

# ¿“Reestructuración a la argentina” o suicidio financiero?

**H**ablar de una renegociación de la deuda externa “a la argentina” genera muchos réditos políticos en la tarima, pero es una operación mucho más complicada de lo que las nuevas autoridades sugieren. El proceso le tomó a ese país 42 meses a partir de su mora-

< POR SANTIAGO MOSQUERA \* >

tores específicos de ese país y por la coyuntura internacional en que se desarrolló, pero nada garantiza que auges similares se produzcan en otras

lidad (1991), la misma que ató el valor del peso argentino al del dólar norteamericano a una tasa de uno por uno. De esta forma el gobierno renunció a su derecho de emitir su propia moneda y a fijar su política monetaria, garantizando que cada peso argentino en circulación estaba respaldado por un



toria y, sin duda, logró una reducción importante en el valor adeudado y generó una mejora en la capacidad de pago de las obligaciones contraídas.

Sin embargo, no se puede analizar el *default* argentino independientemente de la profunda crisis económica que azotó al país desde 1999, período durante el cual sus ciudadanos sufrieron el aumento de la pobreza, el desempleo, los salarios bajos y una evitable descomposición social. El rebote económico observado en Argentina a partir del año 2003 ha sido impresionante, y se explica por una serie de fac-

naciones. A continuación se presenta la situación económica anterior y posterior a la declaración del *default* argentino, para ilustrar que el escenario actual en el Ecuador dista mucho del observado en aquel país a finales del año 2001, y que un *default* unilateral en nuestro caso no tiene una justificación técnica.

## La convertibilidad en Argentina

Gran parte del éxito alcanzado por Argentina a inicios de la década de los 90 se atribuyó a la Ley de Convertibi-

dólar en reservas en el Banco Central.

A cambio, las autoridades económicas comandadas por **Domingo Cavallo** (ministro de Economía de 1991 al 96) fueron capaces de estabilizar las principales variables macroeconómicas en un período relativamente corto, con una desaceleración rápida de la inflación (*Gráfico 1*), cierto crecimiento económico luego de tres años de recesión (*Gráfico 2*) y la generación de balances externos superavitarios (*Gráfico 3*).

De la noche a la mañana, el programa económico argentino se con-

GRÁFICO 1  
ARGENTINA: INFLACIÓN ANUAL (%)



FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN DE ARGENTINA.

vertía en el modelo a seguir por otros países emergentes. Gracias al aval otorgado al manejo económico por parte organismos internacionales,

Pero en la segunda mitad de la década, Argentina empezó ya a sufrir los efectos de la convertibilidad. La flexibilidad laboral y de salarios que tanto añoraba Cavallo, y que permitiría al país recuperar la competitividad que otrora provenía de la devaluación, nunca se materializó, generando pérdidas importantes en los términos de intercambio. Las finanzas públicas, que en un inicio eran relativamente saludables (al menos financiables), comenzaron a deteriorarse, debido al agotamiento de los recursos de las privatizaciones, la menor actividad económica, las crecientes presiones por mayores gastos y el mayor servicio financiero por una deuda pública en aumento (Gráfico 4).

Como si eso fuese poco, el sector

externo también fue desfavorable. Los mercados internacionales comenzaron a demandar mayores rendimientos para tomar deuda de mercados emergentes, especialmente luego de la crisis “del tequila”, como se llamó a la quiebra de los bancos en México, la crisis asiática y la moratoria de deuda por parte de Rusia. A esto se debió sumar la fuerza del dólar, la baja en los precios de sus principales productos de exportación y la flotación de la moneda brasileña (1999), todo lo cual afectó aún más los resultados de cuenta corriente.

