

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 230, 8 de Marzo de 2005

AL INSTANTE

ARGENTINA: ¿EXITOSA CONVERSION DE DEUDA?

- **El canje de deuda argentino ha sido posible y favorecido por la situación muy positiva de la economía global, por la abundante de liquidez internacional y por la caída fuerte de los spreads soberanos.**

Al parecer, la reestructuración de deuda de Argentina en bonos, la mayor que se ha hecho hasta ahora, parece un éxito resonante, con una aceptación del 76% y un descuento o quita del 70%. La deuda se reduce de US\$ 191 mil millones en el año 2004 a US\$ 125 mil millones, actualmente, es así como la deuda que respecto al PIB implicaba un 113% ahora se sitúa en un 72%, un nivel, que si bien todavía es alto, es inferior al de varios países sudamericanos que han seguido, "camino más trillados" o sea más ortodoxos y serios o menos hostiles o confrontacionales.

Si se mira luego a la economía argentina, el hecho de no pagar deuda o servirla desde Diciembre del 2001 hasta ahora aparece como un "desideratum" para lograr la reactivación después de la crisis económica generada por malas

políticas macroeconómicas y peor manejo de crisis. En el 2004 y el 2005 la economía está creciendo a una tasa de cerca de 8% anual cada año y con una inflación moderada de un dígito, aunque últimamente ha subido a dos dígitos, lo cual, si bien tiene un contenido de recuperación desde niveles muy bajos y no hay seguridad de que el crecimiento sea sostenido, presenta en el corto plazo la ilusión de que se ha rescatado la economía que caía abruptamente en el pasado cercano y que ahora existe una suerte de dinamismo imparable. (Aunque el nivel de inversión es limitado). Es decir, Argentina ha usado métodos no tradicionales o no ortodoxos y haciendo caso omiso de los acreedores, empleando la fuerza contra su voluntad, ha cortado todas las oportunidades e iniciativas posibles futuras de alguna nueva renegociación,

Informe preparado por: Francisco Garcés, Director del Centro de Economía Internacional,
Libertad y Desarrollo

Teléfono: (56) 2- 3774800 - Fax : (56) 2-2341893 - Email: fgarces@lyd.org

aceptando un canje con una reducción jamás vista del 70%. Cabe recordar que en la primera oferta en Septiembre del 2003 el "hair cut" o reducción era de 90%.

Obviamente, las autoridades económicas y políticas están llenas de júbilo, en el corto plazo, y reciben el aplauso entusiasta de los sectores progresistas de latinoamérica, que posiblemente junto a su regocijo albergan una pequeña porción de envidia, por no haber podido hacer antes lo mismo en sus endeudadas economías. El Presidente Kirchner y el Ministro Lavagna tienen, políticamente, altísimos niveles de aprobación en Argentina, cercanos al 70%.

Indudablemente, todo este proceso o lógica hostil de negociación tiene un costo importante para la credibilidad futura argentina, que se refleja en mayores costos y menos disponibilidad de recursos. Esto es aún más serio si se observan los débiles niveles de inversión en la economía argentina, que no aseguran un crecimiento alto y sostenido.

Pero Argentina, plena de valor, se prepara a hacer una nueva gran prueba de "ilusionismo económico", que dejará abrumada a la "galerie progresista" de latinoamérica. Es así como el Jefe de Gabinete argentino, Alberto Fernández, anunció una nueva "audacia": que el temido Ministro de Planificación, Julio de Vido, negociará con la "misma lógica del canje de deuda externa" los términos de los nuevos contratos con las empresas privadas de servicios públicos para que

se logre un "precio justo" y un "servicio eficiente" independientemente de los resultados de las empresas, porque lo que realmente importa es el "resultado del servicio".

Adicionalmente, cualquier conflicto deberá resolverse internamente, en los tribunales argentinos, aún cuando Argentina haya firmado acuerdos internacionales como el CIADI, para resolver diferencias relativas a inversiones externas.

Sin lugar a dudas, esta segunda instancia de fuerza, al margen del mercado, conmoverá nuevamente a los sectores más progresistas de la región, sugiriéndoles cual es el camino a seguir en materia de regulación.

