

CESPA

Centro de Estudios de la Situación
y Perspectivas de la Argentina

La debacle de la deuda pública argentina y el fin de la convertibilidad

*Jorge Schvarzer
Finkelstein Hernán
Febrero de 2004*

Documento de Trabajo N° 6



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Instituto de Investigaciones Económicas



La debacle de la deuda pública argentina y el fin de la convertibilidad

*Jorge Schvarzer
Finkelstein Hernán
Febrero de 2004*

La negociación de la deuda a partir del año 2000 exhibe una serie de decisiones dramáticas conocidas como el blindaje, el megacanje, los préstamos garantizados, el default y la pesificación de una parte de ella, cuyas consecuencias se proyectan hasta el presente. Por eso, para comprender la situación actual este análisis se centra en los criterios y condiciones de esos procesos luego de una breve introducción sobre el origen de la deuda. Los resultados permiten arrojar nueva luz sobre una de las variables más importantes de la economía argentina y la forma en que el sector público decidió su manejo en determinadas coyunturas, cargando los costos sobre toda la población.

La convertibilidad como régimen de endeudamiento

La convertibilidad era un régimen basado en un déficit estructural de la cuenta corriente del balance de pagos. En apretada síntesis, la combinación de un tipo de cambio atrasado con una reducción arancelaria significativa (que promovía las importaciones y desalentaba las exportaciones), provocó una brecha comercial que exigió, desde el primer momento, el recurso a capitales externos para cubrirla. Una parte de estos llegó como inversión o en la forma de compra de empresas pero, en ambos casos, a partir de su arribo comenzaba a devengar beneficios; en consecuencia, su misma entrada generaba mayores necesidades de divisas para asegurar la remisión futura de una parte de estos a los inversionistas externos. Otra parte llegó en forma de créditos, para el sector privado o público, que requería asimismo una nueva demanda de divisas en el momento de devolverlos (o de pagar los intereses), que se sumaba a la anterior. En consecuencia, el déficit comercial se veía multiplicado por el generado en el sector de servicios con fuertes presiones sobre el equilibrio externo.

Este mecanismo sufrió un primer grave tropiezo a fines de 1994, provocado por el contagio del *tequila*, que estuvo a punto de derrumbar el delicado equilibrio de la convertibilidad. La superación de esa crisis pareció dar nuevo aire al sistema aunque, en rigor, sus posibilidades de supervivencia eran cada

vez más bajas. La crisis asiática, la crisis rusa y, finalmente, la devaluación brasileña fueron marcando los mojones de un mercado financiero internacional cada vez más reticente para seguir prestando a la Argentina. Al mismo tiempo, la propia dinámica de la deuda exigía continuar con el endeudamiento, puesto que los compromisos asumidos crecían por la mera acumulación de intereses. Hay que insistir que esos pagos, en rigor, eran refinanciados siempre con nuevos créditos. En la práctica, no se efectuaron giros netos de divisas al exterior durante toda la década, dado que el país no las generaba por vías genuinas. Frente a esas condiciones, el principal agente que podía endeudarse en las magnitudes significativas requeridas era el gobierno argentino que salió a buscar todo recurso disponible en divisas en el mercado. En Estados Unidos esa relación se conoció como los “déficits gemelos”: el déficit externo era resuelto por el déficit fiscal que se financiaba en el exterior para cubrir las necesidades del primero.

El incremento sistemático de la deuda fue acompañado por continuos cambios en su composición y orientación por mercados y agentes acreedores, tan amplios como difíciles de seguir. En una primera etapa las operaciones fueron en dólares y centradas en Estados Unidos pero, cuando el gobierno no encontró más oferta potencial en esa divisa, buscó colocar títulos en Europa (en especial, en Italia y Alemania) y en Japón. El mero éxito de esa estrategia sugiere que la información no se difunde de manera simétrica en todos los ámbitos financieros, como señala con fuerza Stiglitz; fue así que el Tesoro captó fondos en euros y yenes cuando se habían agotado casi todas las fuentes en dólares, pero esa alternativa sólo postergaba el momento de la crisis final. Además, por razones que no se hicieron explícitas, el gobierno fue modificando las características de cada uno de los bonos que colocaba en los mercados, de modo que en el momento del default había ya 152 títulos diferentes, en varias monedas y sometidas a la legislación de países muy distintos.

A pesar de que el gobierno trataba, aparentemente, de extender los plazos de vencimiento de los títulos que emitía, los oferentes preferían mantener sus ofertas en el corto plazo. La necesidad oficial obligaba a aceptar esas condiciones que, en esencia, generaban períodos de pago muy breves, pese a la necesidad objetiva del país por obtener financiamiento a largo plazo. En estas condiciones, el aumento continuo del total de la deuda era sólo una faceta del problema; otra, mucho más concreta residía en el aumento consecuente, y a mayor ritmo todavía, de los montos de capital que vencían en el corto plazo. Una buena manera de observar esa evolución consiste en seguir los vencimientos de capital en el año calendario siguiente a cada 31 de diciembre hacia el final de la convertibilidad. Si se toma, como referencia, el

31 de diciembre de 1999, por ejemplo (mes que coincide por otra parte con el traspaso de la presidencia a F. De la Rúa), los datos son claros: la deuda ya sumaba 121.400 millones de dólares pero, sobre todo, 16.371 millones de ese total correspondía a operaciones que vencían en el año calendario siguiente. Más o menos hasta ese momento se había supuesto, sin demasiado debate público, que los vencimientos de capital se refinanciarían sin problemas, de modo que la tarea, insistían algunos voceros de la política de la convertibilidad, se limitaba a obtener créditos para pagar los intereses que, por su parte, aportaban una carga adicional de 9.656 millones de dólares a las cuentas de 2000.

Esa hipótesis era muy fuerte. Las condiciones cada vez más restrictivas de la oferta de recursos financieros en el momento de cambio de siglo reducían notablemente la posibilidad de que el país captara una suma que superaba los 26.000 millones de dólares sólo para atender sus compromisos previos; y eso bajo el supuesto hipotético de que se lograría el equilibrio en el balance de servicios en 2000 pues, en caso contrario, habría que conseguir además la diferencia proveniente de ese rubro. Esa situación, que puede definirse sobriamente como delicada, no se limitaba al año 2000 puesto que los vencimientos comprometidos ya en esa misma fecha de diciembre de 1999 para atender en el curso de 2001 sumaban otros 14.400 millones de dólares adicionales, aparte de intereses.

Cuadro 1. Vencimientos de capital y compromisos de pagos por intereses al año siguiente a la fecha señalada. En millones de dólares

| | 31-12-1999 | 31-12-2000 |
|---|-------------------|-------------------|
| Vencimientos de capital al año próximo | 16.371 | 19.676 |
| Vencimientos de intereses al año próximo* | 9.656 | 10.176 |
| Total de vencimientos de deuda año próximo | 26.027 | 29.852 |
| % PBI | 9,2% | 10,5% |
| Vencimientos de capital próximos dos años | 30.773 | 36.223 |

*Sector Público Nacional no Financiero base caja.

Fuente: MECON.

Este análisis destaca que el manejo de la deuda acumulaba tres problemas concurrentes. Por un lado, su incremento exponencial exigía captar cada vez montos mayores de divisas en el mercado financiero internacional para pagar los intereses. El alza nominal de las tasas de interés, a su vez, aceleraba el ritmo de aumento de la deuda y generaba un esfuerzo adicional para

refinanciar esos pagos. Al problema de los intereses se le sumaban los vencimientos de capital; la propia lógica de acortar los plazos de renovación de títulos creaba una masa creciente de compromisos de capital que vencían cada año, dejando mínimos márgenes de maniobra al gobierno argentino.

Si bien esos problemas se vivieron toda la década, no es menos cierto que se agudizaron al final de ella. Superar los compromisos derivados de la deuda en 2000 no fue fácil. Luego de ingentes esfuerzos de refinanciación a lo largo de ese período en un mercado cada vez más reacio a prestar, el país cerró sus cuentas con compromisos mayores para el año siguiente (por el reciclado de créditos a menos de un año). Como se ve en el *Cuadro 1*, la suma de capitales que vencían en 2001 más los intereses comprometidos llegaba ya a 29.852 millones de dólares, casi 4.000 más que lo registrado a fines de 1999 para los doce meses siguientes. Esa masa de demanda obligatoria de créditos a obtener, en las condiciones, cabe insistir, de déficit permanente de balance comercial y de servicios, planteaba un formidable desafío al gobierno frente a un mercado financiero internacional en el que parecían ya haberse agotados las alternativas disponibles (y utilizadas a fondo en los años previos).

Esta situación tendió a generar una serie de respuestas oficiales tendientes a obtener algún alivio de corto o mediano plazo. Ellas son conocidas como el *blindaje*, seguido por el *megacanje*, y que concluyó en los momentos terminales de la convertibilidad, con los *préstamos garantizados*. Cada una de estas prácticas fue tratando de evadir el default y de esta forma salir de la convertibilidad, al mismo tiempo que preparaba las condiciones para caer en éste, que se decidió exactamente cuando se agotaron todas las alternativas al respecto. Durante la convertibilidad el sector público fue el principal proveedor de divisas de la economía, que como se dijo siempre fue deficitaria en su cuenta corriente del balance de pagos. Las complicaciones del sector público para conseguir financiamiento externo fueron sinónimas de dificultades para continuar con el régimen cambiario. Las divisas que no conseguía el sector público eran sacadas de las reservas internacionales, práctica que tuvo un límite y atacaba directamente al régimen cambiario. El default de la deuda pública en la Argentina fue sinónimo de ruptura de la convertibilidad precisamente porque fue esa deuda la que permitió que el modelo funcionara. En el curso de este trabajo serán analizadas en detalle las operaciones financieras del sector público por evitar el default y salir de la convertibilidad.

El blindaje: promesas de alivio formal

Frente a las dificultades crecientes para refinanciar la deuda, el gobierno argentino negoció un “paquete” de créditos con los organismos financieros internacionales y los grandes bancos multinacionales que, en su conjunto, era más o menos equivalente a los compromisos de pagos para el año 2001. Los acuerdos se cerraron en diciembre de 2000 y fueron presentados a la opinión pública como un éxito aún cuando las soluciones previstas eran frágiles; en rigor, buena parte de esos créditos era ofrecido condicionalmente, de modo que su efectiva aprobación posterior dependía de que se cumplieran ciertas condiciones futuras (ya sea por parte del gobierno argentino o en el mercado internacional). Es decir que el aparente “blindaje” respecto a la carga esperada de los compromisos de la deuda (y sin tener en cuenta posibles shocks externos que podrían agravar el problema), no era tal como se anunciaba en ese momento.

En términos nominales, el programa sumaba créditos por 39.700 millones de dólares, distribuido entre diversas fuentes. El *Cuadro 2* presenta el detalle de las promesas de crédito al gobierno argentino.

Cuadro 2. Composición del blindaje

| | | |
|---|--------|---------------|
| Organismos Financieros Internacionales | | 18.700 |
| FMI | 13.700 | |
| BID | 2.500 | |
| BM | 2.500 | |
| Gobierno de España | | 1.000 |
| Refinanciaciones | | 20.000 |
| Creadores de Mercado | 10.000 | |
| Canjes de deuda | 7.000 | |
| Inversores Institucionales de Argentina | 3.000 | |
| Total | | 39.700 |

Fuente: MECON.

Casi la mitad del total era provisto por los Organismos Financieros Internacionales con una elevada participación del FMI que era responsable por 13.700 millones, aparte de 5.000 millones de los dos bancos internacionales (BM y BID). Esos créditos no eran “nuevos”. El FMI ya se había comprometido a prestar unos 6.700 millones de dólares y ahora pedía autorización para elevar esa suma a 13.700, de modo que lo “nuevo” era esa

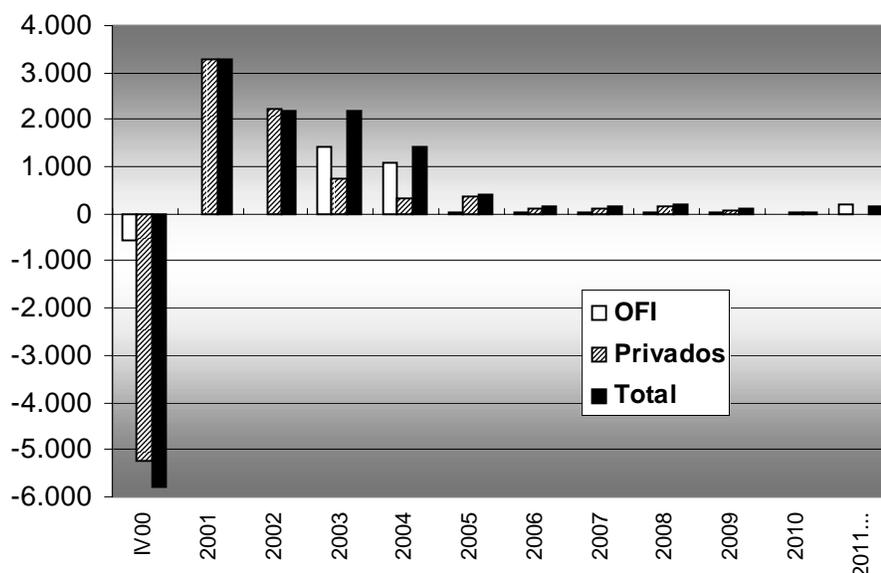
diferencia. Tampoco había demasiados aportes adicionales en los créditos del BM y del BID, que estaban clasificados con enorme detalle, de acuerdo a programas especiales, pero que, en definitiva, se estaban tramitando previamente y tenían como objetivo principal refinanciar la deuda de la Argentina con ellos.