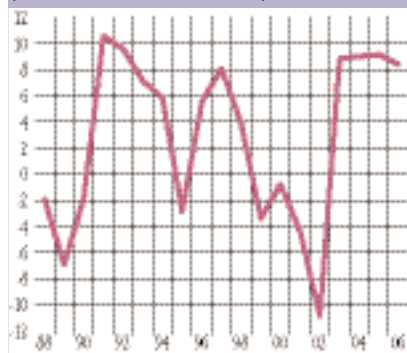
### El desencadenamiento de la crisis

Luego de dos años en recesión, la situación en diciembre de 2000 empeoró aún más. La pobreza iba en aumen-



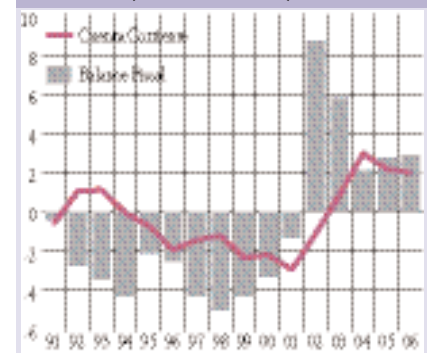
especialmente el Fondo Monetario y el Banco Mundial, Argentina podía acceder nuevamente a los mercados internacionales de deuda, para financiar así sus déficit fiscales, tanto los del gobierno central (Gráfico 2) como los de los gobiernos seccionales y entidades autónomas. Adicionalmente, el país recibía una gran cantidad de recursos por concepto de inversión extranjera, tanto de portafolio como directa, esta última propulsada por el agresivo programa de privatizaciones implementado por el entonces presidente **Carlos Menem**.

GRÁFICO 2  
ARGENTINA: CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE DE CAMBIO ANUAL)



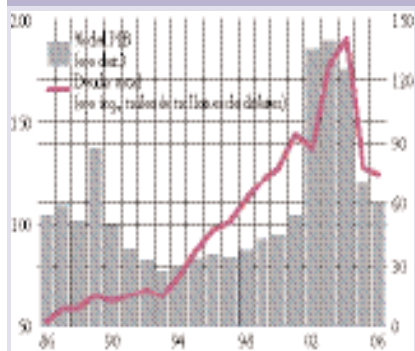
FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN DE ARGENTINA.

GRÁFICO 3  
ARGENTINA: BALANCE FISCAL Y CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)



FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN DE ARGENTINA.

GRÁFICO 4  
ARGENTINA:  
DEUDA PÚBLICA TOTAL



FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN DE ARGENTINA.

to y el desempleo alcanzaba ya a 15% de la población económicamente activa, por lo que el riesgo de un estallido social era muy elevado. El presidente **Fernando de la Rúa** negoció un paquete de ayuda con el FMI por \$ 40.000 millones, pensando que así podría estabilizar la economía e iniciar una senda de crecimiento. El monto del paquete se quedó corto y, pocos meses después, ante el inicio del pánico de los inversionistas, el presidente cambió a su ministro de Economía, trayendo a Domingo Cavallo nuevamente a escena. A pesar de ciertos cambios en materia fiscal y una refinanciación voluntaria de \$ 29.500 millones en bonos, la presencia del ministro no fue suficiente para recuperar la confianza de los agentes. Es más, el mismo Cavallo fue el causante de mayor pánico al anunciar su objetivo de migrar a una paridad cambiaria basada en el euro y el dólar. Si bien el anuncio sólo entraría en rigor cuando la cotización de estas monedas estuviera en equilibrio (en ese entonces la cotización era 0,88 dólares por euro), en el intermedio se planeaba otorgar un subsidio a las exportaciones y la imposición de tarifas a las importaciones, lo que el mercado interpretó como un sistema de cambios dual, un verdadero atentado contra los principios de la convertibilidad. De esta forma, la piedra angular de la política económica argentina comenzó a fracturarse y, sorpresivamente, fue embestida por su propio creador.

La percepción de que una devaluación del peso era inminente generó una corrida de depósitos y una importante aceleración en la fuga de capitales durante el segundo semestre del año 2001 (los depósitos de los bancos cayeron más de 20% en esos seis meses, mientras las reservas internacionales se redujeron en casi 15%). Para evitar la caída del sistema financiero, las autoridades decretaron en diciembre el famoso “corralito”, el mismo que limitaba el monto que los depositantes podían retirar de sus cuentas, seguido poco después por un anuncio de moratoria indefinida del pago de intereses de deuda interna.

Estas medidas generaron fuertes movilizaciones populares que llevaron a la renuncia del presidente De la Rúa, quien fue reemplazado por **Ramón Puerta** (duró dos días) y luego por **Adolfo Rodríguez Saa** (ocho días). Fue este último, durante su corto mandato, quien pasó a la historia por ser quien, el 23 de diciembre, declaró la moratoria del pago de \$ 81.000 millones de dólares de deuda pública, afectando 152 tipos de bonos, emitidos en seis monedas diferentes, y registrados en ocho jurisdicciones legales.

