

FLACSO

ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA

20

La crisis de la deuda y el default.
Los distintos intereses en torno
a la renegociación de la
deuda pública.

Nicolás Arceo
Andrés Wainer

Marzo 2008

Documento N° 20

Nicolás Arceo - Andrés Wainer



FLACSO

Área de Economía y Tecnología

20

**La crisis de la deuda y el *default*.
Los distintos intereses en torno
a la renegociación de la
deuda pública.**

**Nicolás Arceo
Andrés Wainer**

Marzo de 2008

Arceo, Nicolás

La crisis de la deuda y default, los distintos intereses en torno a la renegociación de la deuda pública / Nicolás Arceo y Andres Wainer. - 1a ed. - Buenos Aires : FLACSO - Fac. Latinoamericana de Ciencias Sociales, 2009. 64 p ; 29x21 cm.

ISBN 978-950-9379-16-9

1. Deuda Pública. I. Wainer, Andres II. Título
CDD 336.343 3

FLACSO-Argentina

Área de Economía y Tecnología

www.flacso.org.ar/economia

Documento de Trabajo N° 20, marzo de 2008

© by FLACSO Argentina – Área de Economía y Tecnología

Ayacucho 555 C1026AAC Buenos Aires, Argentina.

Tel.: (54-11) 5238-9384 Fax: (54-11) 4375-1373

email: economia@flacso.org.ar

www.flacso.org.ar

Queda hecho el depósito Ley 11.723.

Reservados todos los derechos.

Queda rigurosamente prohibida sin la autorización por escrito de FLACSO, la reproducción total o parcial de esta obra, por cualquier medio o procedimiento incluidos la reprografía y el tratamiento informático.

Impreso y encuadernado en Imprenta Dorrego, Dorrego 1102, C.A.B.A.

1 ed.: Tirada 100 ejemplares. Se terminó de imprimir en julio 2009.

Este trabajo forma parte del Proyecto: **“Deuda externa e integración económica internacional de la argentina. 1990-2004”**, dirigido por el Dr. Eduardo Basualdo y patrocinado por la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica. (PICT 2003 N° 14072).

La crisis de la deuda y el default.

Los distintos intereses en torno a la renegociación de la deuda pública.

Nicolás Arceo y Andrés Wainer

Índice General

1. Introducción.....	2
2. Antecedentes: El nuevo patrón de acumulación y el crecimiento explosivo del endeudamiento externo, 1976-2001.....	3
2.1. La adopción de un nuevo patrón de acumulación.....	3
2.2. La consolidación de la valorización financiera.....	8
2.3. El costo de los intentos por evitar el default.....	13
3. El fin de la convertibilidad y sus efectos sobre el endeudamiento del sector público.....	20
3.1. La declaración del <i>default</i>	20
3.2. La economía argentina en la postconvertibilidad.....	23
4. El proceso de renegociación de la deuda.....	29
4.1. El largo camino hasta Dubai.....	29
4.2. La oferta de Dubai.....	33
5. La salida del <i>default</i>	40
5.1. La oferta de Buenos Aires.....	40
6. ¿Quién es quién? Los actores tras la deuda externa.....	45
6.1. Radiografía de los acreedores.....	45
6.2. Los intereses y las contradicciones entre los diversos actores.....	50
7. Conclusiones: Ganadores y perdedores en el nuevo contexto financiero internacional.....	56
7.1. Aproximación general a la relación entre el capital financiero internacional y las clases dominantes periféricas.....	56
7.2. El caso argentino.....	57
Bibliografía.....	62

1. Introducción

El patrón de acumulación instaurado por la dictadura militar en 1976 determinó una transformación radical de las relaciones económicas y sociales vigentes en la Argentina durante el modelo sustitutivo de importaciones. En particular, se produjo una creciente subordinación de la economía real a la evolución de los fenómenos monetarios, conduciendo a la financiarización de la estructura productiva y a una notable alteración en la dinámica de acumulación y reproducción ampliada del capital, sobre todo en sus segmentos más oligopólicos.

En este contexto, el endeudamiento externo y la fuga de capitales locales al exterior se constituyeron en dos características centrales que adoptó la economía argentina en las décadas subsiguientes. En efecto, a lo largo de las casi tres décadas en que imperó el patrón de acumulación basado en la valorización financiera se registró un vertiginoso crecimiento en el endeudamiento externo del sector público, que pasó de 7.800 millones de dólares a mediados de los años setenta a casi 145.000 millones de dólares en el 2001.

El colapso del régimen de convertibilidad, y el agotamiento del patrón de acumulación basado en la valorización financiera, condujo a profundas transformaciones en la lógica de funcionamiento de la economía nacional. Entre ellas, se asistió a una redefinición en el papel del endeudamiento externo del sector público, como consecuencia del *default* declarado por el gobierno argentino en diciembre de 2001 y la eliminación del déficit crónico en las cuentas públicas. Es más, tras la devaluación de la moneda comenzó un proceso de renegociación inédito, por su magnitud, de los pasivos externos.

Este último aspecto será el objetivo central del presente trabajo, en el cual se analiza el proceso de renegociación de la deuda externa desde sus inicios durante la administración Duhalde hasta el cierre del canje durante el gobierno de Néstor Kirchner a comienzos del 2005.

Con ese horizonte se realiza, en primer lugar, una breve descripción de la evolución del endeudamiento externo durante las décadas previas, proceso que culminó en el mayor *default* de la historia argentina. Para ello, se indagará acerca del papel desempeñado por el patrón de acumulación instaurado en la segunda mitad de la década del setenta, ya que es a partir de ese momento cuando la deuda externa se convierte en una variable fundamental en la lógica de funcionamiento de la economía argentina.

A su vez, se examinará el efecto que tuvo la consolidación del régimen de valorización financiera durante la década del noventa sobre el endeudamiento externo de nuestra economía, así como los costos que implicaron las diversas medidas adoptadas por el gobierno de la Alianza para evitar el *default* ante el agotamiento de dicho esquema de acumulación.

En la tercera sección se presenta el derrotero que condujo a finales del 2001 al entonces presidente provisional Rodríguez Saá a la declaración del *default*, así como las posiciones adoptadas por los distintos actores involucrados. Posteriormente, se describen las características sobresalientes del patrón de crecimiento adoptado tras el colapso del régimen de convertibilidad, en el que la deuda externa va a desempeñar un rol distinto al registrado en las décadas previas.

En la cuarta y quinta sección se estudia el proceso de renegociación de la deuda y el rol que desempeñaron los distintos actores involucrados. Con este objetivo, se parte desde la primera oferta concreta del gobierno argentino, que fue conocida como “oferta de Dubai” y que contó con el rechazo casi unánime por parte de los acreedores, para posteriormente analizar la oferta final de Buenos Aires y el proceso de canje propiamente dicho.

En la sexta sección, por su parte, se realiza un análisis detallado de los actores que se vieron involucrados en el proceso de renegociación y, más específicamente, de los acreedores individuales (bonistas) que, por su propia entidad, presentaron características novedosas respecto a otros procesos de renegociación anteriores.

Finalmente, en la séptima sección se esbozan algunas conclusiones sobre las condiciones que posibilitaron el relativo “éxito” del canje de deuda a partir de un abordaje más general del sistema financiero mundial y del caso argentino en particular. En definitiva, lo que se intenta es determinar los factores explicativos del elevado grado de aceptación de la propuesta realizada por el gobierno argentino, “éxito” que sólo puede ser entendido en el marco de la situación económica y social por la que atravesaba nuestro país y el elevado grado de fragmentación que presentaban los acreedores.

2. Antecedentes: El nuevo patrón de acumulación y el crecimiento explosivo del endeudamiento externo, 1976-2001.

2.1. La adopción de un nuevo patrón de acumulación.

El abandono del modelo sustitutivo de importaciones a mediados de los años setenta y su reemplazo por un patrón de acumulación basado en la “valorización financiera”¹ produjo una transformación radical de las relaciones económicas y sociales imperantes en la economía argentina. Los sectores dominantes pusieron en marcha, a través de la apertura externa, la desregulación económica, la liberalización financiera y la represión directa, un proceso de disciplinamiento de los sectores populares tendiente a recomponer su poder en la sociedad y a elevar la tasa de ganancia del capital.

Las modificaciones acontecidas en la economía mundial desde finales de los años sesenta y, en particular, la consolidación de un mercado internacional de capitales brindaron la condición de posibilidad para la realización de dichas políticas. Si bien en el corto plazo las políticas adoptadas por la dictadura militar que tomó el poder en 1976 estuvieron dirigidas a recomponer la tasa de ganancia empresaria a través de una aguda reducción en los salarios de los trabajadores, en el largo plazo tendieron a lograr una transformación estructural de la relación entre el capital y el trabajo que se había gestado durante el modelo sustitutivo de importaciones.

En este sentido, la reforma financiera del año 1977 fue uno de los pilares del nuevo patrón de acumulación, ya que significó una drástica modificación de las condiciones económicas imperantes en la economía argentina hasta ese momento. Esta reforma implicó la transformación de tres rasgos esenciales del modelo sustitutivo de importaciones: la eliminación de la nacionalización de los depósitos bancarios, de los controles sobre la tasa de interés y de las trabas existentes al endeudamiento del sector privado en el mercado internacional de capitales (Basualdo, 2006).

La desregulación de la actividad financiera produjo una creciente subordinación de la economía real a la evolución de los fenómenos monetarios, conduciendo a la

¹ Sobre las características y la evolución del patrón de acumulación sustentado en la valorización financiera (1976-2001) consultar Basualdo, E. M.; “Estudios de historia económica argentina. Deuda externa y sectores dominantes desde mediados del siglo XX a la actualidad”, FLACSO/Siglo XXI Editores Argentina, Buenos Aires, 2006.

financierización de la estructura productiva. Es decir, las políticas adoptadas le otorgaron a la esfera financiera una importancia inédita en la distribución del excedente generado en la economía argentina. En este contexto, el endeudamiento externo, la fuga de capitales, la desarticulación del tejido productivo y la brutal contracción en el ingreso de los asalariados fueron algunas de las características centrales que adoptó la economía argentina en las siguientes décadas.

La elevación de la tasa de interés interna como consecuencia de la liberalización del mercado financiero y del creciente endeudamiento en el mercado local, tanto de las empresas públicas como privadas, facilitó el ingreso del capital externo a la economía local. A su vez, la posibilidad de endeudarse en el exterior por parte de las fracciones más concentradas del capital como consecuencia de la apertura irrestricta del mercado de capitales y la elevada liquidez internacional permitieron la creciente apropiación del excedente a través de la valorización financiera. Este proceso consistió fundamentalmente en aprovechar los diferenciales positivos existentes entre las tasas de interés locales e internacionales. Es decir, ingresaban capitales al país, se cambiaban a un tipo de cambio apreciado y posteriormente se colocaban en el sector financiero local obteniendo significativos rendimientos. Finalmente, dichos capitales se fugaban al exterior independizándose de los avatares de la economía interna.

Sin embargo, desde la óptica oficial el incremento de las tasas de interés reales permitiría aumentar las colocaciones de activos financieros facilitando su canalización hacia la inversión, reduciría la presión inflacionaria ante la contracción de la demanda para el consumo, permitiendo por lo tanto una mejor asignación y mayor volumen de la inversión. Pero, lejos de recuperarse, los niveles de inversión se redujeron significativamente con respecto al período previo. La contracción del tejido productivo como consecuencia de la apertura externa, la apreciación cambiaria y la liberalización financiera determinó una reducción en las posibilidades de inversión en la economía local, proceso que fue acompañado por un crecimiento exponencial de la fuga de capitales al exterior.

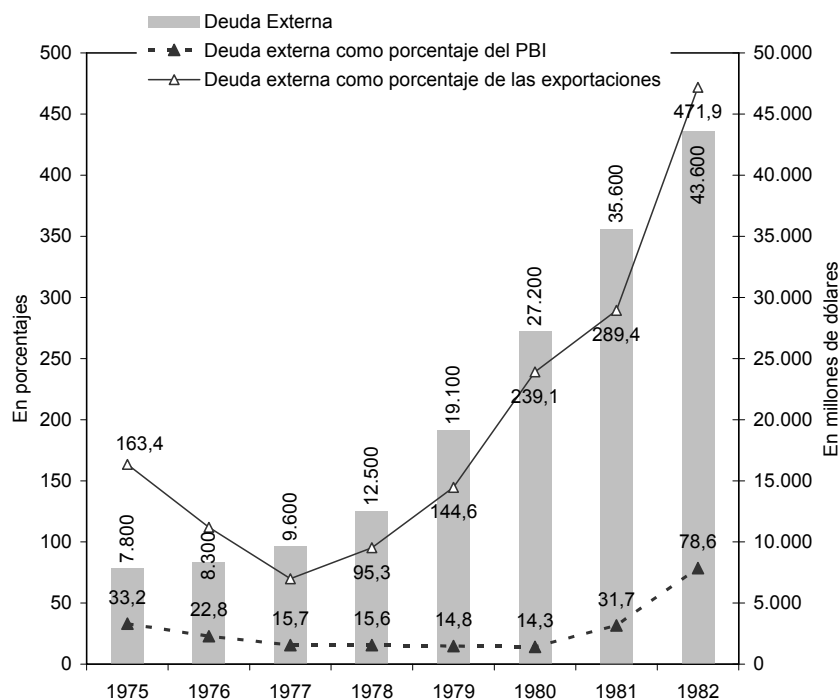
En este contexto, el endeudamiento del sector público tanto en el mercado local como en el internacional cumplió un doble rol. Por un lado, aportó las divisas requeridas para garantizar la transferencia de recursos al exterior –fuga de capitales– y posibilitó el equilibrio en el balance de pagos. Por otro, su endeudamiento en el mercado local² garantizó la existencia de elevadas tasas de interés reales posibilitando acrecentar la renta financiera apropiada por los grandes grupos económicos locales y el capital financiero internacional.

El endeudamiento externo de la economía Argentina fue, por lo tanto, la variable que permitió la fuga de capitales hacia el exterior. Prácticamente por cada dólar de endeudamiento externo existía otro dólar perteneciente a residentes locales en el exterior durante el período comprendido entre los años 1975 y 1982. En dichos años la deuda externa pasó de 7.800 a 43.600 millones de dólares, mientras que el *stock* de capitales de los residentes en el exterior se incrementó de 5.448 millones de dólares a

² En los años 1977 y 1978 el endeudamiento del sector público implicó casi el 30% de los créditos otorgados en la plaza financiera local.

34.082 millones de dólares³. Como se puede observar en el gráfico, dicho crecimiento se produjo, además, en un contexto de estancamiento y retroceso de la economía argentina, produciéndose un significativo incremento del endeudamiento externo en relación a la economía argentina. En efecto, al analizar el peso de la deuda externa en el producto, esta pasa de representar el 33,2% del PBI en 1975 a un 78,6% en 1982⁴. En tanto, en términos de las exportaciones, dicha participación se elevó desde el 163% al 472% entre las fechas mencionadas (Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1. Evolución de la deuda externa en términos absolutos y de su participación en las exportaciones y el producto bruto interno, 1975-1982.
(en millones de dólares y porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a información del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

³ Sobre el stock de capitales en el exterior consultar Schorr y Kulfas (2003).

⁴ Se debe remarcar que el peso del endeudamiento externo sobre el producto bruto interno se ve influido también por la modificación del tipo de cambio real.

A comienzos de los años ochenta, el aumento de las tasas de interés internacionales⁵ condujo a una brutal contracción de la liquidez internacional, en un contexto de elevado endeudamiento externo de la economía. La reducción de los flujos de capitales hacia la economía argentina y de las posibilidades de endeudamiento externo por parte del sector público, pusieron en evidencia la inviabilidad en el mediano plazo de la política económica adoptada por la dictadura militar, reforzando el proceso de fuga de capitales hacia el exterior.

De esta manera la fuga de capitales superó la entrada de capitales externos determinando la progresiva reducción de las reservas en manos del Banco Central, llevando a la devaluación de la moneda y a la alteración transitoria de las políticas adoptadas por la dictadura militar.

La devaluación de la moneda y el elevado endeudamiento externo del sector privado condujeron a la estatización de la deuda privada por parte de la dictadura militar en el año 1982 a través de la implementación de seguros de cambio. Si bien dicha operatoria incluía una tasa de interés, la inflación y las posteriores devaluaciones de la moneda la fueron licuando, determinado en los hechos la estatización de la deuda externa privada. Este proceso implicó una transferencia masiva de recursos desde el Estado, es decir, del conjunto de la sociedad, al sector privado, en particular hacia los capitales más concentrados de la economía local⁶. De esta forma, la dictadura militar logró una inédita apropiación de recursos en favor de las fracciones más concentradas del capital, primero mediante la valorización financiera y, posteriormente, a través de la estatización de sus obligaciones externas⁷. Este proceso se verifica en el incremento de la participación del estado en el endeudamiento externo total, que pasó de representar un 56,0% a comienzos de los años ochenta a un 92,3% en 1989.

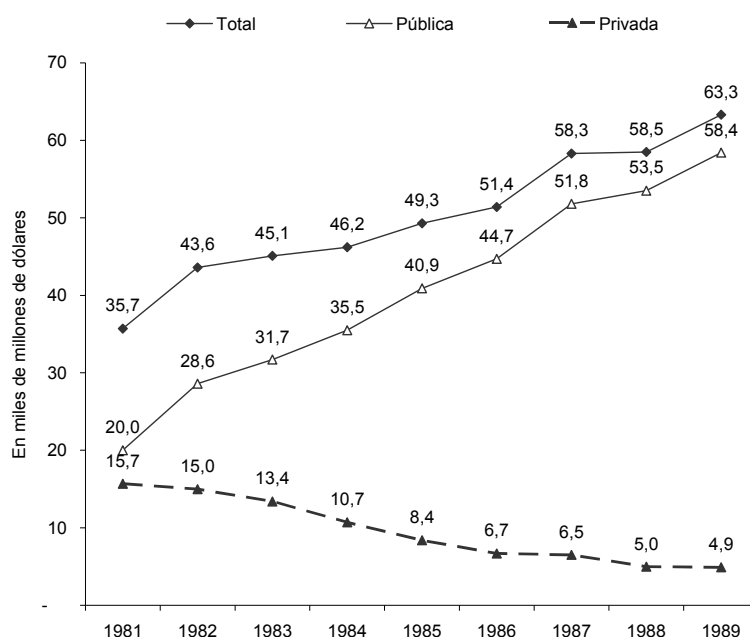
⁵ El estancamiento de las principales economías capitalistas desde mediados de los años setenta condujo a un profundo cambio en las políticas públicas aplicadas desde la segunda guerra. La desaceleración en los ritmos de crecimiento fue frecuentemente explicada por las bajas tasas de interés existentes durante los años sesenta y setenta, que conducían teóricamente a una mala asignación de los recursos y determinaban la financiación de inversiones de baja rentabilidad (McKinnon y Shaw, 1973). Este fenómeno se veía robustecido por la presencia de mercados fuertemente regulados, en donde se favorecían sistemáticamente proyectos, tanto públicos como privados, de empresas no competitivas. A su vez, las bajas tasas de interés desalentaban el ahorro y reducían la rentabilidad de las inversiones financieras. Por lo tanto la desregulación financiera permitiría estimular el ahorro, incrementar la inversión, reducir la inflación y recuperar las elevadas tasas de crecimiento registradas en el período previo, todo ello a través de la mejor asignación de los recursos que generaría la liberalización de los mercados financieros.

En este contexto, el responsable de la reserva federal norteamericana, Paul Volcker, elevó significativamente las tasas de interés en el año 1979 mediante una política monetaria contractiva. Esta medida fue acompañada meses después por una profunda modificación del orden financiero de posguerra, eliminando progresivamente los controles administrativos sobre las tasas de interés, del crédito y de los movimientos de capital, con el objetivo de fortalecer el ahorro y la inversión.

⁶ Más del 64% de la deuda externa privada correspondía a veintiocho grupos económicos locales y a ciento dos empresas transnacionales.

⁷ A su vez, este proceso fue acompañado en los años ochenta por la licuación de una porción considerable de las deudas privadas con el sistema financiero local, a partir de la existencia de tasas de interés reales negativas como consecuencia de la elevada inflación y una política de contención de las tasas de interés nominales.

Gráfico N° 2. Evolución de la deuda externa total, pública y privada, 1981-1989.
(en miles millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a información de Basualdo (2006).

Como se mencionó anteriormente, las políticas implementadas por la dictadura militar provocaron un crecimiento explosivo del endeudamiento externo y condicionaron la evolución de la economía argentina durante los años ochenta. En efecto, la imposibilidad de refinanciar dicha deuda en el mercado internacional de capitales determinó la existencia de una fuerte restricción externa que afectó el crecimiento y la estabilidad económica del país. De esta forma, la década se caracterizó por la persistencia de elevados déficit públicos, desequilibrios cambiarios, altos niveles de inflación, aumento de la pobreza, permanente fuga de capitales hacia el exterior y por la ausencia del crecimiento económico⁸.

El desmantelamiento del tejido productivo como consecuencia de la liberalización comercial de los años setenta no se revirtió, a la vez que la elevada inestabilidad macroeconómica y la continua reducción de los niveles de vida de la población contrajeron la base de sustentación del sector industrial volcado fundamentalmente al mercado local. En este contexto, ante la inexistencia de oportunidades de inversión por fuera del sistema financiero local, continuó la fuga de capitales al exterior que totalizó cerca de 15.741 millones de dólares en el período comprendido entre los años 1983 y 1989 (Kulfas y Schorr, 2002).

A su vez, el peso del endeudamiento externo contraído en el período previo condujo al pago de casi 50.000 millones de dólares en concepto de capital e intereses de la deuda externa entre los años 1981 y 1989 (Basualdo, 2006: 198). Los pagos realizados fueron solventados principalmente por una combinación de nuevo

⁸ En los años ochenta, la economía argentina registró una contracción en el producto bruto interno a una tasa anual acumulativa del 1,1%, mientras que su población se expandió al 1,5% anual determinando una significativa reducción del producto bruto *per capita*.

financiamiento externo, refinanciaciones de deudas previas, reservas internacionales y recursos públicos, derivando en una inédita transferencia neta de recursos desde la economía local hacia el exterior hasta el año 1988, momento en el cual se suspendieron forzosamente los pagos debido a la escasez de divisas.

A pesar de la significativa transferencia de recursos al exterior, como consecuencia de los atrasos en los pagos externos y las refinanciaciones acordadas con los organismos multilaterales de crédito, se produjo un incremento de la deuda pública de 18.200 millones de dólares, alcanzando en el año 1989 los 63.300 millones de dólares⁹. Esta evolución contrasta con la registrada por la deuda privada, que se redujo desde los 15.000 millones de dólares en el año 1982 a aproximadamente 5.000 millones en el año 1989, básicamente como consecuencia del proceso de transferencia de deuda privada al sector público antes mencionado.

La profundidad de la crisis hiperinflacionaria del año 1989, producto de la imposibilidad del Estado de continuar pagando los intereses de la deuda externa e interna y al mismo tiempo mantener los subsidios implícitos al capital local mediante la promoción industrial y el pago de sobrepagos a los proveedores estatales¹⁰, condujo a la adopción de una serie de reformas que transformaron significativamente el patrón de crecimiento de la economía argentina, consolidando el modo de acumulación impuesto por la dictadura militar en 1976.

2.2. La consolidación de la valorización financiera.

El paquete de reformas estructurales aplicado por la nueva administración peronista (1989-1999) y el establecimiento de la convertibilidad del peso condujeron a una elevada y creciente sobrevaluación de la moneda, que implicó en los hechos un seguro de cambio para los inversores externos. A su vez, permitió la articulación de los intereses de los grandes grupos económicos locales y el capital extranjero a través de la enajenación de las empresas del estado y el reestablecimiento de los pagos de intereses y capital de la deuda externa. Por otro lado, la elevada liquidez internacional existente desde finales de los años ochenta y la necesidad por parte de la banca norteamericana de solucionar definitivamente el problema de la deuda, condujo a la implementación del plan Brady¹¹ que nuestro país suscribió a fines del año 1992 y que

⁹ En efecto, la deuda externa total pasó de 45.100 millones de dólares en 1983 a 63.300 millones de dicha moneda en 1989 (Basualdo, 2006).

