

LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA

**Diagnóstico y lineamientos
propositivos para su reestructuración**

MATÍAS KULFAS
MARTÍN SCHORR

LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA

Diagnóstico y lineamientos
propositivos para su reestructuración

FUNDACIÓN OSDE / CIEPP



C.I.E.P.P.
Centro Interdisciplinario
para el Estudio de
Políticas Públicas



MATÍAS KULFAS
Investigador del Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO)-Sede Argentina.

MARTÍN SCHORR
Investigador del Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO)-Sede Argentina.

La Fundación OSDE tiene como uno de sus pilares la defensa del pluralismo, por lo cual el presente trabajo no necesariamente expresa las ideas de la misma, siendo el contenido de este ejemplar de exclusiva responsabilidad del autor.

© 2003 Fundación OSDE - CIEPP

Impreso en la Argentina - Printed in Argentina
Queda hecho el depósito que marca la ley 11.723
ISBN: 987-

Se agradecen los muy valiosos comentarios que Martín Abeles, Enrique Arceo, Daniel Azpiazu, Alberto Barbeito, Eduardo Basualdo, Rubén Lo Vuolo y Hernán Soltz realizaron a versiones preliminares del presente trabajo y, naturalmente, se los exime de toda responsabilidad en cuanto a los errores u omisiones existentes. Asimismo, Arturo O'Connell aportó sus valiosos comentarios y opiniones en una entrevista mantenida con los autores, los cuales permitieron enriquecer este trabajo. También se agradece la valiosa colaboración de Sandra Malla.

El estudio fue concluido en el mes de agosto de 2002.

“[...] En ninguna otra parte el progreso ha sido tan drástico como en la Argentina, donde el resultado de las reformas económicas ha excedido las previsiones más optimistas. En efecto, los déficit fiscales se convirtieron en excedentes, la inflación cayó de cuatro dígitos a uno, la inversión aumentó y miles de millones de dólares de capital privado llegaron al país [...]. El panorama económico de este país ha sido transformado y un futuro próspero ilumina el horizonte”

NICHOLAS BRADY, agosto de 1993

“La deuda pública será insignificante hacia fin de siglo”

DOMINGO CAVALLO, 1993

“La crisis argentina debería hacernos recordar la imperiosa necesidad de reformar el sistema financiero mundial, y por una profunda reforma del FMI es por donde deberíamos comenzar”

JOSEPH SITGLITZ, 2001

“Ayudas como las del FMI convierten a la Argentina en un toxicómano”

MARK WEISBROT, 2001

“¿Por qué el dinero que yo pago de impuestos en Estados Unidos debería ir a la Argentina, si luego Duhalde y los empresarios se lo llevan a Miami?”

RUDIGER DORNBUSCH, marzo de 2002

“Deben poner en marcha políticas económicas que aseguren que, cuando llegue la asistencia, produzca algo bueno y no simplemente que se marche del país hacia cuentas en bancos suizos”

PAUL O'NEILL, julio de 2002

Introducción

Desde comienzos de los años ochenta, la deuda externa ha sido para la Argentina uno de sus principales problemas económicos. Independientemente del peso que pueda atribuírsele, es evidente que la magnitud que ha asumido el endeudamiento representa una considerable restricción para el desarrollo de una política económica que supere las crecientes condiciones de desindustrialización, desempleo y pobreza por las que atraviesa la Argentina. Tras el derrumbe del régimen de *convertibilidad*, la deuda ha llegado a representar aproximadamente el equivalente al producto bruto de la Argentina, y si se la quisiera cancelar sería necesario insumir más de 5 años de exportaciones o el equivalente a 14 años de recaudación tributaria. En otras palabras, la deuda externa ya no es sólo un obstáculo para el desarrollo sino también una carga imposible de afrontar en las condiciones actuales.

Sin embargo, esta consideración no debe obviar el papel que ha tenido el endeudamiento en el funcionamiento integral de la economía argentina y, particularmente, en la acumulación y en la reproducción del capital de los sectores más concentrados caracterizadas por la preeminencia de la valorización financiera. En otras palabras, y tal como se intenta mostrar a lo largo del estudio, el problema de la deuda externa no se limita a una cuestión meramente financiera sino que se relaciona estrechamente con las características que ha asumido el capitalismo argentino a partir de la última dictadura militar y de las pautas que han tendido a consolidarse durante la década pasada.

El objetivo central de este trabajo es analizar los factores que han determinado el crecimiento del endeudamiento externo del

país en el transcurso del último decenio y trazar ejes propositivos para una reestructuración que permita disminuir las restricciones que operan en contra de una política de desarrollo y de redistribución del ingreso. Asimismo, dicho marco propositivo debe ser contextualizado en un escenario caracterizado por el inicio de una crisis de la deuda en los llamados “mercados emergentes” y el avance de corrientes críticas acerca de la actuación de los organismos internacionales.

Como introducción al tema, resulta de interés remitirse a los orígenes del fenómeno del endeudamiento. La deuda externa tuvo su génesis histórica en el período que se abre a partir de la última dictadura militar. A mediados de los años setenta, la economía internacional presentaba elevados índices de liquidez, bajas tasas de interés y bancos ávidos de obtener nuevas plazas de colocación, cuando comenzaron a afluir al mercado doméstico (y a los de otros países de América latina) importantes corrientes de capitales. En el caso puntual de la Argentina, el ingreso de esos capitales asumió inicialmente la forma de préstamos al sector privado. El marco contextual era el de una economía que había reducido drásticamente sus niveles de protección y, tras varias décadas de economía cerrada, encaraba un proceso de apertura. A ello se agregó la reforma financiera, concretada en 1977, que liberalizó la actividad financiera (en rigor, se trató de una transferencia al sector privado de un control decisivo sobre el comportamiento del sector bancario, en particular, y el financiero, en general).

El negocio del endeudamiento externo consistía, esencialmente, en aprovechar el diferencial existente entre las tasas de interés locales e internacionales. De este modo, las divisas ingresaban al país, se cambiaban al apreciado tipo de cambio vigente y se colocaban en el mercado financiero local, operatoria que arrojaba cuantiosas ganancias (que, en su gran mayoría, posteriormente se remitían al exterior). A diferencia de otros países de la región, que destinaron parte del endeudamiento externo a profundizar sus procesos de industrialización, en la Argentina se

inició una etapa en la que la forma predominante de acumulación fue, y aún es, la valorización financiera ligada a la desindustrialización, a la centralización del capital y a la concentración de la producción y del ingreso.

Hasta fines de los años setenta se trataba esencialmente de una operatoria sesgada al sector privado (el endeudamiento público estaba asociado a las recurrentes crisis de balanza de pagos características del modelo sustitutivo). Posteriormente, también el Estado comenzó a participar asiduamente del endeudamiento, ejerciendo el papel de garante del mencionado proceso¹. Asimismo, y ante la magnitud que asumía el fenómeno, los bancos extranjeros comenzaron a exigir al sector privado local la apertura de depósitos bancarios que hicieran las veces de garantía para el funcionamiento de uno de los circuitos que por entonces formaba parte de la denominada “bicicleta financiera”.

El alza de las tasas de interés internacionales y el fracaso de la política económica de Martínez de Hoz pusieron fin a la operatoria. En 1981 la moneda se devaluó en forma significativa y el sistema financiero estuvo al borde del colapso. La “solución” fue aportada por el entonces Presidente del Banco Central, Domingo Cavallo, quien resolvió la implementación de un seguro de cambio para permitir a los deudores privados locales el repago de su deuda con el exterior. Si bien dicho seguro incluía una tasa de interés, la inflación y las posteriores devaluaciones la fueron licuando y se produjo, en los hechos, la estatización de la deuda externa privada².

1. Basualdo (1987) y (2000b).

2. Este proceso se articuló, a principios de los años ochenta, con la licuación de una proporción considerable de las deudas privadas con el sistema financiero local (el mecanismo consistió, muy esquemáticamente, en fijar la tasa de interés e inducir un fuerte crecimiento de los precios domésticos, como resultado de lo cual la misma se tornó fuertemente negativa, con el consiguiente beneficio para los deudores).

Se trató de una extraordinaria transferencia de recursos públicos hacia sectores concentrados del capital. Cabe recordar que sólo 28 grupos económicos locales y 102 empresas transnacionales concentraban nada menos que el 64% de la deuda externa privada³ y que, además, los deudores habían sido obligados por sus acreedores a disponer de depósitos bancarios como garantía⁴.

El fenómeno verificado fue entonces una extraordinaria transferencia de capitales hacia el exterior, lo cual expresa la contracara del crecimiento de la deuda. En efecto, por cada dólar de endeudamiento externo existía aproximadamente otro dólar perteneciente a residentes locales que se había fugado al exterior⁵, situación que ha continuado verificándose hasta la actualidad.

De este modo, la deuda externa, que a mediados de los años setenta no superaba los 8.000 millones de dólares, en 1983 se encontraba en valores próximos a los 45.000 millones de esa misma moneda.

Restaurada la democracia, el gobierno de Raúl Alfonsín, en la figura de su primer Ministro de Economía, Bernardo Grinspun, partió de una posición dura y distante con el Fondo Monetario Internacional (en adelante, F.M.I.) y estableció negociaciones con otros países de la región tendientes a la conformación de un “club de deudores”, pero las mismas se fueron diluyendo en pocos meses. La profunda recesión por la que atravesaba el país inhibía cualquier posibilidad de hacer frente al pago de la deuda y sus intereses, de modo que la mera acumulación de atrasos la fue incrementando hasta llevarla a valores próximos a los 60.000 millones de dólares al finalizar su mandato en 1989. Un año antes se había resuelto suspender los pagos por todo concepto,

3. Basualdo (1987).

4. En otras palabras, en lugar de exigir la ejecución de dichas garantías, el Estado argentino asumió una deuda que no le pertenecía y que no había financiado el crecimiento económico sino más bien todo lo contrario.

5. Basualdo y Kulfas (2000).

lo que provocó que se acumularan atrasos por unos 6.000 millones de dólares⁶.

En ese período fracasaron las diversas “soluciones” planteadas para hacer frente al problema de la deuda⁷. Entrados los años noventa, y a partir del gobierno de Carlos Menem, se produjeron importantes transformaciones estructurales. El canje de activos públicos por papeles de la deuda fue una de las primeras medidas adoptadas por tal gobierno. En 1993 se puso en marcha el denominado Plan Brady, el cual sería –en opinión de los funcionarios entonces gobernantes– la solución definitiva al problema de la deuda. Lejos de ello, el Plan Brady representó el inicio de una nueva etapa de endeudamiento, situación que comenzó a evidenciar señales de agotamiento en el año 2000, agudizándose hacia fines del año 2001, cuando la crisis se profundizó aún más, se declaró el *default* de la deuda pública con los acreedores privados y se optó por abandonar el régimen de *convertibilidad* a partir de una fenomenal devaluación de la moneda doméstica.

La actual crisis de la deuda (la tercera en dos décadas) se desató en el marco de fuertes pujas en el escenario local e internacional. Por una parte, estuvo signada por la tensión entre “devaluadores” y “dolarizadores”, en un escenario donde la puja en torno a la salida de la *convertibilidad* estuvo planteada desde

6. Recién en abril de 1990 se restablecerían los pagos de la deuda, aunque de manera parcial, a razón de 40 millones de dólares mensuales, cifra que se incrementó levemente a partir de 1991 y hasta el restablecimiento pleno de los pagos, tras la firma del Acuerdo Brady. Al respecto, consultar Echegaray (1990) y Machinea y Sommer (1990).

7. Entre las sucesivas negociaciones fallidas, se formularon diversas instancias tendientes a renegociar el endeudamiento externo argentino (y el latinoamericano en general) entre las que se encontraron las propuestas del denominado Plan Baker y la capitalización de deudas. Para un análisis de las negociaciones realizadas durante el gobierno del Dr. Alfonsín véase, entre otros, Bouzas y Keifman (1988) y (1990); García y Junco (1987) y Machinea y Sommer (1990).

1999⁸. Por otra parte, se produjeron algunos cambios a nivel internacional. En particular, la asunción de George W. Bush en el gobierno estadounidense y la paulatina conformación de un contexto de opinión adverso hacia el accionar del F.M.I. generaron importantes modificaciones en la apreciación del caso argentino y en las perspectivas sobre la reestructuración de la deuda.

Para la elaboración del diagnóstico sobre la situación actual del problema en cuestión, en la sección I del presente trabajo se estudian la evolución y los factores determinantes del crecimiento de la deuda externa argentina durante los años noventa. En la sección II se realiza una evaluación del contexto sociopolítico e institucional, analizando los escenarios posibles para una reestructuración de la deuda. En este sentido, se examinan experiencias internacionales recientes de cesación de pagos y las posturas de organismos internacionales, de gobiernos de países centrales y de sectores políticos y sociales locales. Finalmente, en la sección III, y derivado de los análisis precedentes, se presentan algunos lineamientos propositivos para una reestructuración de la deuda que resulte compatible con la implementación de un programa de desarrollo productivo y de redistribución del ingreso nacional que beneficie a los trabajadores, activos, pasivos y desocupados.

Antes de concluir esta introducción, es de interés realizar dos acotaciones metodológicas de relevancia vinculadas al desarrollo del trabajo. La primera tiene que ver con el concepto de deuda externa. Históricamente, dicho concepto ha estado asociado a las obligaciones financieras -contraídas en moneda extranjera- asumidas con bancos y organismos del exterior.

La complejización del fenómeno de la deuda trajo consigo dificultades para delimitar con mayor claridad su concepto. En las estimaciones realizadas por las autoridades económicas durante los años ochenta predominaba el *criterio de "moneda"*, se-

8. Basualdo (2001).

gún el cual todas las obligaciones del Estado contraídas en moneda extranjera debían ser consideradas como endeudamiento externo. Sin embargo, y tal como sigue ocurriendo en la actualidad, existía una considerable masa de acreedores de dicha deuda, tanto particulares como instituciones financieras y empresas, que eran residentes del país.

Otro criterio ha sido el de la “*colocación primaria*” de las deudas, según el cual se debe considerar como deuda externa toda obligación que fuera inicialmente contraída con una persona física o jurídica no residente en la economía local. También este criterio ha presentado problemas, razón por la cual, particularmente en los años noventa, ha sido frecuente la compraventa de títulos de la deuda argentina en el mercado secundario, los que, debido a ello, han pasado de manos entre residentes y no residentes con ostensible asiduidad.

El criterio adoptado por las autoridades económicas nacionales durante los años noventa fue el de estimar el *stock* de deuda existente en cada período del tiempo correspondiente a no residentes. De este modo, la mayor dificultad se ha presentado con los títulos públicos, debido a las frecuentes operaciones en el mercado secundario⁹. De hecho, hacia fines del año 2001 se estimaba extraoficialmente que cerca del 60% de los títulos se encontraba en manos de residentes locales.

Independientemente de los criterios adoptados, debe destacarse la magnitud e importancia que ha asumido el fenómeno de la deuda en su conjunto. La dolarización de buena parte de las transacciones que se realizan en la economía argentina ha desdibujado aún más la frontera entre los conceptos de deuda externa e interna. Por tales motivos, *resulta de interés analizar el conjunto de la deuda pública*, particularmente la que está denominada en moneda extranjera, para luego ir delimitando diver-

9. A través de la información aportada por depositarios de títulos de la deuda argentina en el exterior, la autoridad económica ha ido estimando la proporción de la deuda en títulos que debía ser considerada como externa.

dos universos de acreedores, tanto en el país como en el exterior.

La segunda acotación que cierra esta introducción se relaciona con el fenómeno de la deuda privada. Si bien no es el objeto del presente trabajo, vale la pena recordar que la deuda privada ha incidido decisivamente en el monto actual de la deuda pública, al tiempo que en el presente existen fuertes presiones para que el Estado otorgue un nuevo seguro de cambio tras el proceso maxidevaluatorio iniciado en enero de 2002. Asimismo, aun suponiendo que el Estado se desentendiera completamente del problema de la deuda privada, cabe reconocer la importancia del fenómeno en términos de futura demanda de divisas para su repago. Por tales motivos, a lo largo de esta investigación se presentan notas y acotaciones relacionadas con dicho fenómeno.

I

Caracterización de la deuda externa argentina

I.1. Evolución de la deuda argentina durante los años noventa. Tendencias generales

En los últimos once años, el problema de la deuda ha exhibido una trayectoria circular. En efecto, en 1990 la Argentina aún se encontraba en cesación de pagos, con un nuevo programa económico y a la espera de una renegociación efectiva; y a fines del 2001 nuevamente se asistía a una nueva cesación (parcial) de pagos, a profundos cambios en el régimen económico y al inicio de una nueva etapa de arduas negociaciones con el F.M.I. ¿Qué sucedió en el camino?

A principios de los noventa se planteaba que la solución definitiva al problema de la deuda llegaría de la mano de reformas estructurales de corte neoliberal (privatizaciones, *shock* de estabilización, desregulación, apertura de la economía y liberalización de los flujos financieros) sumadas a una efectiva renegociación siguiendo las pautas del denominado *Plan Brady*.

El primer paso en la materia fue el inicio del proceso de privatizaciones, para lo cual se habilitó el pago de parte del paquete accionario de algunas empresas estatales con títulos de la deuda externa argentina. Tales fueron los casos, fundamentalmente, de las primeras dos grandes privatizaciones concretadas: la empresa de aeronavegación Aerolíneas Argentinas y la telefónica Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTel)¹⁰. Esta

10. El monto total de títulos rescatados a través de los programas de privatizaciones ascendió a 15 mil millones de dólares, y las operaciones que

modalidad permitió a los acreedores valorizar los devaluados títulos de la deuda argentina, los cuales estaban registrados en los balances a valores que oscilaban entre un 15% y un 20% del valor nominal.

Este proceso de canje de activos físicos por títulos de la deuda externa fue el primer paso hacia la denominada “solución” del problema del endeudamiento, por cuanto permitió que comenzara a reducirse el monto total de la deuda y, al mismo tiempo, se generaran “señales claras” hacia los mercados internacionales acerca del rumbo de la política económica adoptada.

Posteriormente, en diciembre de 1992, concluyeron las negociaciones del denominado Acuerdo Brady mediante el cual se realizaría el canje de los viejos préstamos otorgados por bancos comerciales por nuevos bonos “Brady” a 30 años, para lo cual se otorgarían quitas en el capital y reducciones en las tasas de interés.

El canje incluyó deudas por un total de 21.000 millones de dólares, a los cuales se adicionaron poco más de 8.300 millones de dólares en concepto de intereses impagos. Se instrumentó a través de la emisión de tres nuevos bonos¹¹. Por un lado, el Bono con Descuento (*Discount Bond*) tenía una quita del 35% y una tasa flotante (LIBO+0,8125%). Por otro lado, se podía optar por un Bono a la Par (*Par Bond*), que no tenía descuento pero pagaba una tasa de interés fija y más baja, la cual era creciente en el

mayor capitalización aportaron fueron las de ENTel y Aerolíneas Argentinas en 1990, las empresas del área de defensa en 1991, y SEGBA y Gas del Estado en 1992 (Dal Dín y López Isnardi, 1997). De esos títulos rescatados, 5.028 millones de dólares (un tercio del total) fueron aportados por la privatización de la empresa telefónica, los cuales –valuados a la cotización del mercado de entonces (15%)– equivalían a una inversión de 754 millones de dólares (Abeles, Forcinito y Schorr, 2001).

11. Para un completo análisis sobre las características y los resultados del Plan Brady consultar a Broda (1991), Dal Dín y López Isnardi (1997), Fanelli (1992), Maia (1995), y Melconián y Santángelo (1996).

tiempo (entre 4% y 6% anual). Los acreedores optaron fundamentalmente por el *Par Bond* (12.700 millones de dólares se canjearon por ese título), mientras que se suscribieron 4.300 millones de dólares en bonos con descuento (con la quita del 35%, equivalente a unos 2.300 millones de dólares). Finalmente, para los intereses atrasados se utilizó un tercer título denominado Bono a Tasa Flotante (*Floating Rate Bond –FRB–*), a 12 años, con 3 de gracia y a una tasa LIBO+0,8125%. La emisión de FRB alcanzó los 8.652 millones de dólares.

Asimismo, el plan incluyó el financiamiento para la adquisición de un bono de la reserva federal estadounidense denominado de “cupón cero”, el cual maduraría en paralelo a los bonos Brady. Esta “colateralización” de la deuda implicaba un reaseguro para el pago, por cuanto el valor del bono de la reserva federal sería, al momento del vencimiento de los títulos Brady, idéntico a los de estos últimos. En otras palabras, se estaba generando un mecanismo de pago en buena medida garantizado, hecho que incrementaba el valor de los bonos Brady en el mercado secundario.

Este canje de deuda implicaba, asimismo, atomizar y sumergir en el anonimato al universo de acreedores, por cuanto ya no se trataba de deudas contraídas con grandes bancos comerciales (como había acontecido durante el decenio de los ochenta) sino con tenedores de bonos que podían ser negociados en diversos mercados, tanto por inversores locales como del extranjero.

En resumen, al precio de sacrificar empresas públicas a valores que -como se demostró en diversos trabajos- resultaron significativamente subvaluados¹² y de efectivizar un canje, la

12. A modo de ejemplo, Abeles, Forcinito y Schorr (2001) muestran, para el sector telefónico, que cuatro grupos económicos locales y un banco de inversión internacional invirtieron 297 millones de dólares para la compra de acciones de las sociedades controlantes de las dos empresas telefónicas y, poco tiempo después, al momento de enajenar dichas acciones obtuvieron 1.370 millones de dólares, es decir 4,6 veces el capital invertido.

Argentina accedía a la posibilidad de reducir su endeudamiento neto en algo menos del 50%¹³.

Esta extraordinaria rentabilidad estaría evidenciando la subvaluación de la empresa al momento de su privatización. Para un completo análisis del tema en cuestión véase, además del citado texto, Basualdo (et al.) (2002). Otro ejemplo que grafica la subvaluación de las empresas al momento de su privatización también se verifica con las empresas telefónicas: “La subvaluación de los activos transferidos se vería reflejada cuando en diciembre de 1991 y marzo de 1992 se colocó a la venta en el mercado de valores el 30% restante de las acciones de la ex ENTel: por dicho remanente se recaudó la suma de U\$S 2.057 millones de dólares, más del doble que lo recaudado con la venta inicial del 60% de ambas empresas, pero totalmente en efectivo (U\$S 830 millones por las acciones de Telefónica, y U\$S 1.227 millones por las de Telecom) [...]. Si se hubiera vendido el 60% a los consorcios controlantes a la cotización que, en promedio, se infiere de estas colocaciones posteriores en el mercado de valores, se habría recaudado U\$S 4.114 millones. Si a su vez se supone que, de dicho monto, U\$S 214 millones corresponden a la parte pagada en efectivo, y el resto al valor de mercado de los títulos de la deuda capitalizados en la operación se habrían podido rescatar más de U\$S 25.000 millones de deuda externa a valor nominal, cinco veces más que los U\$S 5.000 millones efectivamente rescatados” (Abeles, Forcinito y Schorr, 2001).

13. En la mayoría de los estudios sobre el endeudamiento se utiliza el concepto de deuda bruta, el cual refiere exclusivamente a los pasivos externos del sector público sin considerar los activos externos del mismo (reservas, garantías, etc.). El acuerdo Brady, al incluir la emisión de bonos colateralizados, hizo que el concepto de deuda neta (es decir, la deuda bruta menos los activos externos del sector público como, fundamentalmente, las garantías) asumiera cierta relevancia para el análisis. En efecto, dado que el pago de una parte sustancial de la deuda externa se encontraba garantizado por el bono cupón cero del Tesoro de los EE.UU., era posible concluir que la deuda se había reducido sustancialmente en términos netos. Sin embargo, las posteriores emisiones no incluyeron esa colateralización y, simultáneamente, se produjeron diversos canjes de bonos Brady por otros títulos sin garantía con el objetivo de, precisamente, liberar las garantías para obtener mayor liquidez. Dicha operatoria representó un excelente negocio financiero en el corto plazo (de hecho fue elogiada en diversos informes elaborados por consultoras de la City porteña –por ejemplo, véase Melconíán y Santángelo, 1997–), pero colaboró con el progresivo deterioro de los indicadores de solvencia del país.

1.1.1. Evolución del stock de la deuda pública

Como se puede apreciar en el Cuadro 1¹⁴, durante el período 1990-1993 la deuda tendió a estancarse en valores próximos a los 60.000 millones de dólares. Entre 1990 y 1992 tal estabilidad se debió al canje de deuda por empresas privatizadas. El saldo del año 1993 refleja el canje concretado a través del Acuerdo Brady, en tanto se redujo sustancialmente la deuda con bancos comerciales (de 30.265 a 1.180 millones de dólares) mientras que creció la deuda en títulos públicos (de 11.292 a 41.926 millones de dólares). Asimismo, en ese año también se incrementó la deuda con organismos internacionales, los cuales aportaron los fondos necesarios para la adquisición del bono cupón cero de la reserva federal estadounidense. En otras palabras, el crecimiento de la deuda (del 6,8%) que tuvo lugar entre 1992 y 1993 se originó fundamentalmente en el costo financiero del Acuerdo Brady.

14. El Cuadro 1 fue elaborado utilizando, fundamentalmente, información publicada por la Secretaría de Hacienda. Dado que recién a partir de 1994 se realizó un cambio de metodología (que se mantuvo en lo sucesivo) y que los diversos registros oficiales y estimaciones privadas y de investigaciones difieren con relación al *stock* correspondiente al período 1990-1993, se adoptaron ciertos supuestos, al tiempo que se aplicó como criterio general tomar la estimación efectuada por la autoridad económica en cada período. Las principales diferencias entre las estimaciones existentes surgen a partir de la utilización del criterio de devengado sobre ciertas deudas. En particular, dado que algunas deudas previsionales y con proveedores así como las indemnizaciones a familiares de víctimas de la represión durante la última dictadura militar se pagaron con bonos de consolidación, algunos autores entienden que dichas deudas se originaron en períodos anteriores a los cuales fueron reconocidas, razón por la cual deben ser registradas en el momento de su generación y no en el de su reconocimiento. Este argumento fue utilizado con una clara intencionalidad política para “inflar” artificialmente el *stock* de deuda al momento de la asunción de Carlos Menem y, de este modo, justificar que durante su primer mandato presidencial el endeudamiento no sólo no se incrementó sino que, por el contrario, se redujo. Al

Cuadro 1
Evolución del stock de la deuda pública bruta de la Argentina, 1990-2001
 (millones de dólares a fines de cada período)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Títulos públicos	8.406	7.378	11.292	41.926	47.421	58.341	68.841	74.054	78.212	85.804	93.079	97.315
Organismos internacionales	8.222	7.962	7.104	10.501	11.894	15.384	16.367	16.790	19.122	20.311	21.764	32.362
Deuda bilateral	8.159	8.816	9.001	9.559	10.731	11.614	10.162	8.104	7.455	5.918	4.561	4.477
Banca comercial	30.944	32.874	30.265	1.180	1.567	1.816	1.452	1.423	3.646	5.029	2.461	2.015
Deuda de corto plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	3.295	4.174	5.108	6.746
Otros acreedores	1.851	1.811	1.083	580	587	617	283	731	628	641	1.045	1.537
TOTAL	57.582	58.841	58.745	63.746	72.200	87.772	97.105	101.101	112.358	121.877	128.018	144.453

Nota: el stock de deuda en títulos públicos a fines de 2001 incluye el canje concretado en noviembre de dicho año de algunos bonos por préstamos garantizados.

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda y del B.C.R.A..

Ahora bien, ¿fueron realmente las privatizaciones y el Plan Brady la solución definitiva al problema de la deuda, tal como lo expresaran las autoridades económicas en ese momento? La evidencia empírica indica lo contrario. A partir de 1993 no sólo no se reduce el peso de la deuda en el conjunto de la economía nacional sino que, por el contrario, se produce una nueva etapa de endeudamiento explosivo, sólo comparable con la registrada durante la última dictadura militar. En efecto, mientras la deuda creció un 10,7% entre 1990 y 1993 (a un promedio del 3,4% anual acumulativo), entre 1993 y 2001 lo hizo un 126,6%, a una tasa media anual del 10,8%.

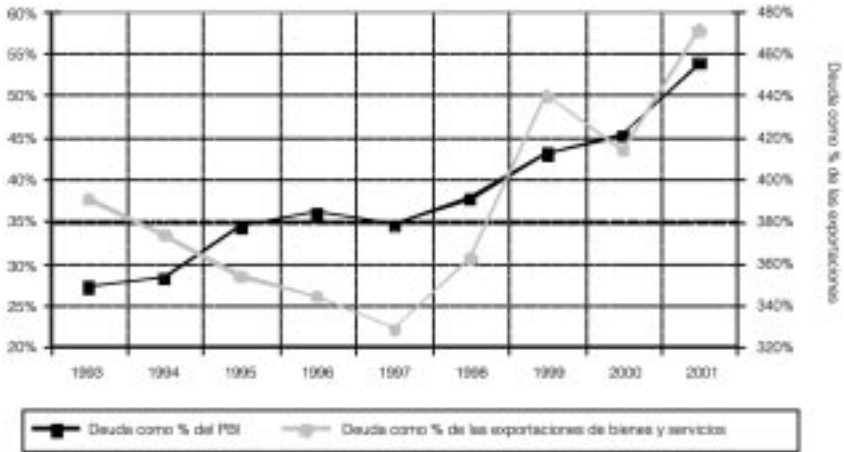
1.1.2. Impacto de la deuda pública

En el Gráfico 1 de la página siguiente puede apreciarse que, analizando la evolución del *stock* de deuda pública en términos del producto bruto interno, se produjo un crecimiento notable: desde el 27% en 1993 al 53,8% en 2001. Asimismo, con relación a las exportaciones de bienes y servicios se pasó del 390% en 1993 al 471% en 2001.

Esto significa que, a fines del año 2001, para pagar la totalidad de la deuda era necesario invertir más de la mitad del producto bruto interno de un año o el equivalente a casi cinco años de exportaciones.

respecto, véase en particular Melconián y Santángelo (1996). Tal metodología merece ser cuestionada en tanto, por razones obvias, se desconoce el universo global de deudas no reconocidas al momento de estimar el endeudamiento de cada período. Por tal motivo, comparar el endeudamiento del período actual (es decir, sin imputar deudas no reconocidas por ser, precisamente, desconocidas) con otro al cual se le han adicionado dichas deudas resulta inconsistente.

Gráfico 1
Incremento del peso de la deuda pública



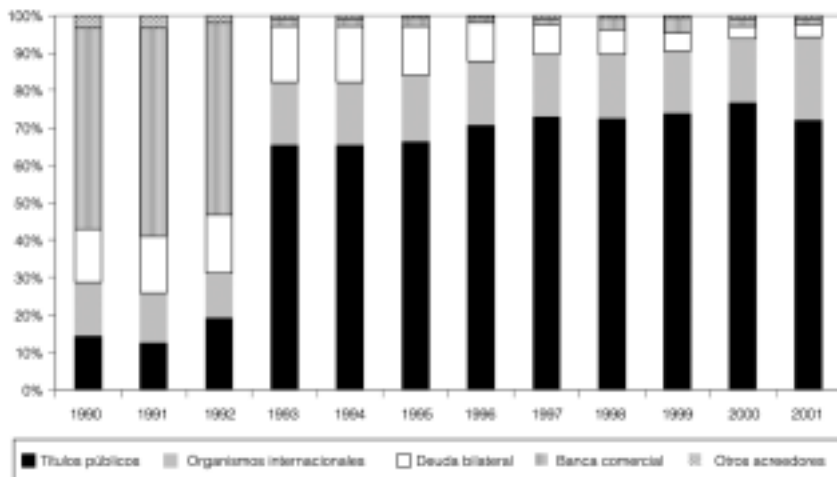
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

1.1.3. Composición de la deuda pública

En el Gráfico 2 es posible visualizar el cambio en la composición del endeudamiento que generó el ingreso al Plan Brady. En efecto, mientras entre 1990 y 1992 los bonos públicos representaban sólo el 15% de la deuda, con la banca privada como la principal acreedora con el 53% del total, entre 1993 y 1995 la participación de los títulos públicos se incrementó al 66%, llegando al 73% promedio entre 1996 y 2001. También creció la incidencia de la deuda con organismos internacionales (del 13% a comienzos de la década al 18% durante el último lustro), al tiempo que decayó la participación de los acreedores bilaterales (fundamentalmente el Club de París), de la banca comercial y de otros acreedores minoritarios.

En consecuencia, a diferencia de otros períodos, la mayor parte de la deuda no se concentra en torno a unos pocos acreedores sino que la modalidad asumida en el canje concretado en

Gráfico 2
Evolución de la composición de la deuda pública



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

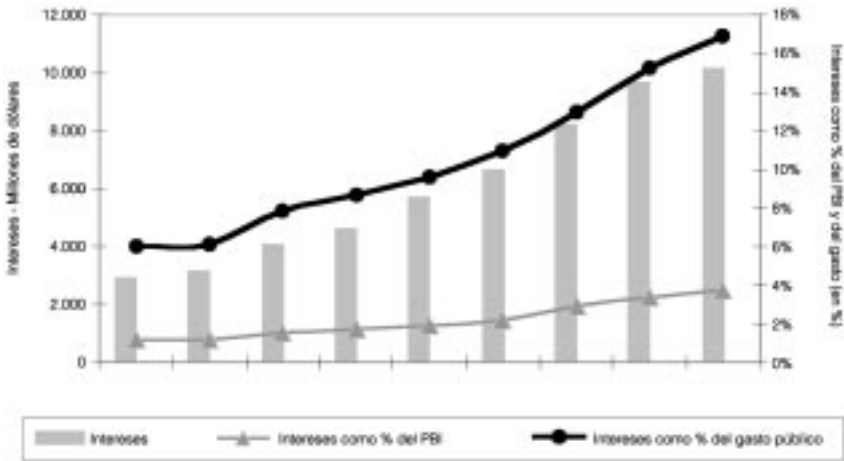
1993 y en las posteriores colocaciones conllevaron una considerable atomización del universo de acreedores.