Había otros 20.000 millones de dólares ofrecidos por los bancos y las AFJP que tenían más de promesas que de compromisos. De ellos, por ejemplo, 7.000 millones eran ofrecidos por un grupo de bancos internacionales en concepto de canje de títulos que vencían, operación que se repetía en todas las oportunidades durante la década del noventa (puesto que el gobierno argentino nunca canceló deuda genuinamente sino con nuevas refinanciaciones), pero que se presentaba como una promesa especial. Otros 12 bancos manifestaron su disposición a entrar en colocaciones primarias (Letes, Bontes y otros) o, simplemente, como canje de deuda, al igual que la operación anterior. Las AFJP, por último, se comprometieron a absorber 3.000 millones de dólares de títulos en el mercado primario, acordes con su flujo previsto de inversiones.

El único crédito realmente “nuevo” era el ofrecido por el gobierno de España, por mil millones de dólares y con condiciones que hacían que su oferta siguiera las pautas del FMI. Este crédito era poco significativo en función de la demanda de recursos del gobierno argentino pero sí en términos políticos; su incorporación al blindaje exhibía el interés español por aportar recursos financieros a un país en el que se habían concentrado enormes inversiones privadas de ese origen, cuya rentabilidad dependía, en buena medida, de que se mantuviera la convertibilidad (que exigía, a su vez, el equilibrio de la balanza de pagos).

En definitiva, el blindaje era una presentación agrupada de una serie de promesas más o menos formales de crédito futuro pero de ninguna manera una solución real a los compromisos externos que enfrentaba el gobierno argentino. En rigor, todo el paquete que se presentaba con tanto entusiasmo apenas alcanzó para aliviar el último mes del 2000. Como se muestra en el *Gráfico 1*, los vencimientos de capital después del blindaje eran más elevados en el 2001 que lo previsto previamente (debido a algunos préstamos a corto plazo de los agentes privados que se concentraban en el año siguiente) y lo mismo ocurría en cada uno de los períodos siguientes. El único momento en que los pagos fueron menores a los previstos previamente fue el último trimestre de 2000 (que incluye el mes de diciembre).

Gráfico 1. Variación de vencimientos de capital antes y después del blindaje.
En millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico.

En los hechos, se comenzó a sentir en los meses siguientes que la operación no había sido más que una fachada y que la propaganda efectuada al respecto tendía a agravar la percepción del riesgo de default. No fue necesario que pasara mucho tiempo para que se percibieran algunas reacciones externas e internas. En febrero de 2001 renunció sorpresivamente el ministro de Economía, J. L. Machinea, que no explicó públicamente las causas de su decisión aunque parece claro *ex post* que, al menos en parte se originaban en los problemas que planteaba el manejo de la deuda. El presidente designó en ese cargo al entonces ministro de Defensa, R. López Murphy, que fue “renunciado” pocas semanas después, en medio de las protestas masivas de la sociedad contra su programa de ajuste, todavía en estado de proyecto. El nuevo ministro fue D. Cavallo, uno de los mayores responsables de la aplicación del modelo de la convertibilidad, que muy pronto se vio obligado a encarar el llamado megacanje.

El megacanje: un cambio “voluntario” de deuda

Es bien conocido que el proyecto de megacanje fue propuesto por los propios acreedores, y específicamente por D. Mulford, uno de los directores del Credit Suisse First Boston. Este banquero, con antiguos contactos de negocios con Cavallo y el gobierno argentino, le acercó la propuesta de un canje masivo y voluntario de la deuda existente por otra con vencimientos más extendidos en

el tiempo, para resolver los vencimientos continuados que el país no podía atender. Una condición principal del canje propuesto era que debía ser “voluntario”, de modo que los mecanismos a aplicar debían ser consensuados con los acreedores a través de los agentes financieros que operarían como intermediarios.

La mera propuesta se convirtió en un hecho en la medida en que se difundió en los mercados. Su misma formulación pública ponía a la vista los problemas del sector externo de la Argentina y exigía al gobierno local aceptarla o, al menos y como alternativa, adoptar una estrategia muy clara respecto a este tema. La decisión definitiva se tomó en el decreto presidencial 648, del 16-5-01, que aprobaba la operación de canje y lanzaba el trámite correspondiente, con el objeto explícito de disminuir la concentración de vencimientos de deuda pública y aliviar la carga que presentaba sobre el déficit externo. El canje exigía la contratación de agentes intermediarios, donde uno de los seleccionados fue el ya mencionado Credit Suisse First Boston que actuó como líder del grupo; ese conjunto de bancos pidió una comisión por su tarea que alcanzó a 150 millones de dólares, monto que provocó diversas críticas puesto que se lo consideraba excesivo en función de la tarea realizada. Esta era formalmente compleja, porque resultaba necesario definir los bonos a canjear, los nuevos títulos a entregar y los criterios de valuación para esos cambios, pero se llevó a cabo en un lapso muy breve.

Los títulos seleccionados para el canje fueron numerosos y hasta incluyeron a los Brady (Par y Discount) que vencían después del 2020; estos últimos fueron incorporados tanto para reducir los pagos de intereses próximos como por razones fiscales (según los funcionarios oficiales, esos bonos requerían “garantías” que se liberaban en el canje). Pero esa amplia gama de alternativas tenía un límite muy claro, visto en perspectiva: se observa que se canjearon bonos en pesos y en dólares, pero no se incorporó a ninguno de los títulos emitidos en otras monedas, sin que se encuentre ninguna explicación oficial de esa decisión. El tema no es menor, especialmente ahora, porque esos últimos títulos entraron en su totalidad en el default declarado a fines de 2001.

El megacanje tuvo amplia aceptación entre los acreedores comprendidos en él. El monto que se presentó fue de 29.900 millones de dólares, medido por el valor de la deuda emitida, magnitud que lo convirtió en la operación de canje de deuda más importante del país y superior a lo realizado durante la conversión al Brady. Sin embargo, como se verá más adelante, ese monto fue superado pocos meses después por el canje por préstamos garantizados aunque la difusión pública de esa operación no fue tan amplia como en este caso.

El objetivo formal consistía en postergar por el plazo más prolongado posible todos los pagos de capital e intereses que enfrentaba el gobierno argentino.

Para alcanzar ese resultado con el consentimiento de los acreedores se ofrecieron tasas nominales de interés que llegaron a valores superiores al 15% anual. Además, la operatoria del canje implicó un alza del monto de deuda nominal de 2.200 millones de dólares; este efecto se debe a que los títulos se canjeaban a valores “de mercado” y no de acuerdo a sus precios de emisión. Como resultado de esas operaciones, tal como se resume en el *Cuadro 3*, la TIR de los nuevos títulos oscilaba entre 15% y 16%.

La comparación de la deuda vieja con la nueva plantea problemas porque los resultados dependen de la tasa de referencia que se tome para ella. Un cálculo realizado como parte de este trabajo mostró que sólo con una TIR de 17% los flujos actualizados de ambas se equilibraban; cualquier tasa inferior a ese valor, indudablemente muy elevado, implicaba que la deuda nueva era mayor que la vieja, resultado que no estaba permitido por la legislación argentina pero que fue superado con argumentos sofisticados sobre la equivalencia de ambos flujos.

Cuadro 3. Títulos emitidos en el Megacanje. En millones de dólares.

| Título | Moneda | Tasa | Amortización | Emisión | TIR* |
|---------------|---------------|--|---|----------------|-------------|
| Global 2008 | Pesos | 10% 2001-2004 12% 2005-2008 | Integra al vencimiento | 931 | 15,2% |
| Global 2008 | Dólares | 7% 2001-2004 15,5% 2004- 2008 | 6 cuotas semestrales a partir de jun-06 | 11.158 | 16,0% |
| Global 2018 | Dólares | 12,25% Se capitaliza hasta el 19/06/06 | 5 cuotas semestrales a partir de jun-16 | 6.952 | 15,2% |
| Global 2031 | Dólares | 12,00% Se capitaliza hasta el 19/06/06 | Integra al vencimiento | 8.821 | 14,9% |

Fuente: Elaboración propia sobre la Resolución Conjunta 110/2001 y 43/2001 y MECON.

*: Elaboración propia contemplando además el valor real de colocación de los nuevos títulos.

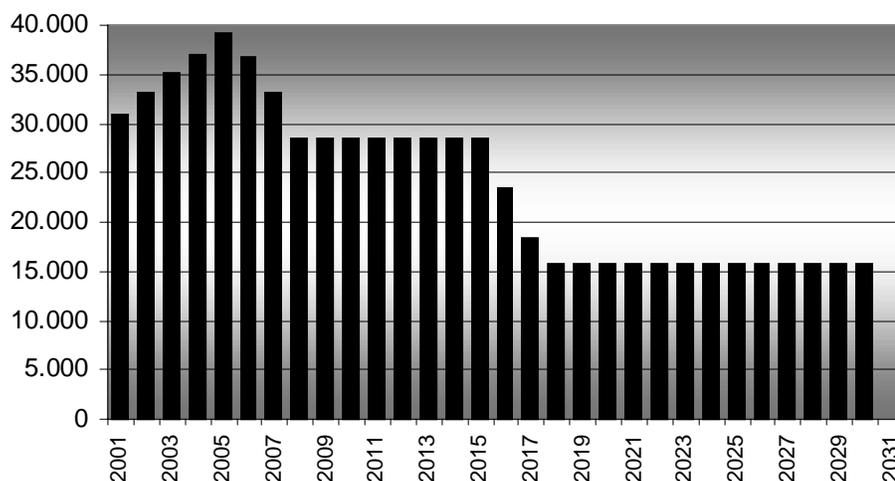
Los nuevos títulos emitidos fueron 4, uno de los cuales estaba en pesos y cuya magnitud fue relativamente pequeña: 931 millones de pesos sobre un total de 29.900 millones de dólares. Sin embargo, esa emisión, denominada Global 2008 en pesos, contenía una norma por lo menos curiosa en un período en el que seguía operando la convertibilidad. La Resolución conjunta 110/01 y 43/01 del ministerio de Economía establece que los tenedores de esos títulos podrán optar por recibir pesos o dólares en los momentos de cobro de amortización e interés, pero, agrega, esa relación será de “un peso igual a un dólar”, “sin importar el tipo de cambio prevaleciente al momento del pago del

servicio”. Como se observa, por primera vez un documento oficial, emitido por el propio ministerio de Economía, sugería que el tipo de cambio podía modificarse; esa aclaración, prácticamente extemporánea, destinada a dolarizar esos bonos en pesos frente a cualquier cambio de la convertibilidad, no tuvo repercusiones en los medios periodísticos. El crítico proceso de 2001 agregó otras novedades similares, y no menos sorprendentes, que serán tratadas más adelante.

El resto de los títulos emitidos eran 3 con vencimientos en los años 2008, 2018 y 2031. El primero pagaba una tasa de 7% los primeros años (2001-2004) que se elevaba a 15,5% en el resto de su vida útil; las amortizaciones comenzaban en 2006, como se muestra en el *Cuadro 3*. Los otros dos tenían incorporado un mecanismo que suspendía los pagos efectivos de intereses durante cinco años pero, en compensación, permitía acumularlos en el capital emitido a una tasa de capitalización muy atractiva; en consecuencia, la deuda nominal comprometida crecía cerca de 35% en esos primeros cinco años mientras que el gobierno argentino contaba con la ventaja de no tener vencimientos durante ese lapso.

Además de esos 4 títulos se emitió un Pagaré (o Bono del Gobierno Nacional) con vencimiento en el 2006 por un monto de 2.060 millones de dólares. Esos 5 instrumentos acumulaban una deuda nominal de 29.900 millones de dólares, de los cuales sólo el 3% estaba emitido en pesos, en las condiciones que se detallaron.

Gráfico 2. Evolución de la deuda nominal entre 2001 y 2031 contemplando los efectos de capitalización de intereses y amortización de capital. En millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

El *Gráfico 2* exhibe la variación de la deuda nominal por capital derivada de esos nuevos títulos hasta el año 2030 tal como se constituyó con el megacanje. La deuda trepa de poco más de 30.000 millones de dólares a fines de 2001 hasta cerca de 40.000 en diciembre de 2005; a partir de allí tiene una pequeña reducción debido a la amortización del Global 2008 y lo mismo ocurre a partir de 2016 con la amortización del Global 2018.