¹⁰ La importancia de las sumas requeridas para el pago de intereses y amortizaciones de la deuda externa conjuntamente con los cuantiosos recursos públicos destinados a la promoción industrial generaron un proceso creciente de insostenibilidad fiscal que reflejó en el fondo la puja por la apropiación del excedente público. A lo largo de los años ochenta se verificó un enfrentamiento creciente por los recursos públicos entre el capital concentrado local –beneficiario de las políticas de promoción industrial– y el capital transnacional acreedor de la mayor parte de la deuda externa. Este enfrentamiento determinó la agudización de los problemas fiscales que condujeron a los dos episodios hiperinflacionarios de finales de los años ochenta y principios de los noventa. Al respecto consultar Basualdo (2002).

¹¹ El acuerdo consistió en un canje de los préstamos otorgados por la banca comercial por bonos “Brady” a treinta años que incluían una quita de capital e intereses. El canje incluyó deudas por un monto de 21.000 millones de dólares, más 8.300 millones de dólares en concepto de intereses no abonados. De esta forma, se atomizaba la deuda y se reducía significativamente el endeudamiento con la banca comercial, que pasó de 30.265 millones de dólares en el año 1992 a sólo 1.180 millones al año siguiente, mientras que la deuda en títulos aumentó en 30.624 millones de dólares, en dicho período. (Kulfas y Schorr, 2002)

fue presentado como la solución final para el problema del endeudamiento externo de la economía argentina¹².

Este plan y la política de privatizaciones permitieron la utilización de los bonos de la deuda externa para adquirir las empresas del estado, logrando de esta forma una estabilización del endeudamiento externo en los primeros años de la década del noventa. A su vez, la venta de los activos públicos permitió la reducción e incluso la repatriación de capitales de residentes en el exterior fugados en la década pasada. Sin embargo, una vez concluidas la mayor parte de las privatizaciones en el año 1993, se registró una creciente fuga de capitales, en particular en la segunda mitad de los noventa, que tuvo que ser compensada nuevamente por el endeudamiento del sector público en los mercados externos.

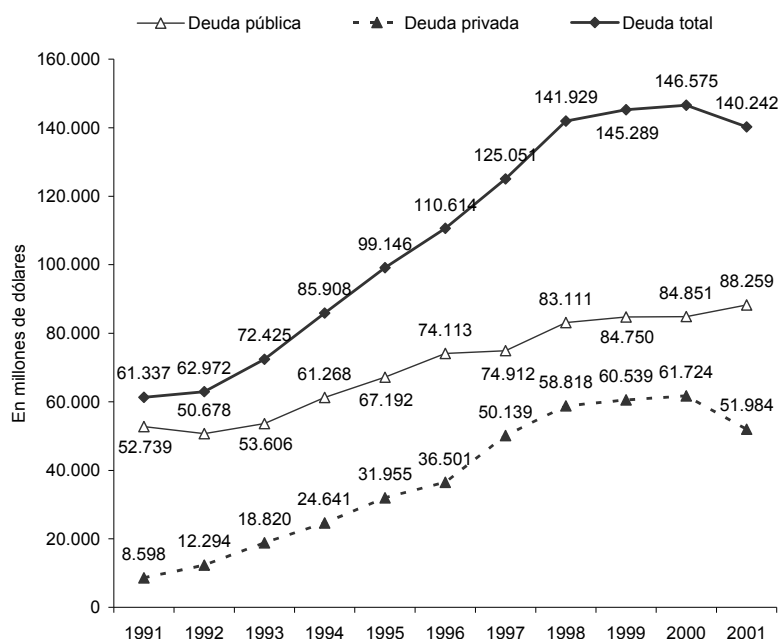
En efecto, el endeudamiento del sector público adquirió una mayor relevancia en la segunda mitad de la década del noventa¹³, pasando de 61.268 millones de dólares en 1994 a 84.750 millones en el año 1999. De todas formas, si bien el endeudamiento externo del sector público fue el más relevante durante la vigencia del plan de convertibilidad, fue el endeudamiento privado el que registró una mayor tasa de expansión durante la vigencia de dicho régimen: mientras que durante la convertibilidad el endeudamiento externo del sector público se expandió a una tasa anual acumulativa del 5,3%, el endeudamiento del sector privado no financiero lo hizo a un 19,7%¹⁴.

¹² Al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2005:14) sostienen: *“El acuerdo Brady no significó un alivio significativo al sobreendeudamiento heredado de las malas políticas de fines de los años setenta. La quita obtenida fue prácticamente insignificante, y el principal impacto favorable se verificó en la cartera de los bancos acreedores, que pudieron transformar en títulos los créditos contra el país, incluyendo los intereses impagos acumulados (En 1992, antes del acuerdo, los títulos en circulación equivalían a sólo el 17% de la deuda pública total, mientras que en 1993 habían pasado a constituir casi 65% de la misma. Los títulos denominados en moneda extranjera, por su parte, no llegaban a 13% de la deuda pública en 1992, pero equivalían a aproximadamente 57% de ese total en 1993).”*

¹³ Al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2005:14) sostienen: *“Sin embargo, la colocación de deuda por parte del sector público adquirió mucho mayor peso en la segunda mitad de la década, en especial a medida que las condiciones financieras internacionales se hacían más desfavorables. Además, en esos años comenzó a tener también un papel más importante la colocación de deuda pública en los mercados internos”.*

¹⁴ El endeudamiento del sector privado no financiero pasó de 8.598 millones de dólares en 1991 a 51.984 millones de dicha moneda en el 2001. Sin embargo, el máximo nivel de endeudamiento se produjo en 2000, cuando alcanzó los 61.724 millones de dólares, reduciéndose posteriormente ante las crecientes expectativas de modificación del régimen cambiario (Basualdo, 2006).

Gráfico N° 3. Evolución de la deuda externa total, pública y privada, 1991-2001.
(en miles millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a información de Basualdo (2006).

El gran incremento del endeudamiento externo del sector privado se produjo con posterioridad a la crisis del tequila y fue realizado centralmente por las empresas transnacionales y los grupos económicos locales a través de la colocación de obligaciones negociables y bonos en el extranjero.

A pesar del creciente endeudamiento público y privado en los mercados internacionales, el balance de pagos continuó deteriorándose como consecuencia del creciente déficit comercial, del aumento en las remesas de utilidades y de dividendos, del déficit ocasionado por el turismo al exterior, por el creciente pago de intereses de la deuda externa y por la intensificación de la fuga de capitales, determinando la necesidad de un progresivo endeudamiento externo por parte del sector público tendiente a mantener el nivel de actividad interna y sostener la paridad cambiaria, en un contexto de contracción en la entrada de capital externo.

Por lo tanto, el endeudamiento público estuvo determinado por los significativos déficits en el balance de pagos que generó el sector privado, que fueron de aproximadamente de 2.000 millones de dólares anuales. Es decir, si el sector público no se hubiera endeudado en el mercado internacional de capitales, el sector privado no hubiese contado con las divisas que demandaba, proceso que hubiera determinado una sustancial reducción de las reservas internacionales en poder del Banco Central y, con ello, una contracción de la actividad económica a partir de la restricción de la oferta monetaria¹⁵.

¹⁵ Recuérdese que la ley de convertibilidad obligaba a respaldar la cantidad de pesos en circulación en el mercado local con reservas en dólares en el Banco Central.

A su vez, al haberse terminado con la mayor parte del programa de privatizaciones a mediados de los años noventa, el delicado equilibrio fiscal¹⁶ alcanzado en la primera fase de la convertibilidad comenzó a desmoronarse. La necesidad de mantener el nivel de actividad interna, el programa de reformas del sistema de jubilaciones y pensiones y el incremento del pago de intereses de la deuda externa condujeron a un sendero de crecimiento explosivo del déficit.

En efecto, la necesidad de incrementar la competitividad del sector transable ante el atraso cambiario condujo a la transferencia de ingresos fiscales al sector privado mediante la reducción de los aportes patronales y otras cargas laborales con el objetivo de incrementar la competitividad y aumentar el empleo. Sin embargo, este sacrificio fiscal no tuvo efectos sobre el ritmo de expulsión de mano de obra, ni contribuyó a la reducción del trabajo no registrado. Por el contrario, sólo redundó en un incremento de la rentabilidad de las grandes empresas -tanto las localizadas en sectores transables como las que no lo estaban-, ya que las pequeñas y medianas empresas ya contaban con la mayor parte de su dotación de personal sin registrar y, por lo tanto, no se vieron sustancialmente favorecidas por estas medidas.

La reducción de los aportes patronales y otras cargas laborales significaron una merma en los ingresos públicos de alrededor de 30.000 millones de dólares en el período comprendido entre los años 1994 y 2000. La importancia de estas transferencias saltan a la vista al compararlas con los ingresos percibidos por las privatizaciones de las empresas estatales, que totalizaron cerca de 27.000 millones de dólares en el período comprendido entre los años 1991 y 2000¹⁷.

A su vez, otro componente determinante en la reducción de los ingresos públicos, como ya se mencionó, fue la introducción del régimen de jubilación privada¹⁸, que condujo a la desfinanciación del sistema de seguridad social, ya que buena parte de los ingresos fueron derivados a las recientemente creadas Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (AFJP), mientras que el monto abonado en concepto de jubilaciones y pensiones por el Estado sólo comenzaría a reducirse en un período de diez años. Las transferencias de ingresos públicos hacia las AFJP totalizaron poco más de 22.000 millones de dólares entre 1994 y el 2000.

Según estimaciones realizadas por Basualdo (2006: 323), de no haberse implementado estas medidas el déficit consolidado del sector público que totalizó casi 52.300 millones de dólares entre los años 1994 y 2000 se hubiera reducido a sólo 2.283 millones de dólares. Si se comparan estas cifras con el endeudamiento externo del período, se constata que los recursos transferidos al sector privado fueron similares al endeudamiento externo.

¹⁶ Cabe remarcar que, sin embargo, el déficit fiscal se redujo significativamente en los años noventa con respecto a los niveles registrados en los años ochenta. Mientras que la década del ochenta el déficit promedio se ubicó en torno al 5% del producto, dicha proporción se redujo al 1% en el período comprendido entre los años 1991 y 1998.

¹⁷ Los ingresos fiscales están calculados en pesos constantes y los bonos de la deuda externa rescatados mediante la venta de activos estatales a valor nominal. Si se consideran estos bonos de la deuda externa a valor de mercado, las diferencias serían aún más acentuadas porque su cotización en los mercados secundarios evolucionan, especialmente en los primeros años de la década, muy por debajo de su valor nominal. Al respecto ver Basualdo (2003) y M. Tejeiro (2001).

¹⁸ Las presiones para privatizar el sistema de jubilaciones y pensiones comenzaron a principios de la década del noventa con un proyecto del Banco Mundial tendiente a replicar el modelo chileno.

Por lo tanto, el déficit del sector público condujo a un círculo vicioso, en donde la necesidad de financiamiento determinaba un incremento de la deuda del sector público y el peso de esta incrementaba aún más el gasto. Al respecto Basualdo (2006: 326) sostiene: *“Así, en el núcleo central del comportamiento macroeconómico durante la convertibilidad, las finanzas públicas, devinieron en una variable dependiente de los fenómenos que se expresaban en el sector externo”*.

En este contexto, el deterioro de los términos de intercambio, y en particular la caída en los precios internacionales de los productos exportados por la Argentina a partir del año 1998, junto a un período de menor liquidez internacional –crisis asiática y rusa mediante– determinaron el fin de la recuperación económica post-tequila. A su vez, la creciente apreciación del tipo de cambio real ante las devaluaciones de diversos países emergentes a partir del año 1997 y el alto nivel de endeudamiento externo pusieron en duda la posibilidad del sostenimiento de la paridad cambiaria en el largo plazo¹⁹.

En definitiva, el modelo de crecimiento adoptado en los años noventa, altamente dependiente de la entrada de capital extranjero, comenzó a mostrar evidentes signos de agotamiento ante la reversión de las condiciones extremadamente favorables que habían imperado en la economía mundial en la primera mitad de los años noventa y el creciente peso del endeudamiento externo sobre las cuentas públicas domésticas. En este contexto, se inició a mediados de 1998 una de las peores fases recesivas de la historia económica del país, no sólo por su duración –más de cuatro años– sino también por su intensidad. La economía argentina se contrajo en el período comprendido entre 1998 y 2002 en un 18,4 por ciento, a la vez que se incrementó el desempleo y la pobreza hasta niveles inimaginables e insostenibles en términos sociales.

En este marco, se registraron nuevas divisiones entre las fracciones dominantes y el reagrupamiento, por primera vez desde la dictadura militar, de los sectores populares. Desde mediados de los años noventa se asistió a la disolución de la comunidad de negocios gestada en torno al desguace del Estado en los primeros años de la década. De aquí en más, se van delineando dos grandes proyectos, por un lado el de la oligarquía diversificada y por otro el de los acreedores externos. A su vez, se empezaron a escuchar entre los sectores “productivos” voces cada vez más críticas hacia la rigidez cambiaria, aunque en la mayoría de los casos no se pidió abiertamente el abandono de la convertibilidad sino hasta bien entrada la crisis²⁰. Por otra parte, una parte importante del capital extranjero, los representantes del sector financiero y las empresas de servicios públicos privatizadas reclamaban el mantenimiento de la paridad cambiaria e inclusive su profundización mediante la dolarización de la economía.

¹⁹ Al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2005:20) sostienen: *“La trama de la historia macroeconómica de los noventa es en esencia bastante sencilla. Para empezar, el giro negativo en el escenario financiero internacional, luego de las crisis asiáticas y rusa, encontró a la economía argentina con un significativo y creciente déficit de cuenta corriente, una importante apreciación cambiaria y una visible carencia de instrumentos de política para lidiar con este problema, debido a las rigideces impuestas por el régimen monetario. En este contexto, no resulta sorprendente que la prima de riesgo soberano empezara a exhibir una tendencia al alza, ni que el acceso al crédito externo se volviera cada vez más problemático.”*

²⁰ Al respecto consultar Gaggero y Wainer (2004) y Castellani y Schorr (2004).

En síntesis, el endeudamiento externo del sector público, al igual que durante la última dictadura militar, fue el factor que posibilitó compensar el desequilibrio externo privado o, más específicamente, un esquema de acumulación y reproducción ampliada del capital por parte de la elite empresarial local estrechamente ligada a la valorización e internacionalización financiera. El endeudamiento pasó de representar un 27% del producto en el año 1993 a un 53,8% en el año 2001, mientras que los intereses pasaron de representar el 3,8% del gasto público en el año 1993 a un 19,8% en el año 2001²¹.

Si bien desde finales de los años noventa se redujo el ritmo de expansión del endeudamiento externo total, el endeudamiento público siguió su ritmo ascendente. En efecto, la desaceleración del endeudamiento total y su leve contracción en 2001 se explica por la caída del endeudamiento del sector privado que se redujo en casi 9.000 millones de dólares entre los años 1999 y 2001, ante las expectativas de inviabilidad de la paridad cambiaria (Gráfico N° 3).

El derrumbe del plan de Convertibilidad a principios de 2002 marcó el agotamiento definitivo del patrón de acumulación de capital que puso en marcha la dictadura militar en 1976 y se expresó en la crisis más prolongada y profunda de la historia argentina. Las políticas económicas aplicadas en la post-convertibilidad tendieron a reducir algunos de los elementos constitutivos de la valorización financiera, entre ellos se debe mencionar el proceso de renegociación de la deuda externa, la reducción de endeudamiento externo y la preeminencia de reducidas tasas de interés reales en la plaza financiera local. Se trata por lo tanto de modificaciones sustantivas que alteraron drásticamente las relaciones económicas vigentes desde el abandono del modelo sustitutivo de importaciones.

En la próxima sección se realizará un análisis detallado de los costos en términos del endeudamiento externo de las políticas llevadas adelante por el gobierno de la Alianza tendientes a evitar el colapso del régimen de convertibilidad y con ello la cesación de los pagos de los intereses y del capital de la deuda externa.

2.3. El costo de los intentos por evitar el *default*

El derrumbe del régimen de convertibilidad fue precedido por la adopción de diversas políticas tendientes a revertir el contexto recesivo en que se encontraba la economía argentina desde mediados de 1998. Estas medidas inscriptas en una concepción “fiscalista”²² de la crisis, no sólo no evitaron el colapso del régimen sino que

²¹ El endeudamiento externo se expandió a una tasa anual acumulativa del 8,6% durante la vigencia del plan de convertibilidad. La deuda externa pasó de 58.841 millones de dólares en el año 1991 a 144.453 millones de dólares en el año 2001 (Kulfas y Schorr, 2002). Si bien la deuda externa estatal es la más importante en el período, es el sector privado quien registró una mayor expansión relativa (19,7%).

²² Al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2005:21) sostienen: “...dada la ausencia de otros instrumentos, el gobierno empezó a utilizar una política fiscal contractiva casi como única herramienta. La “historia oficial” solía declamar reiteradamente por aquel entonces que: la disciplina fiscal generaría mayor confianza, de modo que la prima de riesgo país caería, induciendo a la baja a las tasas de interés internas. Como resultado de esto, el gasto interno se recuperaría, sacando a la economía de la recesión. Por otro lado, con tasas más bajas y el PBI en expansión, se reestablecería el equilibrio presupuestario del sector público, cerrándose así un círculo virtuoso. El gobierno de De La Rúa tomó prestado por completo este argumento de la administración Menem, al tiempo que el FMI otorgaba su sello de aprobación a la

supusieron un agravamiento del contexto recesivo y un incremento del endeudamiento del sector público en el largo plazo²³.

En efecto, las políticas implementadas por la Alianza tuvieron por objetivo reestablecer la confianza a través de la reducción del déficit público²⁴. En esta óptica, la disminución del mismo supondría un cambio en las expectativas de los mercados financieros permitiendo el reestablecimiento del financiamiento, tanto del sector público como privado, a menores tasas de interés. Esto a su vez, conduciría a una reducción de las tasas de interés internas permitiendo la recuperación del gasto interno, a la vez que el financiamiento externo permitiría hacer frente a los abultados pagos de intereses de la deuda externa.

Sin embargo, las medidas adoptadas no hicieron más que agudizar el contexto recesivo en el que se encontraba la economía argentina, generando la necesidad de reestructurar al menos parcialmente la deuda externa u obtener asistencia financiera de los organismos multilaterales de crédito ante el creciente racionamiento del crédito en el mercado internacional de capitales como reacción a las perspectivas negativas que exhibía el régimen monetario adoptado a comienzos de la década del noventa.

De todas formas, no se puede dejar de mencionar que la estrategia desarrollada por el gobierno de la Alianza se produjo en un contexto de elevada fragilidad financiera a escala internacional que había comenzado poco tiempo antes con la crisis asiática y que se afectó a varios países emergentes.

En este contexto, el gobierno argentino obtuvo un “significativo” paquete de ayuda externa a finales del año 2000 que fue presentado como un “blindaje financiero”. El mismo consistía en la obtención de fondos para poder realizar el pago de los vencimientos de capital e intereses de la deuda externa en los años 2001 y 2002, suma que alcanzaba los 40.000 millones de dólares. Estos fondos eran aportados por el FMI (13.700 millones de dólares), bancos y los fondos de pensión. No obstante, el impacto de este paquete sobre las sombrías expectativas prevalecientes respecto a la economía argentina fue de corto aliento. En efecto, como se puede observar en el siguiente gráfico, tras el acuerdo el riesgo país se redujo, pero a los pocos meses no sólo había retornado a los niveles iniciales sino que presentaba una tasa creciente²⁵.

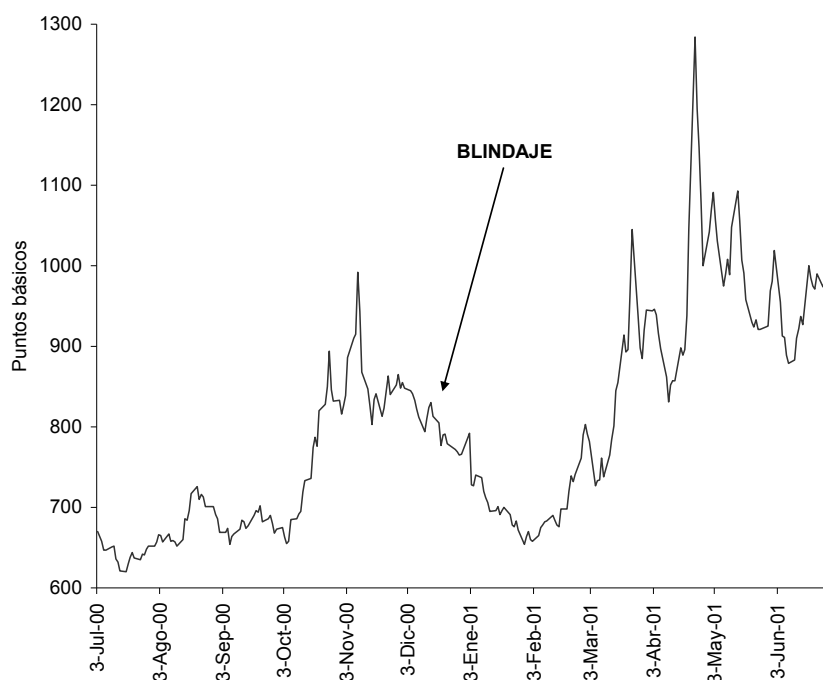
política. Todos ellos quedaron emparentados en el fracaso. ” Más adelante (pág. 25), prosiguen: “*En aras de reestablecer las vías de acceso al financiamiento internacional, se implementaron sucesivos paquetes de medidas fiscales contractivas durante 2000 y 2001, fundados en la visión “fiscalista” de la crisis.*”

²³ Al decir de Robinson, J. y Eatwell, J. (1976): “Aplazar una devaluación que, al fin, resulta que es inevitable, y luchar contra ella mediante la deflación y el desempleo pueden ser medidas de las que claramente se ve, *a posteriori*, que han sido estúpidas, pero no siempre está claro *a priori* lo que debería hacerse”.

²⁴ Se aplicaron diversas medidas tendientes a reducir el déficit del sector público, entre ellas se pueden mencionar: Ley de responsabilidad fiscal, Déficit cero, el recorte del 13% a las jubilaciones y salarios del sector público, entre otras.

²⁵ El “riesgo país” es la sobretasa que paga un país por sus bonos en relación con la tasa abonada por el Tesoro de los Estados Unidos. Básicamente lo que mide es la oscilación de los precios de los bonos de dicho país en el mercado, los cuales se mueven al compás de la variación en la confianza de los inversores.

Gráfico N° 4. Spreads de mercados emergentes. Indicadores J. P. Morgan, Jul-2000/Jul-2001. (en puntos básicos)



Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía.

De todas formas, no se puede dejar de mencionar que la importancia real del blindaje fue mucho más reducida de cómo el gobierno intentó presentarlo en su momento. En primer lugar, la mayor parte de los préstamos acordados estaba condicionada a la concreción de diversas metas por parte del gobierno. En segundo lugar, buena parte de los préstamos acordados con los organismos multilaterales de crédito no eran nuevos sino que se estaban tramitando previamente. En el caso del FMI, este aportó 13.700 millones de dólares al blindaje, pero 6.700 millones eran de ayuda previamente comprometida. Otro tanto sucedía con el BID y el Banco Mundial, que aportaron en conjunto 5.000 millones de dólares. Por último, los bancos multinacionales y las AFJP aportarían otros 20.000 millones de dólares adicionales, en donde los bancos internacionales ofrecieron 7.000 millones de dólares en concepto de canje de títulos que vencían -proceso que se había repetido ya a lo largo de la década del noventa- y las AFJP se comprometieron a absorber 3.000 millones de dólares en títulos públicos. En definitiva, el único crédito novedoso era el ofrecido por el gobierno de España por una suma de 1.000 millones de dólares (Schvarzer y Finkelstein, 2004:7).

Cuadro N° 1. Composición del Blindaje.
(en millones de dólares)

Total BLINDAJE	US\$ 39.700
Organismos financieros internacionales	US\$ 18.700
- FMI	US\$ 13.700
- BM	US\$ 2.500
- BID	US\$ 2.500
Gobierno de España	US\$ 1.000
Refinanciaciones	US\$ 20.000
- Creadores de mercado	US\$ 10.000
- Canjes de deuda	US\$ 7.000
- Inversores institucionales de argentina	US\$ 3.000

Fuente: Schvarzer y Finkelstein (2004:6).

En síntesis, el blindaje era un conjunto de promesas de refinanciaciones futuras de los títulos públicos pero no una solución real a los problemas de endeudamiento que presentaba la economía argentina. A su vez, el blindaje determinó la adopción de endeudamiento de corto plazo que redundó en un incremento en los vencimientos de capital a partir de 2001, conduciendo a una elevación de los riesgos de *default*.