1.1.4. Evolución de los intereses de la deuda pública

Si bien el Plan Brady implicaba también una reducción de la futura carga de intereses -razón por la cual los tomadores de los bonos optaron mayoritariamente por el bono a la par-, la creciente colocación de títulos con el consiguiente incremento del endeudamiento condujo al crecimiento ininterrumpido de la carga de intereses, los cuales crecieron a una tasa media del 17% anual acumulativo entre 1993 y 2001¹⁵. Asimismo, y como se

15. Se trata de la evolución del pago de intereses del sector público nacional. La información fue elaborada por la Secretaría de Hacienda y corresponde al resultado del sector público, base caja.

Gráfico 3
Evolución del pago de los intereses de la deuda pública



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

puede observar en el Gráfico 3, dichos intereses pasaron de representar el 1,2% del PBI y el 5,7% del gasto público en 1993 a absorber el 3,8% del PBI y el 19,8% del gasto público en el año 2001.

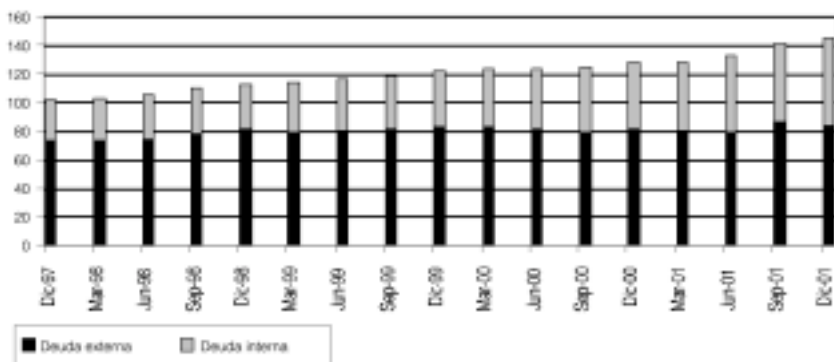
1.1.5. Deuda pública y deuda externa

Con independencia de las consideraciones realizadas en la introducción acerca de la importancia de analizar el conjunto de la deuda pública, como agregado fundamental a la hora de analizar las dimensiones e impactos del fenómeno en cuestión, se presentan a continuación las estimaciones sobre deuda externa elaboradas por la autoridad económica. Las diferencias sustanciales con respecto a la deuda total resultan de la estimación de la tenencia de bonos y títulos públicos por parte de residentes; ésta se ha ido incrementando considerablemente durante los últimos dos años como resultado de la menor propensión a

prestarle a la Argentina por parte de los mercados internacionales. En efecto, mientras la deuda externa creció a una tasa media anual del 3,4% entre 1997 y 2001, el endeudamiento con residentes lo hizo al 21,4% anual acumulativo en ese mismo período.

Por otra parte, se considera que más importante que estudiar la residencia del acreedor es analizar el tipo de bono que posee el acreedor y, particularmente, si el mismo, ante el diferimiento o suspensión del pago, se rige según la legislación nacional o de tribunales estadounidenses. Este tema, de fundamental importancia para el análisis de las alternativas de reestructuración de la deuda, es retomado más adelante.

Gráfico 4
Evolución del pago de los intereses de la deuda pública
Desagregación según residencia del acreedor, 1997-2001
Monto en miles de millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

En el Cuadro 2 se presenta la evolución del total de la deuda externa bruta, incluyendo al sector público nacional, provincial y municipal, al sector privado no financiero y al sector financiero.

Cuadro 2
Estimación de la Deuda Externa Bruta
(millones de dólares a fines de cada período y porcentajes)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Var. 91-01	T.a.a.
DEUDA EXTERNA TOTAL	61.337	62.972	72.425	85.908	99.147	110.613	125.052	141.929	145.289	146.338	139.783	127,9%	8,6%
Sector Público no Financiero y BCRA (incluye deuda provincial)	52.739	50.678	53.606	61.268	67.192	74.113	74.912	83.111	84.750	84.615	87.844	66,6%	5,2%
Bonos y títulos Públicos	5.771	6.879	31.594	36.881	38.176	46.219	48.942	55.585	57.763	57.615	50.570	776,3%	24,2%
Deuda refinanciada en el Plan Brady	26.670	25.516	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-100,0%	-100,0%
Organismos internacionales	7.962	7.104	10.501	11.322	15.088	16.150	16.561	18.916	20.167	21.639	32.192	304,3%	15,0%
Acreedores oficiales	9.042	9.207	9.765	10.917	11.609	10.127	7.881	7.248	5.754	4.432	4.368	-51,7%	-7,0%
Bancos comerciales	1.525	930	1.240	1.620	1.863	1.320	1.318	1.240	940	805	623	-59,1%	-8,6%
Proveedores y otros	1.769	1.042	506	527	455	297	210	122	126	123	91	-94,8%	-25,7%
Sector Privado no Financiero	3.524	5.774	9.938	13.842	18.203	20.841	29.551	36.512	36.911	36.949	35.261	900,6%	25,9%
Bonos y títulos privados	434	1.825	5.008	6.444	7.886	8.410	12.975	16.859	17.243	16.185	15.157	3.393,2%	42,7%
Organismos internacionales	223	253	345	498	632	758	818	821	1.186	1.172	1.135	408,1%	17,7%

Acreedores oficiales	454	454	835	1.369	1.945	2.253	2.473	2.472	2.334	2.294	2.032	347,9%	16,2%
Bancos participantes	118	197	273	512	640	1.164	1.138	984	1.312	1.154	991	740,8%	23,7%
Deuda bancaria directa	1.694	2.263	2.606	3.952	6.031	7.132	10.777	13.375	12.480	13.862	13.804	715,1%	23,3%
Proveedores y Otros	601	783	869	1.067	1.069	1.124	1.371	2.001	2.355	2.281	2.141	256,1%	13,5%
Sector Financiero (sin BCRA)	5.074	6.520	8.882	10.799	13.752	15.659	20.589	22.306	23.628	24.775	16.679	228,7%	12,6%
Bonos y títulos	108	781	1.991	2.812	2.513	3.978	5.064	6.161	6.349	6.598	5.337	4.841,6%	47,7%
Líneas de crédito	3.038	4.104	4.312	5.225	7.374	6.948	7.407	8.522	9.781	8.334	7.283	139,7%	9,1%
Organismos internacionales	300	301	295	327	331	502	459	431	499	465	504	67,8%	5,3%
Depósitos	184	323	1.031	1.706	1.727	1.603	2.822	2.354	2.630	3.788	1.231	569,2%	20,9%
Obligaciones diversas	1.444	1.011	1.253	729	1.807	2.628	4.837	4.838	4.369	5.590	2.324	61,0%	4,9%

FUENTE: elaboración propia en base a Ministerio de Economía, *Estimaciones trimestrales de la balanza de pagos*.

Como se desprende de la información que consta en el cuadro de referencia, si bien el endeudamiento público ha crecido en forma considerable, el componente más dinámico ha sido el correspondiente al endeudamiento del sector privado no financiero. En efecto, mientras el endeudamiento externo del Estado creció a una tasa media anual del 5,2% entre 1991 y 2001, el correspondiente al sector privado no financiero hizo lo propio al 25,9% anual acumulativo y el financiero a un promedio del 12,6% por año¹⁶. Al igual que en el caso del sector público, las empresas privadas no financieras privilegiaron la colocación de bonos (fundamentalmente obligaciones negociables) en mercados internacionales, si bien también creció en forma significativa la deuda bancaria directa.

En síntesis, de la información analizada precedentemente puede concluirse que lejos de hallarse una solución definitiva al problema del endeudamiento, el Acuerdo Brady resultó ser un nuevo punto de inflexión para el crecimiento de la deuda argentina.

1.2. Factores determinantes del crecimiento de la deuda argentina

1.2.1. El crecimiento de la deuda pública

Del conjunto de las consideraciones previas surge el interrogante acerca de cuáles han sido los factores que incidieron en el crecimiento de la deuda externa argentina durante el decenio de los años noventa. Ante el programa de reformas económicas y financieras implementado resultaría pertinente preguntarse: ¿fue-

16. Se trata de una situación muy similar a la que se registró durante el ciclo de endeudamiento que tuvo lugar entre fines de los años setenta y principios de los ochenta; período en el que la deuda privada no sólo fue el rubro de mayor crecimiento, sino que también definió la intensidad y las modalidades que asumió el endeudamiento estatal. Véase Basualdo (1987) y (2000b).

ron las privatizaciones y el Plan Brady una oportunidad inédita que las autoridades económicas desperdiciaron por ineficiencia o miopía?

Independientemente de las consideraciones que pudieran realizarse sobre la capacidad y la intencionalidad de los gobernantes y de los funcionarios, cabe señalar una serie de apreciaciones sobre el funcionamiento de la economía argentina a partir del régimen de *convertibilidad* y sus implicancias sobre el esquema de equilibrios macroeconómicos.

En marzo de 1991 se sancionó la Ley de Convertibilidad (N° 23.928). Lejos de tratarse de un mero instrumento de estabilización monetaria y cambiaria, la *convertibilidad*, al articularse con la implementación de un sumamente abarcativo programa de reformas estructurales (asentado sobre una liberalización financiera y comercial, la desregulación de una amplia gama de actividades económicas y la privatización de empresas públicas), asumió todas las características de un régimen económico¹⁷. La creciente necesidad de divisas para financiar el circulante y las reservas se hicieron extensivas al funcionamiento de la economía en su conjunto. La economía argentina necesitaría generar un creciente superávit de cuenta corriente para poder financiar la acumulación de reservas y, por esa vía, garantizar el sosteni-

17. En palabras de Vitelli (2001): “la convertibilidad de la moneda como modelo económico supera la simple idea del mantenimiento legal de la paridad cambiaria en una relación de un peso-un dólar estadounidense. También supera la relación fija, que exige la ley, entre la cantidad de dinero local y la masa de divisas externas. Constituye, en realidad, un instrumento absolutamente abarcativo que requiere de otros para operar. Además de determinar los niveles de moneda que llevan a la estabilidad cambiaria, la convertibilidad minimiza simultáneamente el control local sobre la cantidad de dinero existente en la economía, provoca que el nivel de actividad interna dependa del *quantum* monetario, impone un alto nivel de apertura comercial y financiera de la economía, motiva un continuo endeudamiento externo, determina que el control de la inflación interna induzca la desindustrialización y se vincula con elevados niveles de desempleo de la fuerza de trabajo”.

miento del esquema convertible. Pero como simultáneamente el atraso cambiario y la apertura de la economía causaban un sesgo adverso hacia la producción de bienes transables, provocando una creciente demanda de importaciones, la balanza comercial comenzó a presentar déficits estructurales, los cuales sólo se revirtieron en etapas recesivas tales como la crisis del “Tequila” y la de los años 2000-2001, cuando las importaciones se contrajeron en forma considerable.

En otras palabras, ante los déficits de cuenta corriente, la única forma de asegurar un superávit en la balanza de pagos era a través de ingentes ingresos de capitales. Parte de ellos fueron aportados por inversiones directas, pero los mismos no resultaron suficientes¹⁸, razón por la cual comenzó a expandirse el endeudamiento tanto público como privado.

Esta situación comenzó a agravarse a mediados de la década cuando se inició una nueva etapa de fuga de capitales locales hacia el exterior, contrariamente a las expectativas oficiales que proyectaban una continua repatriación de los mismos, la

18. Si bien dichas inversiones contribuyeron a generar un saldo positivo en la cuenta de capital, también tuvieron un impacto negativo sobre la cuenta corriente, incrementando la demanda de importaciones y las transferencias de rentas (remisión de utilidades y dividendos, pago de intereses y de regalías por la utilización de marcas y patentes, etc.). Ejemplo de ello es la creciente carga de las utilidades y los dividendos de los inversores extranjeros, los que promediaron los 1.900 millones de dólares anuales, de los cuales el 70% fue remitido a sus casas matrices. Sin embargo, durante la década la tendencia no fue homogénea: mientras durante el período 1992-94 el coeficiente de remisión de utilidades (cociente entre las utilidades remitidas al exterior y las utilidades totales obtenidas por las compañías transnacionales que operan en el país) ascendió al 45,7%, entre 1995 y 1998 se elevó al 70% y entre 1999 y 2001 al 90%. En otras palabras, mientras a comienzos de la década cerca de la mitad de las ganancias eran reinvertidas, hacia fines de la *convertibilidad* casi la totalidad de las utilidades eran giradas a la casa matriz. Para más detalles sobre el impacto de la inversión extranjera directa sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos véase Chudnovsky y López (2001), y Kulfas (1999).

cual se agotó rápidamente tras la cuasi finalización del proceso de privatizaciones^{19, 20}. De este modo, y tal como muestran

19. Tales eran las previsiones de las autoridades económicas. Como sostiene el documento oficial “Argentina en Crecimiento”: “A partir de 1991 se genera un movimiento de repatriación de los activos externos (básicamente depósitos en el exterior), que resultó muy importante en el período 1991-1993. En las proyecciones se presume que a partir de 1996 se reproduce la repatriación de capitales, aunque a un ritmo inferior dado la mayor proporción de ahorro nacional en el financiamiento de la inversión y el crecimiento” (Argentina en crecimiento 1995-1999, Tomo I, Proyecciones macroeconómicas, p. 101). Dichas previsiones eran compartidas por sectores del *establishment* internacional, tal como lo muestran las expresiones del ex Secretario del Tesoro de los EE.UU. e ideólogo de la refinanciación de la deuda latinoamericana, Nicholas Brady, quien en la conferencia de la Asociación de Bancos Argentinos celebrada en Buenos Aires en agosto de 1993 expresó: “Todos sabemos que había una cantidad de dinero latinoamericano que estaba invertido en el exterior. Esto es lo que se llamaba “capital fugitivo”. En la Argentina, por ejemplo, era casi equivalente al total de la deuda externa. Nosotros nos formulamos la siguiente pregunta: ¿con un ambiente adecuado no podremos lograr el retorno de ese capital fugitivo? ¿Acaso los ciudadanos de la Argentina no preferirían invertir en su casa si pudieran hacerlo razonablemente?” (ADEBA, 1993).

20. La información disponible indica que entre 1990 y 1992 se verificó una estabilización en el endeudamiento externo (ver los Cuadros 1 y 2), al tiempo que se constató la repatriación de una parte del capital local fugado en la década anterior. El primer fenómeno se relaciona con que, como fuera señalado, en la primera etapa de las privatizaciones se le dio prioridad a la capitalización de bonos de la deuda externa (lo que le permitió al Estado argentino reducir parte de sus pasivos con el exterior), mientras que el segundo se vincula con el hecho de que muchos grupos económicos repatriaron una parte importante de los recursos que habían fugado en los años ochenta con la finalidad de participar activamente en el “negocio” de las privatizaciones. Sin embargo, posteriormente, cuando comenzó a declinar el proceso privatizador (hacia 1993 ya se había transferido al sector privado prácticamente la totalidad de las principales empresas de propiedad estatal), recrudesció el endeudamiento externo y sobre todo, con inusitada intensidad, la salida de capitales locales al exterior motorizada, nuevamente, por los principales conglomerados empresarios que actúan en el país (los que, en este período, se desprendieron de una parte considerable de sus tenencias accionarias en las empresas privatizadas realizando cuantio-

diversos trabajos²¹, el sector privado comenzó a registrar un saldo negativo de balanza de pagos. En otras palabras, el sector privado comenzó a ser deficitario en divisas y fue el sector público, a través de su endeudamiento, el que cerró dicha brecha. El comportamiento de sectores económicos locales (fundamentalmente de grandes grupos económicos locales y sectores del capital transnacional) resultó entonces contradictorio con las posibilidades de supervivencia de la *convertibilidad*²².

En el Cuadro 3 es posible apreciar esta situación a partir de una desagregación de la balanza de pagos. Como se puede observar, la balanza en cuenta corriente fue siempre deficitaria, siendo compensada con un saldo positivo en la cuenta de capital y financiera. En el período comprendido entre 1992 y 1994, el sector privado contribuyó –gracias a ingentes ingresos de capitales, que superaron los 8.500 millones de dólares anuales, provenientes en lo sustantivo de la concreción del programa privatizador– a una acumulación de reservas por casi

sas ganancias patrimoniales –que, en buena medida, fueron remitidas al exterior–). Tan es así que a pesar de sus disminuciones de los primeros años, ambas variables alcanzaron un registro récord durante el decenio pasado, superiores –en dólares constantes– a los valores que se registraron durante la última dictadura militar. De tal magnitud fue dicho proceso que, hacia fines de la década de los noventa, la relación deuda externa/fuga de capitales era aproximadamente de 1 a 1 (en otros términos, por cada dólar que ingresó a la economía argentina vía endeudamiento externo, el capital concentrado interno fugó al exterior una cifra prácticamente equivalente). Para un tratamiento más detenido de estas cuestiones, véase Basualdo (2000b), Basualdo y Kulfas (2000) y (2002). Asimismo, consultar el Anexo I.

21. Damill (2000), Damill y Kampel (1999) y Kulfas (2001).

22. La evidencia empírica indica que los grupos económicos locales y algunos conglomerados extranjeros con actividad en el país tendieron a liquidar activos fijos y a posicionarse fuertemente en capital líquido y en empresas exportadoras. Al respecto, véase Basualdo (2000a) y (2001), Dal Dín (2000) y Kulfas (2001).

2.000 millones de dólares anuales. Pero hacia mediados de la década esta situación se revirtió: a pesar del crecimiento de la inversión directa, el sector privado siguió teniendo un saldo de casi 2.000 millones de dólares anuales, sólo que en esta ocasión el saldo tenía signo negativo, y fue el superávit generado por el endeudamiento público el que posibilitó más que compensar el mencionado déficit privado. Finalmente, durante los últimos dos años de la *convertibilidad* el sector privado registró saldo negativo en la cuenta corriente y en la cuenta capital, y tuvo un déficit anual de poco menos de 7.000 millones de dólares.

Para el sector público no había entonces alternativa: o se endeudaba en moneda extranjera o liquidaba parte de sus reservas para seguir haciendo frente a la demanda del sector privado. Esta última opción obviamente no era viable sin alterar el régimen de convertibilidad.

Naturalmente, esta situación afectó el funcionamiento de la economía en su conjunto y revela el principal déficit estructural de la *convertibilidad*. En este sentido resulta de interés la comparación entre los resultados que surgen de la balanza de pagos con las proyecciones que realizaban las autoridades económicas poco tiempo después de concretarse el Plan Brady. En el Gráfico 5 pueden apreciarse las divergencias entre las trayectorias de la deuda externa pública, sus intereses y los activos externos de residentes locales. Es posible entonces observar que se proyectaba un estancamiento con tendencia descendente en el *stock* de deuda, hecho que implicaba cierta estabilidad en la acumulación de intereses a pagar. Asimismo, se preveía una tendencia también decreciente en la acumulación de activos externos de residentes.

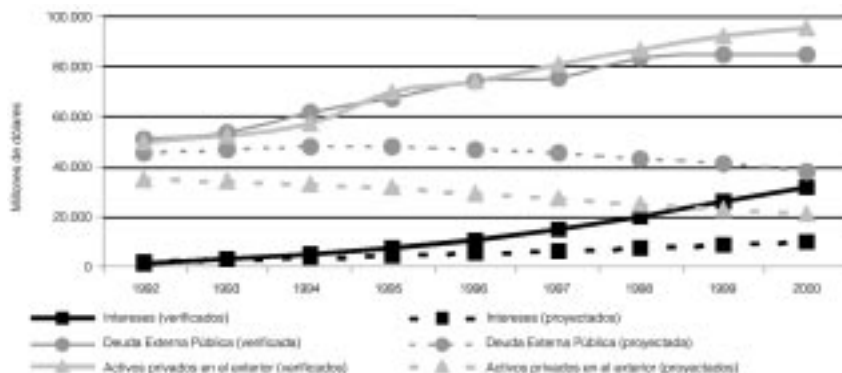
En tanto esta última proyección asumió un sentido inverso, el endeudamiento exhibió una tendencia creciente, impactó en la explosión de la carga de los intereses y se acumularon más de 30.000 millones de dólares pagados.

Cuadro 3
Desagregación de los saldos de la balanza de pagos,
1992-2001
(promedios anuales en millones de dólares)

	1992-94	1995-99	2000-01	Total 92-01
Cuenta corriente	-8.908	-10.654	-6.854	-9.370
<i>Sector privado</i>	<i>-6.650</i>	<i>-6.818</i>	<i>-1.448</i>	<i>-5.694</i>
Balanza comercial	-2.633	-380	5.033	27
Servicios financieros	-913	-2.515	-2.411	-2.013
Servicios reales y otros	-3.104	-3.924	-4.070	-3.707
<i>Sector público</i>	<i>-2.258</i>	<i>-3.836</i>	<i>-5.406</i>	<i>-3.677</i>
Servicios financieros	-2.141	-3.728	-5.322	-3.571
Servicios reales y otros	-117	-108	-84	-106
Cuenta de capital y financiera	11.842	13.711	2.761	10.960
<i>Sector privado</i>	<i>8.595</i>	<i>4.902</i>	<i>-5.309</i>	<i>3.968</i>
Inversión extranjera directa	4.783	10.602	7.428	8.221
Inversión de cartera y otras operaciones	4.097	-548	-5.814	-208
Fuga de capitales	-3.772	-9.935	-6.170	-7.333
Endeudamiento externo	3.487	4.783	-753	3.287
<i>Sector público</i>	<i>3.247</i>	<i>8.809</i>	<i>8.071</i>	<i>6.993</i>
Endeudamiento externo	3.247	8.809	8.071	6.993
Resultado de la balanza de pagos	2.934	3.056	-4.093	1.590
<i>Sector privado</i>	<i>1.945</i>	<i>-1.916</i>	<i>-6.758</i>	<i>-1.726</i>
<i>Sector público</i>	<i>989</i>	<i>4.973</i>	<i>2.665</i>	<i>3.316</i>

Fuente: elaboración propia en base a la balanza de pagos.

Gráfico 5
Deuda externa pública, intereses y fuga de capitales:
comparación entre la evolución verificada y las
proyecciones realizadas en 1993



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y al documento "Argentina en crecimiento".

En síntesis, el endeudamiento externo del sector público fue el factor que permitió compensar el desequilibrio externo privado durante los años de la *convertibilidad* o, más específicamente, un esquema de acumulación y reproducción ampliada del capital por parte de la elite empresaria local estrechamente ligado a la valorización e internacionalización financieras. En otras palabras, dichos ingresos de capitales fueron el combustible que permitió que la *convertibilidad* sobreviviera durante más de 10 años. Una vez cerrada la afluencia de financiamiento externo, dicho régimen monetario se derrumbó.

En este marco, el déficit fiscal asumió un papel decisivo para cubrir el desequilibrio externo. En tanto el sector público posee la mayor parte de sus gastos en moneda local y se endeudaba en moneda extranjera, dicho financiamiento permitió inyectar las divisas que el funcionamiento de la economía le demandaba. La evidencia empírica indica entonces que, aun en un escenario de equilibrio fiscal, el Estado hubiese debido recurrir al endeuda-

miento para afrontar la demanda de divisas del sector privado y garantizar el sostenimiento de la paridad cambiaria, tal como lo establecía la Ley de *Convertibilidad*.

Sin embargo, no resulta trivial recordar que al momento del Acuerdo Brady el Estado argentino, tras haberse desprendido de algunas de sus principales empresas, poseía un importante superávit fiscal. Dicha situación comenzó a revertirse en 1994, hecho que se vincula directamente con la privatización del sistema previsional, lo que generó una considerable merma en la recaudación.

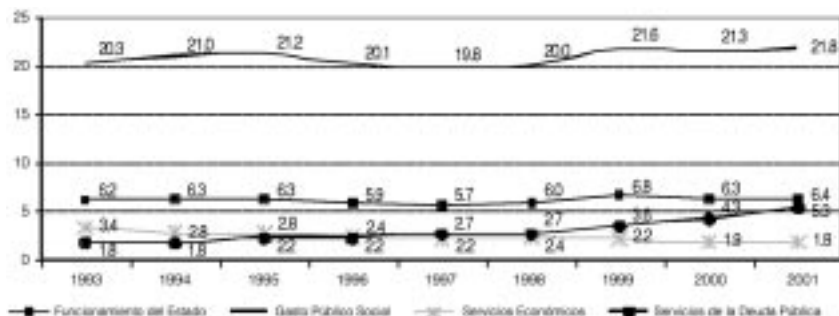
Como se puede visualizar en el Gráfico 6, si bien el gasto público experimentó cierto crecimiento durante la *convertibilidad*, dicho incremento acompañó el alza del PBI, es decir, no creció sustancialmente por encima de la economía en su conjunto. Más aún, analizando los componentes del gasto consolidado (administración pública nacional, provincias y municipios) es posible apreciar que el gasto destinado al funcionamiento del Estado se mantuvo relativamente constante (entre 1993 y 2001 pasó del 6,2% al 6,4% del PBI) mientras que el gasto público social creció muy levemente (del 20,3% en 1993 al 21,8% en el 2001).

Las excepciones a la tendencia general han sido los servicios económicos (cayeron del 3,4% al 1,8% del PBI) y los intereses de la deuda, que crecieron del 1,8% al 5,3% del PBI entre 1993 y 2001 (es decir, incrementaron su incidencia relativa en el conjunto de la economía doméstica en más de un 194%). En otras palabras, se trata de un Estado que mantuvo relativamente estable su gasto en funcionamiento y servicios sociales al tiempo que redujo drásticamente sus políticas activas en servicios económicos y elevó notablemente su carga de intereses²³.

Se trata, en esencia, de un fuerte déficit originado en una considerable resignación de ingresos generada –entre otros fac-

23. Lozano y Schorr (2001).

Gráfico 6
Evolución de los componentes del gasto público consolidado,
1993-2001
 (en porcentaje del PBI)



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

tores— por la reforma previsional del año 1994²⁴. Un trabajo del Ministerio de Economía (2001) reconoce que “desde 1995, los fondos transferidos a las AFJP explicaron en promedio un 73% del déficit del sector público [...] la acumulación de activos de las AFJPs no es otra cosa que la contracara del aumento del *stock* de deuda originado en la reforma”. El resultado de la privatización del sistema previsional ha sido en buena medida la pérdida de ingresos para el Estado, el cual debió endeudarse recurriendo, entre otros, a las propias AFJPs; a cambio de ello pagó tasas de interés que, al decir del último Ministro de Economía de la administración De la Rúa, Domingo Cavallo, se ubicaban en niveles “ruinosos”. Como se afirma en un estudio del

24. Ello se vio potenciado por la conjunción de dos factores: la eliminación de determinados tributos (como, por ejemplo, los impuestos sobre los débitos bancarios y a los sellos sobre los contratos y las operaciones financieras en la Ciudad de Buenos Aires, y la exención de gravámenes arancelarios a la importación de bienes de capital) y, derivado de ello, la consolidación de una estructura impositiva que se asienta, en lo sustantivo, sobre gravámenes al consumo.

CEDEM (2001), “las estimaciones más conservadoras señalan que el nuevo sistema de las AFJPs significó una merma de ingresos públicos de aproximadamente 4.500 millones de dólares anuales”.

En síntesis, durante los años noventa quedó en evidencia que existen aspectos vinculados al funcionamiento de la economía (en especial, de las fracciones empresarias líderes) que generaron un significativo desequilibrio externo. Cualquier futura solución del tema de la deuda deberá revisar estos aspectos inherentes al desenvolvimiento macroeconómico de manera de desarticular los factores de desequilibrio y, por esa vía, evitar que una nueva reestructuración de la deuda desemboque en un nuevo fracaso.

1.2.2. Breves notas sobre el endeudamiento externo privado

Como fuera mencionado, el endeudamiento externo del sector privado experimentó un notable crecimiento durante los años noventa (y replicó, en buena medida, lo acaecido durante el ciclo de endeudamiento que tuvo lugar en el transcurso del último gobierno militar). Si bien el monto de la deuda privada era sustancialmente inferior al de la pública, las tasas de crecimiento fueron más elevadas en el caso de la deuda privada. En efecto, como se puede apreciar en el Cuadro 2, mientras la deuda externa pública creció a un ritmo del 5,2% anual acumulativo entre 1991 y 2001, la deuda privada lo hizo a un promedio del 25,9% anual, y el *stock* se ubicó en 35.261 millones de dólares al final del período señalado.

El endeudamiento privado creció impulsado, fundamentalmente, por la emisión de obligaciones negociables (ON) con el exterior y por los préstamos bancarios directos. De hecho, ambos conceptos explican el 82,1% del *stock* de deuda externa privada. La información disponible permite comprobar que se trató de un fenómeno acotado a las grandes firmas del país. Un infor-

me del Ministerio de Economía señalaba que el 75% del *stock* de deudas externas del sector privado a fines de 1998 correspondía a sólo 59 empresas de gran envergadura (que, en no pocos casos, integraban un mismo conglomerado económico)²⁵. Diversas investigaciones indican que el endeudamiento privado asumió cuatro funciones básicas:

- el financiamiento de inversiones asociadas a grandes compañías, fundamentalmente las empresas privatizadas y ciertos sectores del capital concentrado local.
- El apalancamiento para la adquisición de firmas. Tal proceso se visualizó, por ejemplo, en los casos de algunos fondos de inversión como el Exxel Group o el CEI Citicorp Holdings, los que se valieron del endeudamiento para financiar la propia adquisición de la empresa²⁶; o de las licenciatarias del servicio básico telefónico (Telecom Argentina y, principalmente, Telefónica de Argentina) que, endeudamiento externo mediante, financiaron un proceso de fuerte expansión hacia los distintos segmentos del mercado ampliado de las telecomunicaciones (tanto en la Argentina como en el resto de América latina)²⁷.
- La probable utilización del endeudamiento como vía para garantizar la remisión de utilidades y eludir el pago del impuesto a las ganancias en el nivel local. Se trata, en otros términos, de una forma de manipulación de los precios de transferencia (en este caso no del precio de un bien sino de la tasa de interés implícita) que incrementa artificialmente los costos de las empresas que se desenvuelven en el país (debi-

25. Estudios recientes demuestran que apenas 80 grandes firmas explican casi el 100% del endeudamiento privado por la vía de obligaciones negociables que se registró durante el decenio de los noventa. Véase Basualdo, Lozano y Schorr (2002).

26. Para el caso del Exxel Group consultar el estudio de Naishtat y Maas (2000).

27. Al respecto véase Abeles, Forcinito y Schorr (2002).

do al peso de los intereses pagados) y reduce por ende la base imponible para el pago del impuesto a las ganancias. En un contexto de completa liberalización de los flujos de capitales y de atraso cambiario, el incentivo a recurrir a estas prácticas ha sido por demás elevado.

- La realización de ingentes beneficios financieros asociada al hecho de que una parte significativa del endeudamiento empresarial no se invirtió en el proceso productivo, sino que se volcó al circuito financiero local. En efecto, en un contexto de *convertibilidad* y apreciación de la moneda doméstica se aprovecharon las diferencias existentes entre las tasas de interés internacionales –a las cuales, en la generalidad de los casos, las grandes firmas tomaron los créditos– y las vigentes en el ámbito interno –a las cuales prestaron el dinero en la plaza nacional–. Posteriormente, buena parte de esos recursos extraordinarios fueron remitidos al exterior.

La cuestión del endeudamiento privado también se ha sumado a la larga lista de problemas económicos, sobre todo después de la fenomenal devaluación de la moneda doméstica que ha caracterizado al escenario post-*convertibilidad*, tema que es retomado en las siguientes secciones.

I.3. La nueva crisis de la deuda (2000-2001)

En diciembre de 1999 se produjo el cambio de gobierno y el Dr. De la Rúa asumió la titularidad del Poder Ejecutivo. El Ministro de Economía, José Luis Machinea, informó al momento de su asunción que la situación fiscal estaba comprometiendo las posibilidades de respetar el cronograma de pagos de la deuda. Desde su óptica, el déficit fiscal se encontraba en el orden de los 10.000 millones de dólares y se debía hacer frente a una carga de cerca de 12.000 millones de dólares en concepto de intereses. Esta situación se enmarcaba en un contexto recesivo

iniciado en el segundo semestre de 1998, hecho que impactó negativamente sobre la recaudación impositiva.

Ante este panorama, el ministro decidió encarar un programa de ajuste fiscal avalado por el F.M.I., el cual incluyó reducciones del gasto público y un incremento en las alícuotas del impuesto a las ganancias. Pocos meses después el programa reveló resultados insuficientes, puesto que derivó en un nuevo ajuste que incluyó la disminución de salarios en el sector público y trajo aparejada la agudización del cuadro recesivo. En este contexto, el denominado índice de *riesgo-país* comenzó a crecer en forma sostenida, lo que reflejaba la desconfianza de los calificadores de riesgo respecto de las posibilidades del país de seguir haciendo frente al pago de sus compromisos externos.

Desde entonces el problema de la deuda y el “fantasma del *default*” se transformaron en la principal preocupación del gobierno hasta su caída, en diciembre de 2001. Las distintas autoridades económicas entendieron que garantizar el repago de la deuda era fundamental para el sostenimiento del régimen de *convertibilidad*, y, por ende, el ajuste fiscal era el camino prácticamente excluyente a seguir.