El megacanje se realizó el día 19 de junio de 2001, aunque el 22 se efectuó una operación adicional; en esas dos fechas se rescataron títulos por un valor nominal de 23.740 y 2.782 millones de dólares respectivamente. Pero eso no fue todo porque más tarde se efectuaron canjes adicionales con el Banco Nación y el Provincia (Megacanje diferido). Los montos fueron marginales respecto al total en juego (510 y 375 millones de dólares respectivamente) y las fechas de operación llegaron hasta el 24-08-02 y el 31-10-01. Como se verá, este último canje se efectuó cuatro meses después que los anteriores y pocos días antes del nuevo canje por préstamos garantizados.

Cuadro 4. Listado de los títulos rescatados en el Megacanje inmediato. Valor nominal rescatado en millones de dólares.

| | Bancos Privados 19-Jun | Bancos Oficiales 22-Jun | Total | % |
|---------------|---------------------------------------|--|---------------|----------|
| RA2027 | 2.396 | 143 | 2.540 | 9,6% |
| RA2017 | 1.938 | 133 | 2.072 | 7,8% |
| Bonte06 | 1.624 | 120 | 1.744 | 6,6% |
| RA2015 | 1.393 | 107 | 1.500 | 5,7% |
| RA2019 | 1.182 | 75 | 1.257 | 4,7% |
| BP E+580 | 1.193 | | 1.193 | 4,5% |
| RA2031 | 1.086 | 73 | 1.160 | 4,4% |
| Bocon Pro1 \$ | 1.018 | 112 | 1.130 | 4,3% |
| RA2020 | 1.067 | 25 | 1.092 | 4,1% |
| BP E+521 | 1.086 | | 1.086 | 4,1% |
| Bonte05 | 626 | 392 | 1.017 | 3,8% |
| RA2030 | 975 | 34 | 1.009 | 3,8% |
| Bonte27 | 903 | 69 | 972 | 3,7% |
| Bonte04 | 775 | 142 | 917 | 3,5% |
| PAR | 638 | 230 | 868 | 3,3% |
| FRB | 538 | 237 | 775 | 2,9% |
| RA2012 | 608 | 63 | 671 | 2,5% |
| FRAN | 529 | 15 | 544 | 2,1% |
| Bonte03 | 516 | 17 | 532 | 2,0% |
| BP E+600 | 528 | | 528 | 2,0% |
| 27 restantes | 3.120 | 794 | 3.914 | 14,8% |
| Total | 23.740 | 2.782 | 26.522 | |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

Como se observa, ninguno de los títulos rescatados tiene una participación apreciable en el total. Los 4 títulos nuevos han sustituido a una cantidad de bonos existentes con montos relativamente pequeños y en la mayoría de los cuales quedaron remanentes que no entraron en el canje. Como los títulos no fueron cambiados a valor nominal, como se señaló más arriba, resulta que la deuda total nominal aumentó 8,1% como se muestra en el *Cuadro 5*. En ese Cuadro se aprecia que el aumento se verificó, básicamente, en los títulos que canjearon los bancos privados y algunos bancos oficiales, pero fue mucho más reducido para el Banco Nación y el Banco Provincia.

El aumento del capital total de la deuda, sumado a los elevadísimos intereses reconocidos en los nuevos bonos, no alcanzaron para resolver el problema de los pagos que vencían en el corto plazo.

La modificación de la estructura de vencimientos en concepto de capital, que se exhibe en el *Gráfico 3*, señala que aparece un alivio aceptable en 2001, del orden de 3.500 millones de dólares, y uno mucho menor en 2002, año en que se ahorran 500 millones respecto a los flujos comprometidos antes del canje. Los años 2003 y 2004 presentan una equivalencia de compromisos en las dos situaciones, mientras que, a partir de 2006, inclusive, los montos a pagar en cada período anual resultan superiores a los anteriores.

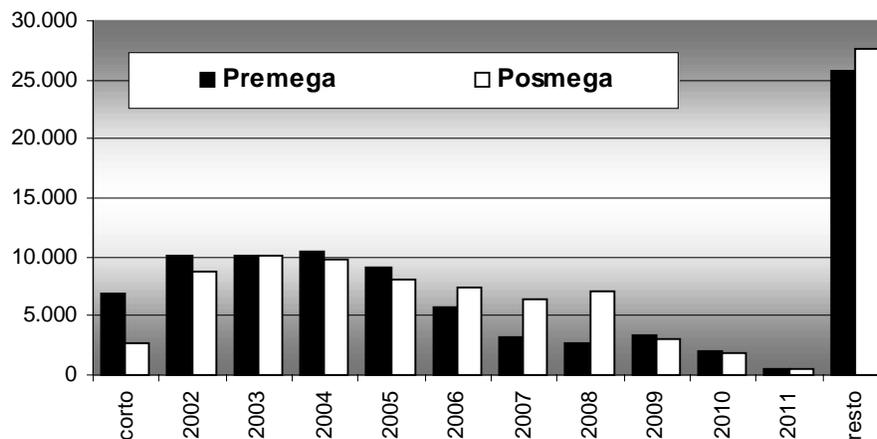
Cuadro 5. Títulos dados de baja y nuevas emisiones. En millones de dólares

| | Títulos devueltos | Nuevos | Aumento |
|--------------------------------|-------------------|---------------|---------|
| Banco Privados 19/06/2001 | 23.740 | 25.706 | 8,3% |
| Bancos Oficiales 22/06/2001 | 2.782 | 3.011 | 8,2% |
| Banco Nación | 501 | 515 | 2,8% |
| Banco Provincia | 380 | 390 | 2,7% |
| | 27.403 | 29.622 | 8,1% |
| Efectivo 27/06/01 | | 300 | |
| TOTAL | | 29.922 | |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

Las postergaciones de pagos más importantes surgen en concepto de intereses y se derivan, sobre todo, del mecanismo de capitalización ideado para los Globales 2018 y 2031, que posponen compromisos de pago a cambio de reconocer el interés compuesto en el capital.

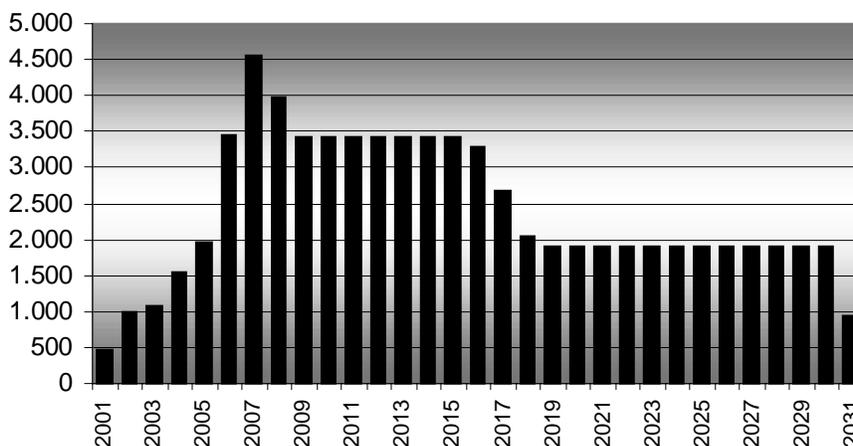
Gráfico 3. Estructura de vencimientos de capital de los títulos públicos antes y después del Megacanje. En millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

El *Gráfico 2* ya señaló la evolución del capital de la deuda debido a esos mecanismos de capitalización, mientras que el *Gráfico 4* exhibe la evolución de los intereses a pagar por los títulos emitidos. Estos son relativamente bajos en 2001 (500 millones de dólares) y se ubican en mil millones de dólares en 2002, 2003, pero crecen a ritmo rápido desde entonces hasta un máximo de 4.500 millones en 2007; esos valores se estabilizan en 3.500 millones de dólares anuales en el período 2009 a 2016 y luego del rescate de los 2018 vuelven a caer. En definitiva, el megacanje sólo redujo los vencimientos de capital e interés en el corto plazo y no alcanzó a resolver los exigentes problemas de la deuda pública.

Gráfico 4: Evolución de los vencimientos efectivos de intereses de los títulos emitidos en el Megacanje. En millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

El ministro de Economía afirmó entonces que gracias al megacanje se había logrado una reducción de 7.820 millones de dólares en las necesidades de financiamiento del sector público hasta fines de 2002 y de 16.309 millones hasta fines de 2005¹. El FMI, en forma adicional, expresó su satisfacción por el canje de deuda y resaltó que esa operación permitiría reducir en forma “sustancial” los requerimientos financieros del sector público².

El entusiasmo no se podía convalidar con los hechos. Los compromisos que quedaban sin refinanciar superaban la capacidad de captación de divisas por parte del gobierno y el país se encaminaba directamente al default aunque los funcionarios oficiales se empeñasen en negarlo. En esos críticos meses de mediados de 2001, el ministro de Economía se apropió de una parte importante de los recursos que los bancos tenían depositados en el exterior (conocidos como requisitos mínimos de liquidez dentro de la lógica de funcionamiento del sistema bancario local), obligó a las AFJP a prestarle al gobierno todo el dinero posible que estaban recaudando, y logró un último préstamo de salvataje del FMI de 8.900 millones de dólares, pero todo fue inútil.

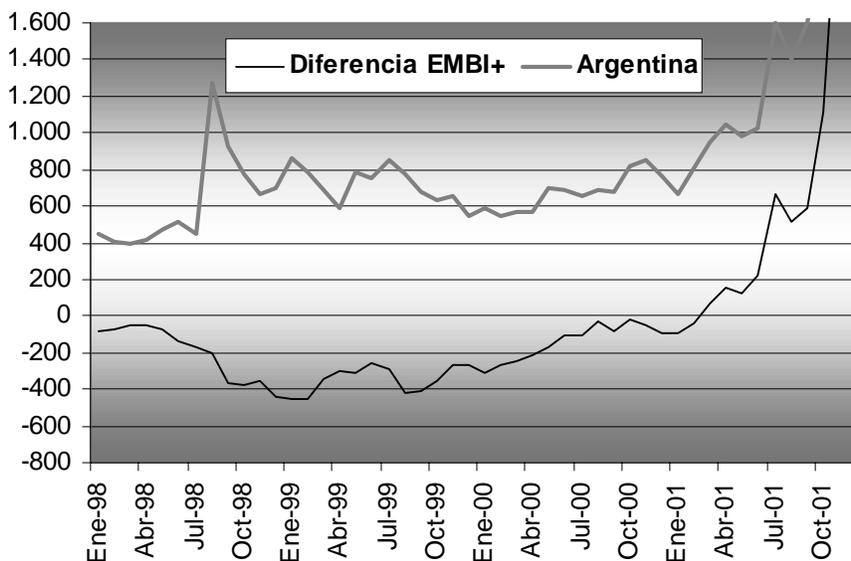
La marcha del riesgo país

El riesgo país había retrocedido después del *tequila* para volver a atravesar el umbral de los mil puntos en la segunda mitad de 1998 y, de nuevo, a mediados de enero de 1999, a modo de respuesta a la devaluación brasileña; a partir de entonces se mantuvo por debajo de ese valor, en medio de fuertes oscilaciones, hasta los primeros meses de 2001. Después del megacanje el índice se estabilizó en torno a los 1.000 puntos durante dos semanas, pero a partir de allí registró un alza acelerada hasta ubicarse cerca de 5.000 puntos a fines del año y valores superiores aún después del default. En esencia, esa evolución señala que los agentes financieros parecían más convencidos que antes del megacanje que la solución de la deuda argentina no era fácil. Más aún, el propio megacanje parecía mostrar que esa deuda no tenía salida. De allí la suba estrepitosa del índice (que es el reflejo de la caída de la cotización de los títulos de la deuda argentina en los mercados financieros).

¹ Clarín, 03-06-2001.

² Clarín, 04-06-2001.

Gráfico 5. Evolución diaria del índice de riesgo país y su diferencia con el EMBI+. Desde enero de 1998 hasta diciembre de 2001.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

En rigor los niveles alcanzados por el riesgo país en los períodos previos al blindaje y el megacanje ya habían sido alcanzados en otras ocasiones. Sin embargo, en otras oportunidades las alzas se explicaban por el denominado *efecto contagio*, mientras que durante el 2001 el nivel del índice nada tenía que ver con las causas anteriores. Se aprecia en el *Gráfico 5* que en septiembre de 1998, por ejemplo, cuando el riesgo país local superó los 1.400, la diferencia con el EMBI+ (un indicador de riesgo de los mercados emergentes) era negativa y de dimensión apreciable. Esa comparación implica que los títulos públicos locales presentaban rendimientos inferiores a la media de los países emergentes, pese a la estrepitosa alza registrada. Por eso se puede afirmar que ese alza correspondió a un efecto contagio y no a una percepción negativa del país. Pero, desde mediados de 2000 la diferencia entre el índice argentino y el EMBI cambió de signo. A partir de entonces, los títulos públicos locales fueron considerados por los mercados más inseguros que el promedio y las subas del riesgo país se explicaron casi en su totalidad por problemas de fondo y no coyunturales. A partir de octubre la diferencia con el EMBI se hace abrumadora sugiriendo que esta vez la Argentina no estaba sufriendo el contagio sino que era la enferma.