El fracaso del blindaje y la creciente restricción en el acceso a los mercados privados de capitales condujo a la realización de un costoso proceso de reestructuración voluntaria de la deuda tendiente a evitar el *default* en el pago de intereses y de capital de la deuda externa. En efecto, a mediados del 2001 se implementó el denominado “megacanje”, cuyo objetivo era reestructurar la deuda en títulos en manos tanto de nacionales como extranjeros. Este proceso abarcó a unos 30.000 millones de dólares, monto que representaba aproximadamente el 24% del total de la deuda del sector público nacional.

Este proceso de renegociación voluntaria de la deuda fue propuesto por los bancos acreedores, en particular por D. Mulford²⁶, ante los crecientes problemas externos que presentaba la economía argentina. El objetivo central del “megacanje” era el de extender los plazos de vencimiento así como reducir la carga financiera que implicaba el pago de intereses en el corto plazo.

La propuesta de canje de los títulos públicos, en pesos y en dólares, fue llevada adelante por un conjunto de bancos que cobraron una comisión de 150 millones de dólares por la operación. Esta operación de reestructuración fue la mayor que había realizado el país hasta ese momento, alcanzando los 29.900 millones de dólares medidos al valor de la deuda emitida.

El canje consistió en la emisión de cuatro nuevos títulos públicos, uno de los cuales era en pesos y los restantes en dólares. Sin embargo, en el caso del título emitido en pesos (GLOBAL 2008), cuya emisión fue limitada (931 millones), el gobierno argentino se comprometía a pagar en pesos o en dólares las amortizaciones y el pago de intereses de dicho título a una paridad entre el peso y el dólar de uno a uno,

²⁶ Al respecto Schvarzer y Finkelstein (2004:7) sostienen: “Es bien conocido que el proyecto de megacanje fue propuesto por los propios acreedores, y específicamente por D. Mulford, uno de los directores del Credit Suisse First Boston. Este banquero, con antiguos contactos de negocios con Cavallo y el gobierno argentino, le acercó la propuesta de un canje masivo y voluntario de la deuda existente por otra con vencimientos más extendidos en el tiempo, para resolver los vencimientos continuados que el país no podía atender”.

independientemente del tipo de cambio prevaleciente en el mercado. En los hechos, el gobierno argentino estaba admitiendo la posibilidad de modificación de régimen cambiario antes del vencimiento del instrumento en el año 2008.

Los restantes títulos emitidos tenían plazos de vencimiento para los años 2008, 2018 y 2031. A su vez, el título con vencimiento en el 2008 abonaba una tasa del 7% entre los años 2001 y 2004 y posteriormente dicha tasa se elevaba hasta el 15,5% hasta la fecha de su vencimiento en el 2008. En tanto, los dos restantes títulos si bien no poseían pago de intereses durante los primeros cinco años, permitía acumularlos a una tasa de capitalización muy atractiva que implicaba un incremento en la deuda comprometida de cerca de un 35%. Si bien esto permitía una reducción del pago de intereses en el corto plazo que reducía la presión externa, implicaba un significativo incremento en los niveles de endeudamiento. Por último, se emitió un bono con vencimiento en el 2006 por 2.600 millones de dólares (Schvarzer y Finkelstein, 2004:11).

Cuadro N° 2. Composición del “Megacanje”.
(en millones de dólares)

Título	Moneda	Tasa	Amortización	Emisión	TIR ⁽¹⁾
GLOBAL 2008	Pesos	10% 2001-2004 12% 2005-2008	Integra al vencimiento	931	15,2%
GLOBAL 2008	Dólares	7% 2001-2004 15,5% 2004-2008	6 cuotas semestrales a partir de jun-06	11.158	16,0%
GLOBAL 2018	Dólares	12,25% (se capitaliza hasta el 19/6/06)	5 cuotas semestrales a partir de jun-16	6.952	15,2%
GLOBAL 2031	Dólares	12,0% (se capitaliza hasta el 19/6/06)	Integra al vencimiento	8.821	14,9%

Nota: (1) Estimación realizada por los autores.

Fuente: Schvarzer y Finkelstein (2004:10).

En definitiva, los instrumentos emitidos implicaron la emisión de una deuda nominal de 29.922 millones de dólares y el rescate de títulos públicos por un valor de 27.403 millones de dólares, determinando un incremento de la deuda pública nominal de 2.519 millones de dólares. Por lo tanto, si bien esta reestructuración permitió extender el horizonte de financiamiento, las elevadas tasas de interés acordadas, que fueron de un 15% en dólares, agudizaron aún más las restricciones financieras del gobierno en el corto plazo.

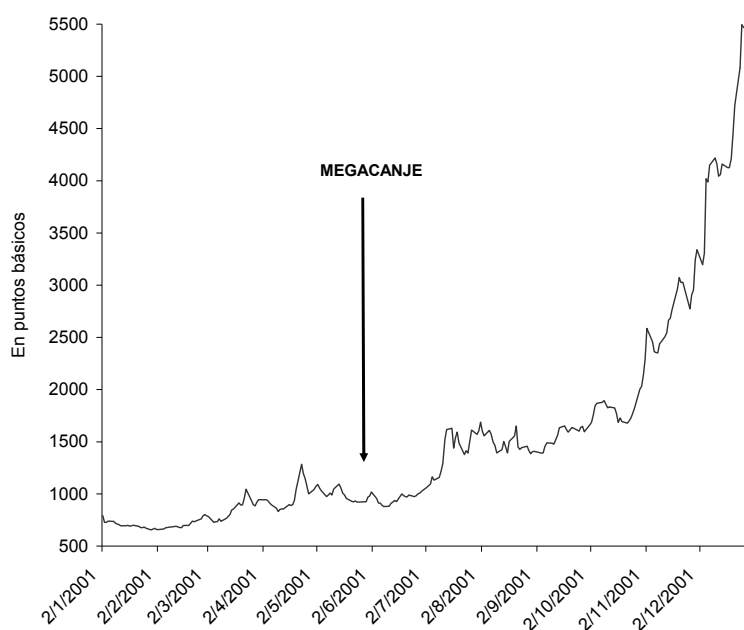
De todas formas, el aumento del capital de la deuda y el incremento de los intereses pactados no resolvieron el problema del endeudamiento externo argentino, ni las restricciones que se enfrentaban en el corto plazo para el pago de intereses y capital de la misma. En efecto, como resultado del “megacanje” se redujeron los vencimientos en el año 2001 en una suma cercana a los 3.500 millones de dólares, reducción que caía en el 2002 a los 500 millones, mientras que para los años 2003 y 2004 el proceso de canje no presentaba mayores modificaciones a las demandas de pago de intereses y capital para el gobierno argentino con respecto a la situación imperante antes de dicho proceso de reestructuración.

La reducción en los pagos de intereses para el año 2001 fueron consecuencia de la prórroga prevista en el pago de los mismos en los Globales 2018 y 2031, cuyo

mecanismo de capitalización preveía el retraso de los pagos y su capitalización (Schvarzer y Finkelstein, 2004:13).

En síntesis, el “megacanje” no permitió sanear las necesidades de financiamiento del gobierno argentino para el año 2001, ni las percepciones sobre la inviabilidad de la convertibilidad y la inevitabilidad del *default* por parte de los agentes financieros. Al analizar la evolución del índice de riesgo país se verifica que el costoso proceso de canje sólo permitió una leve estabilización en el costo de financiamiento externo para posteriormente continuar su ritmo ascendente.

Gráfico N° 5. Spreads de mercados emergentes. Indicadores J. P. Morgan, 2001
(en puntos básicos)



Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía.

La agudización de la crisis económica a finales de 2001 y la imposibilidad de hacer frente a los pagos externos en el corto y el mediano plazo condujeron a la necesidad de realizar un costoso programa de reestructuración “inducido” de la deuda. Esta renegociación estuvo dirigida centralmente a los bancos y las AFJP locales que canjearon cerca de 42.000 millones de dólares en títulos públicos por préstamos garantizados con ingresos tributarios, específicamente con el impuesto al cheque²⁷.

Al igual que con las medidas de renegociación anteriores, este nuevo canje estaba orientado a extender los plazos de vencimiento del capital y a aminorar la carga de intereses en el corto plazo. Por lo montos involucrados, este fue el proceso de canje

²⁷ Al respecto Schvarzer y Finkelstein (2004:7) sostienen: “Este sistema ofrecía una ventaja especial a los bancos locales acreedores, porque estos captan de manera directa la recaudación de ese gravamen, de modo que tendrían la posibilidad de cobrar la devolución del préstamo con los propios ingresos que fluían a través de ellos por ese impuesto en el caso potencial de cualquier incumplimiento. El hecho de que el mecanismo sirviera para los bancos locales, dado que era inútil para bancos que no estaban en esta plaza, señala un incentivo extra que tenían los bancos tenedores de títulos de deuda que residían en el país.”

de títulos públicos más importante de la convertibilidad, ya que implicó el rescate 42.345 millones de dólares de un total de títulos autorizados para este canje de 68.998 millones²⁸. Es decir, este procedimiento de canje tuvo un nivel de aceptación mayor al 60%, siendo superior al obtenido por el “megacanje”.

Sin embargo, de los 42.345 millones de dólares canjeados, 23.544 millones correspondían a títulos que habían sido emitidos en el “megacanje”, es decir **cinco meses antes**. Al respecto Schvarzer y Finkelstein (2004:7) sostienen: *“Como se recordará, en el megacanje hubo un aumento en el valor de la deuda (a favor de los acreedores) que ahora quedaba consolidada en el préstamo garantizado puesto que el cambio se hizo a igual valor nominal para los nuevos préstamos que para los viejos. En definitiva, los bonos que pasaron primero por el megacanje ganaron un 8% de su valor nominal, como recompensa por haber aceptado el cambio de títulos que cinco meses después se disolvía en una nueva operación de canje pero manteniendo esos beneficios.”*

Es más, la mayor parte del canje por préstamos garantizados se realizó con los títulos públicos emitidos tras el “megacanje”. En efecto, el nivel de aceptación en dichos instrumentos promedió el 81,7%, mientras que en los restantes bonos plausibles de ser canjeables el nivel de aceptación fue del 46,8%.

Cuadro N° 3. Títulos elegibles y adjudicados por préstamos garantizados.
(en millones de dólares)

Título	Valor nominal	Adjudicación en valor nominal				
		Cartera propia bancos	Cartera de clientes	AFJP	Total	% de aceptación
Títulos MEGACANJE	28.802	6.337	4.091	13.116	23.544	81,7%
- GLOBAL US\$ 2006	1.213	0	103	0	103	8,5%
- GLOBAL US\$ 2008	11.096	5.016	2.474	1.561	9.051	81,6%
- GLOBAL US\$ 2018	6.745	980	718	4.182	5.880	87,2%
- GLOBAL US\$ 2031	8.817	173	761	7.245	8.179	92,8%
- GLOBAL \$ 2008	931	168	35	128	331	35,6%
Otros títulos	40.196	6.497	8.528	3.776	18.801	46,8%
Total	68.998	12.834	12.619	16.982	42.345	61,4%

Nota: (1) Estimación realizada por los autores.

Fuente: Schvarzer y Finkelstein (2004:20).

Los préstamos garantizados, si bien en términos generales perseguían los mismos objetivos que los seguidos por el “megacanje”, se centraron en lograr una reducción en las tasas de interés que en el caso anterior habían alcanzado el 15%. Con este objetivo se redujeron las tasas, como sostienen Schvarzer y Finkelstein (2004:7): *“Las tasas, simplemente, se redujeron en valores nominales. Dos tercios del total canjeado (28.000 millones de dólares) fueron nominados a tasa fija, que se estableció en el 70% de la vigente en el título que se rescataba pero con un máximo del 7%. Como la mayoría de los rendimientos originales estaban arriba del 10%, esa tasa máxima fue la más utilizada. Al tercio restante del canje (14.000 millones de dólares), se le aplicó una tasa flotante que también era 70% de la vigente hasta un máximo de LIBOR más 3*

²⁸ A diferencia de lo acontecido durante el “megacanje”, por lo general no se pagaron comisiones, ya que la renegociación se realizó directamente con los bancos.

puntos. Como la tasa LIBOR estaba bajando en el mercado mundial, las tasas resultaron notablemente reducidas para la experiencia de deuda de nuestro país.”

Con respecto a los vencimientos de capital, se disponía de un período de gracia de tres años para el pago de amortizaciones. De todas formas, estas medidas no permitieron reducir dramáticamente el horizonte de vencimientos que poseía nuestro país. En efecto, tras el canje por los préstamos garantizados el horizonte de vencimientos de capital era aún muy significativo como consecuencia no sólo de los títulos públicos no renegociados sino también por los vencimientos con los organismos multilaterales de crédito. Dichos vencimientos alzaban los 24.600 millones de dólares en 2002, 17.100 millones en 2003 y 13.200 millones de dólares en 2004.

En términos relativos, esta última operación de renegociación fue mucho más ventajosa que la realizada a mediados del 2001 con el “megacanje”. Seguramente la inminencia del *default* condujo a los bancos a la aceptación de menores tasas de interés y el alargamiento de los plazos de maduración con el objetivo de reducir su nivel de exposición ante una inminente cesación de pagos. Más aún cuando pocas horas después del cierre de la inscripción para los préstamos garantizados se creaba el corralito financiero, la última medida desesperada para evitar el abandono del régimen de convertibilidad y el inicio del *default* de la deuda externa. De todas formas, la garantía de estos préstamos con recursos fiscales no fue un dato menor y en los hechos dichos préstamos no ingresaron al *default* tras la devaluación de la moneda a comienzos del 2002.

En definitiva, a pesar de los diversos procesos de renegociación de la deuda y la reducción del gasto público llevados adelante por el gobierno argentino, el endeudamiento público creció significativamente en el año 2001, pasando de los 129.750 millones de dólares en diciembre de 2000 a 144.222 millones en el mismo mes del año siguiente. Es decir, a pesar de los diversos procesos de renegociación, el endeudamiento del sector público se elevó en 14.472 millones de dólares a lo largo de 2001, de los cuales 10.600 millones son explicados por el incremento del endeudamiento con los organismos internacionales de crédito.

El colapso del régimen de convertibilidad a finales del año 2001 condujo a la cesación de pagos de buena parte de la deuda externa, moratoria que perduraría hasta el cierre del proceso de renegociación a comienzos del 2005. En la próxima sección se analizarán las características del nuevo patrón de crecimiento adoptado tras el colapso del régimen de convertibilidad y la declaración del *default*. Asimismo, se dimensionarán los costos, en términos del endeudamiento del sector público, en los cuales se incurrió como consecuencia del fin de la paridad cambiaria.

3. El fin de la convertibilidad y sus efectos sobre el endeudamiento del sector público.

3.1 La declaración del *default*.

En diciembre de 2001, tras los mencionados fallidos intentos por evitar el *default* de la deuda (“blindaje”, “megacanje” y préstamos garantizados), para la mayor parte de los actores políticos y corporativos en juego era evidente que la Argentina se encaminaba inevitablemente a la cesación de pagos. La única posibilidad que existía de evitar este

desenlace era utilizando las menguadas reservas del Banco Central, opción que sólo parecía aceptable para un pequeño sector de la derecha neoliberal. Justamente, con el objetivo de que no se pusieran en riesgo las reservas, los legisladores del Partido Justicialista realizaron el 19 de diciembre una presentación a la justicia que buscaba evitar que se pudiera echar mano sobre las arcas del Banco Central con esos fines. Por otra parte, al día siguiente de esta presentación, tras la caída del presidente De La Rúa, el secretario del Tesoro estadounidense, Paul O'Neill dejó en claro que los Estados Unidos no brindarían ayuda financiera al país y que, en esas condiciones, la Argentina no iba a poder pagar la deuda externa.

A estos reconocimientos implícitos del *default* que se avecinaba, le sucedieron acciones explícitas a favor de tomar una medida en este sentido. De esta manera los legisladores del PJ y la UCR en conjunto sostuvieron el mismo 20 de diciembre la necesidad de devaluar y declarar el cese de pagos de la deuda por el transcurso de un año. Pero esta medida también cosechó apoyo entre varios de los más importantes representantes de la burguesía argentina: al día siguiente fue José De Mendiguren, por entonces presidente de la Unión Industrial Argentina (UIA) y del Grupo Productivo, quien reclamó la reestructuración de la deuda junto a la devaluación del peso. Las Confederaciones Rurales Argentinas (CRA) fueron el único miembro del Grupo Productivo que no aprobó el documento donde se pedían estas medidas. En cambio sí lo hicieron la UIA, la Cámara Argentina de la Construcción y la asociación que nuclea a los bancos oficiales y cooperativos (Abappra). En dicho documento se reclamaba, además de la moratoria de la deuda externa, la devaluación y la pesificación de la economía.

La primera señal concreta de la cesación de pagos se dio durante la breve presidencia del senador Ramón Puerta, ya que no se pagaron los vencimientos de deuda que correspondían al día posterior a la caída de De La Rúa (21 de diciembre). Finalmente, el 23 de diciembre, el flamante presidente Adolfo Rodríguez Saá anunció en el Congreso de la Nación la suspensión de los pagos de la deuda externa. El por entonces gobernador de Santa Cruz, Néstor Kirchner, manifestó su acuerdo con la cesación de pagos, como así también lo hizo el entonces senador Eduardo Duhalde²⁹. Pero el cese de los pagos de la deuda no recibió impulso sólo desde el justicialismo sino también desde el partido desplazado del poder, el cual manifestó su apoyo a través de su presidente, Angel Rozas. El masivo giro realizado por el grueso de la clase política sobre la deuda externa no se debe a un renovado antiimperialismo de los partidos tradicionales sino a que, sobre un hecho inevitable, se buscaba tratar de sacar algún rédito político haciéndolo pasar como una decisión de soberanía nacional.

Es un hecho que la declaración del *default* era inevitable, ya que no causó ninguna sorpresa ni en la Argentina ni en ninguna parte del mundo. En *Wall Street* este desenlace era esperado hace tiempo, así como en el ambiente económico y financiero europeo, particularmente en Italia e Inglaterra, donde no mostraron sorpresa ante la noticia, aunque sí temor³⁰. El único gobierno extranjero que en los días inmediatamente posteriores a la declaración de la suspensión de los pagos manifestó

²⁹ Ver "Kirchner está de acuerdo con la cesación de pagos", Diario La Nación, 23/12/01; "Duhalde dijo que hay que respetar la suspensión del pago de la deuda", Diario La Nación, 24/12/01.

³⁰ Al respecto consultar Diario La Nación, 23/12/01 y 24/12/01.

expresamente su apoyo político al gobierno argentino fue el español. En este sentido, su canciller sostuvo que mientras hubiese seguridad jurídica, las empresas españolas no se iban a retirar del país³¹. Por su parte, asombrosamente –o no- el FMI evitó pronunciarse respecto al *default* sosteniendo que no iba a realizar comentarios en lo inmediato.

En el plano interno, más allá de aquellos actores que reclamaban abiertamente el cese de los pagos de la deuda (UIA, CGT, políticos, legisladores, etc.), lo que más llamó la atención fue la resignación o aceptación del hecho por parte de actores tradicionalmente interesados en mantener buenas relaciones con la comunidad financiera internacional. En el caso particular de la Sociedad Rural Argentina (SRA), sus dirigentes sostuvieron que, con o sin declaración, el *default* iba a ocurrir igual, e inclusive fueron más lejos y aprovecharon la coyuntura para realizar demandas a los países acreedores para que abriesen más sus mercados a la producción agropecuaria argentina³². Por su parte, la tradicionalmente liberal Cámara Argentina de Comercio manifestó su “inquietud” por el tema de la deuda, teniendo en cuenta que el crédito es un componente fundamental del comercio, sobre todo en el financiamiento de las exportaciones e importaciones.

Si bien en un principio no estaban del todo claro los alcances del *default* argentino, antes de que terminase el año el gobierno decidió renovar Letes por \$ 450 millones y le pagó intereses al FMI por u\$s 17 millones. El *default* fue finalmente oficializado por el gobierno de Duhalde el 3 de Enero de 2002, al dejarse impago el vencimiento de un bono denominado en liras italianas. Ese mismo día los acreedores nucleados en el *Argentine Bondholders Committee* (ABC) buscaron abrir el diálogo con el gobierno argentino para negociar por la deuda. Por su parte, el gobierno de los Estados Unidos condicionó su ayuda para que el país estableciera un plan de reactivación financiera con el FMI y, paralelamente, sostuvo que su gobierno no tenía una política específica respecto a la reestructuración de la deuda argentina.

Sin embargo, la interrupción de los pagos de la deuda externa no fue válida por igual para todos los acreedores, ya que el equipo económico del nuevo gobierno, comandado por Remes Lenicov, decidió continuar realizando los pagos de deuda a los organismos multilaterales de crédito, a la vez que pesificó a 1,40 pesos por dólar (más CER) toda la deuda sujeta a la ley argentina (préstamos garantizados y títulos públicos colocados en la plaza local).

Este conjunto de medidas tuvieron un significativo efecto sobre la lógica de funcionamiento de la economía argentina, comenzándose a delinear un nuevo patrón de crecimiento. Las principales características del mismo son sucintamente analizadas en el próximo punto.

3.2. La economía argentina en la postconvertibilidad.

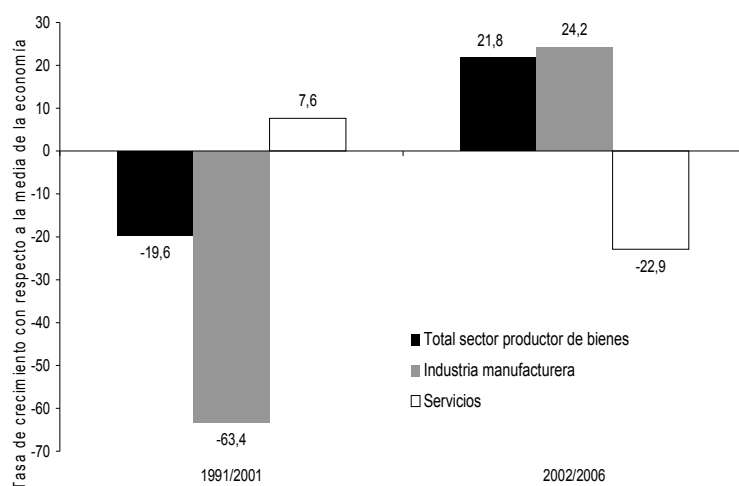
³¹ Al respecto consultar Diario La Nación en sus ediciones del 27/12/01 y del 29/12/01.

³² Al respecto ver “Creen que la tercera moneda anunciada por el Gobierno debe ser una medida transitoria y limitada” en Diario La Nación, 24/12/01.

El colapso del régimen de convertibilidad condujo a la adopción de un nuevo patrón de crecimiento que presenta puntos de continuidad y de ruptura con el régimen de valorización financiera instaurado en nuestro país tras el abandono del modelo sustitutivo de importaciones. En efecto, la nueva estructura de precios relativos, como consecuencia de la devaluación de la moneda, y la persistencia de reducidas tasas de interés en el mercado local posibilitaron una significativa recuperación de los sectores productores de bienes y de la economía en su conjunto.

Este perfil del crecimiento contrasta con lo sucedido en las décadas pasadas, en particular durante el plan de convertibilidad, en donde la elevada rentabilidad de las colocaciones financieras, la apertura externa y los reiterados episodios de sobrevaluación de la moneda determinaron la contracción de buena parte de los sectores productores de bienes (la excepción estuvo constituida por aquellos ligados al procesamiento de recursos básicos y a esquemas preferenciales de promoción y protección). En efecto, si se analiza la evolución de los distintos sectores a lo largo de la vigencia del plan de convertibilidad, se observa –independientemente del período escogido– una expansión del sector servicios por encima de la media de la economía, mientras que se registra un crecimiento inferior de los sectores productores de bienes, en particular del sector manufacturero. En cambio, en los últimos años la tasa de crecimiento anual acumulativa del sector productor de bienes, entre ellos el sector manufacturero, fue un 24,2% superior a la existente en el promedio de la economía, tal como se puede observar en el Gráfico N° 6.

Gráfico N° 6. Tasa de crecimiento anual acumulativa por sector con respecto a la tasa de crecimiento global de la economía, 1991-2006.
(a precios constantes)



Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía.

