocios para los fabricantes de armas, empresas petroleras y constructoras.

Esta orientación del gobierno republicano fue claramente expresada en la entrevista que mantuvieron Bush y Kirchner en septiembre de 2003. El mensaje fue claro:  *siga negociando con firmeza con los acreedores*. La sintonía con la posición estadounidense (Frenkel et al., 2005) de respetar a rajatabla la deuda con los organismos financieros internacionales y, en consecuencia, descargar el peso de la reducción

de la deuda sobre los bonistas privados constituyó el eje de la estrategia argentina. La dureza en la negociación con los acreedores privados recibió, por ello, el aval del gobierno estadounidense. Este “cambio de paradigma” (Ministerio de Economía y Producción, 2004) originado en la cumbre del poder político internacional abrió el camino para una experiencia inédita en los procesos de reestructuración de deudas.

Desde el inicio de la crisis hasta fines de 2005, Argentina canceló 14.500 millones de dólares de deuda con los organismos financieros internacionales, reduciendo significativamente la exposición de estas instituciones con el país.

Esta fenomenal transferencia de recursos al exterior, realizada durante una crisis económica y social de extrema gravedad, ha recibido –con razón– severas críticas por parte de muchos sectores.

Para dimensionar la magnitud de la transferencia, valga decir que estos recursos equivalen al 40% del déficit habitacional del país (1.200 millones de viviendas). Alternativamente, habrían permitido construir tantos establecimientos escolares u hospitalarios como los que ya existen en la actualidad. El reiterado discurso de fuerte confrontación con el FMI en los foros internacionales y las tribunas del país contrastaba con los voluminosos pagos realizados. Dicho de otro modo, la calificación al FMI de *corresponsable* de la crisis argentina (así lo dijo Kirchner en su mensaje a la Asamblea Legislativa de 2004) entraba en flagrante contradicción con su reconocimiento como acreedor privilegiado.

El gobierno de Kirchner diseñó, entonces, una estrategia comunicacional tendiente a limitar las repercusiones negativas de los pagos en una opinión pública contraria a los organismos financieros internacionales y sus políticas. Comenzó a hablarse de un *desendeudamiento* que permitiría reducir el peso de la deuda y, al mismo tiempo, ganar autonomía para la política económica (ya que los pagos posibilitaban la postergación de nuevos préstamos con la consiguiente condicionalidad).

Joseph Stiglitz, quien había apoyado la política económica post-crisis y la estrategia de reestructuración de la deuda con los bonistas, propuso una estrategia alternativa: aplicar a los pasivos con el FMI una quita, en valor presente, similar a la utilizada para los tenedores de títulos en el canje. Una quita de esta magnitud podía hacerse mediante un descuento nominal sobre las deudas o con sucesivas refinanciaciones a tasas inferiores a las de mercado. La medida propuesta debería acompañarse del criterio de eliminar durante un período considerable la transferencia neta de fondos con ese destino. Sobre la propuesta de Stiglitz, el gobierno sólo comentó que el camino elegido por la administración Kirchner era diferente.

## IMPACTO DE LA REESTRUCTURACIÓN ARGENTINA SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

La reestructuración de la deuda argentina está llamada a tener profundas repercusiones en el funcionamiento del sistema financiero internacional y, en particular, en el mercado de deudas de países en desarrollo. Una buena parte de los preceptos que los analistas financieros y economistas vinculados al establishment financiero internacional consideraban inmutables han volado por los aires.

La enseñanza principal que deja el canje consiste en que los acreedores tienen poca capacidad para cobrar las deudas de un Estado soberano. Aunque parezca obvio, lo que están descubriendo los mercados financieros internacionales es que si la deuda contraída por un país excede su capacidad de pago, si no existen suficiente producción y exportaciones para poder afrontar los compromisos, la posibilidad de los acreedores de cobrar sus deudas es muy limitada.

Los complejos esquemas legales basados en la prórroga de jurisdicción (la sujeción a leyes y tribunales elegidos por el acreedor) son impotentes frente a la realidad económica. Contrariamente a todo lo que se esgrimía, no hay activos públicos en el exterior que puedan ser embargados y las exportaciones y depósitos de argentinos en el exterior no pueden ser afectados al pago de otro deudor, como es el sector público.

Los neoliberales podrán argumentar que esta dificultad para asegurar el cumplimiento de los contratos se traducirá en un menor flujo de capitales financieros hacia los sectores públicos de los países en desarrollo. No parece ser un elemento tan preocupante, ya que el capital extranjero sólo debe ser alentado para invertir, generar empleo y desarrollar nueva tecnología, de modo de complementar el papel protagonista que le cabe al ahorro nacional.

La experiencia argentina reveló que rápidamente, incluso antes de finalizar la reestructuración, el capital financiero retornó. La conducción económica debió adoptar medidas (plazo mínimo y encaje) para limitar el ingreso de capitales especulativos de corto plazo, y evitar así sus efectos negativos sobre la marcha de la economía (Stiglitz, 2005).

El resultado del canje también impactará sobre el rol del FMI. Existe en la actualidad un intenso debate internacional sobre el papel de este organismo y su régimen de gobierno.