El megacanje había sido la última oportunidad para la deuda, y mostraba con claridad que si eso era lo máximo que se podía conseguir, no resultaba suficiente para la trampa en que estaba metido el gobierno argentino. Su concreción fue una señal muy fuerte en el sentido de que el riesgo de un

default subía y la marcha de la tasa de riesgo país mostraba que así lo sentían los agentes en el mercado.

Los préstamos garantizados: operación urgente en el filo de la cornisa

No habían pasado 5 meses del “espectacular” megacanje destinado a blindar el sector externo del país que ya era necesario apelar a nuevas medidas. Por eso, a comienzos de noviembre, el presidente de la Rúa firmó el decreto 1.387 que instruía al ministro de Economía a llevar adelante un canje, que de nuevo se calificaba como voluntario, de deuda que se haría efectivo a través de préstamos garantizados. Los documentos a emitir no eran títulos sino préstamos al Estado y se llamaban garantizados porque serían pagados con fondos específicos del presupuesto nacional, en particular, con el débito sobre cheques. Este sistema ofrecía una ventaja especial a los bancos locales acreedores, porque estos captan de manera directa la recaudación de ese gravamen, de modo que tendrían la posibilidad de cobrar la devolución del préstamo con los propios ingresos que fluían a través de ellos por ese impuesto en el caso potencial de cualquier incumplimiento. El hecho que el mecanismo sirviera para los bancos locales, dado que era inútil para bancos que no estaban en esta plaza, señala un incentivo extra que tenían los bancos tenedores de títulos de deuda que residían en el país.

Igual que en el megacanje, el objetivo de la operación consistía en reducir los pagos de intereses en el corto plazo y, también, extender los plazos de vencimiento de capital de los títulos que entraban en este canje.

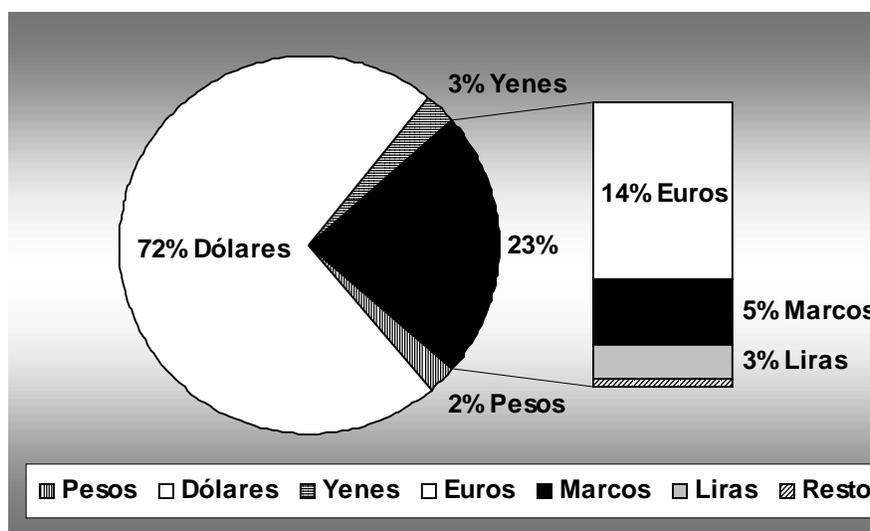
El decreto presidencial pasó prácticamente desapercibido para los medios. Una revisión de las noticias en el diario *Clarín*, por ejemplo, señala que no hubo títulos referidos al tema en los meses de diciembre y enero, posteriores a cuando se llevó a cabo toda la operación. Esta omisión espontánea contrasta con los 14 artículos publicados sobre el megacanje en junio de 2001. Esta omisión contrasta, también, con la dimensión del nuevo canje, que llegó a incluir en esa operación a más de 40.000 millones de dólares en títulos frente a los 30.000 del ocurrido en el mes de junio.

Es cierto que los acontecimientos de diciembre de 2001 obligaron a los medios a reorientar sus informaciones pero ese canje realizado inmediatamente antes fue el más importante de la historia medidos por los montos en juego aunque no surgió a la difusión pública. Una de las explicaciones posibles se debe a la estrategia oficial que insertó este canje en un decreto “ómnibus” en el que se mezclaban los temas más variados. El decreto tiene 9 títulos de los cuales el segundo se refiere a los préstamos garantizados; los otros 8 tratan temas tan diversos como I) las modificaciones

legislativas, III) la reducción del costo de la deuda provincial, IV) el saneamiento y capitalización del sector privado, V) la devolución del IVA a los exportadores, VI) la devolución parcial del IVA a quienes efectúen sus operaciones con tarjetas de débito, VII) la intervención de la Corte Suprema de Justicia en las medidas cautelares dictadas entre entidades estatales, VIII) la reducción del impuesto al trabajo y XI) otras disposiciones. No resulta tan extraño que un decreto con esa profusión de normas pase desapercibido ante las miradas más ingenuas puesto que aquellos con experiencia saben que esa es una práctica repetida de los funcionarios que quieren disimular sus decisiones ante la opinión pública. El propio J.A. Martínez de Hoz recurría a este mismo mecanismo durante su gestión como ministro de Economía de la dictadura militar pese al amplio poder que gozaba en ese período.

Gráfico 6. Composición de la deuda en títulos públicos por moneda.

Datos al 30/09/01. Valor nominal total de títulos públicos: 95.800 millones de u\$s.



Fuente: Boletín Estadístico del tercer trimestre de 2001.

El ministro de Economía preparó la lista de títulos elegibles para este canje, que publicó apenas tres días antes de que se firmara el decreto 1570 que dio origen al “corralito” financiero. Se autorizaron 79 bonos para ser canjeados en esta operación, según Resolución 767, todos ellos en dólares; había algunos títulos en pesos pero ninguno en cualquiera de las otras monedas en que se estructuró la deuda pública. Esta selección de títulos que repite lo ocurrido meses antes con el megacanje, no deja de llamar la atención debido a la importancia que había adquirido la porción de la deuda en otras divisas. El Gráfico 6 muestra la composición de la deuda por monedas y allí se aprecia

que 72% estaba en dólares pero el resto en otras divisas; en otras palabras, la decisión de limitar el canje al área del dólar volvía a dejar afuera a algo más de un cuarto de la deuda total, que pasaría posteriormente, y de manera directa, al default.

Otra novedad del nuevo canje es que no buscó a un agente intermediario que había parecido como imprescindible en mayo. El gobierno resolvió el tema de modo directo con los bancos y otros acreedores, aunque aceptó pagar una comisión en algunos casos poco definidos. Esta decisión no sólo plantea una diferencia notable con el ejercicio anterior sino que pone un manto de duda sobre la justificación de pagar 150 millones de dólares por aquel canje. Es bien sabido que las comisiones por operaciones como estas se han convertido en uno de los mayores negocios que tienen los grandes bancos mundiales y que pelean tenazmente por ellas, pero parece difícil de justificar que se haya pagado una comisión por un canje de 30.000 millones de dólares de bonos y cinco meses más tarde ya no hacía falta pagar tanto por una operación de 40.000 millones.

El valor nominal de los títulos en circulación autorizados para este canje fue de 69.000 millones de dólares (casi igual a la totalidad de deuda emitida en esta moneda) y fueron adjudicadas ofertas por 42.000 millones. Es decir que esta conversión de deuda tuvo un grado de aceptación superior al megacanje puesto que 61,4% de los títulos en juego fueron canjeados.

Uno de los fenómenos más curiosos de esta operación es que se volvieron a convertir los títulos de deuda que habían entrado cinco meses antes en el megacanje. En efecto, como se muestra en el *Cuadro 6*, de los 69.000 millones de dólares de títulos elegibles, casi 30.000 eran los emitidos en el megacanje y 23.000 millones de ellos fueron nuevamente canjeados, ahora, por los préstamos garantizados. Como se recordará, en el megacanje hubo un aumento del valor de la deuda (a favor de los acreedores) que ahora quedaba consolidada en el préstamo garantizado puesto que el cambio se hizo a igual valor nominal para los nuevos préstamos que para los viejos. En definitiva, los bonos que pasaron primero por el megacanje ganaron 8% de su valor nominal, como recompensa por haber aceptado el cambio de títulos que cinco meses después se disolvía en una nueva operación de canje pero manteniendo esos beneficios.

Es de observar que los bancos locales y las AFJP fueron los principales tenedores de Globales del megacanje que luego se convirtieron a garantizados. A ello se agrega que estas últimas acreencias no son negociables en los mercados secundarios; tampoco fueron registrados bajo el “U.S. Securities Act” ni con ninguna entidad reguladora de títulos valores.

Cuadro 6. Títulos elegibles y adjudicados por garantizados. En millones de dólares.

| | Valor nominal | Adjudicación en valor nominal | | | | Porcentaje de Aceptación |
|----------------------|---------------|-------------------------------|---------------------|---------------|---------------|--------------------------|
| | | Cartera Propia Bancos | Cartera de Clientes | AFJP | TOTAL | |
| Megacanje | 28.802 | 6.337 | 4.091 | 13.116 | 23.544 | 81,7% |
| Global u\$s 2006 | 1.213 | 0 | 103 | 0 | 103 | 8,5% |
| Global u\$s 2008 | 11.096 | 5.016 | 2.474 | 1.561 | 9051 | 81,6% |
| Global u\$s 2018 | 6.745 | 980 | 718 | 4.182 | 5880 | 87,2% |
| Global u\$s 2031 | 8.817 | 173 | 761 | 7.245 | 8179 | 92,8% |
| Global \$ 2008 | 931 | 168 | 35 | 128 | 331 | 35,6% |
| Otros Títulos | 40.196 | 6.497 | 8.528 | 3.776 | 18.801 | 46,8% |
| Resto Globales | 11.442 | 860 | 2.051 | 325 | 3.236 | 28,3% |
| Bonos - Pagares | 3.025 | 2.486 | 253 | 0 | 2.739 | 90,5% |
| Bontes | 8.194 | 1.565 | 2.906 | 244 | 4.715 | 57,5% |
| FRB | 4.716 | 957 | 534 | 99 | 1.590 | 33,7% |
| Bocones | 8.592 | 629 | 1.668 | 119 | 2.416 | 28,1% |
| Fideicomisos | 3.035 | 0 | 34 | 2.989 | 3.023 | 99,6% |
| Resto | 1.192 | 0 | 1.082 | 0 | 1.082 | 90,8% |
| TOTAL | 68.998 | 12.834 | 12.619 | 16.892 | 42.345 | 61,4% |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

Uno de los objetivos de esta operación consistía en reducir las tasas de interés, beneficio que el gobierno pedía a cambio de la garantía, a diferencia de lo ocurrido con el megacanje cuando se aceptaron alzas de tasas y de valores nominales en contraprestación por el alivio, relativo, de los flujos exigidos en divisas por los acreedores. Las tasas, simplemente, se redujeron en valores nominales. Dos tercios del total canjeado (28.000 millones de dólares) fueron nominados a tasa fija, que se estableció en el 70% de la vigente en el título que se rescataba pero con un máximo de 7%. Como la mayoría de los rendimientos originales estaban arriba del 10%, esa tasa máxima fue la más utilizada. Al tercio restante del canje (14.000 millones de dólares), se le aplicó una tasa flotante que también era 70% de la vigente hasta un máximo de LIBOR más 3 puntos. Como la tasa LIBOR estaba bajando en el mercado mundial, las tasas resultaron notablemente reducidas para la experiencia de deuda del país.

En cuanto a vencimientos de capital, se dispuso un alivio muy importante. Se estableció que si un título tenía alguna cuota de amortización que vencía antes del 31-12-2010, el préstamo garantizado extendía el vencimiento del título original en tres años, manteniendo luego la misma secuencia de vencimientos.

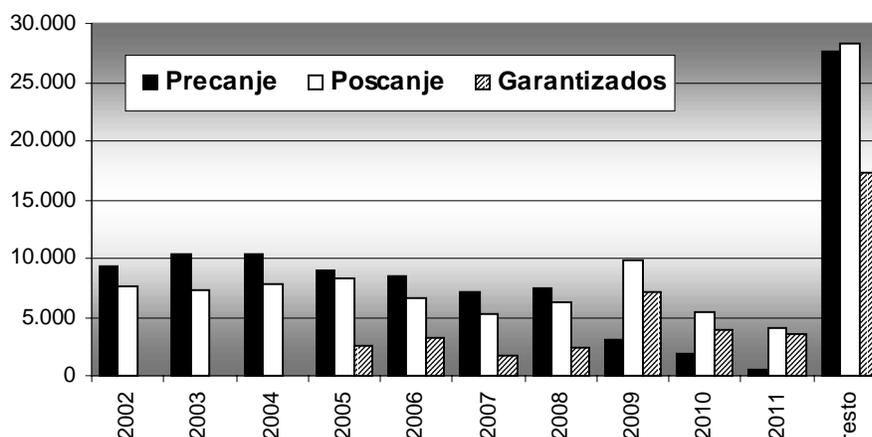
En la práctica, esta medida logró un período de gracia de al menos tres años en los pagos de amortizaciones de capital, alivio bastante apreciable para las condiciones del país. Hubo algunos casos específicos, como la posibilidad de optar por un préstamo garantizado con vencimiento íntegro en 2006 y otros con vencimientos en 2009, que sumaban cerca de 4.000 millones de dólares del total en juego.