Por lo tanto, en los últimos años no sólo se obtuvieron elevadas tasas de crecimiento sino que además se alteró el patrón de crecimiento seguido por nuestra economía desde mediados de los años setenta. En particular se debe resaltar la recuperación del

sector manufacturero, que no sólo se expandió con respecto a los deprimidos niveles del 2001 sino también sobre el conjunto de la década del noventa³³.

Durante la valorización financiera, la elevada rentabilidad de las colocaciones financieras, la apertura externa y los reiterados episodios de sobrevaluación de la moneda condujeron a una reducción en la rentabilidad relativa de las inversiones productivas con respecto a las financieras, contribuyendo así a la financiarización de la estructura económica, la fuga de 132.300 millones de dólares en el período 1976-2001³⁴ y el desmantelamiento de gran parte de los sectores productores de bienes. La nueva estructura de precios relativos emergida como consecuencia de la devaluación de la moneda en el 2002 y la reducida rentabilidad de las colocaciones financieras permitieron una recomposición de los sectores productores de bienes. En particular, la aguda contracción de los salarios reales fue un factor determinante en la recuperación de la tasa de ganancia que, en un contexto de reducidas tasas de interés en el mercado local e internacional, permitió un aumento de la rentabilidad relativa de las inversiones productivas respecto a las financieras.

En efecto, la política cambiaria continúa siendo un elemento central en la determinación de la distribución del excedente generado en la economía argentina, más aún cuando el elevado nivel de desempleo impidió una rápida recomposición de los salarios reales. La devaluación, por su magnitud, implicó una significativa transferencia de recursos desde el trabajo al capital: en el período 2001-2005 la participación de los capitalistas en el producto se incrementó en casi seis puntos porcentuales, agudizándose la ya de por sí inequitativa distribución del ingreso existente en nuestro país en la década pasada. Es más, la tendencia decreciente en la participación de los trabajadores en el ingreso, registrada en los años noventa, no sólo se mantuvo sino que se profundizó tras la devaluación de la moneda. Mientras que en el período 1993-2001 los trabajadores vieron reducida su participación en un 1,6% anual acumulativo, dicha tasa se elevó hasta el 2,5% entre los años 2001 y 2005.

Sin duda, dicha transferencia de ingresos ha sido motorizada por la declinación que experimentaron los salarios y, mucho más, los costos laborales. En el 2002 los salarios se redujeron un 23,7% mientras que el costo laboral en la industria manufacturera cayó un 37,6%, lo cual posibilitó un crecimiento significativo en la tasa de ganancia en los sectores productores de bienes. Los salarios reales recién comenzaron a recuperarse hacia finales del 2003, impulsados fundamentalmente por la política oficial de ingresos (básicamente: los incrementos de suma fija en los sueldos del sector privado y las subas del salario mínimo, que se articularon con un cierto dinamismo en materia de negociaciones colectivas en diferentes sectores económicos).

Esta ruptura con el patrón de crecimiento anterior se visualiza también en el rol del endeudamiento externo en la economía argentina. En primer lugar, se revertió la tendencia presente desde mediados de los años setenta hacia un creciente endeudamiento externo tanto del sector público como privado. El *default* significó, en

³³ La industria manufacturera creció un 39,5% entre los años 2002 y 2005 al considerar la información de cuentas nacionales a precios constantes del año 1993, mientras que el valor bruto de producción manufacturera, estimado por la encuesta industrial del INDEC, se expandió un 45,3% en idéntico período.

³⁴ Para la estimación de la fuga de capitales ver Kulfas y Schorr (2002).

los hechos, la reducción de los flujos de capital hacia la economía argentina que a lo largo de los años noventa habían logrado compensar el déficit fiscal y comercial y la persistente fuga de capitales hacia el exterior. A su vez, la reversión de dichos déficits en la postconvertibilidad le otorgó a la política económica local mayores grados de libertad en relación con una menor dependencia al ingreso de capital externo.

En segundo lugar, la resolución de la crisis de endeudamiento externo fue muy diferente a la acontecida a comienzos de los años ochenta, tanto por razones de índole interna como externa. En efecto, la crisis del 2001 no condujo a un proceso de estatización de la deuda externa privada como había acontecido en los años ochenta³⁵ - aunque sí potenció, al igual que en aquella década, los conflictos al interior del bloque en el poder-; asimismo el elevado nivel de endeudamiento del sector público condujo a un proceso de renegociación inédito en la historia de nuestro país.

El colapso del régimen de convertibilidad, como se mencionó anteriormente, determinó la imposibilidad de seguir haciendo frente a los pagos de intereses y de capital de la deuda externa pública, declarándose la suspensión de los pagos a finales del 2001. La deuda del sector público ascendía en dicha fecha a 144.453 millones de dólares, mientras que el *default* alcanzaba a 69.833 millones de dólares. Es decir, se declaró la suspensión de los pagos sobre el 48,3% de la deuda del sector público nacional, en tanto se continuaron realizando los pagos, en forma regular, de la deuda contraída con los organismos multilaterales de crédito y de los flamantes préstamos garantizados acordados en noviembre del 2001. De esta forma, la deuda que permaneció en forma regular hasta diciembre de 2003 ascendía a fines del 2001 a los 74.620 millones de dólares, de los cuales 32.362 millones eran acreedores los organismos multilaterales y 42.258 millones pertenecían a los préstamos garantizados.

A su vez, la devaluación de la moneda supuso no sólo una aguda modificación de la estructura de precios relativos, sino que también afectó la estructura contractual vigente en la economía argentina en los diez años previos. En efecto, la presencia de depósitos, créditos y contratos en moneda extranjera hubieran supuesto, ante la devaluación de la moneda, una significativa transferencia de ingresos y la quiebra masiva del sistema financiero, así como de aquellas empresas imposibilitadas de hacer frente a los nuevos costos financieros.

En éste contexto, las autoridades nacionales llevaron adelante un proceso de renegociación de los contratos estipulados en moneda extranjera, cuyo costo fue asumido mayoritariamente por el Estado, contribuyendo así a un significativo incremento del endeudamiento público en los primeros años de la post-convertibilidad.

En el caso de los deudores en dólares, la devaluación de la moneda implicó un significativo incremento de sus pasivos y la posibilidad de quebrantos generalizados, tanto de empresas del sector privado como en el caso de los individuos que habían accedido a préstamos hipotecarios a lo largo de la década del noventa. En este marco, se procedió a pesificar las deudas en dólares contraídas con el sistema financiero local a una tasa de uno a uno, lo cual implicó en los hechos una significativa licuación de los pasivos.

³⁵ Al respecto ver Basualdo, Nahón y Notcheff (2005)

Se debe remarcar, que diversas empresas localizadas en los sectores transables y por ende menos expuestas a las variaciones del tipo de cambio vieron licuados significativamente sus pasivos como consecuencia de estas medidas.³⁶

En tanto, los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero local fueron pesificados a una tasa de 1,4 pesos por dólar, valor oficial de la nueva paridad cambiaria en los primeros meses del 2002³⁷. Con esta medida el Estado pretendía reducir al mínimo el costo patrimonial de la devaluación de la moneda para los depositantes en el sistema financiero local.

En los hechos, estas medidas de carácter asimétrico entre deudores y acreedores del sistema financiero local implicaban una significativa pérdida patrimonial para el sistema financiero que fue asumida por el Estado. En efecto, se emitieron 5.904 millones de dólares en nuevos títulos tendientes a compensar a las instituciones financieras por la pesificación asimétrica. Se debe remarcar que esta asimetría no se restringió sólo a las tasas de cambio utilizadas sino también a los mecanismos de indexación involucrados. Mientras que las deudas con el sistema financiero local se indexarían por el coeficiente de variación salarial (CVS), los depósitos serían indexados por el coeficiente de estabilización de referencia (CER), que sigue la evolución del índice de precios al consumidor (IPC). En un contexto en donde la inflación minorista creció a tasas más elevadas que los salarios nominales, esta asimetría condujo a un crecimiento mayor de los pasivos que de los activos del sector financiero³⁸.

De todas formas, la presión ejercida por los ahorristas, que se materializaron en diversas resoluciones judiciales que obligaban a la devolución de los depósitos en su moneda de origen y provocaron el drenaje de fondos del sistema financiero local, llevaron al lanzamiento de tres ofertas de canje de títulos públicos por los depósitos reprogramados. En los hechos, las dos primeras ofertas de títulos públicos por depósitos implicaron el traspaso directo de las deudas de los bancos con los ahorristas al Estado, en tanto en la tercer oferta el Estado se hizo cargo de la diferencia entre el valor del depósito en su moneda de origen y el monto liberado³⁹. Si bien estas

³⁶ Al respecto consultar: Basualdo, Lozano, y Schorr (2002).

³⁷ Cabe remarcar que la paridad del dólar en el mercado no oficial de cambios rondaba los 2,15 pesos por dólar en dicha fecha.

³⁸ Al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2005:35) sostienen: "Otra medida "asimétrica" afectó también el patrimonio de los bancos. El gobierno fijó diferentes mecanismos de ajuste por inflación de los depósitos y créditos pesificados. Se resolvió que los depósitos se ajustaran por un índice que sigue la evolución de los precios al consumidor (CER) y que los préstamos bancarios lo hicieran de acuerdo a otro que refleja el comportamiento de los salarios medios (CVS). Como la inflación minorista fue superior al aumento nominal de los salarios, los pasivos pesificados de los bancos crecieron a un ritmo mayor que los activos. El Congreso sancionó en Octubre de 2003 una ley que facultaba al Poder Ejecutivo a compensar a las entidades financieras por la "indexación asimétrica" con la emisión de títulos (BODEN 2013) por hasta \$2.800 millones. Hasta el momento el gobierno no ha concretado la emisión."

³⁹ Al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2005:36) sostienen: "Las decisiones de pesificar los depósitos a \$1,4 por dólar y de reprogramar sus vencimientos, lejos de contener los reclamos, desató una sucesión de protestas. Los ahorristas exigían que se les devolviera el valor original y la libre disposición de sus depósitos en dólares. En muchos casos particulares, hubo decisiones judiciales favorables a estos reclamos, generando una considerable "filtración" de fondos fuera de los bancos. Para hacer frente a esta situación, el gobierno del presidente Duhalde lanzó tres ofertas de canje voluntario de los depósitos reprogramados y de los depósitos a la vista por nuevos títulos públicos. Las primeras dos ofertas, aunque con diferencias, supusieron el traspaso directo de la deuda de los bancos con los ahorristas hacia el estado. La tercera fue diferente: se optó por liberar el total de los fondos reprogramados y que el gobierno

medidas encontraron un elevado grado de aceptación entre los ahorristas permitiendo sanear y brindar una mayor liquidez al sistema financiero, implicaron un incremento de la deuda pública de 6.086 millones de dólares.

Por último, la resolución de la crisis en el sistema financiero requirió de la emisión de títulos públicos⁴⁰ por 2.400 millones de dólares tendiente a revertir las pérdidas ocasionadas por el descalce de monedas entre los activos y los pasivos que se habían constituido durante la vigencia del plan de convertibilidad (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). En definitiva, el costo aproximado de la resolución de la crisis financiera generada por la devaluación de la moneda ascendió a 14.390 millones de dólares, suponiendo un incremento del 10,0% con respecto al endeudamiento vigente al 31 de diciembre de 2001.

Cuadro N° 4. Evolución de la deuda pública entre el 31/12/2001 y el 31/12/2003.

	En millones de dólares
I. Variación del endeudamiento del sector público nacional como resultado del colapso del régimen de convertibilidad	28.185
- Resolución de la crisis financiera	14.390
- Asistencia a las provincias	12.108
- Cancelación de pasivos con empleados públicos, jubilados y proveedores	2.028
- Efectos de la pesificación y del ajuste por inflación	-14.284
- Atrasos de intereses al 31 de diciembre de 2003	13.943
II. Amortizaciones, efectos de variaciones de tipo de cambio y otros	6.183
III. Incremento total de la deuda entre el 31/12/01 y el 31/12/03	34.368

Fuente: elaboración propia en base a Damill, Frenkel y Rapetti (2005).

Sin embargo, el incremento en el endeudamiento del sector público nacional en los primeros años de la post-convertibilidad no estuvo destinado solamente a resolver la crisis financiera, tal como se puede observar en el Cuadro N° 1.4.

El traspaso de la deuda pública provincial al Estado Nacional y el rescate de las cuasi monedas emitidas a lo largo de la crisis, supusieron un incremento en el endeudamiento del sector público nacional por 12.108 millones de dólares, de los cuales 9.679 millones correspondían al traspaso de la deuda de los Estados provinciales y 2.429 millones de dólares al rescate de las cuasi monedas emitidas por los mismos.

En tanto, la declaración de inconstitucionalidad por parte de la Corte Suprema de Justicia del recorte del 13% a los salarios de los empleados públicos y los haberes jubilatorios aplicado durante el gobierno de la Alianza determinó la emisión de nueva deuda por 873 millones de dólares para hacer frente a dichos pagos. A su vez, se emitieron títulos públicos por 1.155 millones de dólares para cancelar la deuda con los proveedores del Estado que se mantenía desde antes del *default*.

emitiera bonos por la diferencia entre el valor del depósito en su moneda de origen (dólar) y el monto liberado (\$1,4 por dólar más ajuste por inflación, según el índice CER). ”

⁴⁰ En contrapartida los bancos contrajeron un pasivo con el Estado por el valor nominal del capital de dichos bonos.

En síntesis, el incremento del endeudamiento del sector público como consecuencia de la resolución de la crisis financiera, de la asistencia a las provincias y la cancelación de los pasivos con los empleados públicos, jubilados y proveedores del estado ascendió a los 28.525 millones de dólares.

Por otro lado, la pesificación y la aplicación de tasas de interés fijas -de entre el 2% y el 5,5%- de toda la deuda en moneda extranjera bajo legislación argentina permitieron una reducción del endeudamiento del Estado Nacional. Esta deuda estaba constituida centralmente por los préstamos garantizados y afectaba en principio a cerca de 57.500 millones de dólares. Si bien ante esta medida la mayor parte de las AFJP reconvirtieron sus préstamos garantizados a los bonos originales –ya que existía dicha posibilidad en la normativa de implementación de los préstamos garantizados-, de todas formas se produjo una significativa reducción de la deuda en dólares⁴¹. En efecto, la pesificación de la deuda en moneda extranjera bajo legislación argentina permitió reducir el endeudamiento en 22.086 millones de dólares, aunque su indexación por el CER implicó un incremento en el endeudamiento de 7.325 millones, dando como resultado neto una contracción en el endeudamiento del sector público por 14.284 millones de dólares.

Adicionalmente, los atrasos en los intereses de la deuda no pagados o capitalizados implicaron un incremento del endeudamiento del sector público de 13.943 millones de dólares. Finalmente, el efecto neto de: las amortizaciones, los efectos de la variación del tipo de cambio, el endeudamiento con el BCRA y el pago de intereses y capital de la deuda que permaneció en forma regular, produjo un incremento en el endeudamiento de 6.183 millones de dólares.

En definitiva, durante los dos primeros años de la post-convertibilidad el endeudamiento del sector público se incrementó en 34.368 millones de dólares, determinando que la deuda del sector público nacional alcanzase los 178.821 millones de dólares al 31 de diciembre de 2003. Se debe remarcar que el incremento del endeudamiento producto del colapso del plan de convertibilidad fue de una magnitud similar al acontecido durante la crisis final de dicho régimen. En efecto, entre 1998 y 2001 el endeudamiento del sector público se incrementó en más de 30.000 millones de dólares.

En este marco de incremento del endeudamiento del sector público nacional para afrontar la crisis derivada del colapso del régimen de convertibilidad, se inició uno de los mayores procesos de renegociación de la deuda a nivel internacional y sin duda el más importante realizado por nuestro país. A pesar de las presiones de los organismos multilaterales de crédito y de los acreedores de la deuda en *default* el proceso de renegociación se inició recién a finales del tercer trimestre del 2003 mediante la presentación de los primeros lineamientos de la agenda de renegociación

⁴¹ Al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2005:37) sostienen: “Como los préstamos garantizados se habían emitido con una cláusula que permitía al tenedor convertir su acreencia al bono original en caso de que se cambiaran las condiciones de emisión, el gobierno aceptó la libre conversión a los viejos títulos. La mayoría de las AFJP y de las compañías de seguro locales decidió en 2003 reconvertir sus acreencias de US\$ 17.800 a los bonos originales. A pesar de este revés, la pesificación redujo el valor en dólares de la deuda emitida bajo legislación local en unos US\$ 22.086 millones.”

en la asamblea conjunta del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial en Dubai.

En la próxima sección se detallan las características que tuvo el proceso de renegociación de la deuda externa y las distintas etapas por las que atravesó hasta culminar en la oferta final de Buenos Aires y el cierre de dicho proceso a comienzos del 2005.

4. El proceso de renegociación de la deuda.

4.1 El largo camino hasta Dubai

El proceso de renegociación de la deuda externa comenzó *de facto* prácticamente inmediatamente después de la suspensión de los pagos. En este sentido, uno de los principales objetivos de la nueva gestión del presidente Duhalde era llegar a un acuerdo con el FMI que le permitiera al país lograr apoyo externo y financiamiento para salir de la crisis⁴².

En realidad, como se mencionó, los primeros intentos de renegociación provinieron del exterior, más precisamente del mayor comité de tenedores de bonos norteamericano (el mencionado ABC), aunque, por supuesto, el objetivo de éstos era poder cobrar la totalidad de los títulos en su poder. El gobierno de Bush, en lugar de impulsar el salvataje inmediato de los tenedores de bonos, buscó convertir al *default* y la crisis argentina en un ejemplo para los inversores privados, supeditando toda ayuda financiera al desarrollo de un plan económico sustentable que incluyera, entre otras cosas, una reestructuración con una quita de la deuda⁴³.

La negociación técnica con los acreedores quedó en manos del secretario de Finanzas del Ministerio de Economía; durante la gestión de Remes Lenicov este puesto fue ocupado por L. Barry, quien realizó un primer viaje a los Estados Unidos para “sondear” a los acreedores en abril de 2002. Con el reemplazo de Remes por Lavagna en la cartera de economía, esa tarea quedó a cargo de Guillermo Nielsen. Cabe resaltar que el recambio de ministros no produjo modificaciones de magnitud respecto a lo actuado hasta el momento en lo que hace a la deuda, aunque sin duda era poco lo que se había hecho al respecto. A poco de asumir, Lavagna ratificó ante el G-8 las negociaciones que el gobierno venía llevando a cabo con el FMI. El objetivo del ministro era ir reestableciendo paulatinamente la confianza en el país.

Sin lugar a dudas, entre los acreedores el sector más intransigente estaba compuesto por los bonistas, y más particularmente por los italianos. Los mismos se centraron en actuar ante la justicia buscando de éste modo cobrar los bonos en su poder y evitar una quita en su valor. En un principio la justicia italiana fue receptiva de estos planteos, decretando el embargo de los bienes del Estado argentino en Italia y luego solicitando el bloqueo de un crédito del gobierno italiano a la Argentina por 2,5

⁴² Ver Bembi y Nemiña (2007)

⁴³ El gobierno de Bush adoptó una postura ante las crisis financieras de países “emergentes” que fue delineada en lo que se conoció como el *Reporte Meltzer*, el cual era el resultado de un informe bicameral del congreso norteamericano que planteaba nuevos roles para las instituciones financieras internacionales. Al respecto consultar Bembi y Nemiña (2007).

millones de euros. Si bien estas medidas no causaron un gran impacto, fortalecieron a los bonistas italianos que comenzaron a agruparse buscando un mayor poder de negociación. Así fue como en septiembre de 2002 se unieron un conjunto de bancos italianos que buscaban representar a unos 350.000 tenedores de bonos por unos u\$s 15.000 millones aproximadamente. Esta asociación luego se consolidaría bajo el nombre de *Task Force Argentina*, cuyo líder fue el italiano Nicola Stock.

Mientras tanto, desde el ministerio de Economía se continuó “tanteando” a los acreedores. Este fue también el objetivo de un viaje que realizó Nielsen en septiembre a Londres, donde se reunió con acreedores alemanes e italianos que representaban aproximadamente a unos u\$s 20.000 millones en *default*. Estas reuniones buscaban simplemente conocer y acercar posiciones, ya que el proceso de renegociación propiamente dicho no comenzaría hasta que no se designara a los bancos asesores del gobierno y se alcanzara un acuerdo con el FMI.

Cabe destacar que para poder firmar un acuerdo con el Fondo, la Argentina tenía que cumplir con la *Política de Concesión de Préstamos a Países con Atrasos*, la cual requería que se considerase que el país deudor estaba negociando de “buena fe” con sus acreedores. A pesar de ser una definición muy laxa y ambigua, esto implicaba que se debía iniciar el diálogo entre deudor y acreedor lo más tempranamente posible, que se compartiera la información económica más relevante y que se permitiera a los acreedores realizar sugerencias sobre el plan de reestructuración de la deuda⁴⁴.

Sin dudas la relación del gobierno argentino con el FMI en aquel momento era bastante tensa, aunque se quería evitar la ruptura definitiva. Algunos de los representantes de los grupos económicos locales más poderosos como Pagani de Arcor y Rocca de Techint pregonaban para que el gobierno continuara el diálogo con el Fondo a fines de evitar entrar en *default* con el mismo, pero a su vez no ahorran críticas al organismo⁴⁵. Debe remarcarse que la posibilidad de entrar en *default* con las instituciones multilaterales de crédito era cierta, dado que el 14 de septiembre de 2002 vencía un pago al Banco Mundial por u\$s 805 millones y el gobierno no estaba del todo decidido a pagarlo. El no pago de este vencimiento significaba entrar en *default* también con los organismos multilaterales de crédito. Finalmente, luego de una jornada con mucha tensión, el gobierno decidió pagar sólo los intereses (u\$s 77 millones) y aguardar hasta llegar a un acuerdo con el Fondo para pagar los vencimientos de capital del préstamo del BM. En este sentido el gobierno tenía un período de 30 días antes de caer técnicamente en cesación de pagos con los organismos internacionales. Esta acción del gobierno contó con el decidido apoyo de la Unión Industrial Argentina y de grandes grupos empresarios como Techint y Aluar, que remarcaron la importancia de preservar el bajo nivel de reservas existente (u\$s 9.700 millones). Por su parte, la banca internacional reaccionó de un modo dispar ante el no pago del vencimiento de capital, ya que los bancos de origen alemán pusieron en duda que se llegase a un acuerdo con el FMI, mientras que los bancos de EE.UU., a la vez que manifestaban su preocupación, destacaban que se seguía adelante con las negociaciones y que estas no estaban rotas. En un sentido similar se manifestó el

⁴⁴ Al respecto consultar: Bembi y Nemiña (2007).

⁴⁵ Ver “Los empresarios critican al FMI, pero piden un acuerdo” en Diario La Nación, 06/11/02.

secretario del tesoro norteamericano, Paul O' Neill, quien sostuvo que este no pago no le produciría daño al país y mantuvo su respaldo para que la Argentina y el FMI llegasen a un acuerdo⁴⁶.

El hecho de no pagar el vencimiento de capital al Banco Mundial demostró ser una estrategia medianamente exitosa por parte del gobierno de Duhalde ya que, para evitar que la crisis financiera se profundizara y propagara en países como Turquía y Brasil, el G-7 presionó a la gerencia del FMI para que cediera en sus posiciones y acordara con la Argentina⁴⁷. Algunos autores también sostienen que España jugó un rol relevante al pedirle a Bush que intercediera a favor de la Argentina, teniendo en cuenta el apoyo que le había dado el gobierno de Aznar en la guerra en Irak (Bruno, 2004). Más allá de esto, lo cierto es que a pocos le convenía que uno de los principales clientes del Fondo cayese en *default* con el organismo, ya que esto llevaría a una mayor pérdida de prestigio del FMI y tendría un mayor costo financiero para sus principales miembros.

En el frente interno los principales acreedores institucionales eran las AFJP, que tenían en su poder alrededor de u\$s 16.000 millones en bonos de la deuda. En una movida inexplicable para muchos⁴⁸, las mismas desearon quedarse con los préstamos garantizados en pesos y pidieron la redolarización de la deuda sin quita de capital, cosa que era prácticamente imposible que sucediese, con lo cual, indefectiblemente, sus bonos quedaron dentro de la deuda en *default*.