A fines del 2000, el financiamiento voluntario por parte del sector privado quedó virtualmente interrumpido. El gobierno decidió entonces encarar una negociación con el F.M.I. con la finalidad de obtener flujos adicionales de financiamiento que permitieran garantizar el pago de las obligaciones del año siguiente y, de ese modo, retomar la confianza. Tal negociación terminó en el *blindaje*, concretado en diciembre de 2000 a través de la firma de un memorando con el mencionado organismo multilateral. Los fondos para concretar dicha ayuda financiera ascenderían a 39.700 millones de dólares a ser desembolsados durante el bienio 2001-2002 y serían provistos por el F.M.I. (13.700 millones de dólares), el Banco Interamericano de Desarrollo (2.500 millones de dólares), el Banco Mundial (2.500 millones de dólares), el gobierno de España (1.000 millones de dólares) y los bancos “creadores de mercado” (10.000 millones

de dólares), inversores institucionales de la Argentina (3.000 millones de dólares), mientras que los restantes 7.000 millones de dólares surgirían de futuros canjes de deuda²⁸.

A pesar de que las negociaciones con el F.M.I. fueron “exitosas”, la economía no lograba salir de la recesión. En ese marco, a principios de 2001 la recaudación continuaba mostrando una pobre *performance* y en marzo de ese año renunció el ministro Machinea. El nombramiento de Ricardo López Murphy en su reemplazo despertó profundas resistencias, en tanto anunció un severo programa de ajuste en el gasto público.

A tan solo dos semanas de su nombramiento fue obligado a renunciar y se designó en su lugar a Domingo Cavallo. El nuevo ministro anunció un programa económico diferente al de su efímero antecesor, pero en sólo tres meses se transformó en un nuevo ajuste fiscal (mucho más drástico que el que había querido aplicar López Murphy): el programa de “déficit cero”, según el cual la recaudación efectiva de cada mes se aplicaría en primer lugar al pago de los intereses de la deuda y el saldo se utilizaría para el resto de los gastos del sector público. Este programa llevó al ministro a aplicar una reducción de salarios y jubilaciones del 13% que, como era de esperar, trajo aparejada una nueva profundización de la recesión y, por esa vía, de la crisis económico-social.

Asimismo, ante la inminencia de una significativa carga de vencimientos en un contexto en que el financiamiento privado se encontraba completamente interrumpido, el ministro se propuso encarar un proceso de canje voluntario de títulos de deuda con el objeto de obtener un alivio en el cronograma de pagos. El denominado *mega-canje* se concretó el día 1 de junio. Las ofertas totalizaron los 32.818 millones de dólares. En concepto de amortización de capital y pago de intereses por los bonos acep-

28. Sobre las características del blindaje y el contexto en que fue acordado y anunciado véase Barbeito (2001), CEDEM (2001) y IEFE (2001).

tados, se redujeron las necesidades de financiamiento hasta el año 2005 en 16.047 millones de dólares (6.747 millones de dólares por pago de intereses y 9.300 millones de dólares por amortización de capital). El resultado fue entonces un alivio en el cronograma de vencimientos, pero acompañado de un sustancial crecimiento del *stock* de deuda y del pago de comisiones espurias por más de 100 millones de dólares (se llegó incluso al absurdo de que varios bancos cobraran importantes comisiones por canjear títulos que tenían en su propia cartera).

No obstante el elevado costo fiscal que había asumido el megacanje, dos meses más tarde se hizo evidente que había resultado insuficiente para generar alivio sobre las cuentas públicas. Al mismo tiempo, el déficit fiscal proyectado superaba ampliamente las metas acordadas con el F.M.I., con lo cual se comprometían los futuros desembolsos del blindaje.

En este marco, las corrientes de opinión en el escenario internacional mostraban algunos cambios significativos. Desde sectores académicos y políticos vinculados al *establishment* estadounidense, el cual reflejaba el cambio de gobierno ahora en manos del partido republicano, comenzó a mencionarse la necesidad de establecer una renegociación de la deuda con quita para los acreedores y se cuestionó, al mismo tiempo, los paquetes de ayuda financiera del F.M.I. Según esta visión la ayuda del Fondo había sido muy costosa, tanto para el organismo como para el país deudor, mientras que los acreedores no sólo evitaban pérdidas sino que finalizaban con un incremento de su rentabilidad. Ante la evidencia de la inminencia del *default*, las modalidades que éste asumiría comenzaron a ubicarse en el centro del debate (este punto se retoma en la sección II).

El severo ajuste fiscal sólo generaba un círculo vicioso: al no existir fuentes que reactivaran la demanda agregada (las distintas medidas aplicadas contribuían a profundizar su contracción), la restricción en el gasto agudizaba la recesión, hecho que derivaba en una caída en la recaudación con la consecuente necesi-

dad de ajustar aun más las erogaciones del sector público²⁹. En ese contexto, la última operación encarada por el gobierno del Dr. De la Rúa antes de su caída fue un nuevo canje de deuda (establecido a partir del Decreto 1.378/01). En esta ocasión no se trataba de un canje voluntario sino del reconocimiento implícito de la incapacidad para seguir pagando los intereses de la deuda³⁰. El día 2 de noviembre se anunció la apertura del proceso de canje de bonos por un esquema de préstamos garantizados por la recaudación de un nuevo tributo creado a tal efecto –el “impuesto al cheque”, mal llamado “impuesto sobre las transacciones financieras”–. Los nuevos bonos pagarían una tasa de interés máxima del 7% anual. El 14 de diciembre finalizó el tramo local del canje por casi 51.000 millones de dólares en bonos nacionales y provinciales.

El tramo internacional debía concretarse poco después, pero los acontecimientos políticos y sociales lo evitaron. La situación económica comenzó a agravarse en octubre, ante corridas, rumores y presiones sobre el sistema bancario. A fines de noviembre, una nueva corrida puso en peligro la sustentabilidad del sistema financiero y el ministro Cavallo decidió la implementación del denominado “corralito”, el cual congelaba la posibilidad de retirar libremente los depósitos bancarios. Era el principio del fin de la *convertibilidad*. Una oleada de fuga de divisas y la virtual paralización de la economía llevaron a la inevitabilidad

29. A pesar de esta clara evidencia, un funcionario del F.M.I., Stanley Fisher, señaló en la conferencia de la Asociación de Bancos Argentinos desarrollada en la Ciudad de Buenos Aires a mediados de 2001 que “el ajuste fiscal puede, en ciertas circunstancias, llevar a un círculo virtuoso en lugar de un círculo vicioso. ¿Cómo? La respuesta es sencilla: incorporando una reducción sostenida en la prima de riesgo y en las tasas de interés a nivel nacional”.

30. Desde la óptica de algunas calificadoras de riesgo, un canje de deuda en condiciones desfavorables para el inversor conduce a calificar al deudor en situación de *default*. Así lo entendió y manifestó, por ejemplo, la calificadora Standard and Poor's.

del *default*. Las movilizaciones populares del 19 y 20 de diciembre condujeron a la caída del gobierno, hundido en una fuerte crisis de legitimidad y en el agravamiento de la situación económica y social.

El 23 de diciembre, en su discurso de asunción luego de ser designado presidente por la Asamblea Legislativa, el Dr. Adolfo Rodríguez Saá anunció la interrupción del pago de la deuda; pero tras su caída, 8 días después el Dr. Duhalde asumió la presidencia provisional y anunció que la cesación de pagos incluiría sólo a la deuda en bonos no canjeados, es decir, se asumiría el pago de la deuda con organismos internacionales y del tramo local del canje.

Sin embargo, en materia de endeudamiento externo las medidas del presidente Duhalde han provocado impactos mucho más profundos y de aún compleja cuantificación. La salida de la *convertibilidad* y la resolución del problema del denominado “corralito” han conllevado un incremento de la deuda pública. En esta dirección, cabe señalar los siguientes aspectos:

- *La compensación del “descalce” entre activos y pasivos del sistema financiero como resultado de la pesificación asimétrica.* El Decreto 214/02 sancionado en el mes de febrero de 2002 estableció la pesificación, a la paridad 1 peso/dólar, de las deudas en dólares con el sistema financiero local y su actualización por un índice asociado a la evolución de la inflación –el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), que posteriormente fue parcialmente reemplazado por el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS)–. Por otra parte, los depósitos en dólares también fueron pesificados, pero a la paridad 1,40 pesos/dólar, lo que generó un descalce entre los activos y los pasivos del sistema financiero. Posteriormente el Decreto 905, del día 31 de mayo de 2002, estableció que esa diferencia sería compensada mediante la emisión de un bono.
- *La emisión de bonos de la deuda pública para el saneamiento del sistema financiero.* A través del mismo Decreto 905/02, el go-

Cuadro 4
Resultados obtenidos en diversas instancias de reestructuración de la deuda, 2000-2001

<i>Instancia</i>	<i>Fecha</i>	<i>Instrumento legal</i>	<i>Características</i>	<i>Resultados obtenidos</i>
BLINDAJE	Diciembre 2000	Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional	El F.M.I., el Gobierno de España y las AFJP's locales aportan fondos por un total de 39.700 millones de dólares para garantizar el repago del servicio de la deuda por 18 meses.	<ul style="list-style-type: none"> - El dinero aportado no resultó suficiente. - Al no cumplirse las metas de déficit acordadas con el F.M.I., los desembolsos comprometidos se suspendieron hacia fines de 2001.
MEGACANJE	Junio 2001	Canje voluntario de bonos a través de oferta pública	Se rescataron 46 bonos de próximo vencimiento que pagaban una tasa de interés promedio del 10,3% anual y se emitieron cinco nuevos bonos con una tasa real de canje del 15,3%.	<ul style="list-style-type: none"> - El perfil de vencimientos mejoró, pero a costa de una sustancial elevación de la tasa de interés. - Crecieron el <i>stock</i> de deuda y el flujo futuro de intereses. - Se pagaron espurias comisiones de intermediación por 150 millones de dólares (algunos bancos cobraron comisiones para canjear bonos que tenían en su propia cartera).
CANJE POR PRÉSTAMOS GARANTIZADOS	Noviembre 2001	Decreto 1.387/01	Canje "voluntario" de bonos por préstamos al gobierno, cuyo repago se garantiza con la recaudación del impuesto a las transacciones financieras. Los préstamos garantizados conllevan una fuerte reducción de las tasas de interés, con un tope del 7% anual.	<ul style="list-style-type: none"> - El canje se instrumenta en su fase local, pero debe ser revertido parcialmente debido a la alteración de las condiciones en que se realizó (pe-sificación asimétrica en febrero de 2002, demanda de las AFJP's).

bierno dispuso el canje voluntario de depósitos reprogramados (incluidos en el denominado “corralito”) por tres tipos de nuevos bonos de la deuda argentina. El primero de ellos en pesos a 5 años con actualización en función de la evolución del CER y tasa de interés del 2% anual, destinado a los tenedores de plazos fijos reprogramados en pesos; el segundo en dólares a 10 años con una tasa de interés equivalente a la LIBO, destinado a los tenedores de plazos fijos reprogramados en dólares; el tercero en dólares a 3 años con tasa LIBO, destinado exclusivamente a los tenedores de depósitos reprogramados de hasta 10.000 dólares y también los depósitos a la vista. Las emisiones mencionadas incrementaron el *stock* de deuda bruta, pero como contraparte los bancos pusieron en garantía títulos de deuda argentina de su propia cartera, de modo que el *stock* de deuda neta se mantendría constante.

- *La acumulación de atrasos en el pago de vencimientos del principal de la deuda y de sus servicios.* La falta de pago de vencimientos de capital e intereses de la deuda, fundamentalmente en bonos, ha determinado el crecimiento del endeudamiento por capitalización de intereses. Se estima que dichos atrasos ya estarían superando los 5.000 millones de dólares a junio de 2002.
- *La pesificación de la deuda por préstamos garantizados.* El Decreto 471/02 determinó la pesificación de los préstamos garantizados a la paridad 1,40 pesos/dólar. De este modo la deuda ha sufrido una importante reducción en dólares, si bien ha registrado un incremento en moneda local por la aplicación del CER.

Asimismo, como producto del nuevo escenario macroeconómico que se abrió a partir del abandono del esquema convertible, también el sector privado ha ingresado en una situación complicada en relación con el pago de sus deudas. Pocas semanas después de la devaluación implementada a comienzos de

2002 comenzaron a surgir fuertes presiones empresarias para la implementación de un seguro de cambio que garantice el repago de dichas obligaciones y/o que el Estado incorpore en la negociación con sus acreedores a los pasivos privados con el exterior (ello, con la finalidad de acceder a quitas sustantivas)³¹. Poste-

31. Apenas anunciado el plan de gobierno del Presidente Duhalde a comienzos de enero, el cual incluía la pesificación y el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos, las empresas acordaron salir a reclamar un seguro de cambio que les permitiera hacer frente a las deudas contraídas en dólares. Según la información periodística de ese momento, la principal preocupación de las compañías privatizadas era el pago de las obligaciones que asumieron con los bancos extranjeros para llevar adelante las obras e inversiones que realizaron en los últimos años (Clarín, 4/01/2002). En febrero, a través de una nota remitida a la Subsecretaría de Recursos Hídricos, Aguas Argentinas le exigió al gobierno un seguro de cambio para cancelar las deudas bancarias de corto y largo plazo que ascendían a alrededor de 700 millones de dólares. Adicionalmente, según el planteo de Aguas Argentinas, el Estado Nacional debería facilitarle dólares a la paridad de 1 peso = 1 U\$S para adquirir los equipos e insumos importados que necesitaba para la prestación del servicio de agua potable. Además, le reclamó a la autoridades que dispusieran la inmediata cancelación de las facturas que adeudaban los organismos nacionales (Clarín, 20/02/2002). A comienzos de marzo Ariel Lierstein, de la Asociación de Importadores y Exportadores (AIERA), confirmó que “los importadores no están pagando sus deudas con el exterior por dos motivos: tienen que juntar el doble de pesos que antes y algunos de ellos están esperando que se definan ciertos tipos de mecanismos, como un tipo de cambio preferencial en el sector de los medicamentos”. Las estimaciones sobre el monto total de pasivos de los importadores varían, pero oscilan entre 2.300 y 4.000 millones de dólares (Clarín, 4/03/2002). A mediados de abril, en el marco de la Comisión Renegociadora de las Privatizaciones, las empresas concesionarias de las autopistas de acceso a la Ciudad de Buenos Aires también solicitaron la implementación de un seguro de cambio para sus pasivos con el exterior, destacando que una de ellas, Autopistas del Sol, ya había entrado en *default* por una deuda de 480 millones de dólares (Clarín, 24/04/2002). En mayo, la calificadora de créditos Standard & Poor's (en adelante, S&P) advirtió que la carga de deuda en dólares de varias empresas argentinas se reflejará en los resultados del primer trimestre en los estados contables a través de grandes pérdidas debido al impacto de la devaluación del peso. Según S&P, ello afectará el patrimonio neto y seguirá dificultando el pago de las deudas pero podría ser “probable que los acreedores concedan dispensas” a quienes honren su deuda (hasta ese momento los acree-

riormente, varias empresas anunciaron la suspensión del pago de sus deudas³².

Si bien se trata de una cuestión estrictamente asociada al sector privado (y se entiende que en esa órbita debe quedar, eludiendo cualquier intervención del Estado en la materia), la forma en que se contrajo esa deuda y el posible impacto que asume en términos de futura demanda de divisas requiere que su tratamiento sea incluido en los lineamientos propositivos que son analizados en la sección III.

En síntesis, la caótica salida de la *convertibilidad* ha generado un panorama incierto que permite concluir que el peso de la deuda externa sobre la economía se ha incrementado sustancialmente.

dores se mostraron reacios a requerir la aceleración por ruptura de *convenants* –resguardos– e inclusive por incumplimiento de pago, por la incertidumbre legal y regulatoria) (Clarín, 15/05/2002). En ese mismo mes, el actual Ministro de Economía Roberto Lavagna expresó que “las deudas privadas son deudas privadas, no habrá ningún seguro de cambio, pero es cierto que puede llegar a existir un acuerdo marco dentro del cual las empresas que tengan deudas dolarizadas puedan negociar mejor”. De esta manera, afirmó que de alguna manera se “acompañaría” a las empresas privatizadas a la hora de renegociar su deuda externa. Este planteo coincide con el reclamo de la Asociación de Empresarios de la Argentina, una cámara empresarial lanzada a mediados de 2002 que nuclea a las principales compañías del país, que señaló que “las deudas privadas tendrán que estar bajo el paraguas de lo que el Gobierno acuerde con el FMI” (Clarín, 18/05/2002). En junio, Pecom Energía hizo pública una propuesta de reprogramación de 950 millones de dólares en deudas bancarias y 997,5 millones de dólares en obligaciones negociables, extendiendo el plazo de las mismas en tres años y respetando la tasa de interés.

32. El listado de las principales empresas en *default*, a abril de 2002, estaba integrado por Acindar, Aguas Argentinas, Altman Constructora, el Grupo Clarín, Autopistas del Sol, Cablevisión, Capex, Central Puerto, Fargo, Impsat, Inversora Eléctrica de Buenos Aires, Loma Negra, Mastellone, Multicanal, Metrogás, Telefónica de Argentina, Telecom Argentina, Transportadora de Gas del Norte, Transportadora de Gas del Sur, Distribuidora de Gas Cuyana, San Miguel, Sideco, Scotiabank Quilmes y Transener. A ese mes se estimaba en 16% el monto del servicio de la deuda privada que se encontraba en *default* (CEDEM, abril de 2002).

I.4. Conclusión. Situación actual del problema de la deuda

La volatilidad de las decisiones adoptadas por el gobierno del Dr. Duhalde y la complejidad del escenario socio-económico actual dificultan la obtención de una adecuada cuantificación del monto global del endeudamiento. Una aproximación indica que, a mediados de 2002, se ubicaba en torno a los 132.400 millones de dólares, de acuerdo al detalle que se presenta a continuación:

	<i>Montos en miles de millones de dólares*</i>
<i>Stock</i> al 31/12/2001	141,0
Atrasos	5,0
<i>Menos</i>	
Resultado pesificación préstamos garantizados	(27,9)
Otros resultados por pesificación	(1,1)
Amortizaciones pagadas	(3,6)
<i>Más</i>	
Emisión bonos bancos y ahorristas (BODEN)	15,0
Otros conceptos (incluye capitalización de int.)	4,0
Stock estimado al 30/06/2002	132,4

* Se consideró un tipo de cambio para deudas en pesos: 1 dólar = \$4.

Como se desprende de la información expuesta, la cifra es similar al *stock* de deuda en dólares previo al derrumbe de la *convertibilidad*, sólo que a mediados del año 2002 representaba un valor cuatro veces mayor en moneda local. En otras palabras, la Argentina sigue necesitando el equivalente a poco más de 5 años de exportaciones para pagar su deuda, pero ahora requiere casi 14 años de recursos tributarios para saldar dichas obligaciones. El análisis también se hace extensivo (con algunos matices) a la cuestión del pago de los intereses de dicha deuda.

Cabe aclarar que el monto que se presenta incluye las deudas contraídas con los ahorristas que aceptaron el canje voluntario

de deuda. Si dicho canje se hiciese extensivo a la totalidad de los ahorristas cuyos depósitos se encuentran en el denominado corralito financiero, el monto de la deuda se incrementaría aun más. Asimismo, el endeudamiento neto resulta menor por cuanto una parte importante de los BODEN se encuentra garantizada con bonos de la deuda argentina en cartera de los bancos, de manera tal que el endeudamiento real asciende, a junio, aproximadamente a 117.000 millones de dólares.

Es importante recordar que la Argentina posee una abultada carga de vencimientos, tanto en el transcurso del 2002 como en los años subsiguientes. Durante el período 2003/2006, por ejemplo, el sector público nacional debería hacer frente a vencimientos de capital por unos 46.000 millones de dólares y no menos de 16.000 millones de dólares de intereses. De modo que el promedio anual (15.500 millones de dólares) a un tipo de cambio de \$4/US\$ (62.000 millones de pesos) equivale a decir que el cumplimiento de las obligaciones del sector público implicaría disponer de una masa de recursos que supera ampliamente a la recaudación impositiva proyectada para el año 2002. Como se puede apreciar en el cuadro de la página siguiente, la reestructuración de la deuda es inevitable.

En un escenario de fuerte depreciación de la moneda doméstica, como el que se ha venido registrando en el país desde enero de 2002, las posibilidades de hacer frente a los pagos se tornan aun más complicadas en tanto la mayor parte de los ingresos fiscales se perciben en moneda nacional y, por ende, tienden a licuarse ante un escenario de fuerte presión al alza sobre la moneda norteamericana y de caída en el nivel de actividad interno (en la Argentina la recaudación tributaria y, por esa vía, los ingresos fiscales están estrechamente relacionados –en forma positiva– por la evolución del ciclo económico). A esto debe adicionarse la presión que ejercerán los privados, los cuales también demandarán divisas tanto para el pago de sus deudas como para la transferencia de otras rentas financieras. De esta situación se desprende la imperiosa necesidad de adoptar medidas

**Perfil de vencimientos contractuales de la deuda del sector público nacional
Montos en millones de dólares. En base a información al 31/3/2002**

	2003	2004	2005	2006	2007/2031	TOTAL
Capital	17.282	12.471	9.917	6.881	47.885	94.436
Intereses	5.161	4.289	3.688	3.673	25.883	42.694
TOTAL	22.443	16.760	13.605	10.554	73.768	137.130
Organismos internacionales	47,2%	28,1%	20,5%	16,9%	11,9%	20,9%
Préstamos garantizados	2,4%	3,3%	17,1%	21,3%	36,8%	24,0%
Títulos públicos	45,0%	60,5%	55,5%	55,6%	49,0%	50,9%
Otros	5,4%	8,1%	6,9%	6,2%	2,3%	4,2%
<i>Vencimientos anuales en millones de pesos, tipo de cambio \$4/U\$s</i>	89.772	67.040	54.420	42.216	295.072	548.520

Fuente: elaboración propia en base a información de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía

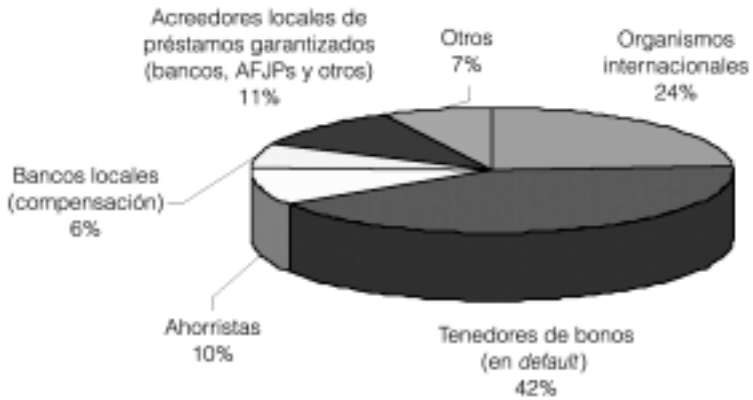
tendientes a desdolarizar deudas y a dolarizar ingresos fiscales (conociendo de antemano que ambas opciones presentan importantes limitaciones).

De este modo, la situación descripta revela la absoluta inviabilidad de hacer frente al pago de la deuda bajo las condiciones actuales. Asimismo, la recesión económica profundiza esta dificultad y evidencia que aun bajo los importantes niveles de quita que se establecieron en las renegociaciones de Rusia, Ecuador y otros países que cayeron en *default*³³, el pago de la deuda y de sus intereses no resulta compatible con la ostensible debilidad que evidencian las finanzas públicas locales (sobre todo si se considera que las mismas se estructuran, en lo sustantivo, en torno de gravámenes muy ligados al consumo y poco vinculados con la situación patrimonial de individuos y empresas, con las ganancias y con los bienes personales).

Asimismo, cabe apreciar el importante cambio que se ha producido en la composición de los acreedores (Gráfico 7). Puede apreciarse con claridad que un 27% de la deuda corresponde –con certeza– a acreedores locales de diverso tipo (bancos, AFJPs y ahorristas). Otro 24% es explicado por organismos internacionales, mientras que un 42% pertenece a una importante masa de tenedores de bonos en *default*, entre los que también hay residentes en la economía argentina.

33. Dicho tema es tratado en la sección II.

Gráfico 7
Acreeedores de la deuda pública argentina al 30 de junio de 2002



Fuente: elaboración propia en base datos del Ministerio de Economía.

Características del contexto socio-político e institucional –nacional e internacional– para una posible reestructuración de la deuda externa argentina

En los últimos años, a partir de las crisis en las que se han visto inmersas numerosas economías³⁴, de la creciente internacionalización y volatilidad de los flujos de capitales y de la pérdida de autonomía de los Estados nacionales (especialmente de los denominados países “emergentes”) derivada del cada vez más marcado desfase existente entre la globalización financiera y las regulaciones domésticas en la materia, se ha abierto en los ámbitos académicos y políticos, locales y fundamentalmente internacionales, un muy intenso –y todavía inconcluso– debate acerca de la necesidad de avanzar hacia una reorganización de la denominada “arquitectura financiera internacional”. Más allá de las diferencias –por cierto importantes– que caracterizan a las diversas posturas existentes (resultantes, en lo sustantivo, de los intereses en juego y de los cada vez más desiguales poderes de negociación que presentan los distintos países en el “escenario global”), se manifiesta un consenso prácticamente generalizado en el sentido de que es necesario establecer distintos tipos de medidas tendientes a aminorar los impactos negativos que se desprenden de la acentuada inestabilidad del sistema financiero mundial.

34. Desde la crisis que se inició en Tailandia a mediados de 1997 se ha abierto un período de fuerte inestabilidad financiera asociada a la “caída” de numerosos países (por ejemplo, Indonesia, Malasia, Hong Kong, Corea del Sur, Filipinas, Singapur, Taiwán, Rusia, Brasil, Ecuador y, en fecha reciente, Argentina). Las principales características e implicancias de estas “turbulencias financieras” se pueden consultar, entre otros, en Eichengreen (2000), Ffrench-Davis y Ocampo (2001) y Griffith-Jones (2000).

Si bien son numerosos –y sumamente diversos– los puntos en discusión, buena parte del debate actual se estructura en torno de los posibles cursos de acción con los países muy endeudados. En ese marco, y atento a los objetivos del presente trabajo, en esta sección se analizan someramente las distintas posiciones que desde diferentes ámbitos y ópticas político-ideológicas se han venido esgrimiendo en el último tiempo en relación con el establecimiento de controles sobre los movimientos internacionales de capitales, el rol de los organismos multilaterales de crédito (en especial, el F.M.I.) en la resolución de las crisis financieras, el tratamiento de situaciones de incumplimiento en el pago de deudas soberanas y la viabilidad de los acuerdos de reestructuración, y, en particular, la crisis de la deuda externa de la Argentina³⁵.

II.1. La discusión con respecto al tratamiento a los flujos internacionales de capitales

Durante la década de los noventa la economía argentina quedó sumamente expuesta a los vaivenes del mercado internacional de capitales (sobre todo a partir de las sucesivas crisis

35. El debate sobre la nueva “arquitectura financiera internacional” no sólo incluye las problemáticas mencionadas, sino que también incorpora una serie de discusiones que, por razones de espacio, no son abordadas en este estudio. Es el caso de, a título ilustrativo, el debate acerca de las medidas que se tendrían que aplicar con el objeto de reducir las recurrentes fluctuaciones del valor de las principales monedas del mundo (Eichengreen, 2000; Khor, 2000; y Schulmeister, 1998) y de avanzar en una mejora en la transparencia y en la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros nacionales como forma de prevenir las crisis (Damill, 2001; Griffith-Jones, 2001; y Ocampo, 1999a), o acerca de si resulta necesario –o no– crear una única autoridad financiera mundial y/o un prestamista internacional de última instancia (de Souza Braga y Macedo Cintra, 2000; Eatwell y Taylor, 1998; Eichengreen, 2000; Griffith-Jones, 2000 y 2001; y Rodrik, 2000). A este respecto, consultar el Anexo II.

financieras que se registraron desde 1997). Ello se explica en gran medida, por un lado, por la conjunción de la naturaleza “deuda-dependiente” del esquema de la *convertibilidad* y, en un nivel más general, del régimen de acumulación y reproducción del capital vigente (valorización financiera); por otro, y estrechamente ligado a lo anterior, por el hecho de que, siguiendo de manera acrítica los lineamientos de política económica inspirados en el paradigma neoconservador, el país encaró un proceso de liberalización total de la cuenta capital de la balanza de pagos³⁶.

Por el contrario, otros países de América latina establecieron –con intensidad diversa– regulaciones en lo que respecta a sus transacciones financieras con el resto del mundo (en especial en lo que se refiere a las inversiones de corto plazo y a las de cartera). Así, por ejemplo, en Chile se aplicó un conjunto de medidas tendientes a desalentar el ingreso de capitales de corto plazo y de carácter especulativo y, en paralelo, a incentivar la entrada de capitales orientados a inversiones productivas y/o de largo plazo³⁷. En Colombia, por su parte, se instrumentaron impues-

36. Si bien con algunos matices diferentes en cuanto a los ritmos y a la intensidad que debiera asumir el proceso, la mayoría de los economistas ortodoxos es partidaria de instrumentar medidas tendientes a profundizar la desregulación de los sistemas financieros nacionales (en especial, los de los países “emergentes”). En esta línea se inscriben las propuestas de, por ejemplo, el F.M.I y el Grupo de los Siete (integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, Italia y Japón) en pos de avanzar hacia una mayor liberalización de la cuenta capital del balance de pagos y hacia un escenario de movilidad irrestricta de los capitales. Véase Eichengreen (2000) y Köhler (2002).

37. A comienzos del decenio de los noventa se aplicó en Chile un impuesto y un encaje no remunerativo a los créditos externos de corto plazo entrantes, al tiempo que se estableció que la Inversión Extranjera Directa tenía que permanecer en el país como mínimo por el lapso de un año (el inversor foráneo tenía imposibilitado repatriar sus capitales hasta después de transcurridos los primeros doce meses de la liquidación inicial) y una regulación bastante estricta sobre el sistema financiero. Al respecto, véase French-Davis y Tapia (2001) y Urriola (2000).

tos y encajes no remunerados sobre los flujos de capitales ingresantes, mientras que en el Brasil, con la finalidad de establecer cierto control sobre la entrada de capitales de corto plazo, se creó un gravamen para todas las operaciones financieras internas³⁸. Los estudios señalados coinciden en que, como resultado del establecimiento de estos mecanismos preventivos, estas economías (fundamentalmente, la chilena) lograron sortear con relativo éxito las bruscas alteraciones que se registraron en el escenario financiero global en el transcurso del decenio pasado.

Las consideraciones precedentes permiten extraer una serie de elementos de juicio de suma relevancia para la situación actual de la economía argentina. En primer lugar, la importancia de establecer ciertas restricciones sobre los flujos de capitales entrantes como forma de atemperar todos los riesgos que conlleva la plena desregulación de la cuenta capital del balance de pagos (volatilidad cambiaria, elevadas tasas de interés, desequilibrios en las principales variables macroeconómicas, etc.).

Al respecto, las evidencias disponibles indican que los mecanismos establecidos en Chile y Colombia presentan numerosas ventajas: impulsan un cambio en la estructura de los flujos (por cuanto tienden a desincentivar las corrientes de capitales más fácilmente reversibles en el corto plazo, generalmente ligadas a inversiones de carácter especulativo, y por esa vía se reduce la probabilidad de que ocurran crisis financieras), incrementan los grados de autonomía gubernamental en lo que se relaciona con la política monetaria, evitan que se registre una excesiva apreciación cambiaria vinculada con el creciente ingreso de capita-

38. Fuera del ámbito latinoamericano es interesante el caso de Taiwán, que durante la década pasada implementó medidas muy estrictas –y, a la luz de los resultados posteriores, bastante exitosas– con la finalidad de reducir las entradas y salidas masivas de capitales. Véase French-Davis y Ocampo (2001).

les a la economía receptora y permiten mejorar –prolongándolo en el tiempo– el perfil de vencimientos de la deuda externa (en tal sentido, la acumulación de muchos vencimientos de corto plazo constituye un importante factor de inestabilidad)^{39, 40}.

La segunda conclusión que emana de los desarrollos antecedentes se vincula con la centralidad que asume, en particular en el caso argentino, el establecimiento de regulaciones sobre los flujos de capitales salientes. No sólo porque permite evitar –o al menos morigerar– los efectos negativos que, sobre el desenvolvimiento macroeconómico, se pueden derivar de una salida más o menos intensa de capitales del ámbito nacional (depreciación de la moneda, caída de las reservas del Banco Central, aumentos en la tasa de interés interna, etc.), sino también por su impacto sobre la composición y el nivel del endeudamiento externo del país.

Como fuera analizado en la sección anterior, en las últimas décadas (sobre todo en la de los noventa) y en el marco del predominio de la valorización financiera, el notable crecimiento que experimentó la deuda externa del sector público (en los

39. Véase Griffith-Jones (2001) y Ocampo (1999a). Entre las numerosas propuestas existentes para disminuir la exposición de los países a las recurrentes fluctuaciones del mercado financiero internacional sobresale la de Tobin (1994 y 1996). Este autor propone gravar todas las transacciones financieras con un impuesto que permitiría disminuir la especulación y reducir la inestabilidad del sistema económico mundial (sus principales críticos señalan que, de aplicarse, el “impuesto Tobin” elevaría muy marginalmente el costo de la especulación).