El nuevo perfil de vencimientos que surge de los préstamos garantizados se exhibe en el *Gráfico 7*, donde se puede apreciar el período de gracia 2002-2004 previsto por las medidas mencionadas. De todos modos, el alivio se limitaba a los títulos canjeados, porque aún después de esa operación quedaban vencimientos de capital de títulos del orden de 7.500 millones de dólares en cada año de ese trienio, aparte de otros vencimientos de capital principalmente con los organismos internacionales, que exigía desembolsar en total 24.600 millones en 2002, 17.100 en 2003 y 13.200 en 2004. En definitiva, ni siquiera la enorme magnitud de estas operaciones de canje alcanzaba para resolver las exigencias en los años venideros.

La implementación del canje por garantizados se realizó a una velocidad que sólo puede explicarse por la inminencia del default. El decreto presidencial que lo inicia es del 1-11-2001 y la Resolución de Economía que establece los títulos elegibles y las condiciones para el canje, es del 28-11-2001. Esta Resolución número 767 que, por su carácter tiene 50 páginas de especificaciones y detalles, exige a los bancos que presenten sus propuestas ese mismo viernes 30 de noviembre antes del cierre del horario de las operaciones. Los acreedores disponían de 72 horas para hacer su presentación, pese a la complejidad de la operación y la presunta pérdida que debían afrontar en ese canje, y cumplieron con la norma. No parece casual que unas horas más tarde del cierre de la inscripción, otro decreto creó el “corralito” y prohibió las operaciones de cambio. El país iniciaba la etapa final de la crisis que llevaría al cambio de gobierno, el default y la devaluación, mientras que en febriles negociaciones, Economía armaba las tareas finales exigidas por los préstamos garantizados, prácticamente sin que la opinión pública se enterara.

La comparación con el megacanje plantea dudas sobre ésta operación. ¿Por qué los tenedores de bonos (especialmente bancos) se negaron a financiar a tasas menores al 15% al país en mayo y, en cambio, aceptaron rebajas de tasas y extensiones de plazos seis meses después?. La garantía formal ofrecida para la operación no parece suficiente para explicar esa respuesta. Es probable, en cambio, que la inminencia del default (no reconocida por el gran público) modificó la conducta de algunos acreedores claves; estos entraron, a ritmo muy rápido, en una operación de último momento, con la intención de salvar lo máximo posible de su exposición.

Gráfico 7. Cronograma de vencimientos de los títulos públicos antes y después del canje por garantizados y préstamos garantizados. En millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de los Boletines Fiscales del MECON.

Una resolución curiosa sobre la posible devaluación del peso

Como se dijo más arriba, el decreto 1387, que inicia ese canje, contiene varias disposiciones de distinto tipo. Una de ellas merece ser destacada porque menciona por primera vez en un documento oficial la existencia de un “riesgo de cambio”. En efecto, en la sección referida a la devolución del IVA a los exportadores, el decreto habla de la política de alentar exportaciones y de la manera de eliminar “los sobre costos que la incertidumbre financiera pueda provocarles”. Entre esos factores de costo estaría “el riesgo de cambio por la devolución que les corresponde en concepto de IVA por sus compras en el mercado interno”. Esa presunción oficial lleva a la decisión de devolver el IVA en dólares, para aliviar ese “riesgo de crédito y de moneda” que incide en los costos financieros de los exportadores.

Curiosamente, el decreto aclara que esa decisión “no genera ningún costo para el Estado Nacional” ya que la ley de convertibilidad asegura la “paridad de la moneda local con 100% de reservas extranjeras”. Es decir que el riesgo de cambio, que acaba de aparecer en la literatura oficial durante la convertibilidad, es un riesgo que afrontan los exportadores, pero no el gobierno, para quien la regla cambiaria parece inmutable.

Si se tiene en cuenta que el decreto del megacanje hablaba de títulos en pesos que se pasarían a dólares “independientemente” del tipo de cambio oficial (o sea que sus valores no serían modificados por una devaluación), se observa que algunas decisiones oficiales comenzaban a incorporar el tema de la paridad de la moneda, aunque se negase terminantemente en el discurso

público. Y esa lógica llevaba a asumir medidas de protección de los agentes privados que le costarían muy caro al Tesoro luego de la devaluación a pesar de que el decreto mencionado quiere hacer creer que no.

Las cuentas según el balance de pagos

En el curso de 2001 la deuda pública se incrementó en 17.000 millones de dólares, debido a la carga de los intereses refinanciados y a los efectos de los canjes de deuda que ya se mencionaron. En ese período, además, los organismos financieros internacionales incrementaron su exposición en el país en 10.500 millones de dólares debido a que prestaron más de lo que se les debía pagar (al menos hasta setiembre porque después resolvieron suspender su apoyo en lo que constituyó la condena final a la convertibilidad). Al mismo tiempo, los tenedores de títulos en el extranjero redujeron sus tenencias globales en 7.000 millones de dólares, una operación que prácticamente se limitó al área del dólar porque el resto no enfrentó cambios de ningún tipo.

Estas simples comparaciones exhiben la lógica de los “rescates” tradicionales. Ellas permiten afirmar que los créditos de los organismos financieros internacionales financiaron parte de los pagos efectuados a los acreedores externos, antes del derrumbe. En lugar de resolver el problema de raíz, los nuevos préstamos permitieron postergar la ruptura del modelo por unos meses y dejar que se fugaran más divisas.

Las cuentas anteriores ofrecen otros resultados. En particular, a decir que los residentes locales habrían incrementado su posición como acreedores de deuda pública en 13.500 millones de dólares, parte de la cual fue tomado principalmente por los bancos y las AFJP.

La pesificación de los préstamos garantizados

Los préstamos garantizados habían reemplazado otros títulos manteniendo la misma moneda de aquellos, de modo que la casi totalidad de ese conjunto estaba nominado en dólares. Esta situación cambió radicalmente a comienzos de marzo de 2002, cuando el gobierno estableció con el decreto 471, en línea con la decisión de pesificar la economía, la conversión a pesos de las obligaciones del sector público nacional en dólares cuya ley aplicable fuera la Argentina, como era el caso en los garantizados. La conversión se realizó a 1,40 pesos por cada dólar de valor nominal de esos préstamos, ajustados por el CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia). Esas normas habrían transformado los 40.000 millones de dólares de garantizados a pesos que hoy

llegan a un monto de 80.000 millones de la moneda local, por efecto del coeficiente de ajuste.

Un mes después de firmado el decreto de pesificación, el decreto 644 estableció que los tenedores de garantizados debían confirmar la aceptación de las nuevas normas para recibir normalmente los pagos de capital e intereses. Esta aprobación debía dejarse por sentado con la firma de una carta de aceptación que no sólo contemplaba la pesificación de las deudas sino que además modificaba las tasas originalmente establecidas. Si bien en un comienzo los tenedores de garantizados tenían 30 días para comunicar su decisión, dicho plazo se prorrogó hasta que comenzara el proceso de reestructuración de la deuda pública. Ese nuevo plazo venció el 21 de julio de 2003 y entonces trascendió que algunos acreedores no suscribieron la carta de aceptación, prefiriendo quedar inmersos en el proceso de negociación de la deuda en default. En esa fecha ya era de público conocimiento que el gobierno proponía aplicar una quita de 75% al valor nominal de la deuda en default, mientras que los garantizados estaban sufriendo en la práctica una quita total de 30% (que surge de la diferencia entre la UCP y el precio del dólar que ronda los \$2,9)³

Como se verá en detalle más adelante, los garantizados fueron tomados en su casi totalidad por los bancos instalados en el país y las AFJP. A mediados de 2003, sin embargo, las AFJP desistieron del canje y pasaron al grupo en default, en una decisión difícil de explicar; al respecto, conviene recordar que las AFJP son propiedad de los mismos bancos que aceptaron el canje por garantizados para sus propias carteras de bonos. La similitud de propiedad, por supuesto, no implica igualdad de comportamientos: las decisiones de los banqueros repercuten en las cuentas de sus entidades, mientras que las decisiones de las AFJP afectan a los afiliados más que a ellas; en efecto, porque el ingreso de las AFJP depende de una comisión que se cobra en el momento de recibir la cuota y es independiente de los resultados de la gestión de esas entidades y de lo que van a cobrar sus afiliados cuando se jubilen.

La información oficial no detalla la característica de los agentes que entraron en el canje por los garantizados, pero hay datos que permiten tener una visión más clara de este proceso y su influencia en bancos locales y en las AFJP, que conviene analizar.

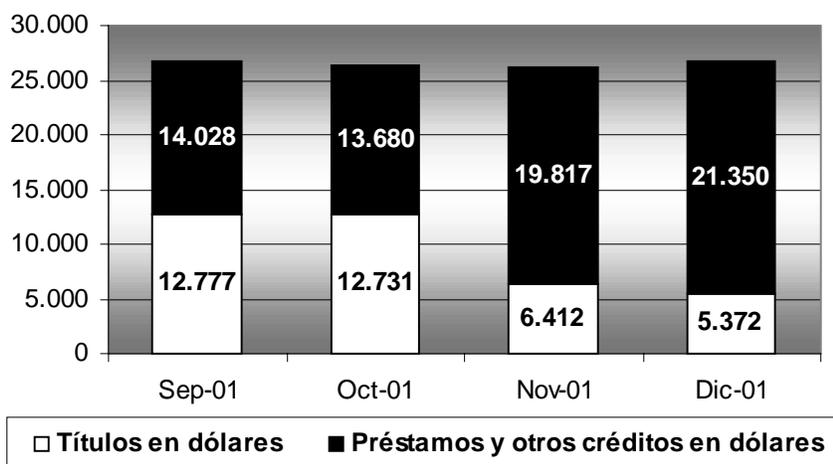
³ UCP: Unidad de Cuenta de Pesificación. Se aplica a las obligaciones convertidas en pesos. Una UCP es igual a \$1,40 x CER. La UCP hoy está en torno a los \$2.

Los bancos frente a los garantizados

A falta de informaciones directas, la actitud de los bancos se puede evaluar a partir de los datos de los balances mensuales del sistema financiero que publica periódicamente el BCRA. Esas tablas separan los títulos, o bonos, de los préstamos, criterio que permite seguir el proceso del canje mencionado. El *Gráfico 8* presenta las cifras mensuales para el último cuatrimestre de 2001, donde se aprecia que el total de crédito acordado al sector público (en títulos y dólares) se mantiene prácticamente constante en torno a un valor de 26.000 millones de dólares. Al mismo tiempo, se verifica que esa cartera sufrió variaciones de gran amplitud en su composición; entre octubre y diciembre, fechas de aplicación del nuevo canje, los préstamos suben unos 6.000 millones de dólares, monto que se compensan con una reducción semejante de las tenencias de títulos.

Una dificultad de esta información radica en que los balances de los bancos registran estas tenencias a valores de mercado y no a valores nominales. En ese período, los títulos se estaban cotizando a menos del 50% de su valor nominal, de modo que puede asumirse que esos 6.000 millones de dólares de desplazamiento en el balance se corresponde razonablemente con los 12.800 millones canjeados por los bancos de acuerdo a la información oficial (que figura en el *Cuadro 6*).

Gráfico 8. Impacto del canje por garantizados en el sistema bancario. En millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del BCRA.

En marzo de 2002, esos préstamos garantizados fueron convertidos a pesos y, por lo tanto, desplazados en las cuentas de balance. Lógicamente, a fines de

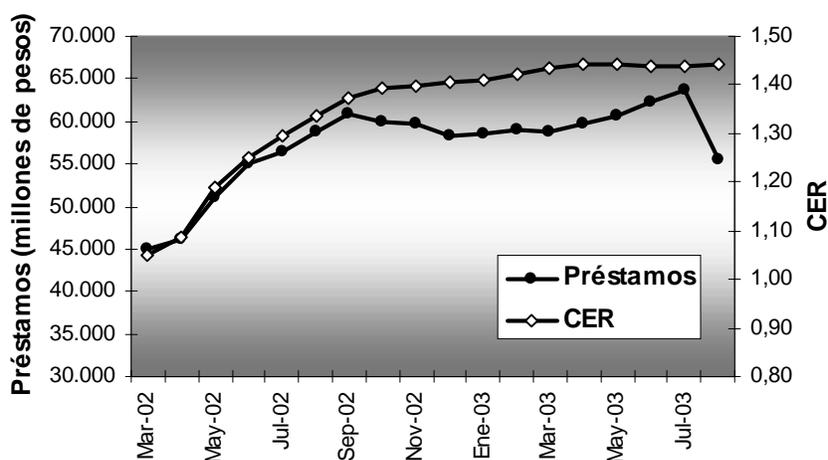
marzo la cuenta de préstamos en dólares se vacía, reflejando que los bancos aceptaron sin reparos la pesificación; al mismo tiempo, la cuenta de préstamos y otros créditos en pesos al sector público trepa a 33.000 millones de pesos aunque partía de apenas 3.000 millones en diciembre de 2001. Se puede estimar que la parte correspondiente a los garantizados alcanzaría a unos 19.000 millones de pesos (producto de convertir 12.900 millones de dólares a pesos por 1,40 y ajustarlo por CER que hasta esa fecha era 1,05), mientras que el resto surge de diversas operaciones adicionales. A partir de esa fecha, los balances registran un crecimiento sostenido de préstamos y otros créditos al sector público hasta setiembre, cuando llegan a 60.000 millones de pesos. Esa evolución se debe casi exclusivamente a la aplicación del CER; la semejanza en la evolución de ambas tendencias en ese período, que se visualiza en el *Gráfico 9*, permite asegurarlo. Ese aumento de los préstamos durante 6 meses, que se explica por ajustes en base a la inflación, confundió a más de un observador que protestaba por el supuesto aumento de la deuda pública con el sistema financiero.