En Enero del 2003 se alcanzó un acuerdo transitorio con el FMI que tendría vigencia por un período de ocho meses, es decir, abarcaba las elecciones y la transición presidencial, a la vez que habilitaba al país a recibir desembolsos por parte del Banco Mundial y el BID. En dicho acuerdo la Argentina se comprometió a mantener un superávit fiscal superior al 2,5% del PBI y a avanzar en el proceso de reestructuración de la deuda, entre otros puntos destacados. Sin dudas estas exigencias estaban vinculadas a la presión que ejercieron los bonistas y algunos gobiernos extranjeros sobre el propio Fondo. Entre ellos se destacan los pedidos de la entidad de bonistas italianos liderada por Nicola Stock (*Task Force Argentina*), quien pidió ayuda al Fondo en la negociación con la Argentina, remarcando que se oponían totalmente a cualquier quita de capital.

En febrero de 2003 se designó al banco francés Lazard Freres como asesor para la negociación con los acreedores. Este banco, con pocos antecedentes en el tema, fue el que ofertó las comisiones más bajas, desplazando de esta manera a los bancos UBS y Morgan Stanley. Si bien la elección del banco asesor fue vista como un “paso adelante” en la renegociación de la deuda, lo actuado hasta entonces por el gobierno argentino estaba lejos de conformar a los acreedores, que cada vez amenazaban más fuertemente con realizar nuevos juicios al país. Esto motivó a que el propio Nielsen tuviese que viajar de urgencia a EE.UU. ese mismo mes debido a una amenaza de juicio de acreedores de ese país.

⁴⁶ Al respecto ver diarios La Nación y Clarín del 15/11/02.

⁴⁷ Ver Bembi y Nemiña (2007).

⁴⁸ Al respecto consultar: Schvarzer, J. y Finkelstein, H. (2004).

Tampoco estaban satisfechos los bonistas argentinos nucleados en la Asociación de Ahorristas de la República Argentina, quienes tuvieron una reunión con Nielsen a comienzos de marzo y en la cual le expresaron su disconformidad con las propuestas esgrimidas hasta ese entonces.

Más allá de los desacuerdos del equipo económico con los acreedores, y frente al inminente recambio presidencial, la mayor parte de éstos estaban a favor de que la negociación siguiera siendo con Lavagna y Nielsen, ya que a pesar de las disputas, eran considerados como negociadores “serios”⁴⁹. Sin embargo, la continuidad de dichos funcionarios no impidió que otros acreedores siguieran explorando la vía judicial, sobre todo los que encontraron buena recepción a sus demandas por parte del juez neoyorquino Thomas Griesa, el cual dictaminó un primer fallo contra la Argentina en abril de 2003 por demandas por un total de ocho millones de dólares por parte de tres fondos de EE.UU.

Como respuesta a un reclamo del Fondo Monetario, en junio de 2003 Nielsen comenzó una nueva ronda de negociaciones con los acreedores europeos. Este era el primer acercamiento formal del gobierno argentino desde la asunción de Kirchner a la presidencia de la Nación. En esa ronda el gobierno ofreció bonos atados a la evolución del PBI, que por ese entonces ya crecía a tasas importantes. También en ese mismo mes se produjo la primera reunión entre el nuevo presidente y el titular del FMI, H. Köhler. La estrategia del nuevo gobierno era primero negociar con los acreedores institucionales locales y luego en el exterior. En este sentido se buscaba un acuerdo por los préstamos garantizados pesificados, casi todos en manos de las AFJP. Sin embargo, como se mencionó, las administradoras de los fondos de jubilación y pensión terminaron rechazando la reestructuración de la deuda en su poder, ya que no aceptaron la pesificación de los préstamos garantizados, con lo cual quedaban sujetas a la posibilidad de que se le aplicasen quitas.

Por otra parte, a medida que avanzaban las negociaciones, el gobierno argentino fue alentado por gobiernos y dirigentes extranjeros para obtener un acuerdo definitivo con el FMI como paso previo a la renegociación del resto de la deuda en *default*. En julio de 2003 el presidente de la Unión Europea, Romano Prodi, sostuvo que apoyaría al país en la renegociación con los organismos multilaterales de crédito, mientras que el subsecretario del Tesoro de EE.UU. manifestó que esperaba que hubiera un acuerdo con el Fondo antes de septiembre de dicho año. Unos días después se manifestó en el mismo sentido el propio presidente Bush, quien dio un fuerte apoyo al gobierno y lo alentó a negociar rápidamente con el Fondo Monetario⁵⁰.

Precisamente el gobierno argentino actuó en este sentido, tal como lo hizo saber Nielsen en una reunión con acreedores alemanes, donde les transmitió que debían esperar para resolver su situación ya que primero se debía llegar a un acuerdo con el FMI. Finalmente en agosto comenzaron las negociaciones con el Fondo para alcanzar un acuerdo de largo plazo en el cual se incluirían los principales supuestos de la renegociación de la deuda con los acreedores privados.

⁴⁹ Ver “Los acreedores se mostraron en favor de que siga Lavagna” en Diario *La Nación*, 17/04/03.

⁵⁰ Al respecto consultar diario *La Nación* los días 15, 16 y 24 de julio de 2003.

Como modo de presionar antes de que se cerrara el acuerdo con el FMI, dos de las mayores asociaciones de bonistas europeos (la TFA y la ABRA) crearon en Roma el *International Group of Rome*, con el objetivo de juntar fuerzas para rechazar cualquier propuesta unilateral del gobierno argentino que incluyera reembolsos en pesos y/o quita de capital. Los bonistas, particularmente los de origen italiano, estaban dispuestos a renegociar los plazos pero no admitían una quita de la deuda. Este nuevo agrupamiento fue el antecedente de lo que luego se constituyó como el Comité Global de Acreedores (GCAB por sus siglas en inglés). Finalmente, dos días antes de que la Argentina presente su propuesta de reestructuración de la deuda en Dubai, el directorio del FMI aprobó un acuerdo por tres años con la Argentina que implicaba la refinanciación de 21.000 millones de dólares en deudas con los organismos multilaterales pero que, a su vez, evitaba nuevos endeudamientos netos (es decir, lo que se pagaba podía ser devuelto en forma de crédito por el Fondo, pero los nuevos créditos nunca debían superar el monto abonado).

Los bonistas criticaron abiertamente el acuerdo por considerar que lo único que buscaba era evitar que la Argentina cayera en *default* con el FMI, ya que en él no se preveían pagos para los acreedores privados. Entendían que el Fondo se preocupaba sólo por sus acreencias ya que, mientras buscaba que la Argentina pagara el total de la deuda con el mismo, a su vez promovía quitas a los acreedores privados⁵¹.

4.2 La oferta de Dubai.

El 22 de septiembre de 2003 el gobierno argentino oficializó su propuesta de reestructuración y canje de la deuda externa en lo que se conoció como la “oferta de Dubai”, dado que la propuesta se lanzó durante la asamblea del FMI y el Banco Mundial que tenía lugar en dicha ciudad. Dicha propuesta consistía básicamente en una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda elegible (previa al 31 de diciembre de 2001) sin reconocimiento de los intereses devengados desde la declaración del *default*. Para ello se emitirían tres nuevos bonos: *Par*, *Discount* y *cuasipar*.

Cuadro N° 5. Nuevos bonos ofertados en Dubai.

Tipo de Bono	Quita	Tasa	Rango Tasas	Vida Promedio
Bono Descuento	75%	Incremental	1-5%	8-32 años
Bono a la Par	0%	Fija	0.5-1.5%	20-42 años
Bono Cuasipar	30%	Fija	1-2%	20-42 años

Fuente. EGES (2004)

La reacción de los acreedores no se hizo esperar, quienes calificaron a la propuesta argentina como “inaceptable”, ya que consideraban que no había garantías suficientes de cobro. Entre los que mostraron su rechazo en un primer momento estaban los bonistas italianos representados por Banco de Crédito Cooperativo de Roma y la *Task Force Argentina* (TFA) y los alemanes nucleados en la Comunidad de Intereses en la

⁵¹ Ver Bruno (2004).

Argentina (IGA, por sus siglas en alemán) y la *Argentine Bond Restructuring Agency* (ABRA)⁵². Si bien hubo algunas diferencias entre los acreedores (por ej., el Banco de Crédito Cooperativo de Roma aprobaba la idea de bonos indexados al crecimiento, mientras que la TFA los rechazaba de plano), todos coincidieron en que esta era una primera propuesta y que luego de que hubiera contrapropuestas del lado de los bonistas la oferta argentina debería mejorar. De hecho, luego de reunirse con Nielsen tras el lanzamiento de la oferta, Nicola Stock (TFA) adoptó una posición más flexible en la cual se abría la posibilidad de diálogo.

En el caso de los bonistas japoneses (otro de los grandes grupos de bonistas), su estrategia no estaba tan clara, ya que los bancos que los representaban estaban enfrentados con posturas divergentes, lo cual se sumó a lo poco informados y desalentados que estaban los propios bonistas.

La reacción del gobierno de Estados Unidos frente a la oferta argentina fue llamativamente positiva. Según el vocero de Kirchner, el presidente Bush había felicitado al argentino por el acuerdo alcanzado con el FMI y le recomendó que tuviese “firmeza” con los acreedores privados⁵³. Unas semanas más tarde el embajador estadounidense reiteró el apoyo de su gobierno a la renegociación de la deuda. Este decidido apoyo del gobierno de EE.UU. al gobierno argentino y su “desaprensión” respecto a los acreedores privados no parece estar desvinculado del acuerdo alcanzado por la Argentina con el Fondo.

En el plano interno, excepto entre los bonistas locales, las repercusiones en general fueron más bien positivas. En este sentido la Asociación Empresaria Argentina, que nuclea a las más grandes empresas que actúan en el país, pidió al gobierno que apurase la renegociación del resto de la deuda de modo que pudiese convertirse en un referente para las deudas privadas.

Finalmente, en septiembre se inició la renegociación de la deuda a partir de la “oferta de Dubai”. En el medio local, el proceso de renegociación encarado por el ministro Lavagna contó con el apoyo expreso de prácticamente todo el espectro empresario, entre otros, la UIA, Adeba, Abappra, CAME, Apyme, la Cámara Argentina de la Construcción, Adefa, Coninagro, CRA, FAA, Carbap, Udeca, la Cámara Argentina de Comercio, ABA, SRA, AEA, UDES y Adespa. Entre los que no apoyaron al gobierno se encontraban las AFJP (aunque algunas son propiedad de los mismos bancos que manifestaron su apoyo a través Adeba y Abappra) y los ahorristas involucrados directamente en el canje de deuda. Particularmente estos últimos denunciaron que se discriminaba a los acreedores privados ya que a los organismos multilaterales se les seguía pagando la deuda sin quita alguna.

Sin lugar a dudas la oferta de Dubai, más allá de un primer rechazo general, generó reacciones dispares entre los acreedores. Mientras unos estaban dispuestos a seguir el diálogo (*Task Force Argentina*), otros siguieron apostando a la vía judicial pidiendo más embargos al país (Comité de Acreedores Italianos). En lo que todos coincidían era en que la Argentina podía y debía mejorar su oferta. Dado que ya estaba cerrado el acuerdo con los organismos multilaterales de crédito, los principales interesados en

⁵² Ver “IGOR: ‘Unacceptable’ the argentinian proposal”, Press release, 24/10/03, <http://www.tfargentina.it>.

⁵³ Ver “Bush recomendó ‘firmeza’ con los acreedores privados” en Diario *La Nación*, 24/09/03.

una mejora en la oferta argentina eran los acreedores privados. Siendo que los italianos eran amplia mayoría entre los extranjeros, es entendible que el gobierno de Italia intercediera presionando para que la Argentina mejorase su oferta. Esta fue la posición del gobierno italiano en la reunión del G-7 llevada a cabo en diciembre de 2003, donde se convino que el grupo de los siete países más industrializados presionase al FMI para que, a su vez, ejerciese una mayor presión a la Argentina para que mejore su oferta.

A comienzos de 2004 el juez de Nueva York, Thomas Griesa, dio curso a un juicio colectivo contra el país –que unificaba todos los reclamos de los tenedores de bonos de una misma serie–, mientras que el FMI anunciaba que se aprobaría la primera revisión del acuerdo suscripto con la Argentina. En tanto el gobierno argentino intentó crear un registro de acreedores que recibió una respuesta negativa por parte de éstos; los acreedores se rehusaban a inscribirse entendiendo que se trataba de una estrategia para demorar la renegociación⁵⁴. No obstante, el 12 de Enero se abrió el registro de acreedores con inscripción voluntaria, lo cual enfureció a los acreedores y comenzaron a presionar para que la Argentina no recibiera más desembolsos del FMI. Dicho reclamo encontró eco en los gobiernos de Gran Bretaña, Italia y Japón, los cuales se abstuvieron de aprobar la revisión del acuerdo en la reunión del directorio del organismo a fines de ese mes. De todos modos la revisión fue aprobada gracias la intervención de los Estados Unidos a favor de Argentina⁵⁵.

La renegociación de la deuda estaba llevando más tiempo que el previsto y que el deseado por los acreedores. En este sentido, no tardaron en hacerse sentir las presiones de los gobiernos extranjeros, como los de los Estados Unidos y Alemania, los cuales reclamaron que el gobierno argentino avanzara en la renegociación y mejorase el diálogo con los bonistas⁵⁶. En el mismo sentido se manifestó el G-7 luego de su reunión de febrero, haciendo eje en que la Argentina obtuviese un alto grado de aceptación de la oferta. No obstante, no debe deducirse de este tipo de presiones que los gobiernos extranjeros, y más particularmente el de EE.UU., tuviesen una posición extremadamente dura en contra de la Argentina. El avance en la renegociación de la deuda era clave para que el FMI aprobara la segunda revisión del acuerdo logrado con el país. En este sentido, el gobierno de EE.UU. envió constantes señales de apoyo a los pasos dados por la Argentina en el camino de la reestructuración, como la satisfacción expresada por J. Taylor (subsecretario de Asuntos Internacionales del Tesoro) cuando se eligieron a los bancos que representarían al país en la renegociación (UBS, Merrill Lynch y Barclays). Esta visión sobre la relación entre el gobierno norteamericano y la Argentina fue compartida incluso por algunos de los propios damnificados por el *default*, como el *Argentine Bondholders Committee* (ABC), quienes aseguraban que la Argentina estaba sostenida por la Casa Blanca a modo de evitar una mayor inestabilidad en América del Sur.⁵⁷ Cabe destacar que la elección de

⁵⁴ Al respecto ver “GCAB Members withdraw from Argentina's Consultative Groups”, Press release, 02/03/04, <http://www.gcab.org>.

⁵⁵ Ver Bruno (2004).

⁵⁶ Diario *La Nación*, 24/01/2004 y 12/02/2004.

⁵⁷ Al respecto un miembro del ABC se manifestó de la siguiente manera: “*Si se cae ese apoyo, se acelerarán las demandas judiciales y los embargos (contra bienes argentinos)*”, Diario *La Nación*, 12/02/04.

los bancos asesores tuvo buena acogida general también entre los bonistas, aunque muchos tuvieron reparos por no haber sido seleccionados bancos de sus respectivos países.⁵⁸

En febrero de 2004 el Comité Global (GCAB) realizó su segunda reunión mundial, en la cual se logró consenso entre los acreedores sobre la renegociación de la deuda, de modo que reclamaron el comienzo de las negociaciones directas con la Argentina⁵⁹. A partir de entonces el GCAB reclamó la exclusividad de la representación de los tenedores de bonos en el extranjero ante el gobierno argentino y el FMI. A pesar de que el Comité Global fue el único nucleamiento de bonistas que logró el aval directo de Fondo, el gobierno Argentino siguió negociando con otros agrupamientos menores más permeables a la postura argentina. De alguna manera, el propio FMI quedó en el rol de mediador entre los acreedores y el gobierno argentino, buscando el equilibrio que sostenga el diálogo. Sin embargo, la relación entre el gobierno y el FMI no estaba exenta de pujas y tironeos, como lo demuestra el hecho de que en marzo de ese mismo año la Argentina estuvo nuevamente a punto de caer en *default* con dicho organismo. Esto se evitó ya que Kirchner finalmente ordenó el pago de un vencimiento de 3.150 millones de dólares tras lograr un acuerdo con Anne Krueger, la directora del Fondo, quien dio señales de que aprobaría la segunda revisión del acuerdo alcanzado con la Argentina, lo que permitiría abrir nuevamente el crédito hacia el país. No obstante, las exigencias de Krueger respecto a la negociación con los acreedores privados incluían, entre otros, dar prioridad al Comité Global y fijar un piso de aceptación del 80% (Bruno, 2004).

Tras el entendimiento alcanzado con Krueger, fueron varios los países cambiaron su posición y pasaron a estar a favor de aprobar la segunda revisión del acuerdo con la Argentina. Entre los que modificaron su postura se encuentran Suecia e Italia, siendo este último un caso emblemático dado que fue uno de los principales detractores de la Argentina en el Fondo, actitud que se explica claramente por tener la mayor proporción de acreedores extranjeros.

Tras haberse reunido con las AFJP y las principales asociaciones de bonistas argentinos, Nielsen recibió en abril de 2004 a los representantes del Comité Global de Acreedores (GCAB) y de la Asociación de Intereses de la Argentina en Alemania (IGA). Nicola Stock, del GCAB, en ese entonces destacó como positiva la reunión y ambas partes quedaron en comenzar rápidamente las reuniones técnicas por la renegociación. Si bien tanto el GCAB como el resto de la asociaciones de bonistas rechazaron la quita del 75% propuesta por la Argentina, mostraron predisposición para seguir negociando y encontrar propuestas alternativas ya que, según ellos mismos, percibieron una actitud “menos rígida” por parte del gobierno Argentino⁶⁰.

Uno de los reclamos más relevantes de los bonistas del Comité Global, la Comunidad de Intereses de la Argentina en Alemania (IGA) y la Asociación de Damnificados por la

⁵⁸ Por ejemplo, el ABC de Estados Unidos preferían en lugar de Merrill Lynch o Barclays al JP Morgan o al Citibank dado que supuestamente los anteriores no tenían experiencia en mercados emergentes y estos sí. En Japón lamentaron que no se hubiese seleccionado a ninguna entidad de ese país. En Italia, Mauro Sandri del *Comitato Creditori Argentina* señaló la falta de bancos de la zona del euro.

⁵⁹ Ver “GCAB Demands Argentina Begin Good Faith Negotiations”, Press Release, 24/02/04, <http://www.gcab.org>.

⁶⁰ Diario *La Nación*, 21/04/04.

Pesificación y el Default (Adapd) era que la Argentina se comprometiese a efectuar un pago en efectivo como previo incentivo para la segunda ronda de negociaciones que tendría lugar en junio. Mientras tanto, el FMI insistía con que se acelerase la salida del *default* y puso como condición un acuerdo con los bonistas como clave para aprobar la tercera revisión del acuerdo que debería tener lugar a mediados de junio.

Luego de la segunda ronda de negociaciones, tanto los acreedores alemanes nucleados en el IGA como los bonistas argentinos de la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default y la Asociación de Ahorristas de la República Argentina (AARA) rechazaron de plano el plan de reestructuración ofrecido por el gobierno argentino. El Comité Global, como forma de manifestar su total oposición a la propuesta argentina, ni siquiera envió un representante al país ya que, según su parecer, la oferta unilateral lanzada por el gobierno a comienzos de junio no respetaba lo acordado en la reunión anterior⁶¹. El único grupo de bonistas que apoyó el plan oficial, aunque con reparos, fue la minoritaria *Assotutela Consumatori e Risparmiatori* de Italia.

Como vistas a la aprobación de la tercera revisión del acuerdo, la misión del FMI destacó el crecimiento económico del país y el “esfuerzo” del gobierno por reestructurar la deuda en *default*⁶². En un sentido similar se manifestó Oscar Vicente, director de Petrobrás y presidente del 40º Coloquio de IDEA, quien manifestó su optimismo por la reestructuración de la deuda⁶³. Hasta el propio gobierno de los EE.UU. ejerció presión sobre los bonistas para que aceptasen la propuesta Argentina⁶⁴.

En ese marco Lavagna decidió aplazar la tercera revisión del acuerdo con el FMI hasta que estuviera terminada la renegociación de la deuda con los acreedores privados como una forma de mostrar que se les daba “prioridad”. Esto implicaba, en la práctica, que la Argentina dejaba de recibir los desembolsos por parte del Fondo y, por lo tanto, tenía que pagar los vencimientos de capital e intereses con sus propios recursos (Bembi y Nemiña, 2007). Si bien con esta medida se buscaba evitar las presiones por parte del G-7 y del FMI por mejorar la oferta a los acreedores, a su vez, la misma implicó una mayor presión de este último y de los Estados Unidos por arreglar con los acreedores privados, tal como lo dejaron en claro el flamante director gerente del FMI, Rodrigo Rato, y John Taylor, subsecretario del Tesoro norteamericano⁶⁵. El mejor aliado de peso que tenía la Argentina dentro del FMI era, sin dudas, el gobierno de España, quien, a través de su canciller, se comprometió a interceder a favor de Argentina ante el directorio del organismo.

⁶¹ Ver “Argentine Bonds: GCAB, unacceptable the new proposal for the restructuring”, Press release, 1/06/04, <http://www.gcab.org>.

⁶² Ver “Statement on the Departure of the IMF Staff Mission to Argentina”, Press Release No. 04/130, 25/06/04, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2004/pr04130.htm>.

⁶³ Diario *La Nación*, 29/06/04.

⁶⁴ Al respecto el subsecretario para Asuntos Económicos del Departamento de Estado norteamericano, Alan Larson, sostuvo respecto de la renegociación de la deuda en *default* que sería “importante para los acreedores de la Argentina sentir que ha habido un esfuerzo por escuchar sus sugerencias y opiniones” y que los acreedores tenían que reconocer “que la capacidad de pago de la Argentina es (era) inferior a la que pensaron cuando adquirieron los bonos” (Diario *La Nación*, 19/07/04).

⁶⁵ Diario *La Nación*, 01/09/04 y 04/09/04.

En la medida en que se retrasaba el cierre de las negociaciones por la deuda, algunos acreedores fueron avanzando por la vía judicial⁶⁶, a la vez que arreciaban las presiones y manifestaciones a favor de que se llegue finalmente a un acuerdo. Sin dudas los más duros en este sentido eran algunos gobiernos extranjeros y las asociaciones de bonistas. Nuevamente por presión de Italia, en octubre el G-7 volvió a pedir que se acelerase el canje de la deuda y exigió una alta participación de acreedores en él. En el mismo sentido se manifestaron la Unión Europea y el propio FMI⁶⁷. Por parte de los bonistas, el Comité Global (GCAB) y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default de Argentina establecieron una propuesta conjunta, representado de esta manera a alrededor del 87% de la deuda en *default*. Dichas asociaciones demandaban, entre otros⁶⁸:

- Que los bonos *par* (sin quita nominal) ofrecidos por la Argentina satisfagan el 100% de lo reclamado por los inversores minoristas.
- Que se reconozca la totalidad de los intereses vencidos desde el *default* de diciembre de 2001 hasta ahora y un pago parcial en efectivo de esos intereses.
- El mantenimiento de la moneda y la legislación de los bonos originales.
- La creación de garantías de pago, como tenían ciertos títulos en *default*.

Adicionalmente, la *Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default* reclamaba:

- Que los bonos Discount puedan ser ofrecidos a los bancos o instituciones financieras pero no a los inversores privados
- Incentivos adicionales para los inversores argentinos, como poder pagar impuestos con los bonos o poder usarlos para comprar activos.
- La pesificación de los bonos era inaceptable.

El Comité Global fue el que más insistió con que se mejorase la oferta y sobre la necesidad de contar con una aceptación superior al 90%.

Un hecho por demás significativo en el proceso de renegociación de la deuda lo constituyó el cierre de la negociación con las AFJP. A comienzos de octubre de 2004, antes de que se abriese el canje, las Administradoras de Fondos de Jubilación aceptaron una propuesta del gobierno argentino, la cual consistía en un tratamiento especial para los 2.600 millones de dólares que tenían en Letes –que fueron suscriptas obligatoriamente a partir de un decreto del gobierno de De La Rúa-, las cuales serían cambiadas por papeles de corto plazo, y un bono en pesos

⁶⁶ Mauro Sandri, abogado de bonistas italianos, afirmó en septiembre de 2004 que, frente a la percepción de “total inactividad” del gobierno argentino en la renegociación de la deuda, se pediría el embargo de “*un inmueble (de propiedad del Estado argentino) que está en Roma*” (Diario La Nación, 11/09/04).

⁶⁷ Diario La Nación, 02/10/04.