40. En relación con esto último, buena parte de los autores que adscriben a visiones heterodoxas destaca la importancia que se deriva de que los países “en desarrollo” mantengan importantes márgenes de autonomía en lo que se relaciona con el manejo de la cuenta capital de la balanza de pagos. Al decir de Ocampo (1999b): “un sistema permanente de regulación de la cuenta de capitales, cuyo grado de rigor se acentúe o reduzca a lo largo del ciclo económico, es preferible a la alternación de libre entrada de capitales durante los periodos de auge y controles cuantitativos en épocas de crisis”. En una línea similar se inscriben los planteos de Rodrik (2000).

años recientes, muy ligado a la acumulación de acreencias de corto plazo de vencimiento) estuvo orientado en gran medida a más que compensar los desequilibrios externos del sector privado (básicamente de los grupos económicos locales y de algunos conglomerados empresarios de origen transnacional). De ello se infiere que la aplicación de distintos tipos de restricciones a la salida de capitales permitiría reducir la marcada “deuda-dependencia” que caracteriza al funcionamiento de la economía argentina y, consecuentemente, disminuir el peso que tiene el endeudamiento externo en las cada vez más deterioradas arcas fiscales.

Sin duda, el enfoque propuesto adquiere particular relevancia en un contexto como el actual, de profunda crisis en el sector externo de la economía nacional y, en el plano mundial, de una muy reducida disponibilidad de capitales para los países “periféricos” (prácticamente nula para la Argentina). Sin embargo, tal no parece ser el encuadre que guía las ideas y el accionar de los “hacedores de política” y de los intelectuales orgánicos del *establishment* doméstico, ni de los organismos de crédito internacional (en especial, el F.M.I. y el Banco Mundial). Para los mismos, el re-equilibrio de las cuentas externas pasa de manera prácticamente excluyente por un ajuste recesivo semejante, en numerosos aspectos, a los que se aplicaban en el país durante la vigencia del régimen de la sustitución de importaciones (la caída en el nivel de actividad, en la ocupación y en los salarios trae aparejado un incremento en los saldos exportables y, al mismo tiempo, una contracción en la demanda de importaciones, todo lo cual da como resultado un saldo favorable de divisas que puede emplearse para “honrar” el pago de los intereses y servicios de la deuda externa).

II.2. Principales críticas al papel de los organismos multilaterales de crédito en la resolución de las crisis financieras

La ola de crisis financieras que se inicia hacia fines de la década de los noventa trajo aparejado un fuerte debate con respecto al papel que jugaron los organismos de crédito internacionales (sobre todo el F.M.I.) en la “resolución” de las mismas y al rol que, en adelante, deberían desempeñar en dicha materia. La actual crisis de la deuda externa argentina intensificó esta discusión político-académica; de allí que cobre particular interés analizar con cierto detenimiento los principales argumentos esgrimidos tanto desde la heterodoxia como desde la ortodoxia del pensamiento⁴¹.

Más allá de las diferencias que puedan presentar y amparados en las evidencias empíricas, los “críticos heterodoxos” coinciden en que las medidas que los organismos multilaterales en general, y el F.M.I. en particular, suelen proponer para resolver las crisis (ajuste fiscal, devaluación de las monedas domésticas, incremento en las tasas de interés, liberalización comercial y de la cuenta capital, desregulación financiera, etc.), más que contribuir a la resolución de las mismas juegan un papel central en su profundización. Al decir de Griffith-Jones (2000): “el diagnóstico y las medidas políticas sugeridas por instituciones internacionales, que enfatizan las características estructurales

41. Cabe destacar que las críticas al desenvolvimiento reciente del F.M.I. y de las restantes instituciones multilaterales de financiamiento son numerosas y muy variadas; no obstante, dados los objetivos del presente trabajo, el análisis se centrará exclusivamente en los cuestionamientos que tales organizaciones recibieron en los últimos tiempos con relación a sus propuestas para resolver la situación de países con elevados niveles de endeudamiento externo. Las principales críticas a los organismos multilaterales de crédito se pueden consultar, entre otros, en Eichengreen (2000), Griffith-Jones (2001), Khor (2000), Lerrick y Meltzer (2001), Macedo Cintra (2000), Meltzer Report (2000), Mussa (2002), Ocampo (2002), Sachs (2002) y Stiglitz (2000) y (2001).

negativas de los países afectados por las crisis y requieren extensas reformas estructurales en períodos cortos como condición previa para los desembolsos financieros, pueden llegar a exacerbar las crisis hasta el punto en que contribuyen a debilitar aún más la confianza, en vez de reforzarla. Por otra parte, incluso la implementación de reformas estructurales que se requieren puede ser innecesariamente costosa si se hace demasiado rápido o en medio de una crisis”.

Por lo general, estas propuestas de “resolución” de las crisis (las mismas para todos los países, con independencia de las especificidades nacionales) apuntan a lograr, a un mismo tiempo, una caída en el nivel de actividad interna, una mejor posición exportadora del país (asociada tanto al incremento del tipo de cambio como a la generación de importantes saldos exportables derivada de la propia recesión), un superávit en las arcas fiscales y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y, como resultado de todo ello, un importante *stock* de divisas para hacer frente al pago de los intereses de la deuda externa. Según afirman sus defensores, la aplicación de estos planes “sustentables” deriva necesariamente en un círculo virtuoso de reestablecimiento de la vinculación del país con el mundo, ingreso de capitales, descenso en la tasa de interés doméstica y consiguiente reactivación económica.

Por su parte, en los últimos años Stiglitz ha venido criticando fuertemente al F.M.I. por la forma en que intervino en las crisis de algunos países del sudeste asiático y de la Argentina⁴². A juicio de este autor, estas economías entraron en crisis en buena medida como resultado de haber implementado las “recomendaciones” y “sugerencias” de los técnicos del F.M.I., al tiempo que la forma en que se “salió” de las mismas (en la generalidad de los casos, con enormes costos económicos, políticos y sociales) ha estado determinada por la insistencia, por parte de los

42. Al respecto, consultar Stiglitz (2002a), (2002b) y (2002c).

equipos al frente del Ministerio de Economía de cada país, en la aplicación del “recetario fondomonetarista”. De allí que no resulte casual que las dos experiencias nacionales que más utiliza Stiglitz para criticar al F.M.I. sean la de Indonesia y la de la Argentina.

En el primer caso, la “salida” de la crisis estuvo caracterizada por una maxidevaluación de la moneda, una fuerte caída en el nivel de actividad económica, incrementos de consideración en la inflación, un marcado deterioro en los ingresos asalariados *pari passu* un aumento significativo en la tasa de desocupación, importantes déficit de las cuentas del sector público, un intenso proceso de quiebras empresarias y una notable inestabilidad política.

Como fuera analizado, en el caso argentino el período más crítico por el que atravesó la economía en el transcurso del decenio de los noventa fue contemporáneo con la aplicación, durante las administraciones de Menem y de la Alianza, de sucesivas políticas públicas de neto corte fiscalista tanto en el sector público nacional como en los distintos Estados provinciales. Así, la conjunción de, por ejemplo, sucesivos ajustes del gasto público con la implementación de diversos “impuestazos” (que en lugar de incrementar la presión tributaria sobre los sectores de mayores ingresos de la población reforzaron el nivel de imposición principalmente sobre los de ingresos medios y bajos, es decir aquellos que presentan una menor capacidad contributiva y en los que la carga impositiva tiene una mayor incidencia relativa sobre sus ingresos totales) y la reducción del empleo y de los salarios del sector público (con el consiguiente “efecto demostración” que ello conllevó sobre los trabajadores del ámbito privado) trajo aparejado un fuerte achicamiento de la demanda doméstica, lo cual impactó directamente sobre la actividad económica en general y la productiva en particular⁴³. En relación

43. Inspiradas en las “recomendaciones” del F.M.I., tales medidas apuntaron, en lo sustantivo, a generar un superávit fiscal que permitiera al mismo

con esto último, cabe destacar que la crisis argentina actual presenta notables similitudes con la de Indonesia, no sólo porque en ambos países el F.M.I. ha tenido una marcada injerencia en la definición de las políticas económicas, sino también, y fundamentalmente, por los efectos derivados de la implementación de las mismas (caída del salario, aumento de la pobreza y la desocupación, profundización de la recesión, crisis del sistema financiero, inestabilidad política, etc.). Stiglitz, como la mayoría de los “críticos heterodoxos” del F.M.I., destaca que los países del sudeste de Asia que más rápidamente lograron salir de la crisis fueron aquellos que aplicaron medidas opuestas a las recomendadas por dicho organismo (de allí que no sea casual que se cite el caso de Malasia que, en buena medida como producto de haber establecido controles a los movimientos de divisas y de capitales, logró proteger con bastante éxito a su moneda y a su sistema financiero).

En base a estas constataciones, Stiglitz reclama por un urgente y radical cambio en la orientación del F.M.I. con la finalidad de que retome una de las principales funciones para la que fuera creado a mediados de los años cuarenta, a saber: proveer de liquidez a aquellos países que necesitaban financiar políticas fiscales de carácter expansionista para superar situaciones de recesión económica. Ello deber ir necesariamente acompañado por un abandono, por parte de los países muy endeudados (como la Argentina), del “recetario fondomonetarista” como “criterio rector” prácticamente excluyente de sus políticas económicas.

Desde el campo del pensamiento heterodoxo, las críticas al F.M.I. no sólo giran alrededor de sus “errores de diagnóstico” con respecto a la naturaleza de las crisis financieras acaecidas en

tiempo afrontar el pago de la deuda externa y mantener diversas modalidades de subsidio a los sectores más concentrados de la economía (por caso, ciertos regímenes de promoción y/o protección a algunos sectores de actividad, o la reducción y/o la exención del pago de distintos tributos a los grandes agentes económicos, etc.). Véase Kulfas y Schorr (2002).

los últimos tiempos y, en ese marco, a la forma de “resolución” de las mismas, sino también a las “condiciones” que este organismo suele imponer a los países en crisis a los que presta “ayuda financiera”.

En esta línea se inscriben, a simple título ilustrativo, los recientes cuestionamientos formulados desde la CEPAL y la UNCTAD, ambos organismos pertenecientes a las Naciones Unidas. La primera de las instituciones mencionadas critica el hecho de que los préstamos del organismo multilateral se suelen otorgar a cambio de una fuerte injerencia en el armado y en la implementación de las políticas públicas de los países “en desarrollo”, las que no siempre –más bien casi nunca– permiten morigerar las debilidades estructurales características de estas economías; o que la cooperación del F.M.I. llega, en numerosas ocasiones, cuando los desequilibrios de la balanza de pagos (derivados, en muchos casos, de la aplicación de medidas inspiradas en el pensamiento ortodoxo defendido e impulsado por los organismos internacionales de financiamiento) ya son más que ostensibles y de muy difícil resolución⁴⁴.

Por su parte, las críticas de la UNCTAD son básicamente cuatro. La primera se vincula con que dado que los organismos multilaterales de crédito en general y el F.M.I. en particular no cuentan con fondos suficientes, el otorgamiento –sus modalidades y exigencias– de líneas de financiamiento para los países en crisis se encuentra muy influido por la aprobación de los países-miembros (entre los cuales existe, en correspondencia con las relaciones de fuerza vigentes en el nivel internacional, una sobre-representación de los países “centrales” –en especial, de los EE.UU.–). La segunda objeción, estrechamente ligada a la ante-

44. En base a estas críticas, la CEPAL realiza una defensa de la “propiedad”, por parte de los países “emergentes”, del diseño y la implementación de las políticas económicas (sobre todo de las que se vinculan con el manejo de la cuenta capital del balance de pagos y con el régimen cambiario). Al respecto, consultar Ocampo (1999a) y (1999b).

rior, se relaciona con que por lo general la concesión de un préstamo se da a cambio de una fuerte intromisión en las políticas internas. La tercera crítica se refiere al hecho de que se suele exigir la instrumentación de medidas que, en no pocas ocasiones, contribuyen a agudizar la crisis que supuestamente vinieron a resolver. Finalmente, el cuarto cuestionamiento se centra en la constatación de que, en la generalidad de los casos, los préstamos están más asociados a garantizar el “salvataje” de los acreedores que a permitir que los países endeudados puedan hacer frente a la crisis en la que se hayan inmersos^{45, 46}.

Como fuera mencionado, los cuestionamientos al papel de los organismos multilaterales de crédito (fundamentalmente al del F.M.I.) en las numerosas crisis financieras que se vienen sucediendo desde 1997 también provinieron desde las corrientes más ortodoxas del pensamiento. Esta “crítica ortodoxa” a la ortodoxia prevaleciente en tales instituciones se encuentra directamente relacionada con la llegada al gobierno de los EE.UU. de un representante del Partido Republicano. Al respecto, cabe destacar que con la Administración Bush no sólo accede al control

45. Las posturas de la UNCTAD en relación con las temáticas mencionadas se pueden consultar, entre otros, en Akyüz (1995), Khor (2000), Raghavan (2001), (2002a), (2002b) y (2002c), y UNCTAD (2001). Asimismo, véase Rodrik (2000), quien adopta posiciones muy próximas a las de las Naciones Unidas.

46. El caso argentino es particularmente ilustrativo de las críticas de la UNCTAD al funcionamiento actual de los organismos internacionales de financiamiento. Al respecto, cabe destacar algunas de las exigencias que el F.M.I., con el apoyo del gobierno de los EE.UU. y de los países integrantes del Grupo de los Siete, le planteó al gobierno del Dr. Duhalde antes de realizar un mero asiento contable para que el país no se declare en *default* con las instituciones multilaterales de crédito: libre flotación cambiaria, restricción monetaria, canje compulsivo de la totalidad de los depósitos bancarios por bonos con garantía estatal, ajuste fiscal (tanto en el nivel nacional como en el provincial) y modificación sustantiva y/o derogación de leyes estratégicas para los intereses de los acreedores externos, en especial, los norteamericanos (la de Quiebras y la de Subversión Económica).

de ciertas ramificaciones claves del aparato estatal norteamericano una fracción de los sectores dominantes de ese país (la gran burguesía industrial) diferente de la que había sido la base social de sustento de la gestión demócrata precedente, sino que también, en gran medida como resultado de ello, se establece una nueva orientación en lo que respecta al tratamiento de los países muy endeudados por parte del gobierno estadounidense, al tiempo que se inicia un proceso tendiente a redefinir sustancialmente las funciones y las atribuciones de los organismos internacionales de financiamiento. En el marco del predominio de un discurso “anti-especulativo”, el “paradigma republicano” propugna reducir lo más posible los rescates internacionales a países con fuertes problemas de endeudamiento (tal como había acontecido de manera recurrente durante la Administración Clinton) y condicionar la liberación de líneas de crédito a la aplicación concreta de medidas “sustentables” (a diferencia de lo acaecido durante buena parte de los años noventa, cuando los préstamos se otorgaron a cambio de la firma de memorandos de entendimiento en materia de política económica que posteriormente, en numerosas ocasiones, no se cumplieron)⁴⁷.

En ese contexto se sitúa la propuesta de, por ejemplo, Lerrick y Meltzer (2001), quienes impulsan el surgimiento de un nuevo paradigma de funcionamiento para los organismos multilaterales (en especial, para el F.M.I.)⁴⁸. A juicio de estos autores, el F.M.I. tiene que modificar de manera radical el patrón de intervención que lo caracterizó durante casi toda la década de los noventa y dejar de acudir “al rescate” de los países que atraviesan por crisis de endeudamiento y, por esa vía, de los acreedores “irrespon-

47. Con relación al cambio en la orientación estratégica de los EE.UU. a partir de la llegada del Partido Republicano a la presidencia, véase Arceo (2001) y (2002), y Estay (2002).

48. Una posición similar a la planteada por Lerrick y Meltzer se puede consultar en Calomiris (2001). Asimismo, véase Meltzer Report (2000).

sables”. El argumento, también esgrimido por el Tesoro de los EE.UU. (en la figura de su Secretario, Paul O’Neill), es estilizadamente el siguiente: si los acreedores prestaron a tasas de interés sumamente elevadas, deben estar preparados para afrontar los riesgos que toda operación de estas características suele traer aparejados⁴⁹. En ese marco, el F.M.I. en particular y las instituciones multilaterales de financiamiento en general deben dejar de actuar como garantes del capital especulativo para las economías emergentes (incrementando, por esa vía, el denominado “riesgo moral” –tanto el de los países prestatarios como el de sus acreedores–) para convertirse en un verdadero prestamista de última instancia⁵⁰.

Otra de las “críticas ortodoxas” al papel de los organismos internacionales de crédito en la resolución de las crisis financieras de los últimos años es aquella que proviene del Cato Institute (el *think tank* de la derecha ultraconservadora norteamericana)⁵¹. Para estos autores, el principal cuestionamiento que se le puede realizar al F.M.I. no se refiere tanto al hecho de que con sus “salvatajes” a economías muy endeudadas tendió a eliminar el riesgo de los acreedores, sino, fundamentalmente, a que continúe concediendo préstamos a países, como la Argentina, que se niegan a aplicar las reformas estructurales “necesarias” para el

49. Al decir de Lerrick y Meltzer (2001): “Los mercados de capitales han aprendido que existe una garantía implícita del FMI para los prestatarios soberanos de los grandes mercados emergentes y que se puede cobrar una prima por riesgo y, a la vez, evitar dicho riesgo”.

50. Eichengreen (2000) se opone a la idea de que el F.M.I. tenga que actuar como un prestamista internacional de último recurso. Para este autor, dicho organismo debería dirigir su accionar en prevenir las crisis, en promover políticas a sus miembros vinculadas al tipo de cambio y a la cuenta capital del balance de pagos, en incentivar la constitución de comités de acreedores y en incorporar cláusulas de “negociación amistosa” entre prestamistas y prestatarios.

51. Al respecto, consultar Becker (2002), Hanke y Schuler (1999) y (2002), Schuler (2002), Selgin (2001) y Vásquez (2002).

crecimiento (disciplina fiscal, fuerte reducción de impuestos y del gasto público, mayor desregulación de los mercados, creciente liberalización comercial y financiera, concreción de las privatizaciones pendientes, profundización de la flexibilización laboral y, por último, dolarización absoluta de la economía)⁵².

En síntesis, las consideraciones antecedentes indican que en el último tiempo, en consonancia con las crisis financieras que atravesaron numerosos países “emergentes”, se ha ido generando en el ámbito internacional un importante y creciente cuestionamiento al desenvolvimiento que instituciones como el F.M.I. han tenido en los recientes episodios de crisis financieras en diversos países “emergentes”⁵³. Sin duda, ello reviste particular trascendencia para un país, como la Argentina, en el que se ha dado la “paradoja” de que en un contexto caracterizado por la formulación de diferentes críticas al F.M.I. –tanto desde la “ortodoxia” como desde la “heterodoxia”–, se ha ido profundizando el alineamiento interno con las “recomendaciones” de política de dicho organismo (incluso cuando prácticamente la totalidad de tales “sugerencias” se había revelado ineficiente para resolver, siquiera parcialmente, las crisis que atravesaron numerosas economías “en desarrollo” durante el transcurso del decenio de los noventa).

52. Todos estos autores son muy críticos del papel que ha venido desempeñando el F.M.I. en el marco de la crisis argentina de los últimos años. Los principales cuestionamientos pasan por algunas de las “condicionalidades” que dicho organismo le impuso al gobierno nacional para concederle préstamos (por caso, el aumento de impuestos de fines de la década pasada) y, fundamentalmente, por los sucesivos rescates que le concedió al país a cambio de políticas “necesarias” que nunca fueron aplicadas.

53. Si bien se analiza con cierto detenimiento en los apartados siguientes, cabe destacar que, en el marco de tales críticas y de la nueva orientación estratégica del gobierno estadounidense, incluso dentro del propio F.M.I. comenzaron a surgir ciertas –aún muy incipientes– propuestas de redefinición de sus funciones y atribuciones. En este sentido, véase Fondo Monetario Internacional (2002) y Krueger (2001) y (2002a).

II.3. El debate en torno de las situaciones de incumplimiento en el pago de deudas soberanas

Las sucesivas crisis financieras acontecidas en los últimos años no sólo han traído aparejados fuertes cuestionamientos al funcionamiento de los organismos multilaterales de crédito, sino que también han colocado en el centro de la discusión al siguiente interrogante: ¿qué debería hacer la “comunidad internacional” con aquellos países muy endeudados que cuentan con serias dificultades para “honrar” sus compromisos? Más allá de la multiplicidad de respuestas existentes a esta pregunta (derivada de los no siempre explícitos intereses económicos y socio-políticos de los actores involucrados), en la actualidad parece existir, tanto en la esfera política como en la académica, un consenso bastante generalizado acerca de la necesidad de encarar un rediseño del entramado normativo-institucional vigente en el nivel mundial, con la finalidad de generar un *corpus* jurídico de validez universal que incorpore el tratamiento de situaciones de incumplimiento en el pago de deudas soberanas.

En el presente no existe una legislación internacional de aceptación universal que regule las relaciones entre acreedores y deudores soberanos, con lo cual si un país se declara en cesación de pagos puede recibir en su contra distintos tipos de acciones judiciales. Al respecto, cabe señalar que la mayoría de los títulos soberanos se encuentra bajo la órbita de la ley norteamericana, mientras que una minoría se halla sujeta a la legislación inglesa. Con respecto a las características de esta última, es necesario destacar que: la misma reconoce la figura del *fiscal agent* (que tiene la capacidad de llamar a una asamblea de tenedores de bonos), las resoluciones que toma la mayoría de los acreedores se hacen extensivas a los restantes (esta cláusula de “mayoría calificada” reduce el incentivo para realizar demandas individuales) y se requiere la aprobación del 75% de los tenedores, porcentual que se puede reducir hasta el 25% (tal como ocurrió en los *default* de Pakistán y Rusia). En la ley estadounidense,

por su parte, el *fiscal agent* tiene poderes muy limitados; para encarar una reestructuración es necesario contar con el consentimiento unánime de todos los acreedores (lo cual estimula la acción individual –y eventualmente oportunista– de estos últimos como vía para satisfacer sus demandas), y los tenedores individuales son los que tienen el poder exclusivo para encarar acciones legales en respuesta a la declaración de cesación de pagos⁵⁴.

Según afirman los participantes de este debate, aún incipiente aunque muy intenso, al brindar la posibilidad de disponer de normas equivalentes a las que, en los distintos ámbitos nacionales, suelen regular los procedimientos a seguir en los casos en que un deudor no puede afrontar sus compromisos, la existencia de un marco legal para insolvencia internacional permitiría contar con una suerte de “punto intermedio” entre las dos formas extremas –y muy costosas en términos políticos, económicos y sociales– en que se “resolvieron” las recientes crisis de endeudamiento de numerosos países “en desarrollo” (vía declaración de *default* o mediante un rescate internacional)⁵⁵.

En ese marco, las distintas posiciones existentes pueden dividirse en dos grandes grupos, según la propuesta apunte a favorecer relativamente más a los deudores soberanos (es el caso de los planteos de la UNCTAD, la organización Jubileo Plus y la CEPAL) o a los acreedores (aquí se inscriben las posturas de, por ejemplo, el Tesoro norteamericano, el F.M.I. y diversos autores que adscriben al paradigma neoconservador).

54. Para un tratamiento detenido de estas cuestiones, véase BKB Trading Desk (2001).

55. Como antecedentes inmediatos al reciente *default* argentino se pueden mencionar los casos de Rusia (se declaró en cesación de pagos en 1998), Ecuador (en 1999), Pakistán (en 1999) y Ucrania (en el 2000). Asimismo, durante el decenio de los noventa países como México (en el marco de la crisis del “Tequila”) y la Argentina (en los últimos años de vigencia del Plan de Convertibilidad) recibieron importantes salvatajes financieros.

La UNCTAD fue una de las primeras organizaciones en enfatizar, a mediados de la década de los años noventa, la importancia de que el sistema financiero internacional cuente con un marco normativo de reconocimiento y validez universal que haga viable que los países con una alta carga de endeudamiento puedan declararse en una suerte de “bancarrota soberana” y cuenten con protección legal en los tribunales internacionales. En el último tiempo, y ante la constatación de que la mayoría de los rescates apuntaron a favorecer a los acreedores (incrementando en forma considerable el “riesgo moral”) y no a resolver los problemas de las economías muy endeudadas⁵⁶, esta institución ha venido insistiendo en que resulta imperioso establecer mecanismos que apunten a encontrar una solución ordenada al tema del endeudamiento de los países “periféricos” (que incluyan, por ejemplo, la suspensión temporal de los pagos sin sanción alguna, la postergación de los vencimientos, la posibilidad de fijar controles sobre la cuenta capital del balance de pagos como forma de evitar salidas masivas de recursos que profundicen la crisis y la garantía de sostenimiento de financiamiento internacional). En ese marco, y con la finalidad de que el deudor soberano pueda iniciar una reestructuración ordenada de sus pasivos conforme a normas internacionales, la UNCTAD propone la creación de una equivalencia internacional del Capítulo 11 del Código Civil de los EE.UU.⁵⁷ En cuanto a la regulación y a la supervisión del proceso de renegociación, la UNCTAD señala que dichas funciones no tendrían que recaer en ninguno de los organismos multilaterales de crédito porque, por lo general, estas instituciones (sobre todo el F.M.I.) se encuentran entre los

56. En UNCTAD (2001) se señala que los programas de rescate suelen estar “concebidos no tanto para proteger a las monedas de ataques especulativos o para financiar importaciones sino para cumplir con las exigencias de los acreedores y mantener las cuentas de capital abiertas”.

57. El mismo establece los procedimientos a seguir en caso de que un deudor privado se declare insolvente.

principales acreedores de la mayoría de los países, con lo cual se generaría un evidente “conflicto de intereses”. De allí que resulte indispensable crear un tribunal de control independiente tanto de los países prestatarios como, fundamentalmente, de los prestamistas.

También con el objetivo de privilegiar los intereses de los países deudores sobre los de los acreedores, la organización Jubileo Plus ha venido enfatizando la necesidad de crear un procedimiento internacional de insolvencia soberana que posibilite procesos ordenados de reestructuración que incluyan importantes quitas de la deuda⁵⁸. Si bien se trata de una propuesta muy semejante a la de la UNCTAD, se diferencia de la misma en el hecho de que se propone que toda la trama regulatoria de los procesos de renegociación se base en el Capítulo 9 –y no en el 11– del Código Civil estadounidense⁵⁹. Para adoptar los procedimientos establecidos en el Capítulo 9 a las situaciones de incumplimiento en el pago de deudas soberanas, Jubileo Plus propone crear un tribunal arbitral internacional de carácter neutral en el que no estén incluidos los acreedores, en tanto ellos serían al mismo tiempo “juez y parte”. En esta propuesta, el arbitraje lo puede realizar una institución ya existente, como la

58. Para un tratamiento detenido de las posturas y las propuestas de Jubileo Plus en la materia, véase Krakowiak (2002) y Pettifor, Cisneros y Olmos Gaona (2001).

59. “El capítulo 11 está destinado a las empresas. Significa que en caso de someterse a la ley de bancarrota no hay posibilidad de que la sociedad civil tenga un rol dentro de las decisiones. Lo que pensamos es que se podría basar en el capítulo 9, que refiere a la quiebra de municipios. Y como de lo que estamos hablando aquí es de gobiernos, sería lo más apropiado. Según el Código Civil norteamericano, a las empresas se les pueden confiscar sus bienes, pero a los gobiernos municipales no” (Pettifor, Cisneros y Olmos Gaona, 2001). Cabe destacar que el capítulo 9 establece que una municipalidad no debe dejar de prestar servicios básicos para afrontar el pago con sus acreedores (la Corte Suprema de los EE.UU. rechaza la idea de que una ciudad tiene poder ilimitado para imponer impuestos, cuando declara que no puede ser operada en beneficio de sus acreedores).

Corte de Justicia de La Haya, o bien se puede optar por un arbitraje *ad-hoc* de carácter neutral⁶⁰.

En una línea similar a las posturas de la UNCTAD y de Jubileo Plus se inscribe el planteo de Paulus (2002), de crear una suerte de “derecho internacional público de insolvencia” tendiente a resolver situaciones de cesación de pagos de deudas soberanas. En esta propuesta el país deudor y sus acreedores deben llegar a un acuerdo de reestructuración bajo el control de un “tercero neutral”, que no puede incluir al F.M.I. y que debe bregar por que el deudor no abuse de sus acreedores. En ese marco, si la mayoría de los acreedores acepta los ofrecimientos del deudor, todos los acreedores quedan sometidos a los mismos. A juicio de este autor, los principales beneficiados de un esquema de negociación de estas características serían los países deudores, en tanto, una vez alcanzado el acuerdo, quedan resguardados de que los acreedores implementen algún tipo de sanción legal en su contra y, como resultado de ello, cuentan con la posibilidad de salir de la situación de insolvencia y de volver a acceder al mercado internacional de capitales.

Dentro de los planteos de resolución de situaciones de incumplimiento en el pago de pasivos soberanos que buscan favorecer a los países deudores cabe referirse, por último, al de la CEPAL. Para esta institución, la suspensión de pagos con aprobación internacional y los acuerdos de reestructuración ordenada constituyen mecanismos esenciales para garantizar una adecuada distribución de la carga del ajuste entre los diferentes prestamistas privados y, por esa vía, evitar los problemas de “riesgo moral” que suelen derivarse del financiamiento de emergencia. Según el organismo dependiente de las Naciones Unidas, dadas las implicaciones que podría tener el uso de este procedimiento en términos de acceso al mercado de capitales es poco

60. Para una crítica a las propuestas de reestructuración de deudas soberanas inspiradas en el Capítulo 9 del Código Civil estadounidense véase Krueger (2002a).

probable que los países prestatarios abusen del mismo; sin embargo, a los efectos de evitar problemas de “riesgo moral” por parte de estos últimos, sería imprescindible someterse a un contralor internacional que podría exigir la aprobación *ex ante* del F.M.I. y/o autorizar a los países a caer en una suspensión unilateral de pagos, para luego someterla a la aprobación de un tribunal internacional independiente que le concediera legitimidad⁶¹.

En suma, con independencia de las diferencias existentes, todas las propuestas presentadas coinciden en un punto, a saber: que es necesario establecer mecanismos reconocidos y aceptados por toda la “comunidad financiera internacional” tendientes a estimular arreglos de deuda ordenados, de forma tal de evitar, por un lado, el “riesgo moral” que supone todo plan de rescate (o, en otros términos, hacer que los acreedores paguen parte de los costos de haber prestado de manera “irresponsable”) y, por otro, las sanciones de diverso tipo que en el escenario actual puede recibir un deudor soberano cuando se declara en *default*.

Como fuera mencionado, la preocupación por dar algún tipo de solución a las situaciones de insolvencia de deudores soberanos también involucra a actores y a organismos que adscriben al pensamiento ortodoxo. Así por ejemplo Lerrick y Meltzer, dos economistas muy ligados a la administración Bush, elaboraron en fecha reciente, en línea con su postura de reformulación de las misiones y las funciones del F.M.I. y con la nueva orientación estratégica del gobierno de los EE.UU., una propuesta de “cesación de pagos constructiva” que provea un procedimiento organizado tendiente a corregir los “errores” tanto del país deudor como de sus acreedores y, de esa manera, evitar un rescate de ambas partes y/o la emergencia de una crisis que podría llegar a tener importantes efectos de “contagio”.

61. Al respecto, consultar Ocampo (1999a), (2000) y (2002).

En términos sumamente estilizados, el mecanismo de reestructuración de deuda soberana ideado por estos autores funciona de la siguiente manera: el F.M.I., junto con otras instituciones oficiales, compra la deuda de un país con el sector privado a un precio más bajo que el valor nominal de la misma (se adquiere a los acreedores privados el endeudamiento pendiente a un precio de contado fijo, significativamente menor que el valor de la amortización esperado, lo cual permite fijar un piso a la depreciación del valor de los bonos que subyace a todo proceso de *default*)⁶². En este planteo los acreedores son los que asumen la pérdida, aunque, como señalan Lerrick y Meltzer, ello se ve compensado por las elevadas tasas de riesgo que percibieron y porque cobran parte de una deuda de muy difícil cobrabilidad, mientras que el deudor soberano reduce en forma considerable sus pasivos y por esa vía recupera solvencia, puede reingresar al mercado internacional de capitales y el “comité de nuevos deudores” tiene en su cartera un crédito a favor de un país que, en ese marco, resulta ser más solvente⁶³.

62. En la propuesta de Lerrick y Meltzer, el acuerdo de reestructuración tiene que ser aprobado por la mayoría de los acreedores.

63. “Al contar con un sólido piso de apoyo oficial, el sistema financiero estaría protegido del contagio y de la incertidumbre que conduce al pánico. Los prestamistas privados asumirían las pérdidas, pero éstas tendrían límites predecibles. Una vez finalizado el proceso, las cargas de las deudas se reducirían hasta alcanzar niveles sostenibles [...]. El sector privado absorbería todo el costo de la amortización parcial, compensado por los altos retornos que ofrecen los mercados emergentes. El país en crisis reduciría su carga de la deuda hasta alcanzar un nivel sostenible. El FMI tendría un crédito garantizado frente a un prestatario ahora solvente que tiene la obligación de destinar la mitad del flujo de los nuevos fondos al reembolso del préstamo. Este panorama es definitivamente mejor que el que suele presentarse con el de los rescates, ya que generalmente los inversores privados no asumen costo alguno por sus errores, el país sigue teniendo un endeudamiento insostenible y el FMI posee un crédito cada vez mayor frente a un prestatario cuestionable, cuyos refinanciamientos encubren un servicio de deuda moroso” (Lerrick y Meltzer 2001).