Un resultado curioso de éste análisis es que todos los préstamos en dólares de los bancos quedaron pesificados con el ajuste por CER, pese a que, como se dijo, ese rubro incluye diversos rubros, además de los garantizados, que no necesariamente estaban indexados. El total de préstamos tiene una ligera caída en los últimos meses de 2002, se estabiliza luego y tiende a crecer, nuevamente, hasta julio de 2003; la caída de agosto de ese año es muy intensa, y equivale a poco más de 8.000 millones de pesos que sólo se puede explicar porque algunos bancos habrían terminado por rechazar el canje a garantizados; es decir que salieron de este grupo y entraron a la condición del default. Un análisis detallado por entidad señala que el Banco Provincia tomó esa decisión, y eso explica una caída de 7.100 millones de pesos en los préstamos en pesos al sector público.

La conclusión definitiva consiste en que los bancos privados se quedaron con los garantizados; en cambio, eligieron salir de ese sistema un banco oficial y las AFJP por decisiones difíciles de explicar.

Como se analizó más arriba, la pérdida máxima, a valores actuales, que pueden implicar los garantizados es una quita de 30%. El ajuste de 1,40 más CER lleva a un valor de 2 pesos de hoy por cada dólar de 2001 frente a los 2,90 pesos que el dólar cotiza en el mercado; esa comparación permite deducir la cifra mencionada. Se trata de un valor actual porque esos préstamos todavía no fueron cancelados y podría ocurrir que en ese futuro la cotización del dólar se retrase respecto a la marcha de los precios (que definen el CER); en ese caso, la pérdida definitiva para los bancos sería menor y la inversa ocurriría en caso contrario (aunque ese tiene menor probabilidad de ocurrir).

Gráfico 9. Evolución de los préstamos y otros créditos en pesos al sector público y el CER. En millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del BCRA.

Las cuentas presentadas suponen que los acreedores pusieron un dólar en 2001 por cada dólar registrado como préstamo lo que no necesariamente coincide con lo ocurrido. En primer lugar, porque con el megacanje, ellos incrementaron el valor nominal de sus tenencias en 8%, diferencia que sería suficiente para reducir la quita estimada al 24%. En segundo lugar, porque también pueden haber adquirido títulos en el mercado local a precios muy por debajo de su valor nominal; si se recuerda que en agosto de 2001 algunos de los bonos que se canjearon por los garantizados se cotizaban al 60%, y que esa relación había caído a menos de 40% a comienzos de noviembre, cuando se lanzó ese canje, puede suponerse que la quita real que sufrirán en definitiva en esa operación puede ser muy baja. En todo caso, presentaría una ventaja notable comparada con la quita de 75% que se le ofrece a otros grupos de acreedores e, incluso, hasta podría proporcionar ganancias efectivas⁴.

No es posible saber con los datos oficiales si los bancos compraron o no títulos en el mercado pero puede señalarse que la tenencia de estos en sus cuentas se mantuvo constante entre junio y diciembre de 2001 en un monto de alrededor de 12.700 millones de dólares. En ese mismo período, las

⁴ Para concretar ideas se pueden exponer algunos ejemplos. Si un banco hubiera adquirido títulos públicos durante agosto de 2001, al precio promedio de 60% de su valor nominal, y hubiera optado por canjearlos por préstamos garantizados (y firmado la carta de aceptación), hoy tendría una ganancia de capital del 17%, medida en dólares. Si, en cambio, los títulos los hubieran comprado en noviembre de 2001, al precio medio de 40%, la ganancia de capital ascendería al 75% en aquella misma divisas. El cálculo surge de comparar los 40 dólares que invirtió en el último caso contra los 70 dólares que tendría hoy; 100 dólares nominales de garantizados hoy valen 204 pesos - $1,4 \times 1,455$ (CER) - que valuados a 2,9 pesos por dólar equivalen a 70 dólares.

cotizaciones cayeron de modo abrupto, tendencia que debería haberse reflejado en una caída en las cuentas del sistema (puesto que esos títulos se contabilizan a valor de mercado). Teniendo en cuenta ese criterio contable resulta que si mantuvieron el monto nominal es porque su tenencia de títulos se habría duplicado en ese plazo en cantidades reales, aunque no puede desestimarse que hayan modificado los criterios de valuación.

Estos cambios hicieron que la deuda pública en manos de los bancos pasara, a supuestamente valores de mercado, de 17% de sus activos a fines de 2000 a 23% a fines de 2001, que se explica por el incremento del megacanje, demanda de nuevos créditos y, quizás, la compra de títulos en el mercado. Luego de la pesificación y su ajuste, esos préstamos representan el 52% del activo total de los bancos, aumento que se comprende en un período en que bajaron los créditos al sector privado mientras subían automáticamente los montos comprometidos por el sector público.

Las AFJP frente a los garantizados

La información sobre las AFJP es muy pormenorizada y frecuente debido a las normas sobre su constitución, que incluyen la labor de control sobre ellas de la Superintendencia de AFJP ó SAJFP. Gracias a esas informaciones se puede seguir la evolución del canje por los garantizados, que se presenta en el *Cuadro 7*. Allí se presentan la distribución de las inversiones de estas entidades a fines de 2000, a efectos comparativos, así como al 15-11 y 30-11 de 2001. De inmediato se observa que los 12.000 millones de dólares en títulos públicos que tenían en la primera de esas dos fechas pasa a casi 12.000 millones clasificados como préstamos garantizados quince días después. El desplazamiento confirma la operación mencionada aunque la forma de registro es curiosa; como se recordará, la presentación de las entidades se efectuó ese mismo día 30, pero faltaba al menos la aprobación de Economía, que se tomó algunos días después, aunque el balance mencionado señala que ya estaban contabilizados como tales en las cuentas de las AFJP.

Las cantidades también son curiosas puesto que las AFJP canjearon casi 17.000 millones de dólares por préstamos garantizados, como se muestra en el *Cuadro 6*, una suma muy superior a la que figura en sus cuentas. Esta diferencia se debe, sin duda, a los mecanismos de registro de estos papeles en las AFJP. Estas entidades pueden registrar sus tenencias a valor nominales debido a que tienden a conservar esos papeles en el largo plazo; de allí se supone que emplear un criterio de ajuste coyuntural implicaría la fluctuación incesante de sus variables. Sin embargo, las normas determinan que esta posibilidad sólo la pueden aplicar al 50% de sus inversiones computables, que

podrían ser igual a la totalidad de sus títulos si esta es la proporción en que los últimos están en la cartera total. En este caso, la proporción es cercana al 60% de la cartera y entonces las diferencias se originarían en el método de cómputo.

Cuadro 7. Composición de las inversiones de las AFJP antes y después del canje por garantizados. En millones de dólares.

| | 31/12/00 | 15/11/01 | 30/11/01 | 31/12/01 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Títulos Públicos Nacionales | 10.050 | 12.455 | 12.179 | 13.559 |
| A mantener al vencimiento | 5.998 | 7.097 | 95 | 96 |
| Negociables | 4.052 | 2.300 | 107 | 1.417 |
| Préstamos Garantizados | 0 | 0 | 11.898 | 11.989 |
| Otros títulos públicos | 0 | 3.057 | 78 | 56 |
| Plazo Fijo | 3.186 | 3.478 | 3.634 | 2.264 |
| Acciones | 2.263 | 1.431 | 1.318 | 1.953 |
| Otros | 4.882 | 3.053 | 2.949 | 3.010 |
| TOTAL | 20.381 | 20.416 | 20.079 | 20.786 |

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

La compra forzada de nuevos títulos de deuda, impuesta por Economía para resolver las restricciones impuestas por el cierre de los mercados de deuda a la Argentina, implicó un proceso de crecimiento de la exposición a la deuda del gobierno local en las cuentas de las AFJP. Ese rubro era el 50% del total a fines de 2000 pero había saltado a 65% a fines del año siguiente, mientras que la cartera total de estas entidades se mantenía constante. Es decir, que las AFJP contribuyeron de alguna manera con aproximadamente 3.500 millones de pesos-dólares a la refinanciación de la deuda argentina en ese año.

La última de estas operaciones fue la obligación impuesta a las entidades en diciembre de 2001 a suscribir Letras del Tesoro con los recursos provenientes de los depósitos a plazo fijo. El Cuadro 7 muestra que los depósitos a plazo fijo cayeron ese mes unos mil millones de pesos mientras aumentaba en igual cantidad el rubro de títulos públicos negociables. Por esta vía el gobierno obtuvo recursos en medio de las restricciones impuestas por el “corralito”.

La pesificación de los garantizados abrió un proceso enigmático. Las AFJP tenían que aceptarlo con la ventaja de que dispusieron de mucho tiempo para tomar la decisión; en efecto, el decreto 79/03 les prorrogó el plazo original de 30 días que, en los hechos, venció el 21-7-2003, casi un año y medio después

de la pesificación. En esa fecha, las entidades decidieron, de modo prácticamente unánime, no firmar la carta de aceptación, de modo que volvieron a ser registrados como tenedores de bonos en default. Ese proceso se puede seguir en la evolución de la cartera de las AFJP que se muestra en el *Cuadro 8*.

Entre el 31-7-2003 y el 15-8-2003, la tenencia de préstamos garantizados de las AFJP cayó de 26.500 a 2.100 millones de pesos. La diferencia pasó a la cuenta de títulos negociables, que subió ese mismo monto de 24.500 millones de pesos en ese período mientras el resto de las cuentas permanece igual. Es evidente que el registro contable de estos papeles está muy por encima de su valor de mercado y, aún, de su valor posible, dado que el gobierno propone, con firmeza, una quita del 75% en el pago. Sin embargo, el mismo decreto 530/03 que dispuso el reintegro de los instrumentos de deuda pública que dieron origen a los garantizados a los acreedores que no suscriban la carta de aceptación, facultó a la SAFJP a extender el tratamiento sobre la valuación de los préstamos garantizados hasta que finalice la reestructuración de la deuda pública cuando finalmente se conocerá el valor nominal de los títulos en cesación de pagos.

Cuadro 8. Cartera del AFJP entre el 31/07/03 y el 15/08/03. En millones de pesos.

| | 31/07/03 | 15/08/03 |
|------------------------------------|---------------|---------------|
| Títulos Públicos Nacionales | 31.401 | 31.434 |
| A mantener al vencimiento | 377 | 374 |
| Negociables | 4.478 | 28.908 |
| Préstamos Garantizados | 26.473 | 2.152 |
| Otros títulos públicos | 74 | 0 |
| Plazo Fijo | 1.080 | 1.031 |
| Acciones | 3.296 | 3.235 |
| Títulos valores extranjeros | 3.705 | 3.734 |
| Otros | 3.958 | 4.018 |
| TOTAL | 43.439 | 43.452 |

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

En definitiva, la decisión de entrar al default fue de las propias entidades, y a sabiendas de sus costos potenciales, aunque muchas fuentes periódicas

critican al gobierno por su presunto castigo a los jubilados futuros al hacer entrar sus activos en el default.

En definitiva, luego del retiro de las AFJP y del Banco Provincia, quedan unos 42.000 millones de pesos en préstamos garantizados. Ese monto equivale a unos 21.000 millones de dólares que fueron sacados de la deuda pública en dólares, aliviando la presión en divisas, y pasaron a tener una condición especial. A una tasa promedio de 4%, su servicio representa 1.700 millones de pesos por año, magnitud muy inferior, por ejemplo, a los 5.900 millones recaudados por el impuesto a los créditos y débitos bancarios durante el último año, que le sirve de garantía. Por otra parte, la amortización recién comienza en el 2005, de modo que hay todavía un año de gracia en los pagos de capital.

Evolución y composición de la deuda pública entre 31/12/00 y 30/09/03

El blindaje, el megacanje, el canje por préstamos garantizados, la declaración del default y la pesificación de la economía fueron medidas tomadas directamente sobre la deuda existente, pero hubo otras de distinto origen que también influyeron sobre ella. Una fue de orden externo, como la depreciación del dólar respecto al euro, que aumentó el monto en dólares de los créditos tomados en esa moneda. Otras estuvieron vinculadas a distintos problemas internos como la emisión de Boden generados por a la crisis del sistema financiero, el rescate de cuasimonedas y el reintegro del 13% a los empleados públicos. En consecuencia, la deuda pública sufrió cambios muy profundos entre finales de 2000 y la actualidad. Para que se puedan visualizar sus principales causas, el *Cuadro 9* se presenta la evolución de la deuda pública entre finales de 2000 y el tercer trimestre de 2003 y su composición, con flechas indicativas sobre los principales cambios.