Pero la debacle no terminó con la moratoria. En enero de 2002, durante la presidencia de **Eduardo Duhalde** (enero 2002 – mayo 2003), el Congreso pasó la Ley de Emergencia Pública, que eliminó la convertibilidad e implantó una serie de medidas adicionales como impuestos a las exportaciones, mayores restricciones de retiros del sistema financiero (“corralón”), pesificación de deudas y restricciones en operaciones en dólares. La economía se contrajo 15% durante el primer semestre del año, el desempleo alcanzó 21,3%, y más de 53% de la población llegó a vivir por debajo de la línea de la pobreza. El peso continuaba perdiendo valor (alcanzó 3,78 pesos por dólar a finales de junio), mientras las reservas internacionales se redujeron a la mitad (\$ 9.630 millones).

### Default y canje

La administración del presidente

Duhalde se centró en la reestructuración de la deuda externa y en la generación de crecimiento económico, siendo este último el único capaz de generar capacidad de repago. Para ello se adquirieron compromisos de crecimiento y superávit primario aparentemente ambiciosos (5,5% de crecimiento en el año 2003 y 4,0% en promedio entre 2004-2006, con un superávit primario equivalente a 3% del PIB en 2004), compromisos que formaron parte de acuerdos firmados con el FMI en septiembre de 2003 (*stand-by* por \$ 12.550 millones). Con respecto a la reestructuración, esta debía ser “de buena fe” en función de la capacidad de repago y garantizando un trato equitativo para todos los inversionistas.

Antes de preparar la propuesta de reestructuración, el gobierno discutió con los grupos consultivos (grupos de tenedores) para intentar cubrir las necesidades y expectativas de las distintas categorías de acreedores. Para ello se realizaron reuniones en seis ciudades durante 19 meses, proceso que terminó con la presentación de los primeros lineamientos de la oferta luego de la reunión anual del FMI celebrada en Dubai en septiembre de 2003. El gobierno argentino inició en enero de 2004 el proceso de registro formal y voluntario de los tenedores de bonos, lo cual permitiría identificar claramente a todos los acreedores. Un año más tarde, el gobierno hizo su oferta formal y definitiva para la reestructuración de la deuda argentina.

La oferta, abierta por tan sólo 42 días, contenía tres tipos de bonos a escoger (bonos a la par, con descuento y cuasi-pares), los mismos que incluían una unidad separable vinculada con la evolución del PIB, que otorgara ciertos beneficios adicionales a los titulares en caso de que el crecimiento económico superase 3%. El gobierno manejó dos posibles escenarios en función de la participación de los acreedores en el canje, pero siempre aclarando que aquellos tenedores que decidieran no participar en la reestructuración (“*holdouts*”) perderían todo derecho a pagos en el futuro, y que no

habría un nuevo proceso de reestructuración.

Desde el punto de vista del deudor, la operación de canje fue un verdadero éxito (*Cuadro*). De un total de \$ 81.836 millones elegibles para el canje, se suscribieron \$62.318 millones, equivalentes a 76,15% (Escenario 2). Sobre este monto, Argentina efectuó una reducción de su *stock* de deuda por 43,4%. Sin embargo, considerando los intereses generados (\$ 40.248 millones) y la deuda no presentada al canje, la quita o “*haircut*” alcanzado por Argentina fue del orden de 65,6% del total adeudado. Dado que el gobierno presupuestó más de \$ 1.864 millones para desembolsos relacionados con el canje y tan sólo empleó \$ 1.193 millones entre 2004 y 2005, se produjo un remanente de \$ 671 millones que, según el prospecto de canje, se debería utilizar para la recompra de instrumentos de deuda vigente.

### La recuperación económica

Contrario a lo que los pesimistas pronosticaron (hiperinflación, recesión, y depreciación acelerada y consistente del peso), la economía primero se estabilizó y luego empezó un proceso de fuerte crecimiento. La devaluación permitió dinamizar al sector externo, que se convirtió en el motor de desarrollo y fuente de ingresos tributarios. Las exportaciones argentinas recuperaron competitividad, a lo que se sumó un aumento de la demanda mundial de los llamados *commodities* (materias primas) con lo que se obtuvieron mejores precios para las exportaciones. Por otro lado, el precio de los productos importados se volvió inalcanzable, forzando a los consumidores a buscar sustitutos producidos localmente, estimulándose así la industria nacional. Como consecuencia, la balanza comercial se volvió aún más positiva, lo que sumado al no pago de intereses y de capital durante el periodo en moratoria, generó sendos superávits de cuenta corriente.