Hemos observado, asimismo, que al final de este tortuoso camino está siempre, en el caso argentino, el Fondo Monetario Internacional, dispuesto acogedoramente a devolver los pagos de la deuda con el FMI ya efectuados, para alargar los plazos y concordar un nuevo programa económico, bastante blando o inconducente. En consecuencia, el Fondo Monetario Internacional contribuye al "riesgo moral" en el caso argentino y le crea una suerte de "safety net" permanente, de modo que si las políticas económicas argentinas concebidas con la "lógica de canje" fracasan o se agotan, como tenderá a ocurrir, siempre en las dos puntas del camino se aparecerá solícito el Fondo Monetario Internacional, plenamente dispuesto al rescate. La deuda de Argentina con el FMI se aproxima a US\$ 15 mil millones y este año hay vencimientos

substanciales, que Argentina espera sean refinanciados.

Cabe advertir, sin embargo, a los sectores progresistas de América Latina, que el Fondo Monetario no mostrará igual paciencia, dedicación y flexibilidad con todas las economías latinoamericanas, sino sólo con algunas, como lo son, desde luego, Argentina, Brasil y México, por su tamaño e importancia estratégica y sistémica.

En síntesis, estas políticas antimercado y heterodoxas que está siguiendo Argentina, invitan erróneamente a la imitación, porque aparentemente su beneficio es alto en el plano económico e ideológico y su costo económico es bajo en el corto plazo y se cuenta siempre con la red de amparo que tiende el Fondo Monetario Internacional y otras instituciones multilaterales en tiempos de agotamiento o fracaso.

Volviendo más específicamente al canje de deuda argentino, vale la pena hacer algunos comentarios más precisos para definir su significación económica y financiera.

El gobierno argentino anunció el jueves pasado, que el canje de deuda de US\$ 82 mil millones había alcanzado una aceptación del 76,1%, lo cual, independientemente de la presión para alcanzarlo, se considera un éxito por los analistas y el Gobierno. Indudablemente, los acreedores que han tenido una "quita" aproximada del 66%, después de 3 años de espera y sin que se les haya consultado, no están satisfechos porque, aparte de la

pérdida patrimonial, el trato recibido ha sido eminentemente hostil, desde que se inició la renegociación de la deuda en Dubai, en Septiembre del 2003. Las primeras ofertas de canje conllevan una quita cercana al 90%, como se mencionó.

Se estima que en Italia el nivel de aceptación de los acreedores de Argentina fue sólo del 27%

Para los acreedores que no aceptaron la oferta de canje, o sea el 24%, el gobierno argentino no ha decidido que hará. Parte de este 24% de acreedores mantiene variados juicios contra el Estado argentino, en diversas instancias judiciales, ya sea en el CIADI (35 causas pendientes) o en tribunales extranjeros de variada naturaleza. Una alternativa inconveniente es el repudio y otra una nueva apertura de negociación o nuevo plazo de incorporación al canje.

Respecto al Fondo Monetario Internacional, el vocero del Fondo, Tom Dawson, calificó el canje como un "paso importante" de Argentina hacia las negociaciones de un acuerdo con el FMI y de renegociación de la deuda con el propio FMI y otras instituciones multilaterales oficiales. El Ministro Lavagna viajaría de inmediato para sostener conversaciones exploratorias con el Director Gerente del FMI y con otros altos ejecutivos de ese organismo internacional.

La deuda externa argentina total se habría reducido de US\$ 191 mil millones en el 2004 a US\$ 125 mil millones después del canje, o sea a un 72% del

PIB, lo cual todavía es bastante alto. Incluyendo intereses vencidos, la deuda en mora sube de 82 a 103 mil millones de dólares y 35 mil millones para el canje acordado.

El canje de deuda argentino ha sido posible y favorecido por la situación muy positiva de la economía global, por la situación abundante de liquidez internacional y por la caída fuerte de los spreads soberanos.

Las condiciones en que se hizo el canje de deuda argentino son absolutamente atípicas, aparte de la masiva reducción del principal de la deuda, no hubo prácticamente reconocimiento de los intereses vencidos, tampoco hubo negociación con los acreedores, careció de un programa acordado con el Fondo Monetario Internacional y el "road Show" aportó pocas informaciones claras y precisas.