La deuda pública bruta se incrementó entre diciembre de 2000 y la actualidad cerca de 42.000 millones de dólares pasando de 128.000 millones a más de 169.000. Sin embargo, en la primera etapa del período posconvertibilidad la deuda cayó a 112.600 millones y, por lo tanto, su crecimiento nominal fue mucho más vertiginoso a partir del primer trimestre de 2002. Este crecimiento de 57.000 millones de dólares tiene origen en una gran cantidad de factores que nada tienen que ver con la política fiscal sino que se deben básicamente a fenómenos financieros. Para comprender el actual estado de la deuda pública, se comenzará a analizar su monto y composición desde el trimestre del blindaje.

Detalle de los principales cambios de la deuda pública nacional

Megacanje. La primera operación que posee un impacto importante sobre la deuda (desechando el blindaje), fue el megacanje. Este, como se mostró, dio origen a un grupo de bonos Globales que en su conjunto sumaron casi 30.000 millones de dólares; su aplicación tuvo un importante impacto en la composición de la deuda y contribuyó al incremento de los montos comprometidos en títulos públicos por el incremento de los valores nominales.

Organismos. El desembolso más importante de los organismos (FMI) se registró a comienzos de septiembre de 2001, aunque en parte ya estaba comprometido en el blindaje. Como consecuencia de esas operaciones, entre diciembre de 2000 y setiembre de 2001 la deuda pública con organismos se incrementó casi 11.500 millones de dólares (más de un 50% en valores relativos).

Garantizados. Como se mostró, el 80% de los títulos emitidos el megacanje fueron posteriormente convertidos en préstamos garantizados. Parte del resto de los títulos, aunque en una proporción inferior, también fue canjeada. El canje de títulos por préstamos garantizados alcanzó los 42.000 millones de dólares. En esa ocasión, la deuda en títulos públicos mermó en casi la misma magnitud que el incremento de préstamos garantizados que por primera vez aparecen en las planillas oficiales sobre deuda pública nacional.

Pesificación. A comienzos de 2002, el decreto que pesificó las deudas públicas con legislación nacional, incluyendo los préstamos garantizados, redujo considerablemente los compromisos en dólares. Los préstamos garantizados que fueron pesificados a \$1,4 por dólares ajustado más CER pasaron de representar 42.000 millones de dólares a fin de 2001 a cerca de 21.000 millones en una primera etapa; esta reducción fue sólo temporal porque el CER era de apenas 1,05 mientras que el dólar ya estaba en los tres pesos (como se sabe, a fines de marzo de 2002 la moneda había experimentado una devaluación del 200% y una inflación del tan sólo 5%). Por eso, un dólar de deuda original equivalía a sólo \$1,5 que, al tipo de cambio de entonces eran 50 centavos de dólar. Los aumentos posteriores del nivel los préstamos garantizados se explican porque los precios ajustaron al tipo de cambio. De hecho, el CER hoy es de 1,45 y el tipo de cambio está en los mismos niveles de fines de marzo de 2002.

Deuda provincial. El mismo decreto 1.387/01 que dio origen al canje de deuda pública nacional por préstamos garantizados estableció en su título tercero un programa para reducir la deuda provincial. Este consistía en la conversión voluntaria de deudas provinciales instrumentadas en la forma de títulos públicos, bonos, letras o préstamos en Préstamos Garantizados en las

condiciones que se estipularon para el canje de títulos nacionales. Los préstamos emergentes de esta operación, al igual que los originados por deuda nacional, fueron pesificados y sometidos también a una reducción de tasas. La operación de canje de deuda provincial se demoró por razones desconocidas hasta que, a través de la resolución número 150 de fecha 25 de julio de 2003, del Ministerio de Economía se establecieron los instrumentos de deuda provincial elegible. Llama la atención que la deuda pública nacional elegible fue comunicada a sólo unos días de publicado el decreto 1387, mientras que la deuda pública provincial demoró un año y medio. Recién en la información sobre deuda pública del tercer trimestre de 2003 aparecen registrados casi 9.000 millones de dólares en concepto de deuda garantizada producto del canje de deuda provincial por nacional.

Intereses en default. Desde la declaración del default de la deuda pública nacional de finales de 2001, se han ido acumulando vencimientos de deuda, tanto de capital como de intereses. En líneas generales, la única deuda que se está atendiendo (pagando) es la tomada con Organismos Internacionales, los Boden y los Garantizados; el resto se encuentra todo en cesación de pagos y entra en el proceso de reestructuración. Hasta el tercer trimestre de 2003 los atrasos de deuda en default ascendían a los 22.000 millones de dólares. Si bien la propuesta original consistía en no considerarlos, hasta la fecha constituyen nueva deuda en default del gobierno nacional.

Emisión de Boden. Los Boden hoy son los únicos títulos públicos nacionales que no se encuentran en cesación de pagos. Desde el abandono de la convertibilidad, más precisamente a partir de mediados de 2002, el gobierno ha emitido Boden por varios motivos por un monto de 16.675 millones de dólares hasta el 30/09/03. Las emisiones se han efectuado en dólares y en pesos, representando la primera casi el 80% del total. En el *Gráfico 10* se detallan los orígenes de las diferentes emisiones. Se observa que el 85% de la emisión de Boden se explica por el saneamiento del sistema financiero. Al igual que la deuda garantizada, luego de fines de septiembre de 2003 se han efectuado nuevas colocaciones de Boden.

Cuadro 9. Mapa de la deuda pública bruta entre IV00 y III03. En millones de dólares.

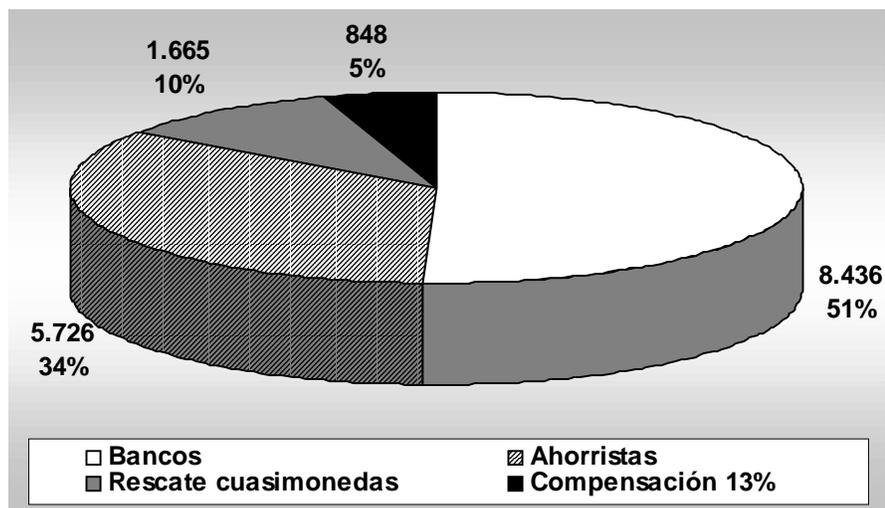
| | IV00 | I01 | II01 | III01 | IV01 | I02 | II02 | III02 | IV02 | I03 | II03 | III03 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| D TÍTULOS PÚBLICOS (a) | 93.079 | 90.304 | 65.610 | 66.241 | 48.401 | 41.327 | 42.498 | 42.974 | 43.237 | 43.414 | 42.863 | 43.621 |
| D MEGACANJE | | | 29.032 | 29.547 | 6.656 | 6.752 | 8.497 | 8.497 | 8.751 | 9.026 | 9.505 | 25.218 |
| PREST. GARANTIZADOS | | | | | 42.258 | 21.509 | 18.513 | 20.518 | 22.797 | 27.213 | 28.177 | 13.928 |
| ORG. INTERNACIONALES | 21.764 | 24.029 | 24.847 | 33.142 | 32.362 | 31.937 | 31.702 | 31.065 | 30.359 | 31.209 | 31.163 | 32.000 |
| FMI | 5.053 | 7.343 | 8.250 | 14.592 | 13.952 | 13.713 | 14.355 | 14.096 | 14.253 | 14.661 | 14.999 | 15.033 |
| BIRF | 9.054 | 8.966 | 8.914 | 9.747 | 9.673 | 9.596 | 8.708 | 8.589 | 7.697 | 7.919 | 8.109 | 8.071 |
| BID | 7.622 | 7.685 | 7.650 | 8.769 | 8.704 | 8.594 | 8.606 | 8.350 | 8.379 | 8.603 | 8.030 | 8.873 |
| OTROS | 36 | 35 | 34 | 34 | 33 | 33 | 33 | 30 | 29 | 26 | 25 | 23 |
| D ORG. OFICIALES | 4.561 | 4.752 | 4.653 | 4.827 | 4.477 | 4.304 | 4.397 | 4.343 | 4.256 | 4.287 | 4.142 | 4.762 |
| CLUB DE PARIS | 2.375 | 2.214 | 2.055 | 2.039 | 1.879 | 1.747 | 1.818 | 1.811 | 1.796 | 1.840 | 1.789 | 1.825 |
| OTROS | 2.186 | 2.538 | 2.598 | 2.788 | 2.598 | 2.557 | 2.579 | 2.532 | 2.459 | 2.447 | 2.353 | 2.937 |
| D BANCA COMERCIAL | 2.461 | 2.302 | 2.786 | 2.766 | 2.015 | 1.438 | 1.255 | 1.221 | 1.233 | 1.279 | 1.243 | 529 |
| D OTROS ACREEDORES | 1.045 | 1.022 | 1.455 | 1.488 | 1.537 | 321 | 241 | 242 | 258 | 291 | 291 | 275 |
| D LETRAS DEL TESORO | 5.108 | 4.993 | 3.760 | 3.242 | 6.746 | 1.119 | 7 | | | | | |
| ADELANTOS BCRA | | | | | | | | | 1.079 | 999 | 1.849 | 1.987 |
| DEUDA GARANTIZADA | | | | | | | | | | | | 8.741 |
| BODEN | | | | | | | | 13.568 | 13.351 | 13.402 | 14.926 | 16.675 |
| D ATRASOS | | | | | | 3.909 | 7.463 | 7.367 | 12.001 | 14.384 | 18.427 | 21.879 |
| CAPITAL | | | | | | 2.895 | 5.236 | 4.830 | 7.715 | 9.052 | 11.493 | 13.797 |
| INTERES | | | | | | 1.014 | 2.227 | 2.537 | 4.286 | 5.331 | 6.934 | 8.082 |
| TOTAL DEFAULT | | | | | | 59.170 | 64.359 | 64.643 | 69.735 | 72.681 | 76.471 | 96.285 |
| TOTAL NO DEFAULT | 128.018 | 127.401 | 132.143 | 141.252 | 74.620 | 53.446 | 50.216 | 65.151 | 67.584 | 72.823 | 76.116 | 73.331 |
| TOTAL DE LA DEUDA | 128.018 | 127.401 | 132.143 | 141.252 | 144.453 | 112.616 | 114.575 | 129.794 | 137.320 | 145.504 | 152.587 | 169.616 |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

Nota: Las "D" en la primera columna indican los títulos en default

(a) incluye todos los títulos de deuda menos los Globales del Megacanje y los Bodén.

Gráfico 10. Destino de las emisiones de Boden hasta el 30/09/03. Emisión total 16.675 millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

Retornos al default. Como se explicó, no todos los tenedores de títulos que originalmente habían entrado en el canje por garantizados decidieron firmar la carta de aceptación. Quienes no aceptaron la pesificación y la reducción de tasas fueron casi exclusivamente las AFJP y el Banco Provincia. La caída de los préstamos garantizados de 14.000 millones de dólares equivale a cerca de 20.000 millones de dólares nominales originales. Es decir, entre las AFJP y el Banco Provincia se habría desarmado la mitad del canje. Esos casi 20.000 millones de dólares fueron devueltos en títulos públicos nacionales en default, de los cuales 16.500 engrosaron el monto de títulos en default y cerca de 3.500 millones los atrasos. La entrega de títulos en default a quienes los habían canjeado por garantizados obligó al Ministerio de Economía a considerar dentro de la deuda bruta los atrasos asociados a los títulos devueltos. Esta operación de devolución de títulos en default por préstamos garantizados incrementó la deuda nominal en cerca de 6.000 millones de dólares.