⁶⁸ Al respecto ver “Common Objectives GCAB – APAPD”, <http://www.gcab.org>.

específicamente diseñado para las mismas (*Cuasi Par*) que conllevaba una quita *nominal* del 30%. Dada la magnitud de la deuda en poder de las AFJP (alrededor de 16.200 millones de dólares), este acuerdo fue considerado un éxito por el gobierno y de alguna manera marcó el desenlace del canje en su conjunto. Las reacciones al acuerdo con las AFJP fueron dispares; mientras que las asociaciones de bancos locales más importantes (ABA y Abappra, así como otras corporaciones empresarias locales) manifestaron su conformidad, los bonistas objetaron el acuerdo. Tanto la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default como el Comité Global criticaron el acuerdo asegurando que esto violaba las negociaciones de “buena fe”, ya que se le estaba dando un trato preferencial a un subgrupo entre los acreedores⁶⁹. Una vez alcanzado el acuerdo con las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, el Gobierno buscó garantizar la reestructuración de los bonos en *default* que tenían los bancos, las compañías de seguros y los tenedores de los bonos surgidos a partir del plan Brady, los cuales sumaban un total de 12.000 millones de dólares.

En la propuesta de canje definitiva girada el primero de noviembre a la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC), se fijó como fecha de apertura del canje el 29 de ese mismo mes. A medida en que se acercaba la fecha de lanzamiento de la oferta final, el gobierno argentino cosechaba más respaldos internacionales y locales. Si bien desde el exterior nunca se dejó de pedir que la Argentina mejorase su oferta, en *Wall Street* los bancos de inversión se mostraban optimistas con el canje de deuda. Este optimismo respecto al éxito del canje se vio alentado por la flexibilización de la postura original del gobierno y por la baja de las tasas de interés internacionales⁷⁰.

La Argentina también consiguió el respaldo de los países miembros del ALADI (Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela). En el plano local, el gobierno cosechó el apoyo de muchos de los grandes empresarios participantes del 40º coloquio de IDEA realizado en noviembre de 2004, donde el presidente del coloquio, Oscar Vicente (ex Pérez Companc, luego Petrobrás), manifestó su optimismo por la reestructuración. En el mismo sentido se manifestaron, entre otros, Mauricio Macri, Cristiano Ratazzi (Fiat), Luciano Miguens (SRA), Tomas Hess (Esso) y Álvarez Gaiani (UIA)⁷¹.

Finalmente la fecha de apertura del canje se postergó hasta el 14 de enero de 2005. La posición de los mercados financieros, sintetizada en el *Financial Times* de Londres, era que el FMI debía exigirle a la Argentina un 80% de aceptación del canje.

⁶⁹ Al respecto consultar “GCAB objects agreement between the argentine government and local pension funds (AFJP)”, 14/10/04, <http://www.gcab.org.ar>.

⁷⁰ Al respecto ver “Wall Street cambió de opinión: ahora es optimista sobre el canje de deuda”, Diario *La Nación*, 17/10/04.

⁷¹ Sobre las declaraciones realizadas en el 40º Coloquio de IDEA consultar: <http://www.ideared.org/coloquio40/>.

5. La salida del *default*.

5.1 La oferta de Buenos Aires⁷².

La oferta realizada por el gobierno argentino en la propuesta de Buenos Aires estaba orientada a reestructurar cerca de 82.000 millones de dólares de la deuda declarada en *default* al 31 de diciembre de 2001 y de los intereses devengados y no pagados hasta dicha fecha. En definitiva, se reconocían los intereses devengados y no pagados hasta el 31 de diciembre de 2001, pero no se consideraban los intereses acumulados tras el *default*.

La quita sería del 75% sobre el valor nominal de la deuda, emitiéndose nuevos instrumentos por 41.800 millones de dólares. En efecto, se presentaron tres nuevos títulos públicos el: Discount, Par y Cuasi-Par, los cuales se emitirían con fecha 31 de diciembre de 2003, fecha en la que comenzarían a devengar intereses. Los dos primeros instrumentos serían emitidos en la moneda de origen del instrumento a canjear (en pesos ajustados por CER, dólares, euros o yenes), en tanto el último de los instrumentos mencionados sólo sería emitido en pesos ajustados por CER.

En el proceso de renegociación se especificó que se emitirían 10.000 millones de dólares en Bono Par si el nivel de aceptación del canje no superaba el 70%, en tanto si lo superaba se emitirían 15.000 millones de dólares. Este bono no implicaba una reducción en el valor nominal del título original a ser canjeado y se especificaba un plazo de maduración de 35 años y tasas de interés fijas en dólares. Estas últimas se ubicarían al 1,33% durante los primeros cinco años para después incrementarse hasta el 5,25% en los últimos 10 años.

En cambio, en el caso del Discount se consideraba una quita del 66,3% sobre el valor nominal del bono original en *default*. Este bono tendría un plazo de maduración de 30 años y se capitalizarían parte de los intereses⁷³ durante los primeros 10 años. La emisión de este bono sería de 20.170 millones de dólares en caso de un nivel de aceptación superior al 70% y de 19.870 millones en el caso contrario.

Por último, el Cuasi-Par fue diseñado principalmente para los tenedores institucionales locales, previéndose una emisión -independientemente del monto de aceptación- de 8.333 millones de dólares. La emisión de este título sería en pesos ajustados por CER con un plazo de maduración de 42 años y a una tasa de interés fija en pesos del 3,31%, la cual se capitalizaría durante los primeros diez años.

Adicionalmente el gobierno argentino se comprometió a emitir unidades ligadas al crecimiento del producto bruto interno. Las mismas significarían un pago extra a los tenedores de títulos argentinos en el caso de que se cumplieran tres condiciones. En primer lugar, que el producto bruto interno -a precios constantes- fuera mayor que el del período base (año 2004); en segundo lugar, que la tasa de crecimiento del producto bruto interno fuera superior a la considerada como base (tasa de crecimiento

⁷² Esta sección se elaboró centralmente en base al trabajo de Damill, Frenkel, Rapetti (2005).

⁷³ La tasa de estos bonos se estableció en 8,28% anual, aunque durante los primeros 5 años el 4,31% de dicha tasa se capitalizaría, para reducirse la capitalización a un 2,51% en el siguiente lustro y desaparecer tras los diez primeros años.

del 3% anual, aunque varía según los años considerados); y por último, que no se haya alcanzado el tope de pagos definido en 0,48 dólares por unidad emitida.

En el caso de cumplirse estas tres condiciones, los tenedores de las unidades ligadas al crecimiento del producto percibirían el 5% del excedente entre el producto bruto interno efectivo y el proyectado. Este último, resulta de partir desde el año definido como base (2004) y calculando una tasa de crecimiento promedio del producto bruto interno del 3% anual. Las unidades emitidas serían equivalentes al monto de capital efectivamente canjeado y podrían cotizar separadamente a los bonos después de seis meses de transcurrido el canje.

A su vez, el gobierno argentino se comprometía a mantener un superávit primario de 2,7% del PBI durante los primeros años para poder hacer frente a los vencimientos de capital e intereses de la deuda renegociada. De todas formas, las proyecciones dejaban en evidencia que con dicho nivel de superávit se podría hacer frente a los vencimientos de intereses pero se debería recurrir a financiamiento externo para enfrentar los vencimientos de capital al menos durante los primeros diez años.

La creciente liquidez en los mercados financieros internacionales y la fijación por parte del gobierno argentino de una meta del 50% en el nivel de aceptación facilitó el éxito del proceso de renegociación. En efecto, la posibilidad por parte de los tenedores de quedarse con bonos sin valor y que el valor de los bonos originales en el mercado era similar al ofrecido tras la renegociación condujo a la aceptación masiva del proceso de renegociación. Adicionalmente, el gobierno argentino, para tornar más atractivo el canje y cerrar la posibilidad de un nuevo proceso de renegociación, emitió la ley 26.017 que impedía la reapertura de dicho proceso. Además se establecía que la diferencia entre los servicios que generaría la nueva deuda en el caso de una aceptación total con respecto a la efectiva que dependía del nivel de aceptación se destinaría hasta el año 2009 a la compra de los nuevos títulos emitidos, lo que valorizaba dichos títulos.

La oferta de canje fue rechazada de antemano por el Comité Global, el cual recomendó a sus miembros que no la aceptasen ya que sostenía que la Argentina podía mejorar la oferta dada la importante recuperación económica que había venido experimentado desde 2003⁷⁴. La postura oficial del Comité Global era que el canje iba a ser un fracaso, lo cual estaría demostrado por el ya mencionado proyecto de ley que buscaba eliminar por ley toda posibilidad de reapertura del canje. Esto era visto por el Comité como un intento desesperado del gobierno por presionar a los bonistas para que entrasen en el canje⁷⁵. Durante el mes de enero de 2005 el Comité Global inició una gira por Europa en oposición a la oferta de canje lanzada por la Argentina, gira que repitió por los Estados Unidos al mes siguiente.

A pesar del pronóstico del Comité Global, el canje de deuda culminó el 3 de marzo de 2005 con un nivel de aceptación del 76,15%. En definitiva, se canjearon 81.836 millones de dólares en títulos -e intereses impagos al 31 de diciembre de 2001- en

⁷⁴ Ver "GCAB rejects Argentine exchange offer and announces its own investor presentations", Press release, 13/01/05, <http://www.gcab.org>.

⁷⁵ Ver "GCAB condemns Argentina's most recent attempt to coerce holders into exchange offer", Press release, 3/02/05, <http://www.gcab.org>.

default por 35.261 millones de nueva deuda, implicando el canje de deuda propiamente dicho una reducción en el endeudamiento externo por 27.057 millones de dólares. De todas formas, la disminución del endeudamiento externo fue aún mayor por dos factores. En primer lugar, no se reconocieron los intereses atrasados tras el *default* de la deuda, que acumulaban al 31 de diciembre de 2003 20.730 millones de dólares. En segundo lugar, la deuda externa se redujo adicionalmente en 19.518 millones de dólares por el sólo hecho de no haberse presentado al proceso de renegociación. Tomando en consideración estos tres elementos, la reducción del endeudamiento alcanzó los 67.305 millones de dólares, implicando una quita del 46,6% sobre la deuda pública total al 31 de diciembre de 2001.

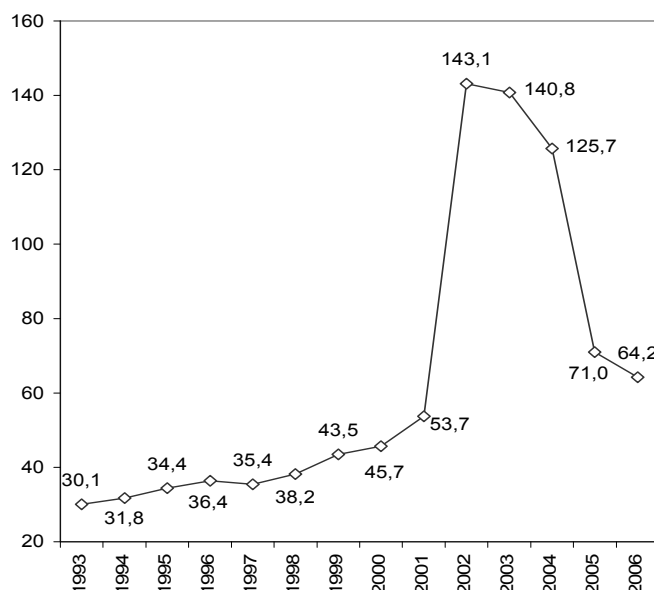
El 24% de los tenedores de bonos que quedaron afuera del canje continuaron actuando, por un lado, por la vía judicial, solicitando el embargo de activos del Estado argentino en el exterior, y por otro lado, presionando al FMI para que, a su vez, ejerciera presión sobre la Argentina por una solución para la deuda no reestructurada. En éste sentido, Rodrigo Rato, flamante titular del FMI, sostuvo en su momento que, si bien la renegociación había sido un paso muy importante, aún se debía solucionar la situación de aquellos que no entraron en el canje⁷⁶.

Descontando la deuda que quedó fuera del canje, el proceso de renegociación permitió una reducción significativa en los niveles de endeudamiento externo del sector público que se contrajo en más de 60.000 millones de dólares entre diciembre de 2004 y el mismo mes del siguiente año.

Sin embargo, al analizar la evolución del peso del endeudamiento externo del sector público sobre el producto bruto interno no se observa una mejora con respecto a la situación registrada durante la vigencia del régimen de convertibilidad. Por el contrario, el peso del endeudamiento externo del sector público sobre el producto bruto interno pasó de un promedio de 38,8% en el período comprendido entre los años 1993 y 2001, a un 71,0% en el 2005 una vez concluido el proceso de renegociación.

⁷⁶ Diario *La Nación*, 30/05/05.

Gráfico N° 7. Evolución de la deuda externa del sector público sobre como porcentaje del PBI a precios corrientes, 1993-2006.
(en porcentajes)



Fuente: Ministerio de Economía.

De todas formas, el elevado peso del endeudamiento del sector público tras la renegociación de la deuda no implica que éste no haya sido exitoso. Por el contrario, el nivel de endeudamiento es mucho más reducido del que se hubiera producido de no haberse llevado a cabo el proceso de renegociación. En efecto, el aumento de la deuda como consecuencia de las compensaciones realizadas por el gobierno argentino tras el colapso del régimen de convertibilidad y la presencia a partir del 2002 de un tipo de cambio real notoriamente depreciado conducían indefectiblemente a un incremento en el peso de la deuda externa sobre el producto.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, si se analiza el peso del endeudamiento del sector público sobre el producto bruto interno (PPP)⁷⁷, se percibe

⁷⁷ A cerca de la utilización de series ajustadas por paridad de poder adquisitivo, Papa, J. sostiene: “En su versión mas simple, la Paridad del Poder Adquisitivo (PPP) representa el número de unidades de moneda local requeridas para comprar la misma cantidad de bienes y servicios en el mercado nacional, tal como un dólar lo haría en el mercado de EEUU (tomando a este país como referencia o numerario). De este modo, las mediciones realizadas en PPP involucran, en sus cálculos, tanto al tipo de cambio como a los índices de precios relativos de cada país. En resumen, PPP es un factor de conversión que muestra la relación de precios, en moneda nacional, de los mismos bienes y servicios en diferentes países.

El principal objetivo del cálculo en PPP es obtener los valores reales de cantidades para la comparación entre países del producto y el gasto nacional. Los diferentes PPPs pueden ser aplicados para transformar los agregados macroeconómicos, expresados en moneda nacional, en otro patrón de medida que sea común a todos los países involucrados en la comparación.

Dado que PPP es una comparación inter-espacial que mide las diferencias en el nivel de precios relativos entre países, para un mismo período de tiempo, se lo puede asociar analógicamente con la conversión a precios constantes, de series temporales expresadas en precios corrientes.

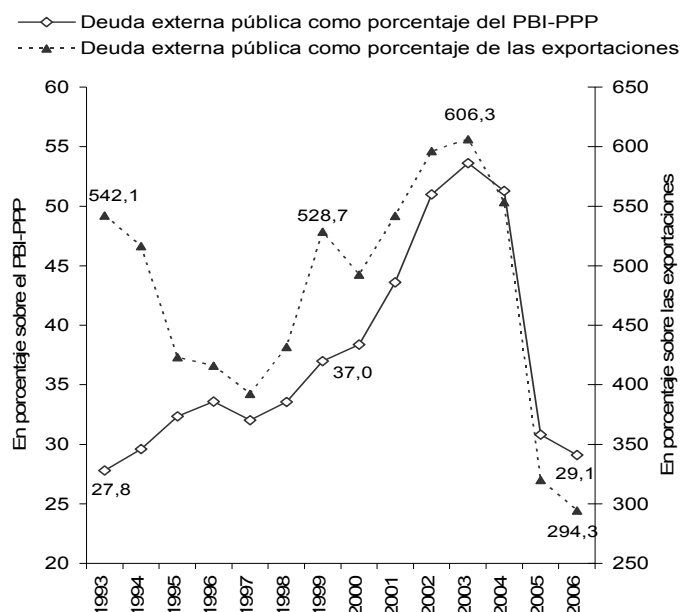
El trasfondo teórico de las mediciones en PPP fue presentado originariamente por Gustav Cassel para explicar la convergencia de los tipos de cambio durante la primera guerra mundial. Cassel propuso identificar a la paridad del poder de compra de la siguiente forma: ‘As long as anything like free movement of merchandise and a somewhat comprehensive trade between [the] two countries takes place, the actual rate of exchange cannot deviate very much from the purchasing power parity.’

La principal diferencia entre las mediciones actuales del PPP (presentes en las tablas del World Bank y de la OCDE) y la presentación teórica del mismo se refiere a que el tipo de cambio de equilibrio, que iguala

una leve reducción con respecto a los niveles registrados en la década del noventa, a pesar del incremento del endeudamiento como consecuencia del colapso del régimen de convertibilidad. En efecto, el peso de la deuda sobre el producto, considerado este último a paridad de poder adquisitivo, pasó de representar un 34,2% en el período 1993-2001 a un 30,8% en el 2005.

En tanto, se registra una caída superior al evaluar la relación entre endeudamiento externo del sector público y el nivel de las exportaciones. Mientras que a fines del siglo pasado el endeudamiento era cuatro veces superior al nivel de exportaciones, dicha relación se redujo a poco menos de dos veces en 2006.

Gráfico N° 8. Evolución de la de la deuda externa del sector público como porcentaje del PBI-PPP y de las exportaciones, 1993-2006.
(en porcentajes)



Fuente: Ministerio de Economía y Fondo Monetario Internacional.

Adicionalmente, a finales del 2005 se realizó una nueva reducción del endeudamiento externo del sector público. Tan sólo unos días después de que hiciera lo propio el gobierno brasileño, el gobierno decidió cancelar anticipadamente la totalidad de la deuda (de unos 9.800 millones de dólares) que tenía el país con el Fondo Monetario. Esto se hizo mediante el Decreto 1599/05, en el cual se especificaba que se utilizarían las reservas de libre disponibilidad del Banco Central para pagar la deuda al FMI⁷⁸.

los diferentes PPPs, sólo considera a aquellos bienes y servicios transables que son producidos en el país y valuados a precios de exportación. Por el contrario, en la actualidad, las mediciones en PPP cubren un amplio rango de bienes y servicios finales incluidos en la estructura del PBI, muchos de los cuales son no transables y otros importados. Además, los precios de los bienes transables de los distintos países pueden diferir entre sí por diferentes razones tales como discriminación de precios; fluctuaciones monetarias relacionadas con los activos financieros; barreras comerciales; impuestos; tarifas; costos de transporte; etc."

⁷⁸ Las reservas de libre disponibilidad eran aquellas que superaban el 100% de la base monetaria y que sólo podían ser utilizadas para cancelar deuda con organismos internacionales.

Como contrapartida a la utilización de las reservas, el Ministerio de Economía le entregó al Banco Central un bono en dólares a diez años.

Este pago anticipado al Fondo fue presentado por el gobierno y recogido por la mayoría de los medios masivos de comunicación como “la cancelación de la deuda externa”, prestándose así a la confusión entre la totalidad de la deuda del país y la que éste tenía con el FMI. Cabe resaltar que el pago anticipado coincidió con la estrategia del Fondo para reducir su elevada exposición crediticia. No obstante esta “mutua conveniencia”, el gobierno argentino logró reorientar su relación con el organismo amortizando las presiones más inmediatas de éste, a la vez que contribuyó a poner en cuestión el rol del Fondo a nivel mundial⁷⁹.

6. ¿Quién es quién? Los actores tras la deuda externa.

Tal como quedó demostrado en otros momentos de la historia económica argentina – como, por ejemplo, durante de la década de 1980 es sumamente importante poder identificar a los diversos intereses en juego detrás de la deuda pública, sobre todo en los casos de cesación de pagos, donde siempre se establece forzosamente un conjunto de ganadores y perdedores. En este sentido, muchos han sido los cambios operados en los actores vinculados a la deuda externa en los últimos veinte años, sobre todo a partir de la experiencia de la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta. El objetivo de este apartado es describir brevemente cuales eran los actores más relevantes en lo que hace a la deuda externa argentina a comienzos del siglo XXI.

6.1 Radiografía de los acreedores de la deuda externa.

Entre los acreedores de deuda externa argentina se encuentran numerosos actores de muy diversa índole y procedencia: desde organismos internacionales hasta ahorristas individuales a lo largo de todo el planeta. En este apartado se presentarán sólo los casos más relevantes, determinados por el monto de deuda que detentan y la capacidad de *lobby* político de los mismos.

En primer lugar se puede identificar a los acreedores institucionales, entre los cuales se encuentran los organismos multilaterales de crédito: el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En general, los tres organismos actúan coordinadamente y, particularmente, el Banco Mundial y el BID sólo pueden aprobar créditos que no sean de inversión a países que tengan un acuerdo vigente o el “visto bueno” del FMI⁸⁰. Cabe destacar que,

⁷⁹ Cabe recordar que Rusia y Brasil también habían cancelado anticipadamente su deuda con el FMI, a la vez que Turquía pagó buena parte de ella, con lo cual el Fondo “perdió” en poco tiempo a sus principales “clientes”. Por otra parte, en los últimos años de la década del noventa y a comienzos de la del 2000 fueron electos en Latinoamérica varios gobiernos con programas anti-neoliberales y, particularmente, contrarios a buena parte de la prédica del FMI (Venezuela, Bolivia y Ecuador son claros ejemplos, aunque en algunos otros aspectos también se pueden incluir a Brasil y la Argentina).

⁸⁰ Los créditos de inversión están destinados a la adquisición de bienes de capital, la realización de obras o la contratación de servicios específicos. Estos desembolsos no necesariamente están sujetos a la “aprobación” del FMI, mientras que sí lo están los créditos relacionados con políticas de “desarrollo” o

si bien en un primer momento no estaba del todo claro que era lo que iba a suceder, finalmente la deuda con estos organismos se siguió pagando. En términos generales, los organismos multilaterales de crédito expresan los intereses de los países centrales y, principalmente, –aunque la relación cambia de acuerdo a la circunstancias- de los Estados Unidos.

También entre los acreedores institucionales multilaterales se encuentra el denominado “Club de París”, el cual está integrado de forma permanente por los gobiernos de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, EE.UU., España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Rusia, Países Bajos, Reino Unido, Suecia, y Suiza. Si bien este ente no tiene un status oficial ya que el mismo es un foro “informal” de gobiernos acreedores, para alcanzar un acuerdo con el mismo también se requiere del “visto bueno” de FMI. Se adelanta ya que la deuda con el Club de París es la única parte aún pendiente de renegociación, descontando a los acreedores que no entraron en el canje. Más allá del Club, cada gobierno extranjero puede otorgar créditos de carácter bilateral a cualquier país, como de hecho sucedió entre, por ejemplo, España y la Argentina.

Otros prestamistas extranjeros históricos, además de los gobiernos extranjeros, han sido los bancos comerciales privados, pero debe destacarse que la importancia de los mismos como acreedores directos ha disminuido sustancialmente después de la crisis de la deuda de los años ochenta y los mismos pasaron a ser principalmente “agentes” intermediarios entre los acreedores y los deudores, evitando así poner en riesgo su propio capital.

En este sentido, los cambios en el sistema financiero internacional en las últimas tres décadas⁸¹ han dado lugar a un nuevo tipo de actor con un peso creciente y mayoritario, el cual ha pasado a jugar un rol clave en la cuestión de la deuda externa: los compradores “individuales” de bonos emitidos por un Estado Nacional. La gran novedad está representada, sobre todo, por los tenedores de bonos “minoristas”, los cuales figuran entre los acreedores no institucionales (puede ser cualquier individuo que haya comprado alguno de los bonos de la deuda argentina). También se destacan los tenedores de bonos mayoristas, los cuales generalmente están vinculados a alguna institución. Es importante mencionar que gran parte (por no decir la mayoría) de los bonistas individuales no manejan directamente sus inversiones sino que delegan las mismas en agentes financieros intermediarios (bancos, fondos de inversión, administradoras de fondos de pensión, etc.), muchas veces sin siquiera conocer en donde y en qué está invertido su dinero.

Los tenedores de bonos se diferencian principalmente por el país de origen y por el monto de capital invertido en los mismos. Si bien en general no tienen contacto con otros inversores, ya que actúan a través de los intermediarios, luego de verse damnificados por el *default* argentino, muchos de ellos se han reunido en agrupaciones de bonistas o a través de los bancos intermediarios para manifestar y presionar por sus intereses en juego. Se han contabilizado alrededor de 22

“con fines de ajuste”, los cuales no poseen un destino específico para su uso. Al respecto consultar Bembi y Nemiña (2007).