Alineado con la propuesta de modificación de la estructura y el funcionamiento de los organismos multilaterales de crédito elaborada por el gobierno estadounidense, en fecha reciente el F.M.I. a través de su Primera Subdirectora Gerente, Anne Krueger, elaboró un “proyecto de quiebra soberana” tendiente a generar incentivos para reconciliar a deudores y acreedores antes de que “problemas resolubles” se conviertan en auténticas crisis⁶⁴. El planteamiento de Krueger se sostiene en el reconocimiento de ciertas características del mercado financiero internacional:

- el proceso de “securitización” de los últimos años hace que sea muy difícil coordinar a los acreedores en el contexto de un proceso de reestructuración ordenada de deudas soberanas;
- ante la ausencia de un marco que regule esta situación, se corre el riesgo de presentaciones legales en contra del país deudor⁶⁵;

64. Cabe aclarar que se trata de una propuesta en proceso de elaboración, de allí que desde el momento de su formulación original ha ido sufriendo algunas modificaciones (aunque no en sus aspectos más relevantes). Al respecto, consultar Fondo Monetario Internacional (2002) y Krueger (2001), (2002a), (2002b), (2002c), (2002d), (2002e), (2002f).

65. Por ejemplo, como señala Krueger, puede ocurrir que los denominados “fondos buitres” adquieran, a un valor muy inferior al nominal, títulos de la deuda de algún país que transita por una complicada situación financiera con la finalidad de obstaculizar, vía litigios judiciales, acuerdos voluntarios y ordenados de reestructuración. Al respecto, cabe recordar las numerosas dificultades que enfrentó Perú desde que, en 1985, bajo la presidencia de Alan García declaró la moratoria en el pago de su deuda externa. “En 1989 numerosos acreedores presentaron demandas judiciales en cinco países requiriendo el pago de todas las sumas adeudadas [...]. En 1990 un banco de inversión de tamaño pequeño [...], Pravin Bankers Associates, le compró al Mellon Bank de Estados Unidos deuda peruana pagando sólo 27 centavos por cada dólar de deuda nominal. Luego de iniciadas las negociaciones en el marco del Plan Brady, Pravin [...] rehusó participar de las mismas. Tras intimar de

- los recursos con que cuenta el F.M.I. para acudir al rescate de los países en problemas son escasos;
- los salvatajes conllevan un incremento del “riesgo moral”; y
- una situación de incumplimiento no ordenada puede derivar en una crisis financiera de vasto alcance.

En ese marco, y ante una situación de insolvencia de un deudor soberano, se presentan tres posibilidades: el rescate del deudor y de sus acreedores, la declaración de cesación de pagos o el establecimiento de algún mecanismo que apunte a garantizar una reestructuración consensuada y ordenada de los pasivos. Por los motivos mencionados, Krueger descarta las dos primeras opciones y propone un procedimiento de resolución inspirado en los que se suelen emplear en situaciones de suspensión de pagos empresariales. Ello permitiría instaurar incentivos a partir de la creación de un marco legal predecible y de validez universal que, con toda probabilidad, no habría que aplicar formalmente con demasiada frecuencia. Un país podría recibir protección legal de sus acreedores durante un período de tiempo establecido mientras negocia una reestructuración, a cambio de lo cual estaría obligado a negociar de “buena fe” y a adoptar medidas que “enderecen” su economía. Una vez que la reestructuración fuera aprobada por una mayoría suficiente de acreedores, los que no estén de acuerdo estarían obligados a aceptarla.

Para Krueger, los beneficios de su propuesta son considerables tanto para los países muy endeudados como para los acreedores. Al eliminar buena parte de la incertidumbre que rodea a todo proceso de reestructuración, estos últimos descubrirán que el valor de sus propiedades en países con mercados incipientes

pago al Perú y obtener una respuesta negativa, en 1993 Pravin presentó la demanda formal de pago. Luego de decretar sucesivas prórrogas para el dictado de la sentencia, el tribunal competente dictó sentencia en 1997 condenando al Perú a pagar todas las sumas adeudadas y embargando sus propiedades en los Estados Unidos por el monto del reclamo” (Bruno, 2002).

se mantiene mucho mejor aun si atraviesan dificultades económicas. Además, al ayudar a los inversores y a los prestatarios a diferenciar más claramente entre riesgos “buenos” y “malos”, un mecanismo de quiebra internacional podría ayudar a los países con una política “correcta” a conseguir capital más barato, al tiempo que incrementaría la eficacia y la estabilidad del sistema financiero internacional⁶⁶.

En la propuesta original de Krueger todo el proceso de renegociación se realizaría bajo el arbitraje del F.M.I. Dadas las críticas que recibió (asociadas, en lo sustantivo, al evidente conflicto de intereses que se desprendería del doble papel del organismo en tanto “juez” y “parte”), se propone la creación de un foro de resolución de controversias entre el país deudor y sus acreedores, y entre estos últimos, que funcione con relativa independencia del F.M.I. Sin embargo, a pesar de no formar parte del tribunal arbitral, el Fondo seguiría jugando un papel relevante en tanto tendría que determinar, entre otras cosas, que la deuda del país no es sustentable y que, como tal, debe ser reestructurada, que el deudor soberano está avanzando en las negociaciones con sus acreedores y que está aplicando las políticas “apropiadas”⁶⁷.

En síntesis, la propuesta del F.M.I. apunta a crear un marco legal para el tratamiento de situaciones de insolvencia de deu-

66. El proyecto del F.M.I. es, en muchos aspectos, similar al esbozado en fecha reciente por el Secretario del Tesoro de los EE.UU. (inspirada en el Capítulo 11 del Código Civil norteamericano, la propuesta de Paul O'Neill apunta a la creación de una suerte de Corte Internacional de Bancarrotas con la finalidad de que los países puedan reestructurar sus deudas y quedar al margen de litigios legales).

67. El argumento utilizado para impulsar y justificar esta participación indirecta –aunque determinante– del Fondo en la negociación es que la mayoría de los acreedores van a estar de acuerdo en avanzar en una reestructuración ordenada de la deuda siempre y cuando tengan la seguridad de que el país está adoptando políticas sostenidas –y monitoreadas– por dicho organismo. Véase Krueger (2002a).

dores soberanos tendiente a, entre otras cuestiones: impedir que los acreedores litiguen judicialmente contra los países deudores y, por esa vía, frenen los procesos de reestructuración; brindar a los acreedores cierta garantía de cumplimiento de lo acordado; alentar a los prestamistas privados a conceder créditos para resolver las necesidades de financiamiento de los países endeudados; y mejorar el valor de los títulos del deudor.

Al respecto, cabe introducir dos breves digresiones. En primer lugar, según se puede inferir de sus últimos planteamientos, la propuesta de “quiebra soberana” esbozada en el último tiempo por el F.M.I. le confiere a dicho organismo un lugar decisivo. En efecto, la concreción de un acuerdo de reestructuración de pasivos soberanos entre un país y sus acreedores dependería, en última instancia, de la aprobación –o no– del Fondo, lo cual merece destacarse no sólo por el conflicto de intereses, resultante de ser simultáneamente acreedor y “garante” del proceso de negociación, sino también, y fundamentalmente, porque según se desprende de la experiencia argentina reciente las políticas “apropiadas” que auditaría (de neto corte fiscalista) difícilmente contribuyan a resolver –sino más bien a profundizar– las principales restricciones estructurales de las economías muy endeudadas.

El segundo comentario se vincula con que, a pesar de que en los textos de Krueger se menciona en forma recurrente que los países con problemas de endeudamiento se verían muy favorecidos por la instrumentación de un mecanismo como el planteado, la propuesta de reestructuración ordenada de las deudas soberanas elaborado por el F.M.I. constituye un claro intento por beneficiar a los acreedores. Como bien señala Krueger en sus últimos trabajos, desde la perspectiva de los prestamistas y en el marco del proceso de “atomización” de los acreedores iniciado a partir del lanzamiento del Plan Brady, en la actualidad es mucho más difícil que en la década de los ochenta negociar acuerdos de reestructuración de deudas soberanas (ya que antes había que sentar a la “mesa de negociación” a unos pocos bancos

de gran envergadura). Si se considera que el contexto actual de ostensible dispersión de los acreedores podría jugar relativamente a favor de los países endeudados, propuestas como la del F.M.I., que apuntan a cohesionar a los acreedores, deben ser leídas como apuestas por debilitar la capacidad negociadora de las naciones endeudadas⁶⁸.

Más allá de las –por cierto no menores– diferencias existentes entre las distintas propuestas, en el presente existe bastante consenso en los ámbitos académicos y políticos en que resulta indispensable diseñar mecanismos legales que apunten a resolver de manera ordenada las situaciones de insolvencia soberana. Sin duda, este fenómeno es sumamente relevante para los países muy endeudados; no obstante ello, la participación de los mismos en el debate actual es marginal (de hecho, la discusión está prácticamente hegemonizada por aquellas posturas que priorizan los intereses de los acreedores sobre los de los deudores soberanos). De ello se desprende que países como la Argentina tendrían que involucrarse de manera activa en el debate (en

68. Si bien desde el campo ortodoxo las principales propuestas de tratamiento de situaciones de insolvencia soberana que se hicieron hasta la actualidad fueron las presentadas anteriormente, cabe destacar que existen otras menos difundidas que también privilegian los intereses de los acreedores sobre los de los deudores. Así, por ejemplo, el *Cato Institute* plantea que el F.M.I. debe dejar de aplicar “planes de salvataje”, no tanto como un mecanismo de castigo a los prestamistas “irresponsables” sino, fundamentalmente, a las autoridades de los países muy endeudados que se resisten a implementar las reformas pro-mercado “necesarias” (Hanke y Schuler, 1999; Selgin, 2001; y Vásquez, 2002). Asimismo, con el objetivo de favorecer la reestructuración ordenada de la deuda de las economías en situación de crisis y de evitar las demandas legales asociadas a la declaración de *default*, Eichengreen (2000) propone, por un lado, la incorporación de cláusulas de reestructuración y de “mayoría calificada” en los contratos de bonos y, por otro, la creación de comités permanentes de representantes de los distintos tipos de acreedores existentes. Finalmente, para el financista George Soros resulta indispensable poner en funcionamiento una agencia internacional de seguros de deuda tendiente a proteger a los inversionistas del incumplimiento en el pago de las deudas soberanas (Damill, 2001).

ese marco, el establecimiento de negociaciones con otros países de la región tendientes a la conformación de una suerte de “club de deudores” contribuiría a fortalecer la –hoy extremadamente debilitada– posición negociadora de estas naciones).

II.4. Breve reseña sobre experiencias internacionales recientes de *default* de la deuda soberana

En los últimos años cuatro países “emergentes” dejaron de “honrar” sus compromisos externos: Rusia (en 1998), Ecuador (en 1999), Pakistán (también en 1999) y Ucrania (en el 2000) se declararon en *default* y, por esa vía, forzaron una reestructuración –más o menos ordenada y exitosa, según los casos– de sus respectivos pasivos soberanos⁶⁹. Un somero análisis de estas experiencias (sobre todo en lo que se relaciona con las distintas modalidades que asumieron los procesos de renegociación y, fundamentalmente, con el desempeño de estas economías luego de que “cayeron” en cesación de pagos) reviste particular importancia para aprehender las particularidades del caso argentino.

Las evidencias disponibles indican que, en el período previo a la declaración de *default*, los desenvolvimientos macroeconómicos de estos cuatro países presentaban ciertos rasgos característicos comunes: estancamiento productivo (con la excepción de Pakistán), fuertes déficit en las cuentas fiscales que eran financiados con emisión monetaria y/o mediante la colocación de deuda, altas tasas de inflación y de devaluación de la moneda doméstica, crisis bancarias de consideración (por ejemplo, en Ecuador y Ucrania en la etapa *pre-default* se había

69. Para un estudio de las principales características e impactos de los *default* en los países mencionados consultar, entre otros, a Bermúdez y Cristini (2000), BKB Trading Desk (2001), Bruno (2002), Cenzon (2001) y Sturzenegger (2002).

dispuesto el congelamiento de los depósitos bancarios), y un notable crecimiento de la deuda pública asociado, en la generalidad de los casos, a una importante acumulación de vencimientos de corto plazo; todo lo cual derivó en una creciente gravitación de los intereses de la deuda en el resultado del sector público y, cuando dicha situación se tornó insostenible, en el incumplimiento en el pago de los pasivos soberanos.

Una vez declarada la cesación de pagos, y contando con mayor o menor aprobación por parte de sus acreedores, todos estos países lograron reestructurar parte de sus respectivas deudas con el exterior: Rusia reestructuró aproximadamente la tercera parte de su endeudamiento público externo, Ecuador alrededor del 40%, Ucrania cerca del 20% y Pakistán algo más del 10%⁷⁰. En

70. En todos los casos, una proporción mayoritaria de los acreedores aceptó las propuestas de reestructuración. A este respecto, cabe destacar los ejemplos de Ecuador, Pakistán y Ucrania. Buena parte de los títulos de la deuda ecuatoriana que fueron canjeados no tenía cláusulas de acción colectiva, lo cual obligaba al país a contar con la voluntad de la totalidad de sus prestamistas para modificar los términos de pago de la deuda (de lo contrario existía el riesgo de litigio judicial por parte de los acreedores). “Por ello, el país se vio obligado a depender de una oferta de canje para reestructurar sus bonos. Sin embargo, se valió de otro mecanismo legal orientado a conseguir un alto grado de participación en dicho canje. Este se refiere a la utilización de la cláusula de salida, ‘Exit Amendment’, utilizada en EE.UU. en los canjes de deuda corporativa. Por medio de la misma, se permite a una simple mayoría modificar otras provisiones de los bonos, que no estén referidas a los términos de pago, pero que sí pueden modificar el atractivo de los mismos, como ser el listado, *convenants* financieros, jurisdicción o *sovereign immunity waiver*” (BKB Tradign Desk, 2001). A juzgar por los resultados de la reestructuración (más del 95% de los acreedores aceptó participar en el canje), la misma puede considerarse como exitosa. En el caso de Pakistán, la reestructuración fue voluntaria dado que las autoridades del país entendieron que no había necesidad de instrumentar cláusulas de acción colectiva para poder modificar el perfil de pago de sus títulos. “Sin embargo, lo novedoso fue que el mismo Club de París incluyó una cláusula de ‘burden sharing’ por parte del sector privado en su negociación para la reprogramación de su propia deuda con Pakistán. En este sentido, Pakistán fue forzado a lograr una reestructu-

los cuatro casos la reprogramación de los pagos se dio paralelamente a la aplicación de políticas de ajuste fiscal y monetario que contaron con el aval del F.M.I., a una mayor flexibilidad cambiaria (incluso en Ecuador, donde antes de concretarse el proceso de dolarización se registró una fuerte depreciación del sucre) y a un proceso de concentración económica y centralización del capital en el sector financiero (que fue particularmente intenso en Rusia).

Ahora bien, del análisis del comportamiento de estas economías luego de que declararon su insolvencia soberana se desprende que, no obstante el mayor o menor éxito con que renegociaron sus pasivos⁷¹ y el comportamiento de sus principales variables macroeconómicas (relativamente mejor en Pakistán y Ucrania que en Rusia y, en especial, en Ecuador), todas han enfrentado numerosas dificultades para volver a colocar deuda en el mercado internacional (a pesar de que con la reestructuración ganaron cierta solvencia), al tiempo que vieron reducirse en forma notable los ingresos de capitales foráneos

ración de sus bonos y constituyó el primer caso donde se exigió una ‘*comparability of treatment*’ entre el esfuerzo que hacen los gobiernos unidos en el Club de París, con el que debe hacer el sector privado” (BKB Tradign Desk, 2001). Ucrania, por su parte, canjeó títulos que incluían cláusulas de acción colectiva (la mayoría de los tenedores de estos bonos aceptó la propuesta de las autoridades ucranianas, con lo se hizo extensiva a la totalidad de los mismos) y otros que no las incorporaban (en este caso, a los inversores que eran propietarios de estos títulos se les propuso realizar el canje en una “operación de un solo paso”).

71. Ello no sólo se vincula con el *quantum* de la quita y/o las características de la reprogramación y/o el porcentaje de acreedores que participó del canje, sino también con el lapso de tiempo que medió entre que el país se declaró en *default* y la concreción del acuerdo de renegociación con sus acreedores. Con respecto a esto último, vale destacar que en Pakistán y Ucrania las negociaciones demandaron relativamente poco tiempo, situación que no se manifestó en los casos de Rusia y Ecuador (donde las tratativas fueron bastante prolongadas).

destinados a la inversión en activos reales. “Pero como crédito externo no hay y estas economías siguen teniendo necesidades financieras por cubrir, estos países tienen la necesidad permanente de generar fuertes excedentes en cuenta corriente [...]. O sea, hasta tanto no vuelvan a emitir afuera, el dinero del financiamiento tiene que salir de la cuenta corriente por lo que el tipo de cambio es variable de ajuste permanente, y para que ello no desemboque en inflación descontrolada tienen que mantener un control estricto sobre la política monetaria”⁷².

Sin duda, esto reviste suma relevancia para el caso argentino dado que si el país, como es de esperar, viera restringida por un lapso relativamente importante de tiempo la posibilidad de fondearse en el mercado internacional de capitales como resultado de haberse declarado en cesación de pagos con el sector privado, en el marco de la vigencia de la valorización financiera y de la estructura productiva existente, la generación de un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos estaría asociada a un escenario de caída en el nivel de actividad interno (lo cual opera como condición de posibilidad para que se incrementen las exportaciones y se reduzca la demanda de importaciones), inflación, deterioro en el mercado de trabajo, caída de las retribuciones salariales y, como resultado de todo ello, creciente inequidad distributiva.

72. Caruso (2002).

Situación pre-default	% aprox. de deuda reestructurada	Situación post-default	Observaciones
<p>Rusia (1988)</p> <ul style="list-style-type: none"> . Estancamiento económico. . Importantes déficits en las cuentas fiscales (financiados con emisión monetaria y/o vía la colocación de deuda). . Altas tasas de inflación y de depreciación de la moneda nacional. . Crisis bancaria. . Notable crecimiento de la deuda pública (asociado, en gran parte, a una importante acumulación de vencimientos de corto plazo). 	<p>33%</p>	<ul style="list-style-type: none"> . Considerable reducción de los desequilibrios fiscales. . Fuerte depreciación de la moneda doméstica. . Importante reducción de la relación deuda/PBI. . Fenomenal crisis bancaria y muy intenso proceso de centralización económica y de concentración del capital en el sector financiero doméstico. . Importantes dificultades para volver a colocar deuda en el mercado internacional. . Declinación en el ingreso de capitales extranjeros destinados a la inversión en activos reales. . Comportamiento errático del nivel de actividad. 	<ul style="list-style-type: none"> . Antes de la declaración de <i>default</i>, el gobierno ruso recibió importantes líneas de crédito por parte del F.M.I. . La reestructuración contó con el aval del F.M.I. (la reprogramación fue acompañada por políticas de ajuste fiscal y monetario y de flexibilización cambiaria impulsadas por el organismo, así como por la fijación de metas de inflación). . Una proporción mayoritaria de los tenedores de bonos ofreció sus títulos en el canje. . La reestructuración de la deuda insumió un lapso de tiempo relativamente extenso. . A mediados de 1999 se reprogramaron los vencimientos de deuda con los países miembros del Club de París.



<p>Ecuador (1999)</p>	<ul style="list-style-type: none"> . Estancamiento económico. . Importantes déficit en las cuentas fiscales (financiados con emisión monetaria y/o vía la colocación de deuda). . Altas tasas de inflación y de depreciación de la moneda nacional. . Crisis bancaria de congelación (congelamiento de los depósitos bancarios). . Notable crecimiento de la deuda pública (asociado, en gran parte, a una importante acumulación de vencimientos de corto plazo). 	<p>40%</p>	<ul style="list-style-type: none"> . Dolarización plena de la economía (previamente se impulsó una fuerte devaluación de la moneda doméstica). . No se logró contener la inflación. . Persistencia de elevadas tasas de interés. . Consolidación de un nivel de salarios sumamente reducidos. . Escasa reactivación productiva. . Persistencia de elevadísimos niveles de subocupación de la fuerza de trabajo e importante desocupación. . Considerable reducción de los desequilibrios fiscales, aunque persistente desbalance de las cuentas públicas. . Importante reducción en la relación deuda/PBI, pero ostensible incapacidad para resolver la dependencia externa. . Importantes dificultades para volver a colocar deuda en el mercado internacional. . Declinación en el ingreso de capitales extranjeros destinados a la inversión en activos reales. 	<ul style="list-style-type: none"> . La reestructuración contó con el aval del F.M.I. (la reprogramación fue acompañada por políticas de ajuste fiscal y monetario y de flexibilización cambiaria impulsadas por el organismo —que también avaló el abandono del sucre como unidad de cuenta y de medición—, así como por la fijación de metas de inflación). . Una proporción mayoritaria de los tenedores de bonos ofreció sus títulos en el canje. . La reestructuración de la deuda insumió un lapso de tiempo relativamente extenso. . Dado que los bonos no tenían cláusulas de “acción colectiva”, se empleó una “cláusula de salida” (<i>Exit Amendment</i>) utilizada en EE.UU. en los canjes de deuda empresaria. . La reestructuración incluyó distintos elementos tendientes a disminuir la posibilidad de futuras crisis y reprogramaciones. . Los acuerdos incluyeron también la reestructuración de la deuda pública interna.
-----------------------	---	------------	--	--



Situación pre-default	% aprox. de deuda reestructurada	Situación post-default	Observaciones
<p>Pakistán (1999)</p> <ul style="list-style-type: none"> . Importantes déficit en las cuentas fiscales (financiados con emisión monetaria y/o vía la colocación de deuda). . Altas tasas de inflación y de depreciación de la moneda nacional. . Crisis bancaria. . Notable crecimiento de la deuda pública (asociado, en gran parte, a una importante acumulación de vencimientos de corto plazo). . Reprogramación de deudas contratadas anteriormente. 	<p>10%</p>	<ul style="list-style-type: none"> . Relativa estabilidad de las principales variables macroeconómicas. . Reducción en la relación deuda/PBI. . Importantes dificultades para volver a colocar deuda en el mercado internacional. . Declinación en el ingreso de capitales extranjeros destinados a la inversión en activos reales. 	<ul style="list-style-type: none"> . La reestructuración contó con el aval del F.M.I. (la reprogramación fue acompañada por políticas de ajuste fiscal y monetario y de flexibilización cambiaria impulsadas por el organismo, así como por la fijación de metas de inflación). . Una proporción mayoritaria de los tenedores de bonos ofreció sus títulos en el canje. . La reestructuración fue voluntaria. . El Club de París incorporó una cláusula de <i>burden sharing</i> por parte del sector privado. . La reestructuración se efectivizó sin que el país incumpliera el pago de sus títulos propuestos en el canje. . Si bien no hubo quita en el capital adeudado, sí hubo una considerable reducción del monto adeudado. . La reestructuración de la deuda insumió un lapso de tiempo relativamente corto.



<p>Ucrania (2000)</p>	<p>20%</p>	<ul style="list-style-type: none"> . Estancamiento económico. . Importantes déficits en las cuentas fiscales (financiados con emisión monetaria y/o vía la colocación de deuda). . Altas tasas de inflación y de depreciación de la moneda nacional. . Crisis bancaria de congelación (congelamiento de los depósitos bancarios). . Notable crecimiento de la deuda pública (asociado, en gran parte, a una importante acumulación de vencimientos de corto plazo). . Reprogramación de deudas contraídas anteriormente. 	<ul style="list-style-type: none"> . Relativa estabilidad de las principales variables macroeconómicas. . Importantes dificultades para volver a colocar deuda en el mercado internacional. . Declinación en el ingreso de capitales extranjeros destinados a la inversión en activos reales. 	<ul style="list-style-type: none"> . La reestructuración contó con el aval del F.M.I. (la reprogramación fue acompañada por políticas de ajuste fiscal y monetario y de flexibilización cambiaria impulsadas por el organismo, así como por la fijación de metas de inflación). . Una proporción mayoritaria de los tenedores de bonos ofreció sus títulos en el canje. . Se canjearon títulos que incluían cláusulas de acción colectiva y otros que no las incorporaban. . La reestructuración de la deuda insumió un lapso de tiempo relativamente corto.
-----------------------	------------	--	--	--

II.5. La discusión sobre la crisis de la deuda externa argentina

La notable agudización de la crisis argentina que se ha registrado con posterioridad a la declaración de *default* con los acreedores externos privados en diciembre de 2001 ha abierto un muy intenso debate, tanto en el exterior como en el país. El mismo se ha estructurado, fundamentalmente, en torno de dos interrogantes centrales. En primer lugar, ¿cuál es el papel que debería desempeñar la “comunidad financiera internacional” en general y los organismos multilaterales de crédito en particular? En segundo lugar, y estrechamente relacionada con la pregunta anterior, ¿cuáles son las medidas políticas que se tendrían que aplicar en el ámbito nacional para empezar a salir de la –tercera en dos décadas– crisis de la deuda?

En el ámbito internacional se destacan, en primer lugar, los recientes señalamientos del F.M.I. y del gobierno de los EE.UU. en el sentido de que mientras las autoridades argentinas no pongan en práctica –y garanticen el cumplimiento a mediano/largo plazo de– ciertas medidas (libre flotación del tipo de cambio, ajuste fiscal, contracción monetaria, inicio de un proceso de reestructuración ordenada del endeudamiento externo con el sector privado, etc.), no se va a liberar ninguna línea de financiamiento que le posibilite al país comenzar a reinsertarse en el mercado internacional de capitales y, fundamentalmente, no caer en cesación de pagos también con los organismos multilaterales de crédito⁷³.

73. Al respecto, consultar Krueger (2002e) y Taylor (2002). En relación con el planteo de que el gobierno argentino debería iniciar una ronda de negociaciones con sus acreedores tendiente a reestructurar su deuda externa, cabe destacar que el mismo también se encuentra presente en las propuestas que, antes de la declaración del *default* a fines de 2001, realizaron Calomiris (2001), Lerrick y Meltzer (2001), Meltzer (2001) y Roubini (2001c), quienes incluso afirmaron que era necesario que el F.M.I. garantizara que ello fuera acompañado por una quita de consideración en el capital adeudado.

Una posición aun más intransigente que la sostenida por el Fondo y por la Administración Bush es la esgrimida por el ultraconservador Cato Institute. Para los autores de este último, el F.M.I. no debe otorgarle más préstamos a la Argentina ni promover una quita en el principal de su deuda; no tanto con la finalidad de evitar el “riesgo moral” que subyace a toda operación de rescate, sino para castigar y disciplinar a una clase política que se niega a aplicar las reformas pro-mercado que “hacen falta” para que el país ingrese en un sendero de crecimiento sostenido (entre esas políticas “necesarias” que se deberían aplicar en el nivel local antes de recibir el apoyo de la “comunidad internacional” se destacan: una mayor flexibilización laboral, una brusca contracción del gasto público en todos los niveles jurisdiccionales, una disminución de impuestos en paralelo a una simplificación de la estructura tributaria y la dolarización plena de la economía)⁷⁴.

En una línea similar, Sachs (2002) critica las políticas que el Fondo propone para la Argentina y señala que la solución pasa por el reemplazo del peso por el dólar como unidad de cuenta y medición, así como por la firma de un acuerdo internacional que garantice financiamiento de emergencia que permita asegurar la devolución de los depósitos bancarios “atrapados” en el “corralito”⁷⁵.

74. Véase Becker (2002), Hanke y Schuler (2002) y Vásquez (2002).

75. Aquellos que, desde el exterior o desde el ámbito nacional, impulsan la dolarización en la Argentina suelen poner como ejemplo el buen desempeño que registró Ecuador con posterioridad a que dolarizó su economía en el transcurso del año 2000. Sin embargo, las evidencias disponibles indican todo lo contrario (Acosta, 2002). Al respecto, cabe mencionar algunos de los rasgos distintivos de la economía ecuatoriana post-dolarización: alta inflación, elevadas tasas de interés, salarios sumamente bajos, escasa reactivación productiva, crisis laboral (importantes niveles de subocupación y desocupación de la fuerza de trabajo), desbalance fiscal, mantenimiento –incluso profundización– de la dependencia externa, etc. Para una discusión sobre los beneficios y las desventajas de la dolarización, véase Rojas Breu (2002) y Roubini (2001b).

Dentro de las propuestas de “resolución” de la crisis argentina realizadas por quienes adscriben a la ortodoxia neoliberal cabe referirse, por último, a la de Caballero y Dornbusch (2002). Para estos autores, antes de que el F.M.I. libere fondos, la Argentina debería renunciar a buena parte de su soberanía monetaria, fiscal, regulatoria y de manejo de activos, por un período determinado de tiempo. Se trata de un programa por el que, a cambio de recibir el desembolso de un importante préstamo, el país debería aceptar que una “comisión de estabilización extranjera” condujera el Banco Central y tomara el control de la implementación del presupuesto nacional.

Desde el campo heterodoxo, las diferentes posiciones existentes coinciden en que la verdadera solución a la crisis argentina consiste en el abandono del “recetario fondomonetarista” como “criterio rector” excluyente del diseño y la instrumentación de las políticas públicas. Es en esta línea que se inscriben, a simple título ilustrativo, la propuesta de Stiglitz de aplicar medidas de corte keynesiano de reactivación de la demanda interna⁷⁶, las críticas de la CEPAL al “ofertismo fiscalista” sobre el que se estructuran casi todas las medidas que el F.M.I. le propone al gobierno argentino⁷⁷, y los planteos de reestructuración de la deuda externa recomendados por la UNCTAD y la organización Jubileo Plus⁷⁸.

En definitiva, en el ámbito internacional resulta posible identificar dos grandes grupos de propuestas con relación a la crisis argentina: uno que nuclea a autores que adhieren al paradigma ortodoxo (en el que, más allá de las distintas posiciones que se

76. Véase Stiglitz (2002a), (2002b) y (2002c).

77. Al decir de Ocampo (2002): “Tratar de lograr el ajuste fiscal reduciendo el gasto cada vez más no genera equilibrio fiscal, sino mayor recesión y desequilibrio fiscal [...]. No intervenir firmemente en el mercado cambiario cuando todas las expectativas inflacionarias están basadas en el tipo de cambio sería abrir el camino a una hiperinflación y posterior dolarización”.

78. La propuesta de la UNCTAD se puede consultar en Raghavan (2002a), y la de Jubileo Plus en Pettifor, Cisneros y Olmos Gaona (2001).

pueden reconocer, existe consenso en que la “comunidad internacional” no tiene que prestarle ayuda al país hasta tanto no se aplique un conjunto de “medidas necesarias”), y otro que incluye a autores que se ubican en la heterodoxia del pensamiento económico (que, en la generalidad de los casos, destacan la importancia de “socorrer” a la Argentina en el contexto actual y, fundamentalmente, de que los organismos multilaterales de crédito, en especial el F.M.I., modifiquen radicalmente sus “recomendaciones de política”)⁷⁹.

Ahora bien, la actual crisis de la deuda externa argentina no sólo generó un intenso debate en el ámbito mundial, sino también dentro del país. Al respecto cabe destacar que, en casi total correspondencia con las “sugerencias” del F.M.I., la visión predominante compartida por el gobierno del Dr. Duhalde, por buena parte de la clase política y por los principales “intelectuales orgánicos” del *establishment* es, en forma sumamente simplificada, la siguiente: la solución al problema del endeudamiento externo en la Argentina y, por esa vía, a la aguda recesión económica de los últimos años, pasa necesariamente por la instrumentación de un *set* de medidas que combine una fuerte depreciación de la moneda doméstica (aun mayor que la que se ha venido registrando desde que se abandonó el régimen de la *convertibilidad* en enero de 2002) con un brusco ajuste fiscal (asentado sobre una declinación significativa en las erogaciones del sector público en los niveles nacional, provincial y municipal). Según los defensores de esta postura, ello derivará en un proceso de ajuste de la economía caracterizado por una caída en el nivel de actividad, un aumento considerable de las exportaciones y un descenso en la demanda de importaciones (derivados del *shock* devaluatorio y de la propia recesión), un importante aumento de los precios (sobre todo de los de los denominados

79. Estas críticas se acentuaron a partir de las crisis externas que se iniciaron en el Brasil y en Uruguay en el mes de junio de 2002.

“bienes salario”) y una mejora significativa de las cuentas públicas (resultante de la conjunción de la mayor recaudación por efecto de la inflación y de la contracción del gasto). Como consecuencia de todo lo anterior se registrará, en el plano fiscal, un resultado primario superavitario y, en las cuentas externas, un saldo de balanza comercial muy favorable, lo que posibilitará que el gobierno le adquiera divisas al sector privado y en consecuencia reinicie el pago de la deuda externa (condición *necesaria y suficiente* para que se restablezca la “confianza” de los “mercados”, disminuya la tasa de interés vigente en el nivel interno, vuelvan a entrar capitales a la economía y el país ingrese en una senda sostenida de crecimiento)⁸⁰.

En oposición a esta propuesta de “resolución” de la crisis de la deuda externa argentina, y en el marco de la profundización del deterioro económico-social que se ha registrado en el último tiempo, diversos autores han planteado visiones alternativas. En tal sentido se puede mencionar, por ejemplo: la propuesta de encarar un proceso de reestructuración consensuada que se sustente en el ofrecimiento de mayores plazos de vencimientos y menores rendimientos de los bonos⁸¹; la de suspender de manera unilateral el pago del capital y de los intereses por un lapso determinado de tiempo, de encarar un canje de los títulos actuales por otros a 30/40 años con drásticas reducciones en la tasa de interés y de reestatizar el sistema de jubilaciones y pensiones⁸²; la de avanzar en una moratoria que incluya la recompra

80. Existen planteamientos más radicalizados (como los del ultraconservador Centro de Estudios Macroeconómicos de la Argentina –CEMA–) que señalan que el restablecimiento de la “confianza” en el país por parte de la “comunidad financiera internacional” sólo se conseguirá si se avanza en un drástico ajuste fiscal (ligado a despidos y a rebajas salariales en el sector público), en la salida de la situación de *default*, en la “*off-shorización*” del sistema bancario y en la dolarización absoluta de la economía.