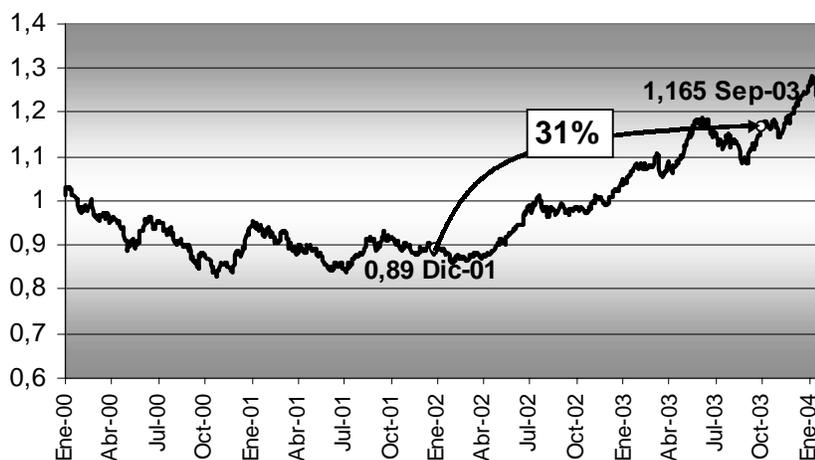
Como se anticipó, la deuda pública nacional durante éstos últimos trimestres se incrementó significativamente en valores nominales mientras experimentaba apreciables cambios en su composición. Esos incrementos se explican por fenómenos contables, situaciones irresueltas hasta la reestructuración o bien por variaciones de tipos de cambio. Este último punto, que muchas veces pasa desapercibido explica una porción significativa del incremento.

El incremento de deuda por variación de los tipos de cambio

A finales de 2001 cerca del 25% de la deuda pública nacional estaba nominada en monedas diferentes al dólar y el peso; la principal de estas era el euro con una participación cercana al 19% en los compromisos totales. Esa composición provoca que la valuación de la deuda pública en dólares dependa de la cotización que registren las otras divisas; la deuda en dólares puede reducirse si las otras monedas se deprecian o incrementarse en el caso contrario. La reciente depreciación del dólar, por eso, tuvo un impacto muy fuerte en la deuda (Ver *Gráfico 11*). La divisa norteamericana llegó a perder 45% frente al euro y su caída entre fines de 2001 y finales del tercer trimestre de 2003 fue de 31%, incrementando en una proporción similar la valuación en dólares de la deuda emitida en euros.

Lo mismo ocurrió con otras monedas en las que se contrajo deuda. El *Cuadro 10* señala que entre el 31/12/2001 y el 30/09/2003 el euro se apreció frente al dólar un 30,9%, el yen un 17,6%, la libra esterlina un 14,3% y el franco suizo un 25,7%.

Gráfico 11. Evolución de la cotización del Euro. Dólares por Euro.



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos

Estas variaciones de los tipos de cambio provocaron que la deuda pública emitida en esas monedas se incrementara en el período mencionado en cerca de 9.500 millones de dólares, cifra que señala la magnitud del impacto. Desde septiembre de 2003 el dólar se ha depreciado aún más respecto a estas monedas lo que ocasionaría una pérdida cambiaria que resulta ya superior a los 10.000 millones de dólares.

Cuadro 10. Variaciones del tipo de cambio de las principales monedas en las que se emitió deuda pública, excepto pesos. En dólares por unidad monetaria.

| | 31/12/01 | 30/09/03 | % |
|-----------------|----------|----------|-------|
| Euro | 0,8901 | 1,1650 | 30,9% |
| Yen Japonés | 0,0076 | 0,0090 | 17,6% |
| Libra Esterlina | 1,4543 | 1,6620 | 14,3% |
| Franco Suizo | 0,6025 | 0,7571 | 25,7% |

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

El *Cuadro 11* presenta la variación de la deuda pública bruta nacional por moneda. Desde finales de 2001 y hasta el tercer trimestre de 2003 el gobierno no contrajo nuevas deudas en euros, en yenes, en libras o en francos. En consecuencia, los incrementos de deuda en ese grupo se explican por acumulación de intereses atrasados o por apreciación cambiaria. Puesto que el conjunto de esas cuatro monedas registra un aumento total de 15.232 millones de dólares se concluye, a partir del cálculo anterior, que dos tercios del incremento de deuda en esas monedas se explica por variaciones cambiarias y sólo un tercio por acumulación de intereses.

Cuadro 11. Composición de la deuda pública nacional bruta por moneda al 31/12/01 y al 30/09/03. En millones de dólares.

| Moneda | 31/12/2001 | 30/09/2003 | Diferencia |
|---------------------------|------------|------------|---------------|
| Dólar Estadounidense | 103.998 | 80.318 | -23.680 |
| Euro | 26.325 | 38.105 | 11.780 |
| Peso Argentino | 6.759 | 40.370 | 33.611 |
| Yen Japonés | 4.668 | 7.761 | 3.093 |
| Libra Esterlina | 1.842 | 2.073 | 231 |
| Franco Suizo | 791 | 905 | 114 |
| Otras monedas | 70 | 84 | 14 |
| Subtotal sin dólar y peso | 33.696 | 48.928 | 15.232 |
| | 144.453 | 169.616 | |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON

Nota: Estos montos incluyen los atrasos y contemplan la deuda de DEG del FMI.

Los incrementos de deuda pública nacional netos totales.

Los incrementos de la deuda pública nacional bruta desde la cesación de pagos y hasta la actualidad (el tercer trimestre de 2003) se explican principalmente

por la acumulación de atrasos de intereses⁵, más la depreciación del dólar, la nacionalización de deuda provincial y los costos que asumió el sector público nacional debido al colapso del sistema financiero, el rescate de las cuasimonedas y la compensación del 13%. El *Cuadro 12* presenta una síntesis de las variaciones de la deuda pública.

El componente más importante que alimentó el crecimiento de la deuda pública nacional fue la emisión de Boden. Si bien la emisión de Boden, valuada en dólares, al 30/09/2003 ascendió a los 16.675 millones de dólares, el incremento neto de deuda fue de 12.977 millones. La diferencia se explica porque los bancos recibieron esos títulos para dárselos a los ahorristas contra entrega de otros títulos. En este pase de manos los bancos se sacaron de encima 3.689 millones de dólares nominales en títulos en default. En otras palabras, los bancos gracias a la aceptación de títulos por parte de los ahorristas pudieron desprenderse de títulos declarados en cesación de pagos.

La diferencia cambiaria, el atraso de intereses y la nacionalización de deuda provincial constituyen todos aumentos de deuda contables que no se explican por colocaciones de títulos para financiar agujeros fiscales o vencimientos de deuda.

Cuadro 12. Orígenes de las variaciones de la deuda pública bruta nacional.
En millones de dólares.

| | |
|---|---------|
| Deuda 31/12/01 | 144.453 |
| Deuda 30/09/03 | 169.616 |
| Diferencia | 25.163 |
| <i>Composición de la diferencia</i> | |
| Diferencia cambiaria | 9.418 |
| Atrasos de intereses | 8.082 |
| Nacionalización de deuda provincial | 8.741 |
| Boden | 16.675 |
| Reducción por pesificación, cancelación u otros* | -17.753 |
| Diferencia | 25.163 |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

*Se calculó por diferencia.

⁵ Los atrasos de capital no son considerados como un factor de incremento de deuda porque sólo implican un cambio de registro de la deuda. Los incrementos de los atrasos de vencimientos de capital tienen una contrapartida en bajas de los títulos de deuda.

Por último, la diferencia de deuda por pesificación, cancelaciones (con organismos) u otros resulta significativas. El principal componente que explica ese ítem es el de pesificación y su monto en un futuro dependerá de la evolución del dólar y del CER (o IPC). Si los precios en un futuro aumentan más que el dólar, o lo que es lo mismo el tipo de cambio real baja, la ganancia por pesificación de la deuda bajo legislación nacional será menor. Incluso, sería factible que tal beneficio por pesificación en un futuro desaparezca; esto ocurriría si la devaluación real terminaría siendo de nada más que un 40% que fue lo que se devaluó el tipo de cambio nominal en un comienzo.

La desigualdad en el trato a los acreedores privados

El 57% del total de la deuda pública se encuentra dentro del proceso de reestructuración. Antes de que las AFJP, el Banco Provincia y otros tenedores de préstamos garantizados recibieran nuevamente los títulos en default, por no firmar la carta de aceptación, exactamente la mitad de la deuda pública se encontraba en cesación de pagos. Llamativamente, la inclusión de 20.000 millones de dólares dentro del paquete a reestructurar cambió una realidad de la deuda en default.

A mediados de 2003 (Ver *Cuadro 13*) sólo el 15% de la deuda en default estaba en manos de residentes. La incorporación de las AFJP, del Banco Provincia y de otros inversores argentinos al grupo de los damnificados hizo que dicho porcentaje ascendiera al 31%.

Cuadro 13. Discriminación de la deuda en default por residencia. En millones de dólares.

| | Residentes | No residentes | Total | % Residentes |
|-------|-------------------|----------------------|--------------|---------------------|
| I02 | 9.237 | 49.933 | 59.170 | 16% |
| II02 | 10.663 | 53.696 | 64.359 | 17% |
| III02 | 9.790 | 54.852 | 64.643 | 15% |
| IV02 | 11.084 | 58.652 | 69.735 | 16% |
| I03 | 11.276 | 61.404 | 72.681 | 16% |
| II03 | 11.399 | 65.072 | 76.471 | 15% |
| III03 | 29.755 | 66.530 | 96.285 | 31% |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

En rigor, para evaluar si el 15% de la de mediados de 2003 resulta alto o bajo es preciso conocer la composición de la deuda pública por residencia. En el *Cuadro 14* se puede verificar que a esa fecha el 37% de la deuda pública estaba en manos de residentes argentinos. Esto implica que a mediados de

2003 por cada dólar de deuda pública en mano de un extranjero, 67 centavos se encontraban en default mientras que por cada dólar de deuda local sólo se encontraban en cesación de pagos 21 centavos.

Cuadro 14. Discriminación de la deuda pública por residencia. En millones de dólares.

| | residentes | no residentes | total | % residentes |
|-------|------------|---------------|---------|--------------|
| IV01 | 56.194 | 88.259 | 144.453 | 39% |
| I02 | 30.834 | 81.782 | 112.616 | 27% |
| II02 | 29.251 | 85.324 | 114.575 | 26% |
| III02 | 44.015 | 85.779 | 129.794 | 34% |
| IV02 | 48.107 | 89.213 | 137.320 | 35% |
| I03 | 52.941 | 92.562 | 145.504 | 36% |
| II03 | 56.391 | 96.196 | 152.587 | 37% |
| III03 | 71.124 | 98.492 | 169.616 | 42% |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

Esta comparación indicaría que claramente al final de cuentas el trato entre locales y extranjeros no fue equivalente resulta aún más dramática si se dejan de lado a los organismos oficiales. Como es sabido, la deuda pública con organismos oficiales se encuentra al día y esto distorsiona la realidad de las cifras. En rigor, la deuda pública con organismos no es deuda de mercado tal como ocurre con el resto (salvo con los garantizados que no se negocian). Por tanto, resulta conveniente evaluar la composición de la deuda pública por residencia descontando los préstamos de los organismos financieros.

Cuadro 15. Discriminación de la deuda pública sin organismos por residencia. En millones de dólares.

| | residentes | no residentes | total | % residentes |
|-------|------------|---------------|---------|--------------|
| IV01 | 56.029 | 56.062 | 112.090 | 50% |
| I02 | 30.746 | 49.933 | 80.679 | 38% |
| II02 | 29.176 | 53.696 | 82.872 | 35% |
| III02 | 43.877 | 54.852 | 98.729 | 44% |
| IV02 | 48.309 | 58.652 | 106.961 | 45% |
| I03 | 52.890 | 61.404 | 114.294 | 46% |
| II03 | 56.352 | 65.072 | 121.424 | 46% |
| III03 | 71.086 | 66.530 | 137.615 | 52% |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del MECON.

En el *Cuadro 15* se observa que a fines de 2001, el 50% de la deuda pública con privados se encontraba al interior del país. Esta proporción, que resulta contraintuitiva, fue el resultado del proceso de nacionalización de deuda pública experimentado durante los últimos trimestres de la convertibilidad y en particular durante los últimos meses. A comienzos de 2002 dicho porcentaje cae por la pesificación de las deudas bajo legislación nacional, que como se vio en un principio redujo considerablemente las deudas valuadas en dólares. Actualmente, más de la mitad de la deuda pública con privados se encuentra en el país y dicho porcentaje será aún mayor después de la reestructuración.

Contrastando el *Cuadro 13* con el *15* se concluye que por cada dólar de deuda pública (sin organismos internacionales) en manos de locales sólo 21 centavos están en default contra los 99 centavos de la deuda en manos de privados extranjeros.

Esta información permite comprender en mayor medida porque los reclamos por la reestructuración de la deuda pública se oyen casi exclusivamente desde el extranjero. Evidentemente, la residencia fue un factor que influyó bastante sobre las pérdidas por el default argentino. Siguiendo con la metáfora de Keynes quien consideró que la actividad de los inversores financieros se asemejaba al juego del anillo de la solterona⁶, daría la impresión que los inversores locales sabían más que los extranjeros cuándo la música iba a dejar de tocar.

⁶ En el juego del anillo de la solterona, los jugadores se pasan un anillo (o pueden ser varios) mientras transcurre una melodía; una vez que esta es interrumpida quien se queda con el anillo pierde.