⁸¹ Estos cambios se analizarán más detalladamente en la sección número siete.

agrupaciones de bonistas damnificados por el *default* argentino⁸² de diversos países: principalmente de Italia, Estados Unidos, Alemania, Japón, Suiza, Austria, Holanda y la propia Argentina.

La inclusión de nuestro país en la lista no debe dar lugar a sorpresas ya que, como se verá más adelante, una parte muy importante de la deuda pública nominada en moneda extranjera se encuentra en manos de residentes en la Argentina. En el siguiente cuadro se presentan 14 agrupaciones de bonistas y -en los casos más relevantes- datos *aproximados* sobre la cantidad de tenedores y el valor de los bonos.

Cuadro N° 6. Agrupaciones de tenedores de bonos damnificados por el *default* argentino. País de origen, cantidad de bonistas, valor de los bonos y principal referente institucional.

(cantidad y millones de dólares o Euros)

Agrupación de acreedores	País de origen	Bonistas	Valor de los bonos (mill.)	Referente principal
Task Force Argentina	Italia	420.000	\$14.500	Nicola Stock
Comitato Creditori Argentina	Italia	s/d	s/d	Mauro Sandri
Sindicato Italiano Tutela Investimento e Risparmio	Italia	s/d	s/d	Domenico Bacci
Comisión de Finanzas de Italia	Italia	s/d	s/d	Giorgio La Malfa
Assotutela Consumatori e Risparmiatori de Italia	Italia	s/d	s/d	Paolo Alazraki
Argentine Bond Restructuring Agency (ABRA)	Alemania*	35.000	\$1.200	Adam Lerrick
First German Bondholders' Society **	Alemania	s/d	200 €	Stefan Engelsberger
Deutsche Bank & DZ Bank	Alemania	s/d	\$4.000	Deutsche Bank
Swiss bankers Association	Suiza	50.000	\$10.000	Pierre Mirabaud
Bank of Tokyo Mitsubishi	Japón	40.000	\$1.800	Makoto Aratake
Shinsei Bank	Japón	s/d	s/d	Shinsei Bank
Argentine Bondholders Committee (ABC)	EE.UU.	90***	\$9.000	Hans Humes
Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default	Argentina	500.000	\$40.000	Horacio Vazquez
Asociación de Ahorristas de la República Argentina (AARA)	Argentina	500	\$5	Marta Zurbano

* Incluye a bonistas de Austria y Luxemburgo

** También es conocida como Comunidad de Intereses en la Argentina (IGA en alemán)

*** Inversores Institucionales

Fuente: Elaboración propia en base a medios periodísticos e información ofrecida por las asociaciones de bonistas.

Si bien en varios de los casos presentados faltan datos sobre la cantidad de bonistas y/o el valor de los bonos, esto no representa un problema mayor dado que entre la *Task Force Argentina*, la *Argentine Bond Restructuring Agency*, la *First German Bondholders' Society* (o IGA), el *Deutsche Bank & DZ Bank*, la *Swiss bankers Association*, el *Bank of Tokyo Mitsubishi*, el *Argentine Bondholders Committee* y la *Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default* explican más del 99% de los 81.200 millones de dólares que entraron en *default*. De aquí se desprende la particular importancia que revisten las asociaciones de tenedores de bonos mencionadas. Por otra parte, cabe destacar que el *Argentine Bondholders Committee* (ABC) nuclea principalmente a inversores institucionales, entre los cuales se encuentran grandes entidades financieras (entre otros, Morgan Stanley, Granthman, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC, HBK Investments, MN Services, Bear Stearns Asset

⁸² Esta cifra representa al total de agrupaciones y/o siglas de tenedores de bonos, siendo que muchas de las agrupaciones son contabilizadas más de una vez ya que también figuran dentro de asociaciones que conforman con otras agrupaciones de bonistas.

Management, DePfa Investment Bank Limited, Van Eck Capital, Teacher's Insurance and Annuity Association of America, Gramercy Investments, BNP Paribas Paris, Red Mountain Finance Incorporated)⁸³.

Como se puede observar en el cuadro, la *Task force Argentina* es la agrupación extranjera que más cantidad de bonistas y mayor valor en bonos detenta, seguida por la *Swiss Bankers Asociation* y, en tercer lugar, por el *Argentine Bondholders Committee*. Estas tres asociaciones representan, en conjunto, un total de bonos por 33.500 millones de dólares, es decir, más del 40% de la deuda en *default*. Si se incluye también al *Deutsche Bank* este porcentaje se eleva hasta el 46%. De esta manera, entre los extranjeros, los bonistas de Italia constituyen la primera minoría en importancia (en cantidad y valor de los bonos), seguidos por sus pares de Suiza, Alemania y los Estados Unidos. Cabe aclarar que, si bien la correspondencia entre país de origen de la agrupación y los bonistas nunca es inequívoca, los tenedores de bonos representados por la *Swiss Bankers Asociation* no necesariamente son residentes Suizos ya que, como se sabe, los bancos de dicho país son grandes receptores de dinero de todo el mundo y, por lo tanto, suelen representar a bonistas de diversos orígenes.

Sin embargo, y paradójicamente, la mayor agrupación de acreedores de la deuda externa no es extranjera sino que representa a los tenedores argentinos: la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default. En sí misma esta sola asociación representa a bonistas con tenencias por un valor de 40.000 millones de dólares, es decir, casi la mitad de la deuda en *default*. Sin embargo, esta asociación cuenta con una particularidad, ya que entre sus filas se encuentran las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (AFJP) del país, las cuales poseían bonos por un valor aproximado de 16.000 millones de dólares⁸⁴. Este no es un dato menor ya que constituían, por lejos, el principal inversor institucional con bonos en *default*⁸⁵.

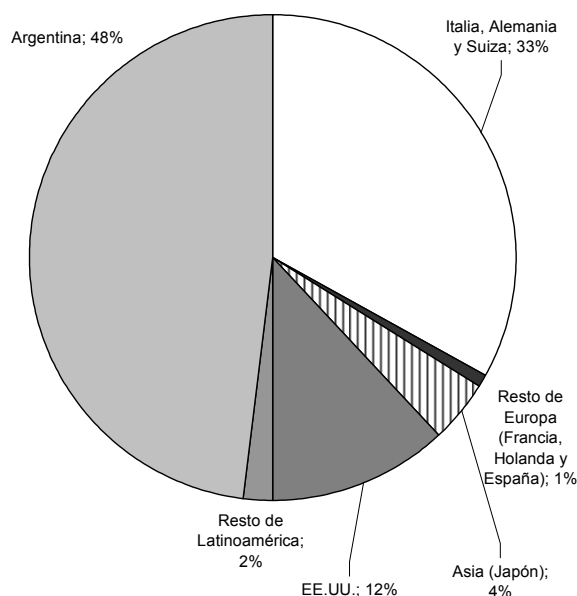
De esta manera, tal como se muestra en el Gráfico N° 9, si bien los tenedores de deuda argentina se reparten a lo largo de todo el mundo, el grueso de la misma está concentrada en la Argentina y unos pocos países centrales.

⁸³ Datos citados en Bruno (2004).

⁸⁴ A mediados de 2001 el entonces ministro de Economía, D. Cavallo, obligó a las AFJP a prestarle al gobierno el dinero que estaban recaudando con el objetivo de evitar el *default*.

⁸⁵ Como se verá en el próximo punto, a mediados de 2003 las AFJP desistieron de entrar en un canje por préstamos garantizados (pesificados) y pasaron a ser parte de los tenedores de deuda en *default*.

Gráfico N° 9. Deuda argentina en default según país de origen de los tenedores de bonos, Julio 2004.
(en porcentajes)



Fuente: Global Committee of Argentina Bondholders

Como se puede observar, los bonistas de Italia, Alemania, Suiza y los EE.UU. explican el 45% del total de la deuda en *default*, que, a su vez, es el equivalente al 87% de la deuda en manos de residentes extranjeros, mientras que los residentes en la Argentina, con el 48% del total, son los mayores acreedores de la deuda en cesación de pagos. Entre estos cinco países concentran el 93% de toda la deuda externa argentina que entró en *default* en diciembre de 2001.

En este sentido, no casualmente fueron las asociaciones de bonistas de estos países los que formaron en diciembre de 2003 el *Global Committee of Argentina Bondholders* (Comité Global de Poseedores de bonos), el cual se convirtió en el interlocutor más reconocido por la comunidad internacional respecto a la deuda argentina en *default*. Los principales impulsores de este comité fueron la *Task Force Argentina* (TFA) comandada por Nicola Stock y el *Argentine Bondholders Committee* (ABC) liderado por Hans Humes, a los cuales se sumaron el *Bank of Tokyo-Mitsubishi* y el *Shinsei Bank* de Japón y, en calidad de “observadores”, la *Argentine Bond Restructuring Agency* (ABRA) de Alemania y la *Swiss Bankers Association* de Suiza. Entre todos ellos representaban a más de 500 mil inversores individuales y unas 100 instituciones (bancos, comités, asociaciones, etc.) con bonos por un valor aproximado de 39.000 millones de dólares, es decir, casi el 75% de los bonos en poder de residentes fuera de la Argentina. El Comité Global (GCAB, por sus siglas en inglés) fue formalizado mediante un comunicado de prensa el 12 de Enero de 2004.

6.2. Los intereses y las contradicciones entre los diversos actores.

Si bien muchos de los actores involucrados en la renegociación de la deuda externa argentina han ido variando su posición de acuerdo a los acontecimientos, es posible identificar cuales son los intereses de cada uno de ellos y que tipo de conflictos se pueden develar a la luz de los mismos. Más allá de las cuestiones más obvias -los acreedores buscaban cobrar lo máximo posible y el gobierno argentino pagar lo menos posible-, pueden identificarse distintas estrategias y objetivos en función de la situación concreta de cada uno de los actores. Sin un análisis de este tipo es difícil comprender la manera en la que se llegó al canje y cuales fueron las condiciones de éxito de este.

En primer lugar, el gobierno argentino (tanto el de Duhalde como el de Kirchner), más allá de la orientación ideológica del mismo, se vio forzado primero a declarar el *default* y luego a tratar de obtener la mejor refinanciación posible, la cual inevitablemente iba a incluir una quita, ya que el monto de la deuda externa superaba con creces la capacidad de pago del país. Haber optado por continuar con el pago del total de la deuda para evitar el *default* u ofrecer un pago mucho mayor hubiese implicado, de ser posible, una profundización de la catástrofe social –ya sin precedentes- a niveles inimaginables. Debe recordarse que la Argentina venía de varios años de políticas de ajuste que habían llevado a un notable deterioro de las condiciones de vida de la mayor parte de la población, disparándose las tasas de desocupación, pobreza e indigencia. Como quedó demostrado tras el breve intento de López Murphy durante el gobierno de De La Rúa, la sociedad no estaba dispuesta a tolerar más ajustes drásticos, hecho que volvió a quedar más que patente durante las jornadas de diciembre de 2001 que terminaron poniéndole fin al gobierno de la Alianza.

En este contexto, realizar un mayor ajuste para cumplir con los compromisos de la deuda no sólo era económicamente dificultoso sino que, fundamentalmente, era política y socialmente insostenible. De hecho la consigna del no pago de la deuda externa gozaba de gran popularidad por aquel entonces en el país⁸⁶. Cualquier gobierno que quisiera lograr algún grado considerable de gobernabilidad debía dar cuenta de esta situación y, por lo tanto, debía estar dispuesto a enfrentarse, aunque más no sea moderada y circunstancialmente, a los acreedores internacionales.

Por otro lado, para una parte de los sectores empresarios que apoyaban la renegociación, la deuda era una traba para sus intereses más inmediatos, ya que muchos de estos dependían de la reactivación del mercado interno. Si bien el capital en su conjunto siempre está interesado en recomponer la cadena de pagos ya que necesita del crédito y disponer de la libre circulación de capitales⁸⁷, también es cierto que los pagos por los intereses de la deuda, por un lado, dificultaban enormemente cualquier política de reactivación del mercado interno y, por otra parte, implicaban un drenaje de excedente económico (plusvalor) generado localmente al exterior, lo cual

⁸⁶ Esta era una de las principales consignas del conjunto del movimiento piquetero, así como de las asambleas barriales y numerosas organizaciones sociales, además de los tradicionales partidos de izquierda.

⁸⁷ Debe recordarse al respecto que la burguesía argentina fugó al exterior una cifra superior a los 100.000 millones de dólares y que, por lo tanto, estaba interesada en llegar a un arreglo por el tema de la deuda que reestableciera la libre circulación de capitales.

achicaba no sólo las ganancias sino que, fundamentalmente, limitaba las posibilidades de reinversión de capital a nivel local o su fuga al exterior. Esto es así ya que los pagos por intereses de la deuda externa disminuyen el ingreso disponible en la economía argentina, lo cual afecta tanto la demanda como la inversión. Asimismo el cumplimiento de los compromisos requiere, en circunstancias como las que rigieron durante la década de los noventa, del endeudamiento del Estado en el mercado local, lo cual repercute en un alza en la tasa de interés y, por lo tanto, disminuye la rentabilidad de las inversiones “productivas”.

Al respecto, no caben dudas que el endeudamiento público fue funcional a los grandes capitalistas locales durante el período de valorización financiera ya que, más allá de la estatización de la deuda privada, proveía de las divisas necesarias para la fuga de capitales. Pero también es cierto que, pago de capital e intereses mediante, en el largo plazo terminan saliendo más divisas de las que entran, con lo cual se perjudica a la misma lógica que antes se beneficiaba.

De aquí puede interpretarse la posición adoptada por los principales capitalistas locales -pero también de varios extranjeros muy vinculados al mercado interno-, muchos de ellos nucleados en entidades como la Unión Industrial Argentina (UIA), la Asociación Empresaria Argentina, el Coloquio de IDEA, etc. También es cierto que aquellos grupos capitalistas que son exportadores o que están estrechamente vinculados al sistema financiero presentan fuertes intereses en recomponer la situación de la Argentina en el mercado de pagos, pero esos mismos actores, por estar asentados en el país, también eran conscientes del latente peligro de disgregación social y el riesgo que implicaba una mayor desestabilización social para sus actividades en el país.

Si bien es cierto que la gran burguesía argentina no financiera detenta títulos de la deuda externa, no menos cierto es que, según los datos de las cuentas externas argentinas, buena parte de los fondos fugados está en depósitos, inmuebles o colocaciones de elevada liquidez que no se vieron afectadas por el *default*. En cambio, en tanto capitalistas productivos, los mismos se veían favorecidos por una devaluación de la moneda dado que les permitía reconstituir su tasa de ganancia. Cabe aclarar al respecto que no había devaluación posible sin *default* de la deuda ya que, con un dólar mucho más alto, el monto de los intereses se volvía imposible de pagar.

En este sentido, los menos preocupados por el cese de pagos eran los sectores autodenominados “productivistas”, nucleados fundamentalmente en el Grupo Productivo, cuyo principal impulsor fue la UIA. Estos sectores pugnaban por revertir la relación de fuerzas existente con el capital financiero y el sector servicios. En este sentido, su prioridad era la reactivación del mercado interno, la licuación de sus pasivos y el cese o disminución de la transferencia de recursos que venían haciendo al capital financiero vía precios relativos. Una manifestación de esto último lo constituía la evolución de la tasa de interés por encima de la tasa de ganancia, situación que se modificó tras el *default*⁸⁸.

⁸⁸ Si bien en un primer momento tras el *default* la tasa de interés se elevó significativamente, luego fue descendiendo sostenidamente, aún en un contexto inflacionario, hasta ubicarse en niveles menores a los registrados durante la década de los noventa.

Por otra parte, muchos de los grupos económicos estaban interesados en que las condiciones de renegociación de la deuda fuesen favorables para el país ya que varios de ellos también tenían deudas con el exterior y, por lo tanto, lo que ocurriese con la deuda pública sentaría un precedente para las renegociaciones entre privados. De esta manera, cuanto mejores fuesen las condiciones de pago para el país, mayores posibilidades de presionar por mejores condiciones para ellos mismos en la renegociación de sus deudas privadas.

Los más preocupados por el *default* entre los actores locales, además de los acreedores, fueron los bancos privados, lo cual es lógico dado que la esencia de los mismos es el mercado de crédito y la libre movilidad de capitales y, por lo tanto, son los primeros interesados en que se normalice la situación de pagos. Sin embargo, no todos los bancos reaccionaron de la misma manera ya que los más activos fueron los privados representados en la Asociación de Bancos de la Argentina (ABA), mientras que los bancos públicos y los cooperativos nucleados en Abappra adoptaron posiciones similares al resto de las corporaciones empresarias locales. Todos estaban interesados, tras el “corralito financiero”, en reestablecer la confianza en la banca en general, pero para estos últimos esta tarea estaba muy vinculada a la suerte del mercado interno y una reactivación económica, mientras que los primeros debían responder más o menos directamente a los intereses de sus casas matrices en el exterior.

Lógicamente los más interesados en poner fin al *default* eran los tenedores de bonos de la deuda argentina, los cuales querían cobrar lo máximo posible. Más allá de las diferencias entre los mismos esbozadas en el punto anterior, en general todos estaban más o menos de acuerdo en conceder mayores plazos para el pago de intereses pero sin ningún tipo de quita, ni en el capital, ni en los intereses. Este era el objetivo de máxima de los bonistas y para ello fue que se juntaron en las diversas asociaciones mencionadas anteriormente. Sin embargo, como se mencionó, las posiciones no eran completamente homogéneas ya que, en general, las agrupaciones más “chicas” se mostraron más predispuestas al diálogo y a realizar mayores concesiones que las más “grandes”. Esto parece estar vinculado a una estrategia del gobierno por intentar “dividir” el frente de los acreedores, negociando con agrupaciones menores y no sólo con el Comité Global o las asociaciones más grandes.

Sin dudas la menor capacidad de presión sobre organismos internacionales y gobiernos extranjeros de los tenedores de bonos más “chicos” obligaba a éstos a considerar con mayor cautela las ofertas del gobierno ante la posibilidad de no cobrar nada, lo cual era aprovechado por el gobierno para mostrar respaldos a su oferta entre los acreedores. Lo que ambos actores en general pasaban por alto era el escaso porcentaje de bonos de la deuda que representaban estas asociaciones más pequeñas.

La diferencia sustancial entre los acreedores residentes en la Argentina y los bonistas extranjeros no radicaba en que los primeros supuestamente tendrían una mayor comprensión de la situación del país o una actitud más contemplativa -tal como quedó demostrado en las acciones encaradas por la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default (ADPD)-, sino en los acreedores institucionales que eran parte

de los mismos. El caso más importante es el de las Administradoras de Fondos Jubilación y Pensión (AFJP), las cuales tenían en su poder bonos de la deuda por unos 16.000 millones de dólares. Si bien las mismas adoptaron en un primer momento una estrategia más confrontativa, rechazando la pesificación de los préstamos garantizados y, por lo tanto, quedando entre los “defaulteados”, finalmente el acuerdo alcanzado entre éstas y el gobierno previo a la apertura del canje fue, sin dudas, uno de los hechos decisivos que marcaron las posibilidades de éxito del mismo. Con el acuerdo con las AFJP el gobierno se aseguraba un importante piso de aceptación del canje (del orden del 17%) y además le servía para presionar al resto de los acreedores para que ingresasen en el mismo.

Si bien los motivos concretos del cambio de posición de las AFJP no fueron dados a conocer, debe tenerse en cuenta que las Administradoras son propiedad de los mismos bancos que tuvieron que aceptar la pesificación asimétrica a cambio de una compensación del gobierno. Lo cierto es que el acuerdo se dio en un momento en que la tasa de interés era baja a nivel internacional y en el cual los bonos argentinos cotizaban a un quinto de su valor nominal, con lo cual los bancos podían verse beneficiados con una revaluación parcial de sus créditos y recomponer sus relaciones con el país sobre bases contables más cercanas a la realidad (Gigliani, 2002). Por otra parte las AFJP pudieron verse amenazadas por parte del gobierno con una posible reestatización del sistema previsional. Lo cierto es que descontento social con el sistema de jubilación privada había crecido notoriamente en esos años y los bancos gozaban de una pésima reputación social tras el “corralito financiero”.

Entre las agrupaciones de bonistas extranjeras más grandes, como se mostró, las más “combativas” eran las de Italia (TFA) y las de Alemania (IGA), las cuales, a su vez, eran las más presionadas por sus miembros y tenían el apoyo, sobre todo la primera, de sus respectivos gobiernos nacionales. También, con un nivel de confrontación importante, aunque con una presencia algo menor -probablemente debido a la posición “menos dura” de su gobierno-, se encontraban las asociaciones de bonistas de Norteamérica (ABC). En el caso de los bonistas japoneses, si bien integraban el Comité Global, no se mostraron tan activos hecho vinculado al gran desconocimiento por parte de los tenedores de bonos privados de la situación argentina.

Justamente es interesante analizar un poco más detenidamente las posturas que adoptaron los distintos gobiernos extranjeros frente al *default* argentino. Los más “duros” con el país fueron los gobiernos de Italia, Alemania, Japón y Gran Bretaña, los cuales buscaron presionar a la Argentina por diversos medios y ámbitos, ya sea a través de declaraciones directas o en el interior de organismos internacionales y nucleamientos de países como el FMI o el G-7. En el caso de los tres primeros países, la adopción de posturas más rígidas se explica, en principio, por la nacionalidad de gran parte de los principales bonistas perjudicados. Como se mencionó anteriormente, Italia fue el país extranjero con mayor cantidad de bonistas perjudicados por el *default*, mientras que en Alemania y Japón, junto a bonistas de Suiza y Estados Unidos, hubo también numerosos perjudicados. El gobierno de Suiza tuvo una participación menor que los otros por dos motivos lógicos: en primer lugar, por su menor tamaño como país y su menor relevancia relativa en el escenario internacional y, en segundo lugar,

por representar mayormente a bonistas cuyas inversiones estaban radicadas en el país pero que no residían en el mismo.

La inicial “dureza” de Gran Bretaña –luego matizada- está más relacionada con su *status* de centro financiero a nivel mundial que con haberse visto damnificada directamente por el *default* argentino. Al ser Londres la *city* financiera más importante del mundo junto a Nueva York, el gobierno inglés debía presentarse -de alguna manera- como garante de las reglas de juego del sistema financiero y, por ende, sancionar los incumplimientos. El caso de los Estados Unidos merece un tratamiento diferenciado, ya que, además de ser la potencia hegemónica a nivel global, su posición está determinada por numerosos factores.

Contrariamente a lo que se podía esperar, el gobierno de los Estados Unidos no adoptó una actitud de extrema “dureza” contra la Argentina si no que fue muy cauto en el proceso de renegociación. En primer lugar, no hicieron declaraciones tras el *default* sino que las mismas se demoraron bastante y no fueron ni de condena categórica ni de aprobación. El gobierno de los EE.UU. se mostró todo el tiempo, más allá de los reclamos formales, bastante contemplativo con la situación Argentina y se presentó como el principal aliado, después de España, para ayudar al país a salir de la crisis.

Esta posición del gobierno norteamericano pudo deberse a varios factores, entre los cuales interesa destacar algunos a modo de hipótesis. En primer lugar, el gobierno de los Estados Unidos había apoyado muy fuertemente todo el proceso de reformas durante la década de los noventa, mientras la Argentina se mostraba como un fiel aliado. Sin lugar a dudas, la política exterior norteamericana hacia el subcontinente latinoamericano, y más particularmente hacia la Argentina, había avalado el proceso de endeudamiento en la década de los noventa, con lo cual, de alguna manera, era al menos co-responsable de la crisis. Por supuesto que el hecho de que los Estados Unidos no condenaran fuertemente a la Argentina luego del *default* no respondía a un sentimiento de “culpa” sino que se trataba, por un lado, de minimizar el problema, tratando de desvincularlo de las políticas del “Consenso de Washington”⁸⁹ y, por otro, de presentar la cuestión como un problema particular de los tenedores de bonos.