81. Véase Terragno (2001a) y (2001b).

82. Tal es la propuesta de Daniel Carbonetto, que salió publicada en la edición del 17/03/2002 del diario *Página 12*.

desvalorizada de la deuda (con la consiguiente disminución del pasivo)⁸³; y la que señala que la única opción soberana con que cuenta el país es el “no pago” de sus compromisos externos⁸⁴.

Otros autores parten del reconocimiento del carácter “deuda-dependiente” del régimen de la valorización financiera pre-valectante en la Argentina desde mediados de la década de los años setenta y concluyen que las restricciones generadas por el fuerte nivel de endeudamiento existente difícilmente se puedan resolver si, en primer lugar, no se modifica estructuralmente tal esquema de acumulación o, en otros términos, si no se altera radicalmente el patrón de reproducción del capital de los principales agentes de la economía doméstica⁸⁵. En ese marco, se señala que la problemática de la deuda externa comprende tres aspectos.

El primero de ellos consiste en la transnacionalización productiva y financiera del capital concentrado interno, la que al generar una ingente salida de capitales locales al exterior determina una acelerada expansión del endeudamiento externo de la economía argentina en su conjunto. En segundo lugar, tanto la magnitud como el acelerado crecimiento de la deuda externa acentúan la injerencia de los organismos internacionales de crédito (en particular, del F.M.I.) en la definición de la política económica interna. El tercer aspecto se refiere a los pagos que, en concepto de intereses y amortizaciones, se le transfieren anualmente a los acreedores externos.

Estas tres dimensiones interactúan entre sí. El funcionamiento del capital concentrado determina un persistente y acelerado endeudamiento externo que aumenta las presiones de las instituciones multilaterales de financiamiento en pos de la aplica-

83. Tal es el planteo de Alfredo E. Calcagno, que salió publicado en la edición del 23/07/2001 del diario *Página 12*.

84. Al respecto, consúltese Katz (2001a) y (2001b).

85. Véase Basualdo (2000b), Basualdo y Kulfas (2000) y (2002), Kulfas (2001a) y Lozano y Schorr (2001).

ción de políticas que, a su vez, restringen la capacidad estatal para modificar el ciclo de acumulación de la cúpula del poder económico local. En este contexto, la propuesta de no pagar los servicios de la deuda externa no sólo considera un aspecto parcial del endeudamiento externo, sino que no corrige el comportamiento del conjunto de la economía nacional que se estructura alrededor del funcionamiento del capital concentrado interno. De esta manera, la concentración regresiva del ingreso, la desocupación y la precarización del trabajo, la transferencia de recursos al exterior y el incremento de la deuda externa permanecerían como rasgos estructurales. De ello se infiere que la “solución” al tema de la deuda no consiste en el “no pago” y/o solamente en conseguir reestructurar los pasivos externos del país sino en desplazar a la valorización financiera como núcleo central del desenvolvimiento socio-económico.

III

Lineamientos propositivos para la reestructuración de la deuda pública argentina

III.1. Lineamientos de carácter estructural para revertir los escenarios de crecimiento del endeudamiento externo

Los aspectos tratados en las secciones precedentes permitieron obtener algunas conclusiones acerca de la naturaleza de la deuda externa argentina, su peso en la economía nacional y la restricción que implica para el desarrollo económico y la superación de la grave crisis social por la que atraviesa el país. En este sentido, y derivado de dichas conclusiones, es posible afirmar que resulta imprescindible formular una estrategia global con respecto al problema de la deuda externa, de manera tal que su carga resulte compatible con la implementación de un plan de desarrollo productivo y de redistribución progresiva del ingreso que permita reactivar la economía en un lapso razonable de tiempo y, por esa vía, comenzar a eliminar la inédita escalada de la pobreza y de la indigencia que se ha venido registrando en forma ininterrumpida desde mediados de la década pasada, situación que se ha agudizado notablemente con el proceso maxidevaluatorio que se viene manifestando desde comienzos del 2002.

En este sentido, los lineamientos rectores y los principales pasos a seguir a la hora de definir una estrategia deberían contemplar necesariamente los siguientes aspectos:

- *Una alteración radical de la lógica que guió el tratamiento del pago de la deuda externa en el transcurso de los años noventa. Téngase presente, en tal sentido, que durante la década pasada el pago de la deuda y de su servicio tendió a consolidarse*

como variable independiente en la estructura del gasto estatal y transformó al resto de las erogaciones públicas en variables de ajuste. En el extremo, la política del “déficit cero” implementada bajo el gobierno de De la Rúa llevó a explicitar que los ingresos fiscales de cada mes se aplicarían primero al pago de la deuda y el resto de los gastos deberían ajustarse al remanente de los ingresos. Al respecto, cabe concluir que la lógica debe invertirse: los ingresos fiscales deben destinarse, en primer lugar, a programas que apoyen la reactivación económica, la redistribución del ingreso y la erradicación de la pobreza. En otras palabras, el pago de la deuda debe quedar subordinado a una política global de desarrollo y redistribución del ingreso, y no al revés.

- *La creación de fondos especiales para el pago de la deuda integrados por nuevos gravámenes y por el incremento en la recaudación de los existentes sobre el patrimonio, los bienes personales y las ganancias*, con el objeto de que el peso de la deuda no recaiga sobre el gasto social y las políticas de apoyo a la reactivación sino sobre los principales beneficiarios del régimen de convertibilidad.
- *El control integral de los movimientos de capitales tendientes a reducir en todo lo posible las salidas de capitales privados* (como fuera analizado, el carácter “deuda-dependiente” del régimen de acumulación del capital vigente en la Argentina es explicado, en lo sustantivo, por la centralidad asumida por la internacionalización financiera de los agentes económicos predominantes, de allí que el establecimiento de mecanismos tendientes a frenar la fuga de capitales al exterior constituya un elemento central para hacer frente al problema de la deuda).
- *Una adecuada delimitación y análisis del universo de acreedores y de los diversos instrumentos de deuda*. Al respecto, cobra particular interés generar –a corto plazo– un adecuado registro de información de acreedores, de modo tal de arbitrar los medios para continuar el pago de las deudas con jubilados y las indemnizaciones, así como acceder a un adecuado cono-

cimiento de las características de los diversos tipos de acreedores, tanto en el plano local como en el internacional.

- *La generación de instancias arbitrales para el tratamiento de la deuda externa y una adecuada renegociación de los pasivos.* En tal sentido, el objetivo consiste en avanzar en la definición y en el diseño, en el ámbito interno, de una estrategia de resolución internacional del problema de la deuda de los países “emergentes” que aproveche el actual marco de debate existente en diversos foros internacionales; de manera tal que las instancias que se propongan generen mayores beneficios para las futuras renegociaciones.

En el terreno específico de las negociaciones y los instrumentos, uno de los principales emergentes de este trabajo es que el fenómeno de la deuda en la Argentina no puede ser circunscripto estrictamente a una problemática o a una contradicción restringida, exclusivamente, a un universo de acreedores externos e instituciones financieras internacionales, por un lado, y al Estado nacional, por otro. Antes bien, en la sección I se concluyó que el endeudamiento público externo juega un papel central en el proceso de valorización financiera que ha regido los patrones de la acumulación de capital en la economía local durante el último cuarto de siglo. Así, pues, la constatación empírica de la creciente acumulación de capital y la cooptación de los poderes públicos perpetrados por los sectores concentrados del capital local permiten confirmar que el proceso de endeudamiento argentino no debe ser visto como una conspiración internacional en contra del desarrollo argentino sino, antes bien, como una pieza fundamental a partir de la cual se ha estructurado el capitalismo argentino de fines del siglo XX.

En ese contexto el endeudamiento público ha sido, durante los años noventa, la herramienta que permitió garantizar la continuidad de la *convertibilidad* y el proceso de fuerte expansión que registraron las fracciones empresarias líderes, y con ello posibilitó el sostenimiento de una de las etapas de mayor creci-

miento del producto de la segunda mitad del siglo XX, sólo que esta vez acompañada por una inusitada desintegración productiva y social que culminó con el crecimiento explosivo de los índices de desocupación, pobreza e inequidad distributiva. Ante este escenario, afrontar la crisis de la deuda limitando su resolución a la obtención de mejores condiciones de negociación para una reestructuración con quitas ante los acreedores y los organismos internacionales o bien al repudio total o parcial de la deuda constituyen visiones parciales de las contradicciones del capitalismo argentino actual.

En un sentido amplio, *la Argentina no podrá solucionar su crisis de la deuda si no realiza las reformas políticas y económicas que le garanticen la reversión de la valorización financiera como eje de la acumulación del capital y la recuperación del control de los resortes de la economía por parte del Estado antes que por el “mercado” (esto es, por el capital concentrado interno)*⁸⁶. En otras palabras, si no se logra estructurar un proyecto político, económico y social de crecimiento económico, de valorización productiva e inclusión social, difícilmente se logre superar la problemática del endeudamiento. La crisis de la deuda no se resuelve con ingeniería financiera sino, como primera y principal medida, con un nuevo proyecto económico y social, así como con una coalición política y social que la sustente.

Este último argumento, traducido a una expresión concreta, significa que la sociedad argentina en su conjunto debe resolver sus contradicciones con los sectores económicos que se han beneficiado con la valorización financiera y el endeudamiento externo, y que han puesto un cepo sobre las posibilidades de desarrollo económico.

La resolución de estas contradicciones no representa un hecho menor si se aprecia que los sectores dominantes no representan

86. Cuando se hace mención al control público de la economía no se hace referencia, al menos no necesariamente, al ejercicio del derecho de propiedad sobre los medios de producción.

un núcleo homogéneo e indiferenciado que opera coordinadamente para obtener mayores beneficios de la crisis actual. En este sentido no resulta trivial destacar que –como fuera analizado en la sección precedente– parte del *establishment* académico y financiero internacional ha evidenciado tal contradicción, como se desprende de, por ejemplo, un trabajo reciente de Dornbusch y Caballero (2002) y de una posterior entrevista concedida por el primero de estos economistas del Massachusetts Institute of Technology, quien expresó: “¿por qué el dinero que yo pago de impuestos en Estados Unidos debería ir a la Argentina, si luego Duhalde y los empresarios se lo llevan a Miami? Eso es lo que ha venido pasando. ¿O no? Esos fondos depositados en el exterior deberían jugar un rol en este proceso de reconstrucción. No puede ser que los ricos tengan su fortuna en Miami, mientras que el resto tiene sus ahorros en el corralito o vive bajo la línea de pobreza”⁸⁷.

Esta responsabilidad de los sectores concentrados del capital local en el endeudamiento de la Argentina debe ser aprovechada también a la hora de establecer negociaciones tendientes a reestructurar la deuda externa. En este sentido, *a la responsabilidad de los organismos internacionales asociada a la aplicación y al monitoreo de las políticas económicas que condujeron al endeudamiento actual, y a la más prolongada y pronunciada crisis de la historia argentina contemporánea debe adicionarse la creciente masa de capitales locales fugados al exterior durante, fundamentalmente, la segunda mitad de los años noventa y los meses previos al derrumbe de la convertibilidad.*

Esta doble responsabilidad se traduce, por un lado, en la negociación de una fuerte quita sobre las deudas de acreedores externos y organismos internacionales y, por otro, en poner a disponibilidad las rentas y parte de los capitales fugados para el pago de las obligaciones externas. De esta manera, la Argentina podría reducir sustancialmente el peso de su deuda y evitar que la misma opere como una severa restricción sobre sus programas de desarrollo,

87. Revista 3 puntos, N° 245, 7/03/2002.

generando los medios para que sean los sectores beneficiarios del régimen de la valorización financiera quienes terminen sobrellevando la carga y el pago de la deuda y de sus servicios.

Asimismo, resulta evidente que si se pretende impulsar una reprogramación compatible con un programa de desarrollo económico y redistribución del ingreso es necesario generar los recursos. En tal sentido, el primer aspecto a replantear es el sistema previsional, el cual ha generado pérdidas de ingresos (es decir, necesidad de financiamiento) por una cifra próxima a los 4.500 millones de pesos anuales. El segundo, y complementario del precedente, se vincula con la modificación radical en la estructura tributaria con la finalidad de incrementar la presión impositiva sobre los sectores de más altos ingresos y, paralelamente, reducir los gravámenes que pesan sobre los sectores más afectados por el ajuste neoconservador.

III.2. Las restricciones macroeconómicas.

Lineamientos generales

El contexto en el cual se reestructurará la deuda externa se encuentra fuertemente influido por una importante cantidad de restricciones macroeconómicas que necesariamente deberán ser atendidas. Si bien no es el objetivo del trabajo analizar dichas limitaciones, resulta necesario enumerarlas y señalar posibles caminos para que no se transformen en obstáculos insalvables.

En primer lugar, cabe destacar *la restricción que impone la situación fiscal*. Tras cuatro años de recesión, los ingresos públicos han experimentado una significativa retracción. Por su parte, el gasto operativo y social se ha mantenido relativamente estable y en los últimos años se aplicaron algunos ajustes sobre salarios y jubilaciones. Esta situación lleva a postular, fundamentalmente, la *necesidad de generar un fuerte shock recaudatorio* que permita generar las condiciones para incrementar los ingresos y volcar ese excedente a las políticas necesarias para atender

la crisis social y generar la reactivación de la economía. En tal sentido, resulta pertinente agregar los siguientes elementos:

- La necesidad de mejorar la recaudación de los impuestos sobre el patrimonio y los bienes personales, sobre los cuales existe cierta evidencia de elevados niveles de evasión y elusión.
- La alteración de los precios relativos registrada tras la devaluación conduce a pensar en la importancia de reducir la carga impositiva sobre los bienes no transables e incrementarla sobre los transables. En este sentido, las retenciones sobre las exportaciones deberían operar como variable de ajuste que compense la caída de la recaudación de otros impuestos⁸⁸.
- Resulta imperioso resguardar todo lo que sea posible el valor en dólares del resultado fiscal. En tal sentido se debe, dentro de cierto marco, maximizar la recaudación que se vincula a la evolución del valor del tipo de cambio (retenciones a las exportaciones) y minimizar la proporción de gastos en moneda extranjera. Esto último implica la necesidad de mantener en moneda local las obligaciones que se contraigan.
- Reviste particular importancia recuperar –en forma transitoria o definitiva– ciertos ingresos públicos cedidos al sector privado, tales como los aportes previsionales que reciben las AFJPs y las reducciones de aportes patronales⁸⁹.
- Dada la necesidad de destinar importantes montos a políticas sociales, laborales y productivas, el gasto operativo debería mantenerse relativamente estable, trabajando en la mejora de la productividad del mismo.

88. Naturalmente, un elevado nivel de retenciones podría generar distorsiones que afecten negativamente la competitividad de las exportaciones. Sin embargo, cabe recordar que la maxidevaluación real que se ha producido permite trabajar con un importante margen de maniobra sin que se produzcan los mencionados efectos negativos.

89. La re-estatización del sistema previsional implicaría, asimismo, que el Estado recupere bonos de la deuda actualmente en manos de las AFJP, de modo que permitiría reducir la carga de vencimientos a corto y mediano plazo.

Las proyecciones para el año 2002, si bien presentan una importante mejoría en la recaudación hacia mediados del año (en lo sustantivo, por efecto del incremento de los precios internos derivado del *shock* devaluatorio), permiten apreciar la existencia de un déficit presupuestario, aun cuando la carga de la deuda se ha reducido notablemente debido a la cesación del pago de buena parte de las obligaciones. De modo que sin un fuerte crecimiento de los ingresos fiscales resultará imposible establecer mecanismo alguno de renegociación.

La segunda restricción que opera está asociada al sector externo. La fuerte carga de las obligaciones en moneda extranjera sumada a la desnacionalización de la estructura productiva, el endeudamiento del sector privado y la creciente demanda de divisas por parte de los particulares generan un importante desequilibrio en el sector externo que afecta la sustentabilidad de cualquier proceso de reprogramación. En tal sentido, cabe destacar:

- La necesidad de implementar mecanismos de control de cambios, de manera tal de evitar que se generen desequilibrios en la balanza de pagos que incrementen las presiones sobre el tipo de cambio (en tal sentido, los distintos mecanismos empleados en Chile, en Colombia e, incluso, en el Brasil con la finalidad de regular la entrada y la salida de capitales constituyen muy interesantes instrumentos de política).
- La importancia de generar crecientes saldos positivos en la balanza comercial, mejorando la competitividad de las exportaciones (tanto de bienes como de servicios, incluyendo en este último rubro al turismo receptivo) y fomentando la sustitución competitiva de importaciones. Asimismo, resulta indispensable garantizar la adecuada liquidación de las divisas a través de eficientes mecanismos de control.
- La implementación de restricciones temporales al giro de utilidades y dividendos. En tal sentido, se debería modificar la actualmente muy permisiva legislación vigente en materia de

inversiones extranjeras. Esta limitación a la salida de capitales privados bien podría incluir a las deudas externas de particulares, pero tal medida conllevaría el involucramiento del sector público en la negociación con los acreedores y, posiblemente, el establecimiento de algún tipo de mecanismo de transferencia de dichas deudas hacia el Estado, situación que debe ser descartada por completo. Por tal motivo, se sugiere limitar la restricción sobre salidas de capitales privados al giro de utilidades y a otros movimientos, excluyendo el pago de deudas⁹⁰.

De hecho, en base a estimaciones preliminares es posible proyectar para el año 2002 un saldo positivo en la cuenta corriente, sustentado en el desplome de las importaciones de bienes y servicios por efecto directo del cuadro recesivo, en la cesación de pagos de intereses públicos y privados, y en la caída de utilidades, mientras que la cuenta de capital generaría un fuerte saldo negativo, sustentado en la salida de capitales privados y los pagos de deuda pública a organismos internacionales. De este modo, la economía continúa perdiendo reservas y se torna indispensable la implementación de medidas de control de salidas de capitales que acompañen a las políticas de crecimiento de las exportaciones.

90. Dado que una de las formas tradicionales con que las empresas extranjeras reasignan el excedente a nivel de la corporación de la cual forman parte está vinculada con la manipulación de precios de transferencia (por ejemplo, vía la sobrefacturación de importaciones, la subvaluación de exportaciones o el crédito con empresas relacionadas societariamente), las medidas mencionadas deberían articularse, necesariamente, con un estricto control sobre tal tipo de prácticas (más aún cuando, en un contexto de agudísimos desequilibrios fiscales, tales conductas conllevan importantes efectos negativos sobre las cuentas del sector público. Una de las principales formas con que estas firmas suelen eludir el pago del impuesto a las ganancias en el país se relaciona con la forma en que “inflan” artificialmente sus costos a partir de las prácticas mencionadas).

III.3. Propuestas específicas para reestructurar y reducir el peso de la deuda pública externa

El objetivo general de los lineamientos que se sugieren a continuación consiste en la reprogramación integral de la deuda pública argentina, de manera tal que resulte compatible con la recomposición de las finanzas públicas, la reactivación de la economía y la implementación de programas que permitan revertir la situación de pobreza e indigencia existente.

III.3.1. *Reprogramación de las obligaciones*

Tras cuatro años de recesión económica y el derrumbe del régimen de *convertibilidad*, se hace evidente que el cumplimiento de las obligaciones externas requiere de un necesario período de recomposición de las finanzas públicas y de la economía en general. Asimismo, el achicamiento objetivo de la economía conduce a postular la necesidad de adecuar el monto de las obligaciones al nuevo marco estructural. Un país que en un lapso sumamente reducido de tiempo sufrió una depreciación de su moneda cercana al 300% no puede seguir respondiendo al mismo esquema de obligaciones. Los acreedores son conscientes de ello (y lo eran aun antes de la maxidevaluación del peso, hecho verificable a partir de las recientes experiencias internacionales de *default* y de los cambios en sus posturas en relación con el tratamiento que se le debiera dar a las situaciones de insolvencia en el pago de deudas soberanas).

El país necesita un período en el que pueda atender la emergencia social y productiva, mejorar su situación fiscal y recomponer sus reservas internacionales. En tal sentido, el primer elemento de la propuesta de reprogramación consiste en la negociación de un período de gracia hasta el año 2005. Dicho esquema excluiría el pago de los Préstamos Garantizados (por cuanto dichos préstamos ya fueron reprogramados y posterior-

mente pesificados) y a los pagos de los Bonos de Consolidación (BOCON) que se hubieran emitido para cancelar deudas e indemnizaciones con jubilados, pensionados y familiares de las víctimas de la represión, siempre y cuando dichos bonos permanezcan aún en manos del tenedor primario.

También será necesario establecer una reprogramación que resulte compatible a largo plazo. Las estrategias de “renegociación permanente” resultan sumamente contraproducentes, por cuanto incrementan el marco de incertidumbre y no permiten generar una adecuada programación de las estrategias de política económica (según se desprende de lo acontecido en el transcurso de la década de los noventa, el alivio en la carga presente de la deuda sobre las finanzas públicas suele ser “compensada” con crecientes niveles de endeudamiento y la acumulación de “pesados” vencimientos en el mediano/largo plazo). De allí que el segundo elemento propositivo sea la reprogramación de las deudas de los bonos que han entrado en cesación de pagos así como también las de los organismos internacionales, bancos comerciales y otros acreedores con un plazo de vencimiento de 30 años⁹¹. Para el caso de los bonos se propone asimismo la constitución de garantías mediante la adquisición de un bono colateralizado, siguiendo parámetros similares a los ejecutados en el marco del acuerdo Brady. Para el resto de las obligaciones mencionadas se recurriría a pagos anuales de capital e intereses a partir del año 2005 hasta el 2033.

Esto último es importante por cuanto desde los años ochenta (es decir, desde que el problema de la deuda apareciera con notable intensidad en el país) la Argentina no ha tenido una estra-

91. Las cuantificaciones que se realizan en esta sección, tanto en lo concerniente a plazos de pago, tasas de interés y montos a pagar, se presentan para ilustrar los lineamientos que se exponen. Naturalmente, la cuantificación final depende del avance de los posibles resultados de las negociaciones y de las condiciones que vaya presentando la economía.

tegia de disminución del capital de la deuda, sino que ha atendido exclusivamente el pago de los intereses y ha refinanciado en forma permanente (y sumamente onerosa) el capital adeudado. La excepción al respecto ha sido la cancelación de deudas mediante las privatizaciones, mecanismo que –independientemente de las numerosas objeciones que merece– hoy ya no resulta posible de implementar. Ello conlleva, como tercer elemento propositivo, la reducción gradual y permanente del capital adeudado como lineamiento rector de la política a seguir en materia de endeudamiento externo.

Como se mencionó anteriormente, el monto de las obligaciones también debe adecuarse al nuevo marco estructural. De allí que el cuarto elemento propositivo sea la implementación de una quita sobre el capital adeudado y sobre las tasas de interés, de manera tal que las obligaciones reprogramadas completen un cuadro de viabilidad en el esquema de equilibrios macroeconómicos. Este programa de quitas se conforma de la siguiente manera:

A) *Bonos*. Con los bonos se presenta una situación particular que debe ser atendida para no generar inequidades. Una parte importante de los inversores (si bien no la mayoría) está compuesta por pequeños inversores, los cuales adquirieron el bono al momento de la emisión con la intención de realizar una inversión a mediano plazo, tentados por las elevadas rentabilidades. Tal ha sido el caso de, por ejemplo, la importante cantidad de inversores italianos que adquirieron títulos de la deuda argentina. De allí que al momento de estimar el valor de la deuda en bonos se considera necesario formular la valuación de los mismos al valor de mercado al cual fueron adquiridos. De este modo, el objetivo es garantizar un trato equitativo entre diversos acreedores con el objeto de que las pérdidas sean asumidas por todos los sectores en forma proporcional, ya que existe una proporción no determinada de tenedores primarios de bonos que podrían recibir la misma quita que aquellos que realizaron la adquisición en el mercado secundario a precios –en algunos ca-

sos excesivamente– inferiores⁹². Para dar cumplimiento a tal medida será de vital importancia la creación de un adecuado *registro de acreedores*. De este modo, el valor de la deuda será el valor nominal residual multiplicada por el precio de mercado

92. Por ejemplo, ha sido informada la tenencia de bonos argentinos por un número considerable de pequeños ahorristas italianos. Se trataría de unos 450.000 ahorristas que poseen títulos por unos 12.000 millones de dólares. Según el Comité de Tutela de los ahorristas italianos, “algunos bancos italianos aconsejaron a los ahorristas comprar títulos del Estado argentino cuyos rendimientos eran superiores a los títulos de la deuda italiana” (Clarín, 15/01/2002). Dichos ahorristas iniciaron una acción judicial. Al respecto, el Estado argentino apeló la medida y en agosto emitió la siguiente comunicación: “La Secretaría de Finanzas informa, con relación al juicio entablado por tenedores de bonos en Italia, que el Gobierno Nacional ha presentado en el día de la fecha una apelación contra la decisión de fecha 19/07/02 del Tribunal Civil de Roma que dispone el embargo de los activos de la República Argentina que se encuentren en Italia y en el extranjero. El Gobierno Nacional considera que dicha medida cautelar, la cual fue emitida a favor de diez personas físicas italianas con respecto a sus reclamos de pago de aproximadamente Euros 1,4 millones de acuerdo con los bonos de la República Argentina que los mismos alegan poseer, ha sido concedida de manera incorrecta. El Gobierno Argentino confía que la citada decisión será dejada sin efecto, y que la Corte italiana denegará el requerimiento recientemente efectuado de estos tenedores individuales de títulos públicos de embargar ciertos fondos que el Gobierno de Italia ha asignado para asistir a pequeñas empresas italo – argentinas y como ayuda financiera a los servicios de salud pública en Argentina. El intento de los demandantes de congelar estos activos es incorrecto, desde el punto de vista legal, exagerado e inapropiado a la luz de la naturaleza de la ayuda propuesta por el Gobierno Italiano y de las necesidades del pueblo argentino. Confiamos en que la apelación sea concedida de manera expeditiva a favor de la República. El Gobierno Argentino cree que una disputa judicial no favorece los intereses a largo plazo de la República ni de sus acreedores. El único medio viable para atender los reclamos de los acreedores y arribar a una solución duradera es a través de un proceso de negociación que lleve a un acuerdo consensuado. Las Autoridades intentarán iniciar este proceso tan pronto como se encuentren en condiciones de estabilizar la economía del país y puedan determinar los recursos disponibles para afrontar los servicios del endeudamiento externo”.

del día de la fecha en que el acreedor adquirió el bono. Si el acreedor fuera el que adquirió el bono al momento de su colocación, obviamente el bono sería valuado a su valor nominal residual. En este último caso se sugiere aplicar una quita exclusivamente sobre la tasa de interés.

Concretamente, en la propuesta que aquí se presenta, a modo ilustrativo, para las posteriores simulaciones se parte de un *stock* inicial de deuda en bonos de 45.000 millones de dólares, de los cuales 10.000 millones se encuentran en manos de tenedores primarios y el resto en las de tenedores secundarios que adquirieron el bono a un precio promedio de 60 dólares por cada 100 dólares de valor nominal. Sobre este segundo segmento se aplicaría una quita del 50% y se entregaría un nuevo título (bono con quita) que devengaría un interés anual del 4%, mientras que el primer bono (bono a la par) pagaría intereses equivalentes al 2% anual. Asimismo, en ambos casos se condonaría los intereses a capitalizar entre el momento de la cesación de pagos y el año 2005.

De este modo, el bono a la par implicaría el pago anual de 200 millones de dólares de intereses mientras que el bono con quita conllevaría obligaciones anuales por 420 millones de dólares. Como ya fuera mencionado, el capital se pagaría al vencimiento a través del cobro de las garantías. Asimismo, la aplicación de la quita sobre el segundo bono llevaría la deuda sobre ese concepto a 10.500 millones de dólares, cifra que supone una quita promedio del 54% sobre el total de la deuda en títulos y del 70% sobre la deuda de los tenedores secundarios de mercado.

En suma, de instrumentarse el mecanismo de reestructuración mencionado, la deuda en bonos se reduciría a 20.500 millones de dólares, lo cual implicaría el pago de 620 millones de dólares anuales de intereses y la adquisición de garantías para el repago del capital al vencimiento de los nuevos títulos (el costo de la adquisición se financiaría con el ahorro fiscal que se genere entre 2003 y 2004).

B) *Organismos internacionales*. Para el caso de la deuda con organismos internacionales (32.000 millones de dólares) se propone la implementación de un esquema similar al que se viene señalando (reprogramación a 30 años con un período de gracia hasta el año 2005 con condonación de los intereses a capitalizar y atrasos). Si bien el marco normativo vigente y las condiciones imperantes generan dificultades para promover una quita sobre el capital, resulta importante plantear una quita sobre la tasa de interés llevándola al 2% anual. Asimismo, el capital se amortizaría en cuotas anuales y fijas de 1.143 millones de dólares aproximadamente, que devengarían un interés decreciente; con una cuota anual de 640 millones de dólares en 2005, de 617 millones en 2006, de 594 millones en 2007 y de 571 millones en 2008.

C) *El resto de las obligaciones*. Para el resto de las obligaciones (deudas con proveedores, bancos y otros por un total de 14.800 millones de dólares) se propone la instrumentación de un bono con quita del 50% que pagará una tasa de interés anual del 4%. De esta manera, la deuda se reduciría a 7.400 millones de dólares y se debería hacer frente a un pago de capital anual por un valor de 264 millones de dólares y un pago de interés anual decreciente, comenzando con una cuota anual de 296 millones de dólares en 2005, la cual se reduciría a 285 millones en 2006, 275 millones en 2007 y a 264 millones en 2008.

El cuadro de obligaciones y el perfil de vencimientos para los próximos años se completa entonces de la siguiente manera:

Características de las reprogramación de la deuda pública externa*
Montos en millones de dólares

	<i>Deuda actual</i>	<i>2005</i>		<i>2006</i>		<i>2007</i>		<i>2008</i>		
		<i>Nueva deuda</i>	<i>Interés</i>	<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	
Bono a la par	10.000	10.000	0	200	0	200	0	200	0	200
Bono con quita (tenedores de bonos)	35.000	10.500	0	420	0	420	0	420	0	420
Organismos internacionales	32.000	32.000	1.143	640	1.143	617	1.143	594	1.143	571
Bono con quita (resto de acreedores)	14.800	7.400	264	296	264	285	264	275	264	264
TOTAL	91.800	59.900	1.407	1.556	1.407	1.522	1.407	1.489	1.407	1.455

* Se incluye en este esquema a la deuda sujeta a reprogramación. Queda excluida la deuda correspondiente a préstamos garantizados. Quita promedio sobre la deuda original: 34,7%.

Naturalmente, este esquema de reprogramación no generará resultados favorables si durante el período de gracia no se logra incrementar sustancialmente la recaudación y si la economía no se reactiva. En otras palabras, para hacer frente a este perfil de vencimientos es necesario multiplicar los ingresos fiscales mediante una adecuada reforma tributaria y lograr mayores niveles de eficacia en los mecanismos de control.

III.3.2. Sustento y viabilidad

A continuación se presentan algunos fundamentos que permiten delinear un escenario sustentable que posibilite la aplicación del marco propuesto. En función del análisis realizado precedentemente, un aspecto central de la propuesta consiste en establecer un principio de correspondencia entre los beneficiarios de las políticas implementadas durante la década pasada y el pago de la deuda externa. Tal argumento cobra todavía más vigor si –como fuera señalado en repetidas ocasiones a lo largo del trabajo– parte del endeudamiento público cumplió la función de financiar la fuga de capitales motorizada por los segmentos empresarios predominantes.

En la actualidad, los capitales argentinos colocados en el exterior superan los 120.000 millones de dólares. En tal sentido, el efectivo cobro de un impuesto sobre dichos capitales permitiría –con una alícuota del 2%– obtener unos 2.400 millones de dólares, cifra que a un tipo de cambio de \$4/U\$s representa alrededor del 25% de los recursos tributarios que se perciben en la actualidad.

Es evidente que el cobro de tal impuesto no resultará sencillo. Los capitales se han evadido de la economía argentina y es altamente probable que buena parte de ellos provengan de actividades ilegales o que hayan evadido y/o eludido el pago de impuestos en el país. A pesar de ello, no resulta conveniente plantear ninguna estrategia de blanqueo visto que la experiencia en tal sentido no ha hecho más que beneficiar a evasores sin práctica-

mente ninguna contraprestación positiva real para las arcas fiscales. Es necesario que en los casos en que se demuestre una fuga de capitales no declarada y basada en fondos de dudoso origen se realice la correspondiente investigación y las multas e intereses compensatorios se adicionen a la recaudación de este impuesto especial. Por otra parte, si se logra un adecuado control existirá el incentivo natural a la repatriación, puesto que los radicados en el país deberían tributar el 0,75% en lugar del 2%.