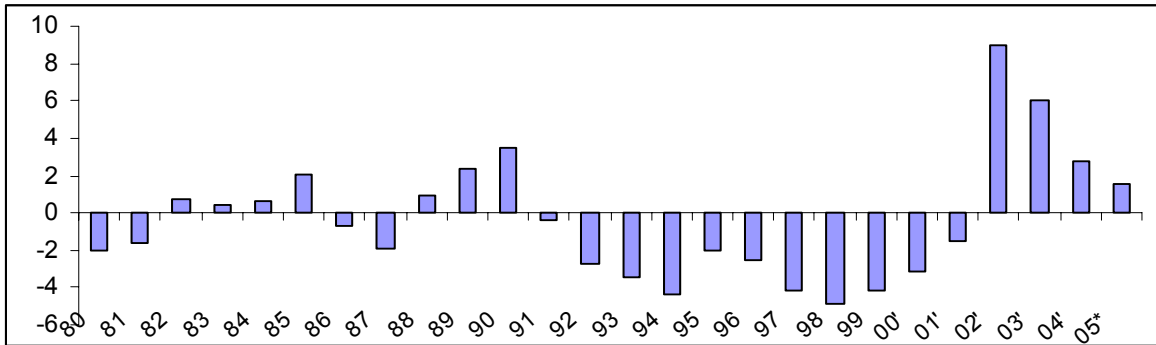
En estas circunstancias tan curiosas y fuera de lo común, la aceptación del 76% y la reacción, hasta ahora positiva, del Fondo Monetario pueden llevar al gobierno argentino a creer que ha habido una sólida

validación de sus políticas, acciones y estilo operativo, que pueden complicar la negociación de un acuerdo con el propio Fondo y la negociación de tarifas con las empresas privadas de servicios públicos en que podría intentar aplicarse la misma lógica y estilo de negociación de la deuda que en el fondo implica "inseguridad jurídica" y debilidad en la credibilidad de Argentina que se reflejan en el alto índice de riesgo soberano.

El Financial Times en su editorial del 7 de mayo sostiene que "Argentina ha establecido un nuevo benchmark para la expectativa de pérdida en la deuda, luego de un "default", que sería cercana al 70%" y luego agrega que esto "aumenta la pasividad monetaria en los mercados emergentes y más aún la reducción de la deuda".

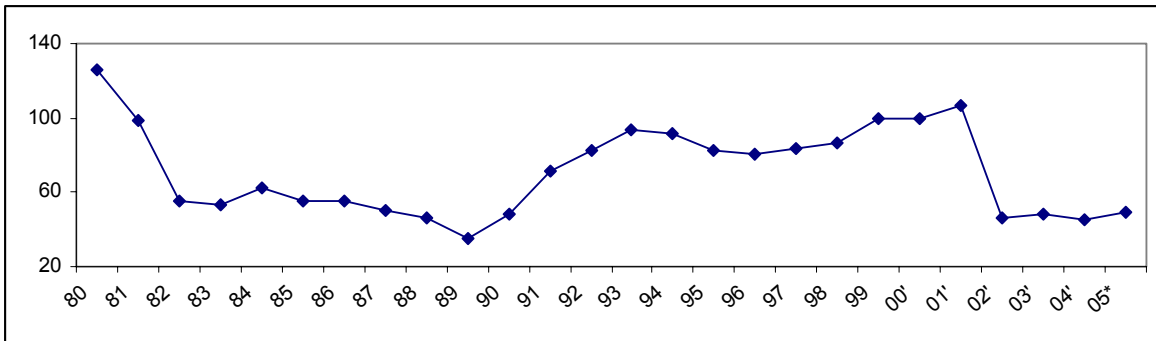
Esto a nuestro juicio es cierto, pero relativo, porque Argentina es un probado caso especial, en consecuencia no creemos que para economías como las de Chile, Brasil y México, por ejemplo vaya a percibirse mayor riesgo ♦

Gráfico N° 1
Cuenta Corriente (% del PIB)



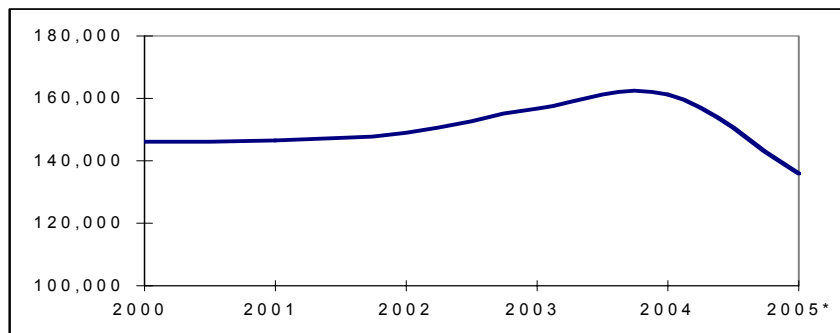
Fuente: IFF

Gráfico N° 2
Tipo de Cambio Real (2000=100)