En segundo lugar, el cambio de la administración Clinton por la de Bush (h) y, con ello, el reemplazo de R. Rubin como secretario del Tesoro por P. O'Neill, suponía un cierto desplazamiento en las fracciones que conformaban en el bloque en el poder en los EE.UU.. Si bien la hegemonía continuó en manos del capital financiero, al interior del mismo ganó peso el capital detentador de títulos de propiedad (acciones) en detrimento del capital de préstamo (Dumenil y Levy, 2002), así como lograron una

⁸⁹ El documento conocido como “Consenso de Washington”, en su versión original, fue propuesto por el John Williamson (1989) para referirse al denominador común en los consejos de políticas emanados de las instituciones multilaterales de crédito hacia los países subdesarrollados en general, y hacia los de América Latina en particular. Las ideas centrales agrupadas bajo el “Consenso de Washington” pueden resumirse en los siguientes diez puntos: (i) disciplina fiscal; (ii) redireccionamiento del gasto público hacia sectores que ofrecieran por un lado altos retornos económicos, y por el otro, el potencial de mejorar la distribución del ingreso (por ejemplo: salud primaria básica, educación primaria, infraestructura); (iii) reforma fiscal (para bajar la tasa promedio de imposición y ampliar la base imponible); (iv) liberalización de la tasa de interés; (v) tipo de cambio competitivo; (vi) liberalización comercial; (vii) liberalización de los flujos de inversión extranjera directa; (viii) privatización; (ix) desregulación financiera (eliminando las barreras a la entrada y salida de capitales); y (x) seguridad de los derechos de propiedad.

mayor presencia sectores industriales más tradicionales como la industria del acero, del petróleo, etc.

Debe destacarse que los intereses de estas dos fracciones del capital financiero son contrapuestos. Los últimos necesitan una alta tasa de interés, y eso reduce las ganancias del capital productivo y por ende, los ingresos (los dividendos) de quienes detentan su propiedad, que están representados por O'Neill. En este sentido Anne Kruger y el propio O'Neill reflejan bien las dos posiciones mencionadas. La titular del FMI quería crear, a través del Fondo, un proceso de quiebra para los países que daría a los acreedores un poder decisivo sobre el país en *default* a fin de asegurar el máximo cobro posible. Desde esta lógica, la cesación de pagos, a veces inevitable, es un problema para el mercado mundial de capitales y, por lo tanto, debe ser regulado, estableciendo, al igual que en los mercados internos, un proceso de quiebra aunque en estos casos el que pasa a ser quebrado y puesto bajo la vigilancia de los acreedores es un Estado. En cambio, para O'Neill el *default* debía ser tratado como un asunto entre privados y no estaba dispuesto a aportar dinero de los "contribuyentes norteamericanos" para salvar la inversión de los "especuladores".

En definitiva, este cambio en la representación de las fracciones de clase en el gobierno norteamericano contribuyó a imponer la idea de minimizar los salvatajes al capital financiero, sobre todo cuando se trata de problemas entre privados que no afectan de manera sustancial al sistema financiero mundial. Esto último puede ser considerado como un tercer factor en sí mismo, ya que la crisis de la deuda argentina, a diferencia de lo que ocurrió por ejemplo en 1982, no puso en riesgo ni afectó seriamente al sistema financiero norteamericano. Esto está relacionado directamente con los cambios operados en dicho sistema en los últimos 30 años, tema que será tratado brevemente en el próximo punto.

Si se tienen en cuenta estos cambios, es más fácil comprender asimismo la postura adoptada por el FMI: mientras la Argentina le siguió pagando al organismo, no adoptó ninguna acción sustancial de "castigo" hacia el país. En realidad la estrategia del Fondo, el cual fue perdiendo peso e imagen a nivel internacional por motivos ya mencionados, consistía en conseguir que la Argentina no entrara en *default* con el organismo. El FMI estaba más interesado en su suerte –cada vez más amenazada por la situación de sus principales deudores y las cada vez más fuertes críticas a las funciones del organismo– que en salvar a bonistas individuales alrededor del globo. En este sentido el Fondo expresaba mayormente la posición del gobierno norteamericano aunque, a diferencia de este, debía dar cuenta de las presiones que ejercían sobre el mismo los gobiernos de países más perjudicados por el *default* como Italia, Alemania y Japón.

Seguramente el país central que menos varió su relación con la Argentina tras el *default* fue España. Este fue el primero de los países centrales que expresó su apoyo a la Argentina. Podría decirse que esta actitud se debió a que España fue uno de los principales inversores en el país durante la década de los noventa⁹⁰; el interés del

⁹⁰ Entre otras empresas españolas que realizaron inversiones de gran magnitud durante la década de los noventa, se destacan Telefónica, Aerolíneas Argentinas (primero Iberia y luego Marsans), los bancos

mismo era preservar dichas inversiones y garantizar la permanencia y rentabilidad de sus empresas transnacionales. El costo de retirar las inversiones españolas en la Argentina, dada la magnitud de las mismas, hubiese sido muy alto. Por el contrario, España prácticamente no se vio afectada por el *default* en tanto los bonistas de dicho país son un número insignificante, aunque sí figuraba como acreedor el propio gobierno español a partir de préstamos realizados a través del Club de París.

7. Reflexiones finales. Ganadores, perdedores y el rol de los cambios en el sistema financiero mundial.

7.1 Aproximación general a la relación entre el capital financiero internacional y las clases dominantes periféricas.

Desde mediados de los años setenta el capital financiero ha desarrollado una expansión enorme a partir de los cambios operados en la economía mundial y el desarrollo de nuevas tecnologías informáticas y de comunicación. Su cada vez mayor movilidad y su fuerza centralizadora de capitales lo han convertido en la fracción hegemónica del capital, llegando a condicionar el conjunto del proceso de acumulación a nivel mundial.

Como a comienzos del siglo XX, pero de una manera mucho más sofisticada y efectiva, en la actualidad el capital financiero internacional presiona sobre los Estados Nacionales para que se cumplan las condiciones necesarias para el proceso de acumulación de capital sin tener una mayor consideración sobre la suerte de las poblaciones locales⁹¹. Esto es particularmente importante en los países de la periferia, donde el capital se encuentra cada vez más desvinculado del mercado interno y, en mucho mayor medida, de la suerte de las clases populares. Si las condiciones no son óptimas y no hay buenas posibilidades de inversión (léase en este caso, tasas de interés), el capital se redirecciona hacia países que ofrezcan condiciones más favorables.

En este contexto, el cumplimiento de los compromisos externos ha sido una condición en la que en general han estado de acuerdo las franjas superiores de las burguesías periféricas. Particularmente, en la Argentina de las últimas décadas no ha existido ninguna fracción de la clase dominante que reclame seria y consecuentemente la ruptura con el “imperialismo”. Si bien los intereses de las clases dominantes locales y el capital extranjero han estado entrelazados al menos desde fines del siglo XIX (con el establecimiento del modelo agroexportador)⁹², la instauración del patrón de acumulación de “valorización financiera” a partir de la última dictadura militar implicó una renovada imbricación de intereses entre los grandes grupos económicos locales y extranjeros y el capital financiero internacional.

Esta estrecha vinculación de intereses no supone que no existan conflictos en torno al destino del excedente, tal como se planteó durante la década del ochenta, donde la

Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA - Francés) y Santander (Río), Repsol (YPF), Endesa, Gas Natural, Prosegur, etc.

⁹¹ Al respecto ver, entre otros, Bauman (1999).

⁹² Al respecto consultar Arceo, E. (2003).

moratoria de hecho de la deuda externa terminó beneficiando a los grupos económicos en detrimento de los acreedores externos⁹³. Pero esta puja por el excedente no ha sido llevada al plano de ruptura total en el sentido de una confrontación sostenida en el tiempo cuyo objetivo sea cambiar radicalmente la composición del bloque en el poder y, como consecuencia de ello, el tipo de inserción del país en la división internacional del trabajo. Este tipo de “enfrentamientos” no buscan romper con el “imperialismo” sino, en todo caso, procuran llegar a un mejor acuerdo con él⁹⁴.

La interrelación de intereses con el capital financiero internacional no se debe sólo a que los capitalistas locales precisan del acceso al crédito y la libre circulación de capitales en “abstracto”. Debe destacarse que muchos de los propios capitalistas locales son en gran medida acreedores de la deuda externa; éstos no participan del circuito financiero internacional solamente como perceptores de créditos sino también como depositantes de rentas y perceptores de intereses a través de la fuga de capitales⁹⁵. Gran parte del capital concentrado local se ha convertido en acreedor del Estado y, por lo tanto, está interesado en la disciplina fiscal y el pago puntual de los créditos⁹⁶. A través de la fuga de capitales, la burguesía argentina mantenía en el exterior, en 2001, un total de 107.114 millones de dólares, con lo cual necesita de la normalización de la cuestión de la deuda para recuperar la libre movilidad de sus capitales⁹⁷.

7.2. El caso argentino.

La particularidad del reciente *default* argentino no reside únicamente en la cesación de pagos, ya que, a pesar de ser esta la mayor de la historia, esta situación no es nueva en la historia de nuestro país⁹⁸. Lo más llamativo del mismo fue, por su magnitud, el relativo bajo impacto que tuvo en el sistema financiero mundial y el relativo “éxito” del proceso de renegociación de la deuda a pesar de incluir éste una fuerte quita. Si bien es cierto que la oferta final de canje de deuda fue sustancialmente mejorada respecto a las propuestas anteriores, no menos cierto es que de todas formas implicaba una pérdida sustantiva para los acreedores. Resulta llamativo, entonces, las escasas “sanciones” que tuvo la Argentina por parte del “mercado” y de las instituciones

⁹³ Al respecto consultar Basualdo (2006).

⁹⁴ Ver Miliciades Peña (1964).

⁹⁵ Al respecto consultar Kulfas y Schorr (2002) y Basualdo (2006).

⁹⁶ Al respecto C. Katz (2006) sostiene: “*Las naciones periféricas mantienen colocados en los bancos de los países centrales grandes montos de efectivo. Estos depósitos duplican las sumas de los préstamos que esas entidades giran a las regiones subdesarrolladas. Los gobiernos de estas zonas también acumulan reservas multimillonarias en divisas y bonos del Tesoro y destinan parte del ahorro local a sostener las monedas y los títulos de las principales potencias. Este tipo de asociación no podría perdurar si los países periféricos resolvieran declarar una moratoria de la deuda externa. Las clases dominantes de Sudamérica preservan el pago de la hipoteca para asegurarse también el cobro de los bonos que han suscrito con sus propios estados. Cierta porción de la deuda externa y el grueso de la deuda interna están en manos de este sector capitalista, que incrementó sus acreencias en las últimas crisis mediante la conversión de muchos pasivos a moneda nacional.*”

⁹⁷ Ver, entre otros, G. Gigliani (2002).

⁹⁸ En 1828 se produjo el primer *default* en el país, cuando la provincia de Buenos Aires incumplió el pago de un crédito otorgado por la Baring Brothers en 1824. En 1892 el gobierno de Luis Sáenz Peña renegoció un acuerdo celebrado el año anterior por Pellegrini, suspendiendo por diez años los pagos de capital de la deuda contraída por éste. Finalmente, en 1988, el gobierno de Alfonsín incurrió en una moratoria de la deuda *de facto*, la cual fue finalmente resuelta a través del Plan Brady en 1992 (Bruno, 2004).

internacionales. De hecho no hubo sanciones efectivas sustantivas más allá de algunos fallos judiciales adversos en el extranjero que no tuvieron mayores repercusiones, ni mucho menos ningún tipo de “bloqueo” o “expulsión del mundo” como se amenazaba durante los años noventa.

Muchos son los factores que contribuyeron a que no se cumplieran los pronósticos más agoreros acerca del no pago de la deuda, varios de ellos fueron de índole interna y otros de carácter externo. Entre los primeros se destaca, sin dudas, la magnitud de la crisis –social, económica y política- en la que quedó sumergida la Argentina a comienzos del nuevo siglo. La mayor parte de la sociedad argentina no estaba dispuesta a sufrir más ajustes, a la par que era muy fuerte la sensación de que no se podía caer más bajo, con lo cual las amenazas que pudieron funcionar anteriormente (“nos caemos del mundo”, “no va a haber más crédito”, “nos van a bloquear”, “no vamos a tener más comercio exterior”, etc.) habían perdido efectividad. La idea de que ya nada podía ser peor ayuda a explicar en gran medida por qué la sociedad estaba dispuesta a apoyar, o al menos a no contrariar, una medida que, a pesar de haber sido planteada anteriormente por distintos sectores, no había recogido una amplia aceptación popular. Sólo sectores minoritarios de derecha siguieron sosteniendo que había que pagar la totalidad de la deuda ya que era un “compromiso” que había asumido el país en su conjunto. Entre los sectores populares estaba más que claro que, tras más de 30 años de expansión ininterrumpida de la deuda, la mayor parte de la sociedad no se había beneficiado en modo alguno sino más bien todo lo contrario.

De esta manera se explica por qué, más allá de algunos sectores muy minoritarios, el no pago de la deuda prácticamente no encontró oposición en la sociedad argentina. Y a partir de ello también se puede comprender cómo un partido de gobierno que estaba lejos de tener posturas “antiimperialistas” declaró el cese de los pagos de la deuda externa y fue aplaudido por casi todo el arco político tradicional.

En el frente externo fueron varios los factores que contribuyeron a que la Argentina no fuese marginada de la comunidad internacional, algunos de carácter más estructural y de más largo plazo y otros relacionados con la particular coyuntura en la que se dio el proceso. Entre estos últimos pueden mencionarse varios, entre ellos el temor que existía a que la crisis argentina se expandiera por “efecto contagio” a otros países como Brasil y Turquía, lo cual afectaría de manera mucho más importante a las finanzas mundiales. Si otros países con abultadas deudas externas también entraban en cesación de pagos, el escenario internacional se vería sustancialmente agravado. En este sentido la intención era “aislar” a la Argentina para evitar mayores repercusiones a nivel mundial.

Esta era la posición del FMI, el cual tenía, en 2003, más del 85% de su cartera de créditos (56.042 millones de dólares) concentrada en cinco países con una importante inestabilidad financiera: Brasil, Turquía, Argentina, Indonesia y Rusia⁹⁹. El Fondo no podía permitir que sus grandes deudores entraran en *default* ya que ello implicaba una gran pérdida de ingresos que afectaba directamente su posición financiera. En este contexto se comprende por qué el FMI se preocupó de que la Argentina no entrara en cesación de pagos con el organismo, privilegiando de esta manera su propia situación

⁹⁹ Ver Bembi y Nemiña (2007).

en detrimento de los tenedores de bonos privados. Si se desataba una crisis financiera de gran magnitud, el Fondo no sólo sería incapaz de contenerla sino que la misma arrastraría al propio organismo dado su alto nivel de exposición crediticia.

La posición del gobierno de los Estados Unidos era similar a la del FMI: tratar de “contener” la crisis en la Argentina y descargar el mayor peso de ella en los bonistas privados, ya que, por los motivos antes mencionados, resultaba imposible hacerla recaer enteramente sobre la sociedad argentina. Si bien la dirigencia del Fondo adoptó mayormente la posición del gobierno norteamericano, también es cierto que el directorio del organismo debía dar cuenta de las tensiones en su interior, particularmente de los países más afectados por el *default* argentino como el caso de Italia. No obstante, la postura del gobierno de Bush terminó primando en el seno del organismo, aunque ello no se logró sin conflictos mediante, los cuales llegaron a poner en tela de juicio el propio rol del FMI.

Justamente, fueron relativamente pocos los países que adoptaron posturas muy duras contra la Argentina, entre ellos Italia y, en menor medida Alemania y Japón. Estos países buscaron ejercer presión sobre la comunidad internacional a través de instituciones como el G-7 o el propio FMI. Si bien lograron que dichas instituciones se emitieran juicios respecto al caso argentino, dichos pronunciamientos no fueron mucho más allá de “instar” al país a que negocie de “buena fe” con los acreedores, sin esgrimir sanciones efectivas o de importancia. De hecho, el único país que realmente mantuvo una postura muy dura contra la Argentina durante todo el proceso de renegociación fue Italia, consecuencia de haber sido el país con mayor cantidad de bonistas afectados. De todos modos, cabe resaltar que, como los gobiernos extranjeros no estaban *directamente* afectados en términos económicos por el *default* argentino –salvo en lo que respecta al Club de París, aunque no son montos tan significativos- sino que era básicamente un problema político (el apoyo a los bonistas), su posición no fue de ruptura total con la Argentina ni mucho menos.

Por otra parte, hubo otros gobiernos que mostraron un apoyo más o menos decidido al gobierno argentino, entre ellos la gran mayoría de los latinoamericanos. Esto es lógico ya que, además de la historia común y la cercanía geográfica, muchos se encontraban en situaciones no tan distintas a la Argentina, aunque quizás de menor gravedad. Pero la Argentina, como se dijo anteriormente, también cosechó apoyos en países con mayor peso en el ámbito internacional, como los mencionados casos de Estados Unidos o España. En el primer caso, si bien el apoyo no fue siempre tan directo, su accionar en los organismos internacionales y la presión ejercida sobre otros gobiernos fueron fundamentales para, por ejemplo, que el FMI aprobara los acuerdos con la Argentina. En el caso de España, como se dijo anteriormente, predominaron los intereses de las transnacionales españolas, las cuales no estaban dispuestas a resignar las fuertes inversiones directas que tenían en la Argentina.

De esta manera se puede sostener que, salvo en el caso de Italia, la Argentina no encontró grandes resistencias a nivel internacional en el proceso de renegociación de la deuda externa. Esto coincide con el hecho de que se buscaba minimizar la crisis y que, tras el acuerdo con el Fondo, los afectados más directamente estaban concentrados en pocos países y eran de carácter privado.

Justamente esto último constituye el rasgo estructural más relevante que permite explicar por qué la crisis argentina no tuvo grandes repercusiones a nivel mundial y el país no fue condenado enérgicamente por el incumplimiento en los pagos de la deuda. A diferencia de, por ejemplo, la crisis de la deuda latinoamericana a comienzos de la década de 1980, en este caso los principales acreedores no eran los grandes bancos comerciales de los países centrales. Tampoco figuraban los propios gobiernos extranjeros entre los principales prestamistas, sino que el grueso de la deuda estaba colocada en bonos adquiridos por inversores particulares. Si bien una importante parte de la deuda correspondía a los organismos multilaterales de crédito (FMI, BM, BID), justamente esta fue la parte que no entró en *default*.

Los cambios en el sistema financiero producidos luego de la crisis de la deuda en los ochenta hicieron que los bancos, en lugar de ser los prestamistas, fuesen los intermediarios en las operaciones con deuda pública, evitando así poner en riesgo su propio capital. De esta manera quedaban mejor cubiertos ya que, frente a un eventual incumplimiento de los pagos, no debían responder con su patrimonio. Esto permitió que los daños por el *default* fuesen repartidos entre decenas de miles de inversores atomizados, muchos de ellos pequeños y medianos, lo cual dejó a resguardo al conjunto del sistema financiero internacional. Al haber quedado impaga mayormente la deuda contraída a través de la emisión de bonos, por un lado se limitaron los riesgos de una crisis financiera mundial y, por otra parte, disminuyeron marcadamente las posibilidades de una acción masiva y con el poder suficiente como para “castigar” al país deudor de manera significativa. De esta forma el frente del capital de préstamo quedaba fracturado, ya que las grandes instituciones financieras externas que colocaron los bonos ya habían recibido su comisión como intermediarios y no quedaron directamente afectadas por la cesación de pagos (aunque sí indirectamente por la desconfianza que crea el *default* en relación a los mercados emergentes).

De este modo, en el caso del *default* argentino, los principales damnificados no fueron el gran capital financiero en su conjunto sino una multitud de pequeños capitales de préstamo cuyo perjuicio afectó poco al conjunto del sistema financiero internacional. La desvalorización de estos capitales atomizados no tuvo como consecuencia el *crack* del sistema financiero sino conflictos particulares más fácilmente controlables. En esto mucho tiene que ver también el relativo poco peso que tiene la Argentina en el escenario internacional y su carácter periférico, dado que una situación similar en un país central seguramente adoptaría otras características.

Cabe destacar un elemento que sin dudas impulsó el canje: el acuerdo del gobierno argentino con las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión. A través de dicho arreglo se logró que el acreedor institucional más importante (u\$s 16.000 millones) suscribiera al canje. Es sintomático como, a partir de entonces, la percepción de la comunidad financiera mundial fue mucho más positiva respecto a que el canje sería exitoso¹⁰⁰.

Teniendo en cuenta el análisis realizado, parecería que múltiples factores explican la alta aceptación que obtuvo el canje de deuda ofrecido por el gobierno argentino. En un

¹⁰⁰ Al respecto ver, entre otros, “Wall Street cambió de opinión: ahora es optimista sobre el canje de deuda”, Diario La Nación, 17/10/04.

contexto donde las posibilidades de sanción al país eran más bien reducidas y siendo los acreedores un grupo heterogéneo y atomizado, muchos de éstos optaron por tratar de cobrar algo a perderlo todo, sobre todo teniendo en cuenta que la cotización real de los bonos argentinos en el mercado mientras duró el *default* se había desplomado. El “éxito” del canje de deuda se debió, entonces, tanto en factores coyunturales como estructurales.

Bibliografía:

- Arceo, Enrique (2003): "Argentina en la periferia próspera. Renta internacional, dominación oligárquica y modo de acumulación"; UNQUI/FLACSO/IDEP, Buenos Aires.
- Arceo, N., Monsalvo, A.P., Schorr, M. y Wainer, A. (2008): "Salarios y empleo en la Argentina. Una visión de largo plazo"; Colección Claves para Todos, Editorial Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Basualdo, E. (2006): "Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad"; FLACSO-Siglo XXI, Buenos Aires.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2000): "Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina"; IADE, revista *Realidad Económica*, N° 173, Año 2000, Bs. As.
- Basualdo, E., Lozano, C. y Schorr, M. (2002): "Las transferencias de recursos a la cúpula económica durante la presidencia Duhalde. El nuevo plan social del gobierno."; IADE, revista *Realidad Económica*, N° 186, Año 2002, Bs. As.
- Basualdo, E., Nahón, C. y Notcheff, H.: "Trayectoria y naturaleza de la deuda externa privada en la Argentina. La década del noventa, antes y después"; Documento de trabajo N° 14, Área de Economía y Tecnología – FLACSO, diciembre de 2005
- Bauman, Zygmunt (1999): "La globalización: Consecuencias humanas."; México, FCE.
- Bembí, M. y Nemiña, P. (2007): "Neoliberalismo y desendeudamiento. La relación Argentina-FMI"; Capital Intelectual, Bs.As.
- Bruno, E. (2004): "El default y la reestructuración de la deuda"; Ed. Nueva Mayoría, Bs.As.
- Damill, M., Frenkel, R., y Rapetti, M. (2005): "La deuda argentina: historia, default y reestructuración."; CEDES; Buenos Aires.
- Dumenil, G. Y Levy, D. (2002): "The field of capital mobility and the gravitation of profit rates"; *Review of Radical Political Economics*, Vol. 34, N° 4.
- Equipo de Gestión Económica y Social (2004): "Reestructuración de la deuda pública argentina"; EGES (www.eges.com.ar), Buenos Aires, febrero 2004.
- Gaggero, A. y Wainer, A. (2004): "Crisis de la convertibilidad: El rol de la UIA y su estrategia para el (tipo de) cambio"; IADE, revista *Realidad Económica*, N° 204, mayo-junio de 2004, Bs. As.
- Gigliani, G. (2002): "La explosión de la deuda externa"; en *Cuadernos del Sur*, N° 33.
- IDEF-CTA (2004): "Acerca de la negociación del endeudamiento externo. Discurso y realidad. La economía contra la política".

- Katz, C. (2006): "El MERCOSUR de las clases dominantes"; en <http://www.lahaine.org/katz/>.
- Katz, C. (2005): "¿Quién gana con el canje?"; en <http://www.lahaine.org/katz/>.
- McKinnon, R. (1973): "Money and Capital in Economic Development"; The Brookings Institution, Washington.
- Peña, M. (1964): "Fichas de Investigación Económica y Social N° 1", Editorial Fichas, Bs.As.
- Robinson, J. y Eatwell, J. (1976): "Introducción a la economía moderna"; Fondo de Cultura Económica, Madrid.
- Shaw, E. (1973): "Financial Deepening in Economic Development"; Oxford University Press, New York.
- Schorr M. y Kulfas M. (2003): "La deuda externa Argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración"; Colección Diagnósticos y Propuestas, N°6, Fundación OSDE, Buenos Aires.
- Schvarzer, J. y Finkelstein, H. (2004): "La debacle de la deuda pública argentina y el fin de la convertibilidad". Documento de Trabajo N° 6, CESPA, IIE/FCE/UBA, febrero de 2004.
- Tejeiro, M. (2001): "Una vez más, la política fiscal...", Centro de Estudios Públicos, Buenos Aires.