La cuestión más delicada es la correcta individualización de dichos capitales para asegurar el cobro. Las cuentas bancarias suelen ser protegidas por lo que se denomina “secreto bancario” y no resulta sencillo que autoridades de otros países informen adecuadamente la existencia de propiedades en el exterior. En tal sentido, cabe recordar como antecedente la existencia de algunos acuerdos de intercambio de información entre México y los EE.UU., formulados en el marco de la firma del Tratado de Libre Comercio entre estos dos países. Asimismo, el marco político internacional resulta sumamente propicio en tanto el F.M.I. y los sectores académicos vinculados al *establishment* norteamericano han puntualizado la contradicción entre la ayuda financiera del Fondo y la fuga de capitales (téngase presente, en este sentido, la cita de Dornbusch transcrita anteriormente). De este modo, la propuesta consiste en la constitución de un fondo específico que se utilizaría para la adquisición de las garantías de pago y para hacer frente a las erogaciones de los vencimientos de la deuda y de sus intereses, el cual estaría integrado, fundamentalmente, por este impuesto sobre los capitales de argentinos en el exterior. Ello permitiría intervenir, a un mismo tiempo, sobre dos de los aspectos centrales de la valorización financiera (la deuda externa y la fuga de capitales) y, por esa vía, empezar a revertir un patrón de acumulación del capital que impulsa la desindustrialización, la centralización económica y la concentración de la producción y del ingreso. Si los organismos internacionales fueran consecuentes con sus puntualizaciones deberían prestar su colaboración para generar los mecanismos

que permitan individualizar adecuadamente a los sectores locales que poseen colocaciones en el exterior. Esa colaboración debe integrar un núcleo de condiciones ya no desde los organismos hacia la Argentina sino en sentido contrario.

En segundo lugar, la sustentabilidad de la reprogramación requiere de un significativo *shock* recaudatorio impulsado por:

- la recuperación –en forma transitoria o definitiva– de los aportes previsionales que reciben las AFJPs, los cuales contribuirían con un piso de 4.000 millones de pesos anuales adicionales;
- el incremento de la recaudación del impuesto sobre los bienes personales;
- el estricto cobro de las retenciones a las exportaciones sobre un piso de recaudación de 11.000 millones de pesos anuales.

En tercer lugar, se requiere la recomposición de las reservas, tanto para poder acceder a los mecanismos para garantizar una política cambiaria sustentable como para acumular reservas para la adquisición de las garantías. En tal sentido se espera que el incremento de reservas provenga de la generación de un superávit fiscal y su fuente sea la liquidación de exportaciones, el cobro del impuesto sobre los capitales fugados y la liquidación de *stocks* de divisas en manos de residentes, presumibles tras un proceso de estabilización y reactivación.

III.3.3. El proceso de renegociación

Para la implementación de los ejes propositivos señalados, la Argentina deberá establecer negociaciones con sus acreedores en función de las pautas establecidas en diversas instancias legales. Esta situación no obsta que deba tenerse presente un plan alternativo para el –altamente probable– caso en que dichas negociaciones no prosperen. De este modo, y reconociendo que es indispensable garantizar que la reprogramación de la deuda no

desvíe los fondos necesarios para la reactivación y para paliar el hambre y la pobreza, la propuesta es que en caso de fracaso de las negociaciones bilaterales o multilaterales se convoque a la formación de un tribunal arbitral internacional constituido por la Organización de las Naciones Unidas y/o el Tribunal Internacional de La Haya y diversos organismos de derechos humanos.

Como fuera analizado en la sección II, actualmente existe en el ámbito internacional un amplio consenso con respecto a la necesidad de crear un marco normativo de aceptación universal vinculado con la problemática de las situaciones de insolvencia en el pago de deudas soberanas. No obstante la relevancia del tema, que se refleja en el hecho de que la citada cuestión no sólo ha sido planteada por aquellos autores y/u organizaciones que adscriben al paradigma “heterodoxo” (que buscan favorecer los intereses de los países endeudados sobre los de sus acreedores) sino también por quienes adhieren a los postulados centrales del pensamiento “ortodoxo” (más preocupados por defender los intereses de los prestamistas que los de los prestatarios), la Argentina prácticamente no ha tenido participación –aun menos injerencia– en la discusión actual (si bien debe reconocerse que la reciente crisis de la deuda del país ha sido uno de los principales “disparadores” del debate). En tal sentido, a continuación se presentan algunos elementos que podrían incorporarse en una propuesta nacional sobre la materia⁹³:

- una vez declarado el default, y con la finalidad de evitar eventuales “conflictos de intereses”, sería preciso establecer un panel de resolución de conflictos que sea independiente tanto de los deudores como, fundamentalmente, de los acreedores (sobre todo de los organismos multilaterales de crédito);
- en ese marco sería indispensable que la negociación sea dirimida en algún ámbito independiente de ambas partes

93. Los lineamientos que se presentan a continuación se basan, en lo sustantivo, en algunas de las recientes propuestas de la CEPAL, de Jubileo Plus y de la UNCTAD, y fueron enriquecidos sustancialmente a partir de una entrevista de los autores con el Lic. Arturo O’Connell.

- como, por ejemplo, la Corte Internacional de Justicia de La Haya–, o por algún tribunal *ad hoc* cuya independencia sea garantizada por las Naciones Unidas⁹⁴;
- no obstante lo anterior, y como lo establece taxativamente el Capítulo 9 del Código Civil estadounidense, sería necesario establecer mecanismos tendientes a que la sociedad civil del país que se declara insolvente tenga un importante nivel de participación en la negociación (por ejemplo, a partir de la reglamentación de la figura “consulta popular”);
 - asimismo, mientras dure la negociación ningún acreedor tendrá derecho a iniciar acciones legales en contra del país;
 - los acuerdos no sólo tendrían que permitirle al deudor soberano suspender temporalmente sus pagos (sin recibir como contrapartida juicios y/o distintos tipos de sanciones), reestructurar sus acreencias y, eventualmente, ser beneficiado con una quita en el principal de su deuda, sino que también deberían asegurar, entre otras cosas, el sostenimiento de financiamiento por un lapso razonable de tiempo (esto es, hasta tanto el país logre mejorar con anuencia de sus acreedores el perfil de su deuda, acceda a un mayor grado de solvencia y, en virtud de ello, vuelva a colocar deuda en el mercado financiero internacional en condiciones “normales”) y la posibilidad de que establezca controles sobre la cuenta capital del balance de pagos con la finalidad de evitar salidas masivas de capitales que profundicen la crisis;
 - para ser válido, el acuerdo de reestructuración no tendría que ser aprobado por la totalidad de los acreedores sino por una “mayoría calificada”, haciéndose extensible a los restantes⁹⁵

94. Entre otras funciones, la corte arbitral estaría encargada de monitorear todo el proceso de negociación, de evaluar si el país deudor está objetivamente en condiciones de declararse insolvente, de asegurar que los acuerdos a los que se arrije contribuyan efectivamente a resolver la crisis de endeudamiento y no a profundizarla, etc.

95. De considerar que una parte importante de la deuda pública de países “emergentes” como la Argentina se encuentra dispersa en numerosos tenedo-

- (para desestimular así la estrategia de algunos fondos de inversión que se dedican a adquirir bonos de la deuda de un país en *default* para, posteriormente, iniciar acciones legales en su contra con el objetivo de revalorizar los títulos);
- la posibilidad de ampararse en un procedimiento de estas características sólo se circunscribiría a los pasivos del sector público (la deuda entre privados es una cuestión que debe dirimirse en el ámbito del derecho privado);
 - una vez concluido el acuerdo entre el deudor soberano y sus acreedores, el restablecimiento de los pagos tendrá lugar siempre y cuando la economía del país deudor haya logrado reingresar en un sendero sostenido de crecimiento, al tiempo que haya alcanzado cierta estabilidad en sus principales variables económico-sociales; y
 - finalmente, a futuro, sería preciso incorporar en toda suscripción de títulos de deuda pública cláusulas de reestructuración y de “acción colectiva”, que tiendan a evitar el establecimiento de demandas legales en contra de los países que se declaran en “bancarrota” y que frenen posibles procesos de reestructuración ordenada de los pasivos soberanos⁹⁶.

III.4. Sobre el endeudamiento externo privado

Durante el primer semestre de 2002, el problema del endeudamiento externo privado ha sido objeto de controversias entre el

res de bonos, resulta indispensable definir con precisión qué se entiende por “mayoría calificada” (de lo contrario, se corre el riesgo cierto de que nunca se logre juntar a tal mayoría para dar inicio al proceso de negociación). A este respecto, la legislación inglesa constituye un ineludible marco de referencia; como fuera señalado, la misma establece que para modificar los términos de pago de los títulos soberanos se requiere la aprobación del 75% de los acreedores, proporción que en determinadas circunstancias puede reducirse hasta el 25%.

96. A juicio de O’Connell (entrevista con los autores), las cláusulas de acción colectiva que deberían incluirse en las emisiones futuras de títulos son tres: *de acción mayoritaria* (que permitan modificar las condiciones de

gobierno y diversas asociaciones empresarias (sobre todo, aquellas que representan los intereses de las fracciones más concentradas). Según estas últimas, el gobierno debería otorgar un seguro de cambio que asegure el pago de dichas deudas. De no producirse este salvataje, sostienen algunas asociaciones empresarias, se produciría la quiebra generalizada de muchas de sus firmas asociadas⁹⁷.

Como mecanismo específico, las empresas sugieren que las deudas empresariales con el exterior sean pesificadas a la paridad \$1,40/US\$, asumiendo el Estado el pasivo con el exterior. El argumento central de los empresarios que defienden este mecanismo radica en que el Estado no asumirá una carga mayor de deuda por cuanto podrá incluir esos bonos en la renegociación integral de la deuda y, ante la perspectiva de una quita, la desvalorización de esos bonos compensaría la diferencia de cambio⁹⁸.

Sin embargo, resulta evidente que este mecanismo derivaría en complicaciones adicionales al ya de por sí complejo proceso de renegociación de pasivos. Asimismo, genera una fuente adicional de inestabilidad, por cuanto el Estado argentino dependería del pago puntual de esa deuda que los empresarios locales asumen, y existe al respecto una negativa historia de incumplimientos y dilaciones por parte de esos sectores empresariales (recuérdense las dificultades para el cobro de, por ejemplo, el canon de las empresas de correo y aeropuertos o bien de los permanentes incumplimientos y renegociaciones

pago sin necesidad de contar con la aprobación de la totalidad de los acreedores); *de representación* (que hagan viable que un número reducido de tenedores pueda negociar en nombre del conjunto); y *de distribución* (que fuerce a cualquier acreedor que perciba un pago a distribuirlo equitativamente entre los demás). Asimismo, véase Eichengreen (2000).

97. Obviamente, desde estos ámbitos no se señala que un número considerable de las grandes firmas asociadas a tales organizaciones empresarias se vio sumamente favorecido por la licuación de pasivos con el sistema financiero local que puso en práctica el gobierno del Dr. Duhalde al poco tiempo de asumir. Al respecto, véase Basualdo, Lozano y Schorr (2002).

98. Al respecto véase *Página 12*, 30/06/2002, y *La Nación*, 7/07/2002.

con las empresas privatizadas en general). Ello, siempre y cuando dichas deudas no terminen licuándose en futuros procesos inflacionarios, en cuyo caso la acotación precedente pierde relevancia, no así los efectos sobre las finanzas públicas.

Por otra parte, también cabe cuestionar el argumento de que la ausencia de un salvataje generaría una quiebra generalizada del sector privado, cuando –según la información expuesta en la sección I– se aprecia que el proceso de endeudamiento privado se encuentra concentrado en torno a unas pocas empresas. A ello cabe agregar que algunas de esas empresas poseen ingresos dolarizados, por cuanto colocan una parte significativa de su producción en el mercado internacional. Asimismo, otras empresas y grupos nacionales poseen cuantiosos activos financieros en el exterior que se han incrementado muy fuertemente como producto del proceso maxidevaluatorio que se viene registrando en el país desde enero de 2002. El problema queda sesgado entonces a las prestatarias de servicios, fundamentalmente los servicios privatizados. Resta agregar que dichas compañías son filiales de empresas transnacionales o asociaciones entre filiales de diversas corporaciones extranjeras, razón por la cual es esperable entonces una solución que contemple aportes de capitales propios, tras una década de importantes transferencias de utilidades.

En suma, la deuda externa privada debe ser tratada como un problema de derecho privado, en el cual el Estado no debe intervenir sino limitarse a administrar adecuadamente su control para que no genere desequilibrios en la balanza de pagos como resultado de la transferencia de recursos al exterior⁹⁹.

99. A este respecto, cabe traer a colación una de las principales conclusiones de un informe elaborado a pedido del ministro Lavagna en el marco del proceso de renegociación contractual entre el gobierno del Dr. Duhalde y las empresas privatizadas. El mismo justifica los motivos por los cuales no habría que concederle a las prestatarias privadas de servicios públicos un seguro de cambio para sus deudas con el exterior y/u otorgarles un importante incremento tarifario como una forma de hacer frente a sus crecientes costos financieros (se trata, en la generalidad de los casos, de compañías

III.5. Reflexiones finales

En los apartados precedentes se establecieron algunos parámetros generales con el objeto de establecer instancias de reestructuración de la deuda externa argentina, de manera tal que la misma no se constituya en un obstáculo insalvable para el desarrollo productivo del país y para la redistribución progresiva del ingreso. Naturalmente, los aspectos estrictamente técnicos acerca de la ingeniería financiera fueron presentados en forma aproximada y deben ser ajustados en función de la evolución de la economía y de los objetivos de corto y mediano plazo. El aspecto central que se ha intentado destacar es que el endeudamiento ha cumplido un papel fundamental en la lógica de acumulación y valorización del capital en la Argentina durante las últimas décadas. En tal sentido, es en el desmantelamiento de ese esquema de funcionamiento de la economía doméstica (en rigor, de las fracciones empresarias predominantes) y en su reemplazo por un programa de desarrollo económico y social de características diametralmente opuestas a las vigentes en los años noventa donde radica el éxito de cualquier reestructuración de la deuda.

muy endeudadas con el exterior –en no pocas ocasiones, con firmas relacionadas por lazos societarios–); dicho informe señala: “Algunas empresas ante la falta de capital propio, del aporte de capital de los accionistas y frente a la necesidad de cumplir planes de inversión o requerimientos de capital de trabajo, recurrieron al endeudamiento externo. Fueron decisiones empresarias tomadas en el marco de la legislación entonces vigente y motivadas por las diferencias de tasas de interés o –en algunos casos– porque su propia casa matriz o sus vinculadas actuaban como entidades prestadoras o les eran ventajosos otros mercados de capitales. Quienes así se endeudaron tuvieron la opción de recurrir al mercado de capitales y al sistema financiero argentino. De haber obrado así, aun en el caso de deudas nominadas en moneda extranjera, tendrían en la actualidad una situación financiera totalmente bajo control. Así como los concesionarios no trasladan a los usuarios los efectos de sus decisiones empresarias correctas, no pueden solicitar ahora el traslado de los efectos de sus decisiones empresarias equivocadas”. Biagosch (2002).

Anexo I

El endeudamiento externo en perspectiva histórica
Evolución de la deuda externa, la fuga de capitales y sus rentas, 1970-2001
(saldo acumulado a fines de cada período en millones de dólares)

	Deuda externa*		Deuda externa**		Fuga de capitales		Intereses de la deuda		Rentas s/capitales fugados	
	Mill. de dólares corrientes	Mill. de dólares corrientes ctes. a precios del 2001	Mill. de dólares corrientes ctes. a precios del 2001	Mill. de dólares corrientes	Mill. de dólares corrientes ctes. a precios del 2001	Mill. de dólares corrientes	Mill. de dólares corrientes ctes. a precios del 2001	Mill. de dólares corrientes	Mill. de dólares corrientes ctes. a precios del 2001	
1970	5,171	23,000	2,441	10,857	1,142	5,079	338	1,503	28	123
1971	5,564	23,724	2,627	11,199	1,875	7,995	681	2,904	93	399
1972	6,028	24,922	2,846	11,765	2,313	9,563	1,048	4,332	181	747
1973	6,429	25,022	3,035	11,812	2,875	11,190	1,509	5,872	339	1,318
1974	7,628	26,737	3,601	12,621	3,782	13,256	2,020	7,080	594	2,082
1975	7,723	24,797	4,021	12,910	5,448	17,492	2,515	8,074	830	2,664
1976	9,278	28,275	5,189	15,814	7,123	21,708	2,985	9,097	1,114	3,396
1977	11,445	32,822	6,044	17,333	8,468	24,284	3,536	10,141	1,478	4,239
1978	13,276	35,416	8,357	22,294	10,675	28,477	4,290	11,445	2,047	5,461
1979	20,950	50,404	9,960	23,963	14,177	34,109	5,247	12,625	3,038	7,310
1980	27,157	57,528	14,459	30,629	19,091	40,441	6,585	13,948	4,607	9,759
1981	35,657	68,257	20,024	38,331	27,177	52,024	8,629	16,518	7,195	13,773
1982	43,634	78,379	28,616	51,402	34,082	61,221	11,064	19,874	10,074	18,095
1983	45,920	79,912	31,709	55,181	37,061	64,495	13,483	23,463	12,686	22,076
1984	48,857	81,531	35,527	59,286	38,332	63,967	16,762	27,972	15,852	26,452
1985	50,946	82,117	40,868	65,873	39,641	63,895	21,158	34,104	18,551	29,901

**El endeudamiento externo en perspectiva histórica
Evolución de la deuda externa, la fuga de capitales y sus rentas, 1970-2001
(saldo acumulado a fines de cada período en millones de dólares) (cont.)**

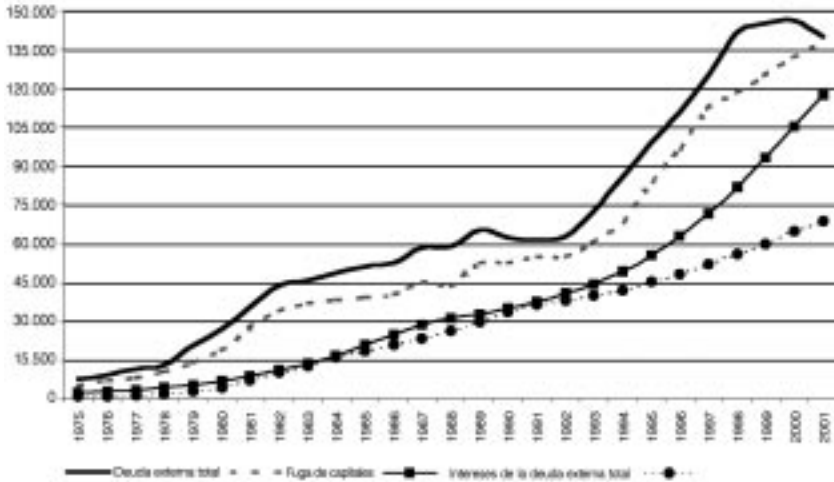
1986	52,450	82,767	44,726	70,578	40,448	63,828	24,865	39,238	20,897	32,976
1987	58,458	89,207	51,793	79,036	45,310	69,143	28,525	43,529	23,250	35,480
1988	58,834	86,307	53,298	78,186	44,008	64,558	31,258	45,854	26,233	38,483
1989	65,257	91,329	57,926	81,069	52,802	73,898	32,778	45,873	29,635	41,475
1990	62,232	82,715	57,582	76,535	52,780	70,152	34,987	46,502	33,370	44,354
1991	61,337	78,043	58,841	74,867	54,936	69,898	37,364	47,540	36,505	46,447
1992	62,972	77,746	58,745	72,527	55,096	68,023	40,843	50,426	38,103	47,043
1993	72,425	86,849	63,746	76,441	60,332	72,347	44,434	53,283	39,738	47,652
1994	85,908	100,141	72,200	84,162	68,167	79,460	49,191	57,341	42,063	49,032
1995	99,147	112,452	87,772	99,551	83,884	95,142	55,529	62,981	45,133	51,190
1996	110,613	121,922	97,105	107,033	96,206	106,042	62,813	69,235	48,319	53,259
1997	125,052	134,695	101,101	108,897	112,207	120,860	71,569	77,088	51,880	55,881
1998	141,929	150,445	112,358	119,099	118,383	125,486	81,708	86,611	55,884	59,237
1999	145,289	150,987	121,877	126,657	124,455	129,335	93,037	96,686	60,048	62,403
2000	146,338	149,153	128,018	130,480	131,892	134,429	105,388	107,415	64,898	66,146
2001	139,783	139,783	144,453	144,453	137,805	137,805	117,474	117,474	68,776	68,776

* Deuda externa total según balanza de pagos.

** Deuda pública en moneda extranjera.

FUENTE: elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía, B.C.R.A., F.M.I. y Basualdo y Kulfas (2000).

**Evolución de la deuda externa, la fuga de capitales
y sus respectivas rentas, 1975-2001**
Montos acumulados a fines de cada periodo
en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a Basualdo y Kulfas (2000) y datos del Ministerio de Economía.

Anexo II

Breve reseña de las principales posturas en el debate sobre la “nueva arquitectura financiera internacional”

Temáticas	LAS POSTURAS “HETERODOXAS”	LAS POSTURAS “ORTODOXAS”
<p>Establecimiento de controles sobre los movimientos internacionales de capital</p>	<p>. Organizaciones como la UNCTAD y la CEPAL están a favor de establecer regulaciones sobre la cuenta capital de la balanza de pagos (en especial en lo que respecta a los capitales de corto plazo y a los flujos de cartera). Ello permitiría (i) desincentivar el ingreso de capitales de carácter especulativo (de corto plazo y de cartera), y (ii) mejorar el perfil de vencimientos de la deuda externa (la acumulación de muchos vencimientos de corto plazo es un importante factor de inestabilidad).</p> <p>. La regulación sobre los flujos de capitales no sólo debe involucrar a los entrantes a la economía doméstica sino también a los salientes (esto adquiere particular importancia en el caso argentino, atento al carácter “deuda-dependiente” del régimen de la valorización financiera; regular este aspecto es una manera de actuar sobre la problemática de la deuda pública externa).</p> <p>. Con la finalidad de reducir la extrema inestabilidad de los mercados financieros y de crear un fondo internacional para luchar contra la pobreza extrema a nivel mundial, Tobin propone gravar las transacciones financieras con un impuesto.</p>	<p>. El grueso de los autores y organizaciones que adscriben al paradigma neoliberal coinciden en la necesidad de profundizar la desregulación de los sistemas financieros nacionales y avanzar hacia una creciente liberalización de la cuenta capital de la balanza de pagos y hacia un escenario de movilidad irrestricta de los capitales.</p> <p>. Autores como Eichengreen rescatan la importancia de la liberalización de la cuenta capital del balance de pagos pero, como contrapeso, impulsan la conformación de una red de seguridad financiera que tenga en cuenta el tema del denominado “riesgo moral” y/o la aplicación de alguna forma de imposición sobre los capitales de corto plazo entrantes (al estilo del caso chileno).</p>



Temáticas	LAS POSTURAS "HETERODOXAS"	LAS POSTURAS "ORTODOXAS"
<p>Establecimiento de medidas tendientes a frenar las recurrentes fluctuaciones del valor de las principales monedas del mundo (en especial del dólar)</p>	<p>. Autores como Schulmeister proponen avanzar hacia la creación de un nuevo sistema monetario mundial (hacia una única moneda mundial). Para este autor, como para la UNCTAD, buena parte de las crisis de los mercados "emergentes" de los últimos años estuvieron relacionadas con variaciones considerables en los tipos de cambio de los principales países centrales (es necesario que exista coordinación monetaria entre los países del Grupo de los Tres (EE.UU., Japón y Europa).</p>	<p>. Con la finalidad de reducir las fluctuaciones de las principales monedas, el gobierno alemán ideó un mecanismo de zonas concretas para tipos de cambio.</p>
<p>Establecimiento de prácticas internacionales homogéneas tendientes a la mejora en la transparencia como forma de prevenir las crisis</p>	<p>. La mayoría de los autores que se ubican en el campo "heterodoxo" coincide en que ni la disponibilidad de mayor información y transparencia, ni la existencia de mecanismos de regulación y supervisión son suficientes para prevenir las crisis financieras (sin mencionar la fuerte reticencia, por parte de los países desarrollados, a aplicar las obligaciones de transparencia, responsabilidad y equidad en los mercados de capital y en las instituciones).</p>	<p>. Gran parte de los autores que adhieren a los postulados del pensamiento "ortodoxo" y organismos multilaterales como el F.M.I. plantean que es preciso incrementar los grados de transparencia (en materia de información, contabilidad, etc.) y reforzar la regulación y supervisión prudencial de los respectivos sistemas financieros.</p>
<p>Creación de una autoridad financiera internacional y/o un prestamista mundial de última instancia.</p>	<p>. Eatwell y Taylor proponen la creación de un nuevo organismo internacional –la Autoridad Financiera Mundial– que no sólo establezca criterios para todas las empresas financieras, sino también que devuelva funciones de prestamista de última instancia.</p>	<p>. El gobierno de Gran Bretaña propuso la fusión de, entre otros organismos, el F.M.I., el Banco Mundial y el Comité de Basilea, con la finalidad de crear una instancia de regulación de los mercados financieros.</p>



Creación de una autoridad financiera internacional y/o un prestamista mundial de última instancia. (continuación)

. En una línea similar se inscriben las posturas relacionadas con la creación de un supra-regulador de las instituciones y los mercados financieros globales que establezca y haga cumplir regulaciones prudenciales (Kaufman), y con la creación de una suerte de banco central mundial con la finalidad de preservar la estabilidad financiera global y actuar como prestamista internacional de último recurso (Garten).

. Para Griffith-Jones es indispensable la instauración de una autoridad financiera mundial a cargo de una regulación prudencial de los flujos de capital, de manera consistente, vale decir no discriminatoria, entre países y sectores financieros. El establecimiento de esta autoridad financiera mundial podría basarse en la práctica existente y, en especial, en el nuevo Foro para la Estabilidad Financiera (la autora es partidaria de ir avanzando en forma paulatina hacia la creación de un prestamista internacional de último recurso).

. Autores como de Souza Braga y Macedo Cintra impulsan la constitución de un acreedor de última instancia que haga las veces de un banco central mundial (sin los obstáculos burocráticos y los intereses determinados de los países dominantes que caracterizan a las prácticas del F.M.I.).

. Desde el ámbito de la "heterodoxia", Rodrik muestra las restricciones que se establecen entre un prestamista de última instancia y la soberanía nacional ("ningún país, y mucho menos los EE.UU., estará dispuesto a dotar a un organismo internacional de la capacidad de emitir créditos irrestrictos").

nancieros globales y de establecer normas internacionales de regulación y supervisión financiera.

. En una línea similar, el grupo de los Siete (G-7) lanzó la propuesta de un Foro para la Estabilidad Financiera con la finalidad de otorgar mayor estabilidad al sistema financiero internacional (surge de la cooperación y coordinación entre las instancias regulatorias, los bancos centrales de los países del G-7 y las instituciones financieras internacionales, pero sin participación de representantes de los países "en desarrollo").

. Kaufman propone la creación de una agencia de clasificación de créditos.

Temáticas	LAS POSTURAS "HETERODOXAS"	LAS POSTURAS "ORTODOXAS"
<p>Críticas al papel de los organismos multilaterales de crédito (en especial al F.M.I.) en la resolución de las crisis financieras.</p>	<p>. Rodrik realiza fuertes críticas a las "condiciones" que el F.M.I. le impone a los países "emergentes" a los que les presta dinero.</p> <p>. En una línea similar, Stiglitz critica a las instituciones multilaterales de crédito (en especial al F.M.I.) por su papel en la "resolución" de las crisis asiática y argentina (para este autor, las economías entran en crisis en gran medida por seguir el "recetario fondomonetarista" de, fundamentalmente, políticas de restricción del gasto, y, por el mismo motivo, les cuesta salir de la misma). En ese marco, propone que el F.M.I. vuelva a cumplir con su rol tradicional (proveer de liquidez a aquellos países que necesitaban financiar políticas fiscales de tipo expansionista para superar situaciones de recesión económica).</p> <p>. Stiglitz, como la mayoría de los críticos del F.M.I., destaca que los países del sudeste asiático que más rápidamente salieron de la crisis fueron aquellos que aplicaron medidas no inspiradas en el F.M.I. (Malasia, por ejemplo, estableció controles a los movimientos de divisas y de capitales como forma de proteger su moneda y los mercados financieros; Indonesia, en cambio, que siguió al F.M.I. tuvo: maxidevaluación de su moneda, fuerte caída del PBI, inflación, deterioro salarial, incremento en la desocupación, fuerte déficit de las cuentas públicas, importantes quiebras empresariales e inestabilidad política).</p>	<p>. Lerrick y Meltzer plantean la necesidad de que el F.M.I. modifique su funcionamiento y deje de salir a "rescatar" a todos los países con crisis de deuda. El argumento subyacente, también defendido por el Tesoro de los EE.UU., es que si los acreedores prestaron a tasas de interés sumamente elevadas, deben estar preparados para afrontar los riesgos que ello supone ("nosotros dijimos que no deben ser los contribuyentes de los países del Grupo de los 7 los que paguen esos préstamos. Deben pagar los que prestaron a esa tasa incorrecta"). A juicio de estos autores, el F.M.I. debe dejar de actuar como "salvavidas" de los acreedores y empezar a comportarse como prestamista de última instancia (es injusto que los acreedores cobren tanto tiempo como pueden la enorme prima de riesgo, para que después, rescate del Fondo medianamente, se les elimine el riesgo). El objetivo es que dicho organismos pase de ser garante del capital especulativo para las economías "emergentes" a prestamista de última instancia.</p>



Críticas al papel de los organismos multilaterales de crédito (en especial al F.M.I.) en la resolución de las crisis financieras. (continuación)

. Para la UNCTAD por lo general los organismos multilaterales no tienen fondos suficientes, por lo tanto el otorgamiento de líneas de crédito depende de la aprobación de los países miembro (en ese marco, se señala la influencia política de los países "centrales" –en especial de los EE.UU.–); se da dinero a cambio de una fuerte intromisión en las políticas internas; se exigen políticas que profundizan la crisis; y los préstamos se otorgan con la finalidad de salvar a los acreedores (con el consiguiente incremento del "riesgo moral"). La CEPAL señala que, en la generalidad de los casos, el préstamo está destinado a salvar a los acreedores a cambio de una "condicionalidad" que refuerza la debilidad estructural de las economías de los países "en desarrollo". Asimismo, la "ayuda" del F.M.I. muchas veces llega cuando los desequilibrios de la balanza de pagos ya son más que evidentes. En ese marco la CEPAL realiza una defensa de la "propiedad", por parte de los "emergentes", del diseño y la implementación de las políticas económicas (sobre todo en lo que respecta al manejo de la cuenta capital y al régimen cambiario).

. Al margen de las diferencias que puedan tener estos autores e instituciones, es indudable que todas coinciden en un punto avalado por las evidencias empíricas: las medidas que el F.M.I. propone para resolver las crisis, (ajuste fiscal, devaluación de las monedas, elevadas tasas de interés, etc.) más que contribuir a su

. Eichengreen rechaza la idea de que el F.M.I. tiene que actuar como un prestamista de último recurso; considera que tiene que focalizarse en prevenir las crisis, promover políticas a sus miembros vinculadas al tipo de cambio (flexibilidad cambiaria) y a la cuenta de capital, incentivar la constitución de comités de acreedores e incorporar cláusulas de "negración amistosa" entre deudores y acreedores y cláusulas de acción colectiva en los bonos que hagan posible acuerdos de mayoría en lugar de exigir la unanimidad de los acreedores.

. El Cato Institute critica al F.M.I. por seguir concediendo "salvatajes" a países que, como la Argentina, no aplican las reformas estructurales "necesarias" (disciplina fiscal, reducción de impuestos y del gasto público, fuerte liberalización de los mercados, concreción de las privatizaciones pendientes, flexibilización laboral, dolarización plena de la economía). Gran parte de las "críticas ortodoxas" del F.M.I. apuntan a las medidas que el organismo le impuso a la Argentina en el último tiempo (recorte de gasto, aumento de impuestos, etc.) y por los rescates que

Temáticas	LAS POSTURAS “HETERODOXAS”	LAS POSTURAS “ORTODOXAS”
<p>Críticas al papel de los organismos multilaterales de crédito (en especial al F.M.I.) en la resolución de las crisis financieras. (continuación)</p>	<p>resolución, juegan un papel central en su profundización. Al decir de Griffith-Jones: “el diagnóstico y las medidas políticas sugeridas por instituciones internacionales, que enfatizan las características estructurales negativas de los países afectados por las crisis y requieren extensas reformas estructurales en períodos cortos como condición previa para los desembolsos financieros, pueden llegar a exacerbar las crisis hasta el punto en que contribuyen a debilitar aun más la confianza, en vez de reforzarla. Por otra parte, incluso la implementación de reformas estructurales que se requieren pueden ser innecesariamente costosas si se hacen demasiado rápido o en medio de una crisis”.</p>	<p>le concedió (salvando en consecuencia a los acreedores) a cambio de políticas “necesarias” que finalmente no fueron aprobadas.</p>
<p>Tratamiento de situaciones de incumplimiento en el pago de las deudas soberanas y viabilidad de acuerdos de reestructuración.</p>	<p>. La mayoría de las posiciones “heterodoxas” buscan favorecer los intereses de los países deudores sobre los de los acreedores. . La organización Jubileo Plus propone un procedimiento internacional de insolvencia y de reestructuración con quitas de la deuda, amparado en el Capítulo 9 del Código Civil de EE.UU. Se propone la creación de una instancia arbitral en la que los organismos representantes de los acreedores quedan excluidos. . La UNCTAD también plantea una solución ordenada al tema del endeudamiento vía procedimientos de bancarota y protección en los tribunales internacionales</p>	<p>.En el campo “ortodoxo”, la preocupación por las situaciones de incumplimiento está más asociada a los intereses de los acreedores que a los de los países deudores. .La propuesta del F.M.I. de quiebra soberana apunta a conformar un marco normativo de reconocimiento y validez universal tendiente a resolver situaciones de incumplimiento. Ello, a través de un procedimiento similar a las leyes de bancarota que rigen en muchos países para proteger a las empresas. Si bien el F.M.I.</p>



Tratamiento de situaciones de incumplimiento en el pago de las deudas soberanas y viabilidad de acuerdos de reestructuración. (continuación)

con eje en el Capítulo 11 del Código Civil de EE.UU. Al igual que en la propuesta de Jubileo Plus, se insta a la creación de una suerte de tribunal arbitral sin participación de las instituciones representantes de los acreedores.