Gracias a una excesiva capacidad ins-

talada y abundante mano de obra disponible, el despegue económico no generó, al menos inicialmente, presiones en los precios de los factores de producción. Adicionalmente, el alto desempleo y el bajo nivel de los salarios reales impidieron que se den presiones por el lado de la demanda, generando bajas tasas de inflación hasta mediados del año 2005.

CUADRO  
RESULTADOS DEL CANJE DE DEUDA  
(CIFRAS EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

Deuda Elegible: 81.83		
Deuda Canjeada: 2.31 (76.15%)		
Intereses Atrasados: 40.24		
	Deuda Vieja	Deuda Reestructurada
Bonos Par	15.0	15.0
Bonos Descuento	35.4	11.9
Bonos Cuasi-Par	11.9	8.3
Total	62.3	35.3

Por otro lado, las cuentas fiscales se vieron inundadas de recursos provenientes de los impuestos a las exportaciones y a mayor actividad económica, generando un superávit fiscal por primera vez en diez años (*Gráfico 3*).

El año 2003 también fue uno de estabilidad política (comparado con los dos años anteriores), con la asunción al mando de **Néstor Kirchner** a finales de mayo. Si bien llegó al poder con tan sólo 22% del voto popular, su gestión no requería muchos esfuerzos para cosechar grandes frutos. Los objetivos de la administración entrante, entre otros, fueron alcanzar altas tasas de crecimiento sin descuidar la reducción de la pobreza e inequidad, la reestructuración de la deuda externa, atraer inversión extranjera directa a sectores estratégicos y promover una reforma fiscal.

### El caso ecuatoriano

Contrario a los problemas de solvencia y de liquidez observados en Argentina en los meses anteriores al *default*, el Ecuador sólo tiene problemas de liquidez de corto plazo, y presenta aún sólidos resultados macroeconómicos: crecimiento económico de 5,1% en promedio durante los últimos cinco años, superávit de cuentas públicas y externas, inflación a niveles internacio-

nales, y recientemente con ganancias de competitividad gracias a la debilidad del dólar estadounidense. Es cierto que se ha producido una expansión fiscal alarmante durante los últimos años, fruto de la política económica irresponsable implementada por algunas autoridades que han pasado por el ministerio de Economía, sin embargo, el país aún está a tiempo de adoptar medidas económicas apropiadas que garanticen cierto nivel de estabilidad y liquidez fiscal mientras la ambiciosa reforma política del nuevo gobierno acapara los titulares en los próximos meses.

Ecuador tiene capacidad de pago. La deuda externa sólo representa 25,3% del PIB, mientras la deuda pública total (interna + externa) es equivalente a 36,5% del PIB. El servicio de la deuda tiene un perfil de pagos adecuado, y representa menos de 20% del total de ingresos de divisas que llegan al país (incluyendo inversión extranjera, desembolsos y resultados de cuenta corriente). Esto muestra que no existe una razón técnica que justifique una moratoria unilateral, cuyos costos (reducción de líneas de crédito para el país, rentabilidades demandadas más elevadas en el caso de acceder a nuevo endeudamiento, fuga de capitales, menor inversión extranjera directa, contracción monetaria, etc.) superarían con creces a los beneficios (los desembolsos que no se efectuarían).

En palabras del mismo artífice de la reestructuración argentina, el ex ministro **Roberto Lavagna**, al enumerar los problemas enfrentados por Argentina, “...a nadie podría ocurrírsele que éste es un ejemplo para que otros países planteen una reestructuración al estilo argentino. El precio previo que hay que pagar para ello es tan alto que decididamente no hemos de ser un precedente para otros países ni para nosotros mismos en el futuro...”<sup>1</sup>.

\*Ph.D. en Economía. Economista para la división de América Latina en Global Insight.

<sup>1</sup> Diario *La Nación*, 13 de enero del 2005.