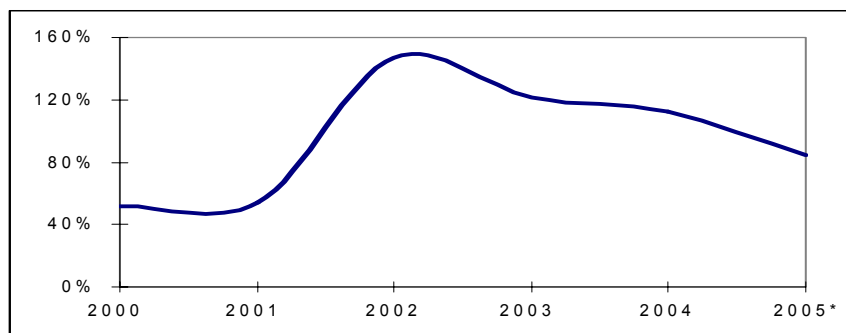
Fuente: IFF

Gráfico N° 3
Deuda Externa (Millones de Dólares)



Fuente: IFF

Gráfico N° 4
Deuda Externa (% del PIB)



Fuente: IFF

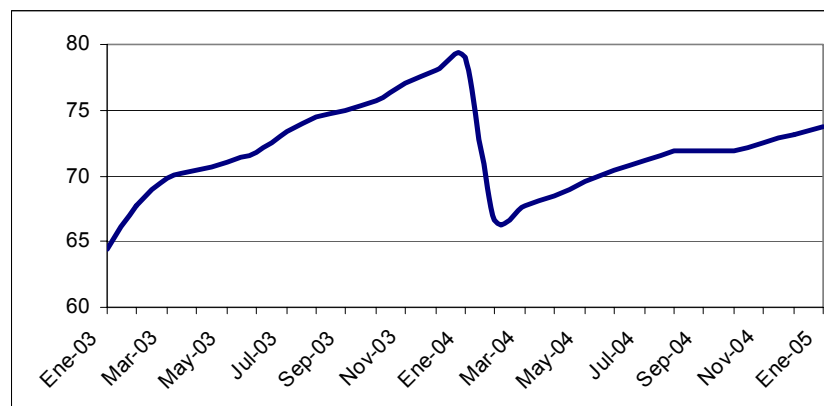
Tabla N° 1
Indicadores Económicos

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005(e) |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| PIB Real | -0.8% | -4.4% | -10.9% | 8.8% | 8.8% | 6.0% |
| Cuenta Corriente %del PIB | -3.1% | -1.5% | 9.0% | 6.1% | 2.8% | 1.6% |
| Inflación | -0.9% | -1.1% | 25.9% | 13.4% | 4.5% | 9.1% |
| Ahorro %del PIB | 15.3% | 14.0% | 13.3% | 12.8% | 21.6% | 19.0% |
| Inversión %del PIB | 20.4% | 18.5% | 16.6% | 14.6% | 12.8% | 16.1% |
| Tasa de Desempleo | 12.4% | 13.8% | 14.7% | 18.3% | 17.8% | 14.5% |
| Deuda Externa Total | 145,930 | 146,413 | 149,097 | 156,851 | 191,295* | 125,777* |

* Incluye intereses en mora

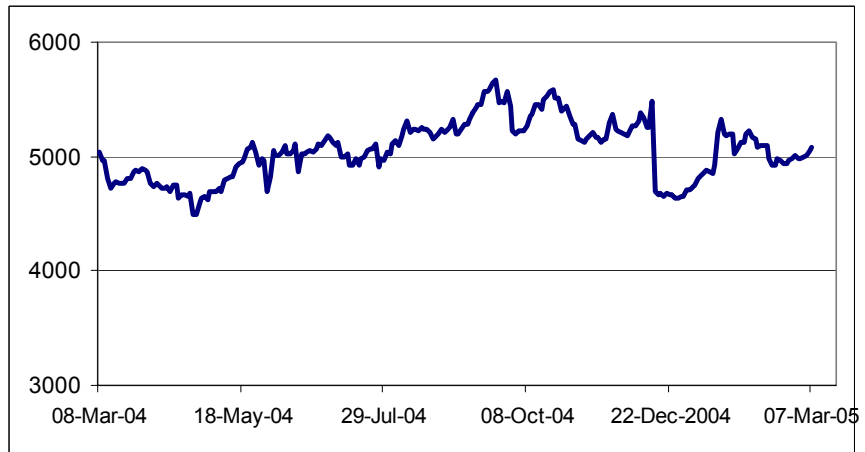
Fuente: IIF

Gráfico N° 4
Tasa de Interés Real (2000=100)



Fuente: IFF

Gráfico N°5
Riesgo País



Fuente: JPMorgan