Cuando se desechó la concepción de los voluminosos paquetes de ayuda o *salvatajes*, la número dos del FMI, Anne Krueger, promovió un “mecanismo para la reestructuración de las deudas soberanas” por el cual se establecía una suerte de procedimiento de quiebras para deudores soberanos. Dicho instrumento fue abandonado luego de que el gobierno estadounidense rechazara de plano la iniciativa.

Por lo tanto, se experimenta actualmente una indefinición acerca del modo en que el FMI cumple con el rol de prestamista de última instancia internacional. La ausencia de crisis de envergadura con posterioridad a la debacle argentina contribuyó a mantener tal indefinición.

El directorio del FMI prefirió no participar de la reestructuración de la deuda argentina, a diferencia de lo que había hecho en otras situaciones recientes, tales como Rusia, Ucrania y Ecuador. En esos casos, la negociación con los acreedores se efectuaba bajo el *paraguas* de un acuerdo previo con el FMI, quien garantizaba la sostenibilidad de la deuda a partir de la reestructuración y otorgaba préstamos para aliviar el esfuerzo fiscal y externo.

La reestructuración argentina revistió, entonces, un carácter inédito, dado que no se llevó a cabo bajo el *paraguas* de un acuerdo de facilidades crediticias con el FMI. Los tenedores de bonos se vieron enfrentados directamente con el gobierno argentino, que formulaba por su cuenta los ejercicios de sostenibilidad.

Como un guiño hacia el G7 y los organismos multilaterales, el gobierno argentino se encargó explícitamente de afirmar que la experiencia argentina no constituía un *ejemplo* para que otros países planteen *deliberadamente* una reestructuración al *estilo argentino*. La fundamentación se expresó en los siguientes términos:

Una situación excepcional requiere de políticas excepcionales [...] El costo que hemos pagado, y del cual estamos recuperándonos, ha sido enorme y no ciertamente recomendable para nadie (Lavagna, 2005).

Durante la negociación, los representantes argentinos intentaron impulsar ciertos principios, tales como otorgar un trato preferencial a los acreedores pequeños y menos sofisticados, a los compradores originales y a aquellos en etapas de pre-crisis. También se procuró, sin éxito, diferenciar negativamente a los compradores *post-default* (en muchos casos, los denominados *fondos buitres*).

Queda claro que en los últimos casos, el FMI ha actuado en forma muy discrecional, de acuerdo con las prioridades políticas del gobierno estadounidense. En 2004, los préstamos a Turquía alcanzaban 17 veces la cuota de ese país, muy por encima de las 5 veces habitualmente aplicadas. El hecho de que Argentina hubiera superado este límite (alcanzó un máximo de 7 veces) fue el argumento utilizado para exigir la cancelación de la asistencia otorgada.

En los últimos años, las condiciones financieras internacionales y la mejor evolución de las cuentas externas de la mayoría de los países en desarrollo determinaron una clara reducción en la exposición del FMI. Sin embargo, resulta apresurado concluir que el organismo

perderá importancia como un instrumento clave al servicio del G7 y el capital financiero internacional. Si bien es muy difícil que bajo la administración republicana se organicen, de ser necesario, paquetes financieros de *salvataje*, el FMI no abandonará su rol de promotor de esquemas de políticas (*reformas estructurales*, en su jerga) y de auditor de esas mismas políticas.

No obstante, las recomendaciones del Consenso de Washington están hoy severamente cuestionadas. Han crecido los sectores que consideran que los países de América Latina deben formular sus propias estrategias de desarrollo y diseñar su política económica de modo soberano. La integración subordinada en el sistema financiero internacional ha tenido enormes costos. Es preciso regular y controlar los movimientos de capitales, privilegiando la inversión extranjera directa que contribuya al desarrollo nacional. El ahorro interno constituye la fuente primordial de financiamiento. En muchas ocasiones, la insuficiencia del ahorro interno se explica por transferencias al exterior en la forma de fuga de capitales, remesa de utilidades e importaciones prescindibles. Resulta necesario adoptar políticas que eviten tales *filtraciones* y potencien la utilización de los recursos a favor de estrategias de crecimiento autónomas con equidad distributiva.

## BIBLIOGRAFÍA

- FMI 2004 *Evaluación del papel del FMI en Argentina, 1991-2001* (Washington DC).
- Frenkel, Roberto; Damill, Mario y Rapetti, Martín 2005 *La deuda argentina: historia, default y reestructuración* (Buenos Aires: CEDES).
- INDEC 2004 “La posición de inversión internacional de Argentina a fines de 2004” en *Dirección Nacional de Cuentas Internacionales* (Buenos Aires: INDEC).
- Lavagna, Roberto 2005 “Reestructuración y reducción de la deuda”. Seminario La Reestructuración de la Deuda Argentina, Buenos Aires, mimeo.
- Ministerio de Economía y Producción 2004 *Argentina, el FMI y la crisis de la deuda* (Buenos Aires: Ministerio de Economía).
- Mussa, Michael 2004 “Argentina and The Fund: from triumph to tragedy” en *Working Papers* (Washington DC: Institute for International Economics).

Stiglitz, Joseph 2005 “Liberalización de los mercados de capitales, globalización y el FMI” en *Desarrollo Económico* (Buenos Aires: IDES) Vol. 45, N° 177.

Sturzenegger, Federico y Zettelmeyer, Jeromin 2005 “Haircuts: estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005”, Working Paper 05/147, FMI, Washington DC.