. Para la CEPAL la suspensión de pagos con anuencia internacional y las renegociaciones ordenadas de la deuda son mecanismos esenciales para evitar los problemas de coordinación implícitos en la fuga caótica de capitales, garantizar una distribución adecuada de la carga del ajuste entre los prestamistas privados y, por lo tanto, evitar los problemas de "riesgo moral" que pueden derivarse del financiamiento de emergencia.

. Griffith-Jones es partidaria de estimular arreglos de deuda ordenados de forma de evitar el "riesgo moral" que supone todo salvataje y, por esa vía, involucrar a los acreedores en los "costos" de haber prestado en forma "irresponsable".

. Paulus propone la creación de una suerte de "derecho internacional público de insolvencia" tendiente a resolver situaciones de *default* de deudas soberanas (el deudor y sus acreedores deben llegar a un acuerdo de reestructuración de la deuda bajo el control de un "tercero neutral" –que no puede incluir al FMI y que controlará que el deudor no abuse de sus acreedores–; si la mayoría de los acreedores acepta la propuesta de reestructuración, todos los acreedores quedan sometidos a la misma).

no actuaría en calidad de árbitro, en la propuesta de Kruger se le reserva al organismo un papel decisivo en todo el proceso de reestructuración. La propuesta apunta a incluir cláusulas de acción colectiva en toda suscripción de bonos soberanos.

. El Tesoro norteamericano impulsa la creación de una suerte de Corte Internacional de Bancarrotas con la finalidad de que los países puedan reestructurar sus deudas y quedar al margen de litigios legales (esta propuesta se inspira en el Capítulo 11 del Código de Bancarrotas de EE.UU.).

. En línea con lo anterior se inscribe la propuesta de Lerrick y Meltzer de una cesación de pagos constructiva que provea una manera organizada de corrección de los errores del país deudor y de sus acreedores y, de esa forma, evitar un rescate de ambas partes o una crisis que podría llegar a tener importantes efectos de "contagio" (se trata de uno de los planteos más desarrollados hasta el presente). El F.M.I., junto con otras instituciones oficiales, compra la deuda de un país con el sector privado a un precio más

Temáticas	LAS POSTURAS “HETERODOXAS”	LAS POSTURAS “ORTODOXAS”
<p>Tratamiento de situaciones de incumplimiento en el pago de las deudas soberanas y viabilidad de acuerdos de reestructuración. (continuación)</p>		<p>bajo que el nominal; los privados asumen la pérdida (pero ello se ve compensado por las tasas de riesgo que cobraron) pero cobran. Como resultado de ello, el pres-tatario ve reducir en forma considerable su deuda y el “comité de nuevos acreedores” tiene en su cartera un crédito a favor de un país con mayor solvencia.</p> <p>. Para el Cato Institute, el F.M.I. debe dejar de salir al rescate de aquellos países que no implementan las reformas pro-mercado “necesarias” (lo que subyace en esta postura no es tanto la visión de, a título ilustrativo, el Tesoro estadounidense y de Lerrick y Meltzer, de que paguen los costos de la crisis aquellos que ganaron –y mucho– prestándole a países como la Argentina, sino los países que renuncian a la aplicación de esas medidas).</p> <p>. Eichengreen es partidario de establecer algún tipo de entramado normativo que torne viable la concreción de acuerdos de reestructuración de deudas soberanas y que permita evitar las demandas legales usualmente asociadas a la declaración de <i>default</i>. Este autor propone incorporar</p>



<p>Tratamiento de situaciones de incumplimiento en el pago de las deudas soberanas y viabilidad de acuerdos de reestructuración. (continuación)</p>	<p>cláusulas de reestructuración y de "mayoría" en los contratos de bonos, y el establecimiento de comités permanentes de representantes de los distintos tipos de acreedores existentes, tendientes a favorecer la reestructuración de la deuda de los países en situación de crisis.</p> <p>. George Soros ideó la creación de una agencia internacional de seguros de deuda tendiente a proteger a los inversionistas del incumplimiento en el pago de las deudas soberanas.</p> <p>. Stiglitz señala que la aplicación de las políticas del F.M.I. más que contribuir a la recuperación económica van a profundizar el cuadro actual de desempleo y depresión económica. En ese marco, el autor propone un "regreso a Keynes" en lo que se relaciona con el diseño y la implementación de las políticas públicas.</p> <p>. La CEPAL realiza críticas al F.M.I. muy parecidas a las de Stiglitz: "Tratar de lograr el ajuste fiscal reduciendo el gasto cada vez más no genera equilibrio fiscal, sino mayor recesión y desequilibrio fiscal [...]. No intervenir firmemente en el mercado cambiario cuando todas las expectativas inflacionarias están basadas en el tipo de cambio sería abrir el camino a una hiperinflación y posterior dolarización".</p> <p>. Para la UNCTAD, "parte de la solución de Argentina</p> <p>. Para el F.M.I., la resolución de la crisis argentina consiste en la aplicación de un conjunto de medidas "recomendadas" por el organismo (libre flotación del tipo de cambio, restricción monetaria, ajuste fiscal en los distintos niveles jurisdiccionales, etc.). En una línea similar se inscriben los planteos de la Administración Bush. En los dos casos existe consenso en relación con que mientras las autoridades argentinas no pongan en práctica tales medidas no se va a liberar ninguna línea de financiamiento que le posibilite al país comenzar a reinsertarse en el mercado internacional de capitales y, fundamental-</p>
---	--

Temáticas	LAS POSTURAS “HETERODOXAS”	LAS POSTURAS “ORTODOXAS”
<p>Postura en relación con la crisis de la deuda argentina. (continuación)</p>	<p>exige una reforma no sólo para titulares de bonos extranjeros sino también para el propio FMI, cuyo asesoramiento político y prescripciones fueron seguidas por el gobierno argentino con el resultado de que las cosas empeoraron día a día y aumentaron la deuda externa del país, incluida la adeudada al FMI”.</p> <p>. En línea con su propuesta de tratamiento de situaciones de incumplimientos soberanos, Jubileo Plus plantea, para el caso argentino, un proceso independiente y transparente de reestructuración ordenada de la deuda argentina, supervisado por la sociedad civil y basado en el Capítulo 9 del Código Civil de los EE.UU.</p> <p>. En el ámbito nacional existen distintas propuestas: el “no pago” de la deuda; el avance hacia una moratoria que incluya la recompra desvalorizada de la deuda y la consiguiente disminución del pasivo (Calcagno); la suspensión unilateral del pago del capital y los intereses de la deuda por tres años, junto con el canje de los bonos actuales por otros a 30/40 años con fuertes reducciones en la tasa de interés y la reestatización del sistema de jubilaciones y pensiones (Carbonetto); y la reestructuración consensuada de la deuda con eje en ofrecer mayores plazos de vencimientos y menores rendimientos (Terragno). Asimismo, otros autores parten del reconocimiento de la estrecha relación existente entre el comportamiento del capital concentrado</p>	<p>mente, no caer en cesación de pagos también con los organismos multilaterales de crédito.</p> <p>. Para Meltzer y Lerrick, la Argentina tendría que declarar un <i>default</i> ordenado de su deuda (sumado al hecho de que el F.M.I. fuerce a los acreedores a conceder una quita importante en el principal). En una línea similar, a fines de 2001, Calomiris planteaba que la solución a la deuda externa argentina residía en un <i>default</i> con reestructuración ordenada.</p> <p>. Para el Cato Institute, el F.M.I. no debe otorgarle más préstamos a la Argentina ni promover una quita en el principal de su deuda; no tanto con la finalidad de evitar el “riesgo moral” que subyace a toda operación de rescate sino, en lo sustantivo, para castigar y disciplinar a una clase política que se niega a aplicar las reformas pro-mercado que “hacen falta” (mayor flexibilización laboral, una brusca contracción del gasto público, una disminución de impuestos en paralelo a una simplificación de la estructura tributaria y la dolarización plena de la economía).</p>

Postura en relación con la crisis de la deuda argentina. (continuación)

interno y la dinámica del endeudamiento externo, y concluyen que la "solución" al tema de la deuda externa argentina no radica en el "no pago" y/o en simplemente avanzar en una reestructuración de la misma, sino en desplazar a la valorización financiera como núcleo central del comportamiento económico (Basualdo).

. Sachs critica las políticas que el F.M.I. propone para "resolver" la crisis argentina. Para este autor, la solución consiste en dolarizar la economía y en lograr un acuerdo con la comunidad internacional que asegure financiamiento de emergencia que permita garantizar la devolución de los depósitos bancarios "acorrallados".

. Caballero y Dornbusch señalan que antes de que el FMI libere fondos, la Argentina debe renunciar a gran parte de su soberanía monetaria, fiscal, regulatoria y de manejo de activos, por un período determinado (se trata de un programa por el que el país acepta una comisión de estabilización extranjera que conduzca el Banco Central y, a cambio del desembolso de un importante préstamo de estabilización, tome control de la implementación del presupuesto).

. Roubini está a favor de una reestructuración ordenada de la deuda externa argentina.

. En el plano local, buena parte de los autores que adscriben al pensamiento neoconservador proponen medidas de "resolución" de la crisis de la deuda ex-



Temáticas	LAS POSTURAS “HETERODOXAS”	LAS POSTURAS “ORTODOXAS”
<p>Postura en relación con la crisis de la deuda argentina. (continuación)</p>		<p>terna muy semejantes a las del F.M.I. Por “fuera” de este consenso, existen planteos aun más radicales que señalan que el restablecimiento de la “confianza” en el país por parte de la “comunidad financiera internacional” sólo se conseguirá si se avanza en un drástico ajuste fiscal, en la salida de la situación de <i>default</i>, en la “<i>off-shorización</i>” del sistema bancario y en la dolarización absoluta de la economía.</p>

Bibliografía

- Abeles, M., Forcinito, K. y Schorr, M. (2001), *El oligopolio telefónico. Argentina frente a la liberalización del mercado*, FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/IDEP.
- Acosta, A. (2002), “Espejo para mirar. Desalentador resultado del experimento de Ecuador”, *Página 12*, 21/4/2002.
- Asociación de Bancos Públicos y Privados de la República Argentina, *Carta Monetaria*.
- Akyüz, Y. (1995), “Taming international finance”, en Michie, J. y Grieve Smith, J. (edit.), *Managing the global economy*, Oxford University Press.
- Andrews, D. (et al.) (1999), “Alivio de la deuda para los países de bajo ingreso. Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados”, Serie de folletos N° 51-S, Fondo Monetario Internacional (<http://www.imf.org>).
- Appleyard, D. y Field, A. (1995), *Economía internacional*, Irwin.
- Arias, X. (1999), “Reformas financieras en América latina, 1990-1998”, *Desarrollo Económico*, Vol. 39, N° 155, octubre-diciembre.
- Auditoría General de la Nación (1999), “Análisis del balance de pagos de la Argentina: los cambios metodológicos recientes y el desempeño observado en 1998”, Mimeo.
- Auditoría General de la Nación (1995), “Informe sobre el *stock* de deuda pública al 30 de junio de 1995”, Mimeo, Gerencia General de Deuda Pública.

- Banco Interamericano de Desarrollo (2001), “Argentina. Documento de país”, Mimeo, Departamento Regional de Operaciones N° 1.
- Barbeito, A. (2001), “El blindaje que no fue. O la decisión de gestionar la fase agónica del modelo económico”, *Realidad Económica*, N° 178, febrero-marzo.
- Basualdo, E. (2001), *Modelo de acumulación y sistema político en la Argentina. Notas sobre el transformismo argentino durante la valorización financiera*, FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/IDEP.
- Basualdo, E. (2000a), *Concentración y centralización del capital en la Argentina durante la década de los noventa*, FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/IDEP.
- Basualdo, E. (2000b), *Acerca de la naturaleza de la deuda externa y la definición de una estrategia política*, FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/IDEP/Página 12.
- Basualdo, E. (1987), *Deuda externa y poder económico*, Nueva América.
- Basualdo, E. (et al.) (2002), *El proceso de privatización en Argentina. La renegociación con las empresas privatizadas*, FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/IDEP/Página 12.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2002), “La fuga de capitales en la Argentina”, en Gambina, J. (comp.), *La globalización económico-financiera. Su impacto en América latina*, CLACSO.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2000), “Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina”, *Realidad Económica*, N° 173, agosto.
- 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”, *Realidad Económica*, N° 186, febrero-marzo.

- Becker, G. (2002), “El déficit argentino causó el desastre”, Cato Institute, febrero (http://www.elcato.org/becker_argentina.htm).
- Bermúdez, G. y Cristini, M. (2000), “‘Economías emergentes’: los episodios de crisis y los mercados de cambio”, Mimeo, FIEL.
- Biagosch, A. (2002), “Informe presentado al Ministro de Economía de la Nación”, Expediente N° 020-005010, mayo.
- BKB Trading Desk (2001), “Default de bonos soberanos. Un estudio de los casos de Ecuador, Rusia, Pakistán y Ucrania”, Mimeo, abril.
- Bouzas, R. (2000), “¿Hacia una nueva arquitectura internacional”, Conferencia Anual de la Asociación Alemana de Investigación sobre América Latina, Berlín, noviembre.
- Bouzas, R. y Keifman, S. (1990), “El menú de opciones y el programa de capitalización de la deuda externa argentina”, *Desarrollo Económico*, N° 116, enero-marzo.
- Boyer, R. (2001), “Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización”, *Revista de la CEPAL*, N° 69, diciembre.
- Brady, N. (1993), “La revolución económica global y el renacimiento de América latina”, Mimeo, Asociación de Bancos Argentinos, agosto.
- Bruno, E. (2002), “Los juicios internacionales contra países en default”, *ElDial.com-Doctrina*, 20/6/2002.
- Caballero, R. y Dornbusch, R. (2002), “Argentina: a rescue plan that works”, Mimeo, Massachusetts Institute of Technology, febrero.
- Calcagno, A. y Manuelito, S. (2001), “La convertibilidad argentina: ¿un antecedente para la dolarización de Ecuador?”, *Serie Estudios Estadísticos y Prospectivos*, N° 15, CEPAL, junio.

- Calomiris, C. (2001), “Los buitres ya vuelan sobre Argentina”, noviembre (<http://users.skynet.be/cadtm/pages/espanol/Reportajeexclusivoargentina.htm>).
- Calvo, G. (1999), “On dollarization”, Mimeo, University of Maryland, abril.
- Caruso, N. (2002), “La experiencia de los default durante los ‘90”, Scotiabank Quilmes, Departamento Económico (<http://www.alzasybajas.com.ar/antiores/60/experiencia.htm>).
- Chudnovsky, D. y López, A. (2001), *La transnacionalización de la economía argentina*, Eudeba/CENIT.
- CEDEM (2001), “Caracterización de los principales componentes del déficit fiscal de la Argentina durante la década de los noventa”, *Coyuntura económica de la Ciudad de Buenos Aires*, N° 4, Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano, Secretaría de Desarrollo Económico, GCBA, diciembre.
- CEDEM (varias ediciones), “Informe mensual de coyuntura económica”, Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano, Secretaría de Desarrollo Económico, GCBA.
- Cenzon, E. (2001), “Crisis de liquidez de la deuda pública: tres experiencias en América latina”, *XXXVI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política*, Buenos Aires, noviembre.
- CEA (1999), *Crecimiento y bienestar*, Consejo Empresario Argentino.
- Dal Din, C. (2000), “La apertura financiera argentina de los ’90. Una visión complementaria de la balanza de pagos”, Mimeo, FIEL.
- Dal Din, C. y López Isnardi, N. (1998), “La deuda pública argentina, 1990-1997”, Documento de Trabajo N° 56, FIEL.

- Damill, M. (2001), “Finanzas internacionales y crisis: la demorada reforma global”, *Escenarios Alternativos*, otoño.
- Damill, M. (2000), “El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la Convertibilidad”, *Boletín Informativo Techint*, N° 303, julio-septiembre.
- Damill, M. y Kampel, D. (1999), “Análisis del balance de pagos de la Argentina: cambios metodológicos y desempeño reciente”, *Documentos de Economía*, N° 14, Universidad de Palermo/CEDES.
- Davidson, P. (1998), “The case for regulating international capital flows”, *Social Market Foundation Seminar on Regulation of Capital Movements*, Londres, noviembre.
- de Grauwe, P. (1996), “International money. Postwar trends and theories”, Oxford University Press.
- de Souza Braga, J. y Macedo Cintra, M. (2000), “Brasil y la reorganización de las finanzas internacionales”, *Nueva Sociedad*, N° 168, julio-agosto.
- Eatwell, J. y Taylor, L. (1998), “International capital markets and the future of economic policy”, Working Paper N° 9, New School for Social Research, Center for Economic Policy Analysis, septiembre.
- Echegaray, R. (1990), “Deuda externa argentina: las negociaciones a partir del gobierno de Menem”, *América latina/Internacional*, Vol. 7, N° 25, julio-septiembre.
- Eichengreen, B. (2001), “Crisis prevention and management: any new lessons from Argentina and Turkey?”, octubre (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>).
- Eichengreen, B. (2000), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional. Propuesta después de la crisis asiática*, Oxford University Press.
- Estay, J. (2002), “La economía mundial y América latina después

- del 11 de septiembre: notas para la discusión”, en Ceceña, A. y Sader, E. (coord.), *La guerra infinita. Hegemonía y terror mundial*, CLACSO.
- Estudio Broda (1991), “Deuda externa, Plan Brady y privatizaciones en Argentina”, *Carta Económica*, diciembre.
- Fanelli, J. M. (1992), “El Plan Brady, la estabilidad y el crecimiento”, *Revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales*, N° 21, enero-abril.
- Feldstein, M. (2002), “Lessons from Argentina”, enero (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>).
- Ffrench-Davis, R. y Ocampo, J. (2001), “Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes”, en Ffrench-Davis R. (comp.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, CEPAL/Mc Graw Hill.
- Ffrench-Davis, R. y Tapia, H. (2001), “Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales”, en Ffrench-Davis R. (comp.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, CEPAL/Mc Graw Hill.
- FIDE (2001), “Informe económico mensual. Análisis de la situación al 7-6-2001”, junio.
- FIEL (2001), “Una política económica para la década”, *Reunión Anual de la Asociación de Bancos de la Argentina (ABA)*, Buenos Aires.
- Fischer, S. (2000), “Ecuador and the IMF”, Fondo Monetario Internacional, mayo (<http://www.imf.org>).
- Fondo Monetario Internacional (2002), “Involving the private sector in the resolution of financial crises: a staff note on the Lerrick-Meltzer proposal”, abril (<http://www.imf.org>).
- Frenkel, R. (2000), “Los temas de la arquitectura financiera internacional en la Argentina”, *Nueva Sociedad*, N° 168, julio-agosto.

- Galindo, L. (2000), “La reorganización del sistema financiero internacional. La perspectiva mexicana”, *Nueva Sociedad*, N° 168, julio-agosto.
- Goldstein, M. (2001), “No more for Argentina”, *Financial Times*, 17/7/2001 (<http://www.globalarchive.ft.com/globalarchive/articles.html>).
- Griffith-Jones, S. (2002), “La nueva arquitectura financiera”, *La Nación*, 25/6/2002.
- Griffith-Jones, S. (2001), “Una arquitectura financiera internacional para prevenir las crisis”, en Ffrench-Davis R. (comp.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, CEPAL/Mc Graw Hill.
- Griffith-Jones, S. (2000), “Una nueva arquitectura financiera contra los riesgos y la severidad de las crisis”, *Nueva Sociedad*, N° 168, julio-agosto.
- Hanke, S. y Schuler, K. (2002), “Manifiesto para la reforma económica en la Argentina”, Mimeo, Cato Institute, junio.
- Hanke, S. y Schuler, K. (1999), “A dollarization blueprint for Argentina”, Mimeo, Cato Institute, mayo.
- IEFE (2001a), “El resultado del canje de deuda ¿Cuánto durará el veranito?”, *Informe IEFE*, N° 114, junio.
- IEFE (2001b), “La dinámica de la deuda: ¿es el canje una solución?”, *Informe IEFE*, N° 113, mayo.
- IEFE (2001c), “Implicancias del blindaje financiero”, *Informe IEFE*, N° 110, febrero.
- INDEC (2002), *Las grandes empresas en la Argentina, 2000*.
- INDEC (2001), *Las grandes empresas en la Argentina, 1999*.
- INDEC (2000), *Las grandes empresas en la Argentina, 1998*.
- INDEC (1999), *Las grandes empresas en la Argentina, 1993-1997*.

- Katz, C. (2001a), “Las alternativas de la crisis económica”, diciembre (http://www.lainsignia.org/2001/diciembre/econ_021.htm).
- Katz, C. (2001b), “Deuda externa y seguro al desocupado en la perspectiva socialista”, *La Maza*, N° 3, octubre.
- Khor, M. (2000), “Nueva arquitectura financiera internacional. Pocos avances en la reforma”, *Revista del Sur*, N° 109, diciembre (<http://www.revistadelsur.org.uy>).
- Köhler, H. (2002), “Hacia una globalización más integral”, enero (<http://www.imf.org>).
- Krakowiak, F. (2002), “Otro escenario de negociación entre países endeudados y acreedores. Un árbitro para la deuda”, *Página 12*, 24/3/2002.
- Krueger, A. (2002a), “Sovereign debt restructuring and dispute resolution”, Fondo Monetario Internacional, junio (<http://www.imf.org>).
- Krueger, A. (2002b), “A new approach to sovereign debt restructuring”, Fondo Monetario Internacional, abril (<http://www.imf.org>).
- Krueger, A. (2002c), “The evolution of emerging market capital flows: why we need to look again at sovereign debt restructuring”, Fondo Monetario Internacional, febrero (<http://www.imf.org>).
- Krueger, A. (2002d), “To make sovereign debt restructuring smoother, not to dictate the terms”, Fondo Monetario Internacional, febrero (<http://www.imf.org>).
- Krueger, A. (2002e), “¿Deberían poder declararse en quiebra los países como Argentina?”, Fondo Monetario Internacional, enero (<http://www.imf.org>).
- Krueger, A. (2002f), “Why we need to look again at sovereign debt restructuring”, Fondo Monetario Internacional, enero (<http://www.imf.org>).

- Krueger, A. (2001), “A new approach to sovereign debt restructuring”, Fondo Monetario Internacional, diciembre (<http://www.imf.org>).
- Kulfas, M. (2001a), “El rol del endeudamiento externo en la acumulación de capital durante la Convertibilidad”, *Revista Época*, N° 3, noviembre.
- Kulfas, M. (2001b), “El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local”, *Serie Estudios y Perspectivas*, N° 2, CEPAL, mayo.
- Kulfas, M. (1999), “Las corrientes de capitales hacia la Argentina. Inversión extranjera, endeudamiento externo y fuga de capitales en los noventa”, *Revista Época*, N° 1, diciembre.
- Kulfas, M. y Schorr, M. (2002), “La industria argentina ante el fin de la convertibilidad. Perspectivas y desafíos tras una etapa de desindustrialización y desintegración productiva”, Mimeo, Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, abril.
- Lerrick, A. y Meltzer, A. (2001a), “Más allá de los rescates del FMI: cesación de pagos sin perturbación”, Carnegie Mellon, mayo (http://www.cedice.org.ve/detalle_notiart.asp?offset=120&ID=46).
- López Mieres, A. y Lozano, C. (2002), “El plan Lavagna ¿lo están haciendo de nuevo?”, Mesa de Coyuntura del Instituto de Estudios y Formación de la CTA, junio.
- Lozano, C. (2000), “El blindaje financiero”, *Realidad Económica*, N° 176, noviembre-diciembre.
- Lozano, C. y Schorr, M. (2001), “Estado Nacional, gasto público y deuda externa”, Instituto de Estudios y Formación de la Central de los Trabajadores Argentinos, julio.

- Macedo Cintra, M. (2000), “La dinámica financiera internacional y la tendencia a la dolarización en las economías latinoamericanas”, *Realidad Económica*, N° 175, octubre-noviembre.
- Machinea, J. y Sommer, J. (1990), “El manejo de la deuda externa en condiciones de crisis de balanza de pagos. La moratoria argentina de 1988-89”, Documento de Trabajo N° 59, CEDES.
- Maia, J. (1995), “El ingreso argentino al Plan Brady”, *Boletín Informativo Techint*.
- Melconián, C. y Santángelo, R. (1996), “El endeudamiento del sector público argentino en el período 1989-1995”, Proyecto ARG/91/R03, PNUD.
- Meltzer, A. (2001), “Si los acreedores van a juicio pierden”, noviembre (<http://users.skynet.be/cadtm/pages/espanol/EntrevistaMeltzer.htm>).
- Meltzer Report (2000), “International Financial Institutions Advisory Commission Report” (<http://csf.colorado.edu/roper/if/Meltzer-commission-mar00/>).
- Ministerio de Economía (2001), “Implicancias del ‘Déficit Cero’ en el crecimiento”, Secretaría de Política Económica, septiembre (<http://www.mecon.gov.ar/prgmacre.htm>).
- Ministerio de Economía (varias ediciones), *Estimaciones trimestrales de la balanza de pagos*.
- Ministerio de Economía (varias ediciones), *Boletín fiscal*.
- Ministerio de Economía (varias ediciones), *Informe económico*.
- Mussa, M. (2002), “Argentina and the fund: from triumph to tragedy”, Institute for International Economics, marzo (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>).
- M&S Consultores (1997), “Overview, 15 de Septiembre de 1997”, Mimeo

- Naishtat, S. y Maas, P. (2000), *El cazador. La historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel*, Editorial Planeta.
- Ocampo, J. (2002), “Cuestionan el papel del Fondo Monetario en la crisis argentina”, *Clarín*, 1/4/2002.
- Ocampo, J. (2000), “Hacia una reforma financiera internacional”, *Nueva Sociedad*, N° 168, julio-agosto.
- Ocampo, J. (1999a), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, CEPAL/Fondo de Cultura Económica.
- Ocampo, J. (1999b), “La reforma financiera internacional: una agenda ampliada”, *Revista de la CEPAL*, N° 69, diciembre.
- Paulus, C. (2002), “La problemática de la deuda externa de la Argentina. Alternativas para una solución”, presentación realizada en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, mayo.
- Pettifor, A., Cisneros, L. y Olmos Gaona, A. (2001), “El tango se baila de a dos”, Jubileo Plus, septiembre (http://www.jubileo2000uk.org/jmi/jmi-news/el_tango_Se_baila_entre_dos.htm).
- Raffer, K. (2001), “Debt relief for low income countries: arbitration as the alternative to present unsuccessful debt strategies”, Mimeo, Wider Conference, agosto.
- Raghavan, C. (2002a), “¿Dedo acusador o interés en reformas sistémicas?”, *Tercer Mundo Económico*, N° 154, marzo (<http://www.tercermundoeconomico.org.uy>).
- Raghavan, C. (2002b), “¿El fin del modelo neoliberal?”, *Tercer Mundo Económico*, N° 154, marzo (<http://www.tercermundoeconomico.org.uy>).
- Raghavan, C. (2002c), “¿Un statu quo de la deuda dirigido por el FMI”, *Tercer Mundo Económico*, N° 153, enero-febrero (<http://www.tercermundoeconomico.org.uy>).

- Raghavan, C. (2001), “Tweedledum o Tweedledee”, *Tercer Mundo Económico*, N° 147, julio (<http://www.tercermundoeconomico.org.uy>).
- Rodrik, D. (2000), “Gobernar la economía global: ¿un único estilo arquitectónico adecuado para todos?”, *Desarrollo Económico*, Vol. 40, N° 157, abril-junio.
- Rojas Breu, M. (2002), “El debate en torno a la dolarización. Ideas y propuestas”, Documento de Trabajo N° 2, CESP.A.
- Roubini, N. (2001a), “Bail-ins, bailouts, burden sharing and private sector involvement in crisis resolution: the G-7 framework and some suggestions on the open unresolved issues”, New York University, julio (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>).
- Roubini, N. (2001b), “Should Argentina dollarize or float? The pros and cons of alternative exchange rate regimes and their implications for domestic and foreign debt restructuring/reduction”, New York University, diciembre (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>).
- Roubini, N. (2001c), “Why should the foreign creditors of Argentina take a greater hit/haircut than the domestic ones: on the economic logic, efficiency, fairness and legality of ‘discriminating’ between domestic and foreign debt in sovereign debt restructurings”, New York University, diciembre (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>).
- Sachs, J. (2002), “El FMI desangra a la Argentina”, *La Nación*, 26/4/2002.
- Schuler, K. (2002), “Fixing Argentina”, *Policy Analysis*, N° 445, julio.
- Schulmeister, S. (1998), “Reform the international monetary system!”, *International Politics and Society*, febrero.
- Selgin, G. (2001), “¿Dolarizar o privatizar la moneda en Argenti-

- na?”, Cato Institute, agosto (http://www.elcato.org/selgin_privatemoney.htm).
- Siebert, H. (1999), *The world economy*, Routledge.
- Stiglitz, J. (2002a), *El malestar en la globalización*, Taurus.
- Stiglitz, J. (2002b), “La crisis argentina es responsabilidad del FMI”, *Clarín*, 17/5/2002.
- Stiglitz, J. (2002c), “La Argentina estaría mejor si el FMI hubiera aplicado a Keynes”, *El Cronista Comercial*, 8/5/2002.
- Stiglitz, J. (2001), “El FMI apura la caída de deudores”, *Clarín*, 13/12/2001.
- Stiglitz, J. (2000), “Mi aprendizaje de la crisis económica mundial”, *Nueva Sociedad*, N° 168, julio-agosto.
- Stiglitz, J. (1998), “Más instrumentos y metas más amplias para el desarrollo. Hacia el Consenso Post-Washington”, *Desarrollo Económico*, Vol. 38, N° 151, octubre-diciembre.
- Sturzenegger, F. (2002), “Default episodes in the 90s: factbook and preliminary lessons”, Mimeo, Universidad Torcuato Di Tella, abril.
- Taylor, J. (2002), “Statement of John B. Taylor before the subcommittee on international monetary policy and trade of the house financial services committee”, febrero (<http://www.treas.gov/press/releases>).
- Terragno, R. (2001a), “El verdadero origen de la crisis es la deuda”, *Clarín*, 20/7/2001.
- Terragno, R. (2001b), “El tilo y la convertibilidad”, *Clarín*, 11/4/2001.
- Tobin, J. (1996), “A Currency Transactions Tax. Why and How”, *Economic Systems*, N° 20.
- Tobin, J. (1994), “A Tax on International Currency Transactions”, en PNUD, *Human Development Report*.

- Toussaint, E. (2002), “¿Suspensión de pagos o anulación? Una deuda odiosa”, *Le Monde Diplomatique*, febrero.
- UNCTAD (2001), “Informe sobre Comercio y Desarrollo, 2001” (<http://www.unctad.org>).
- Urriola, R. (2000), “Apertura económica y control del flujo de capitales externos en Chile”, *Nueva Sociedad*, N° 168, julio-agosto.
- Vásquez, I. (2002), “Propuesta para el FMI en Argentina: reducción de la deuda, no rescate”, Cato Institute, enero (http://www.elcato.org/vasquez_propuestafmi.htm).
- Vitelli, G. (2001), “Los resultados de la Convertibilidad”, *Realidad Económica*, N° 181, agosto.

Índice

INTRODUCCIÓN	11
I. CARACTERIZACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA	
I.1. Evolución de la deuda argentina durante los años noventa. Tendencias generales	19
I.1.1. Evolución del <i>stock</i> de la deuda pública	23
I.1.2. Impacto de la deuda pública	25
I.1.3. Composición de la deuda pública	26
I.1.4. Evolución de los intereses de la deuda pública	27
I.1.5. Deuda pública y deuda externa	28
I.2. Factores determinantes del crecimiento de la deuda argentina	32
I.2.1. El crecimiento de la deuda pública	32
I.2.2. Breves notas sobre el endeudamiento externo privado	42
I.3. La nueva crisis de la deuda (2000-2001)	44
I.4. Conclusión. Situación actual del problema de la deuda	54
II. CARACTERÍSTICAS DEL CONTEXTO SOCIO-POLÍTICO E INSTITUCIONAL —NACIONAL E INTERNACIONAL— PARA UNA POSIBLE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA	
II.1. La discusión con respecto al tratamiento a los flujos internacionales de capitales	60
II.2. Principales críticas al papel de los organismos multilaterales de crédito en la resolución de las crisis financieras	65

II.3. El debate en torno de las situaciones de incumplimiento en el pago de deudas soberanas	74
II.4. Breve reseña sobre experiencias internacionales recientes de <i>default</i> de la deuda soberana	86
II.5. La discusión sobre la crisis de la deuda externa argentina	94
 III. LINEAMIENTOS PROPOSITIVOS PARA LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA	
III.1. Lineamientos de carácter estructural para revertir los escenarios de crecimiento del endeudamiento externo	101
III.2. Las restricciones macroeconómicas. Lineamientos generales	106
III.3. Propuestas específicas para reestructurar y reducir el peso de la deuda pública externa	110
III.3.1. Reprogramación de las obligaciones	110
III.3.2. Sustento y viabilidad	117
III.3.3. El proceso de renegociación	119
III.4. Sobre el endeudamiento externo privado	122
III.5. Reflexiones finales	125
 ANEXO I	
El endeudamiento externo en perspectiva histórica	129
Evolución de la deuda externa, la fuga de capitales y sus respectivas rentas, 1975-2001	131
 ANEXO II	
Breve reseña de las principales posturas en el debate sobre la “nueva arquitectura financiera internacional”	135
 BIBLIOGRAFÍA	 147