

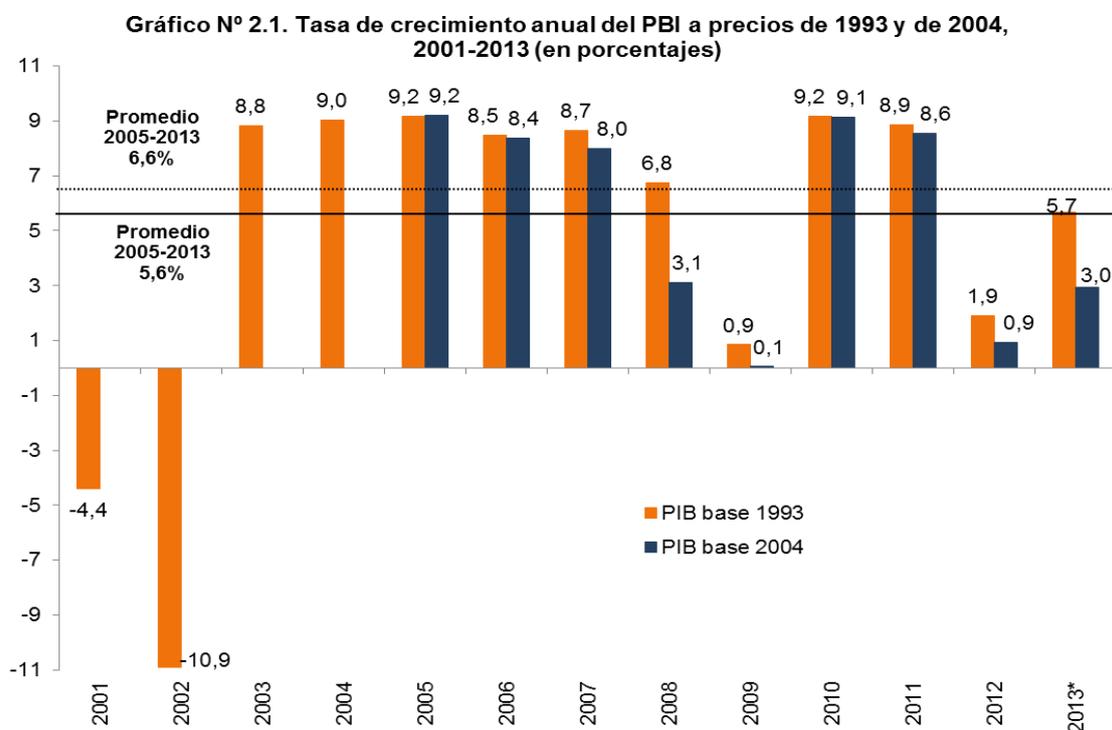
CAPITULO 2

EL NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO Y EL PROCESO DE RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA: LOS CANJES 2005 Y 2010

2.1 El comportamiento económico durante el ciclo de gobiernos kirchneristas

El agotamiento definitivo del patrón de acumulación sustentado en la valorización financiera -que se produjo en el contexto de la profunda crisis que se desplegó a partir de 1998 y dio lugar a la mayor devaluación del tipo de cambio real de la historia argentina en 2002-, trajo aparejado un giro copernicano en términos de la política económica e impulsó cambios igualmente significativos en el comportamiento económico, político y social. Los enfoques monetaristas fueron reemplazados por políticas económicas heterodoxas que, en el contexto de las modificaciones que se expresaban en la economía mundial y mediante una drástica alteración de los precios relativos, impulsaron la actividad económica dando lugar a un largo ciclo de crecimiento.

Como se constata en el Gráfico N° 2.1, a partir de 2003, coincidente con el recambio gubernamental de Eduardo Duhalde por Néstor Kirchner en mayo de ese año, se inició una década de crecimiento que constituyó la expansión ininterrumpida del PBI más elevada de la historia argentina (6,5% anual acumulativa entre 2003 y 2013); superior incluso a la que se registró durante la segunda etapa de sustitución de importaciones que alcanzó entre 1964 y 1974 el 5,2% anual.



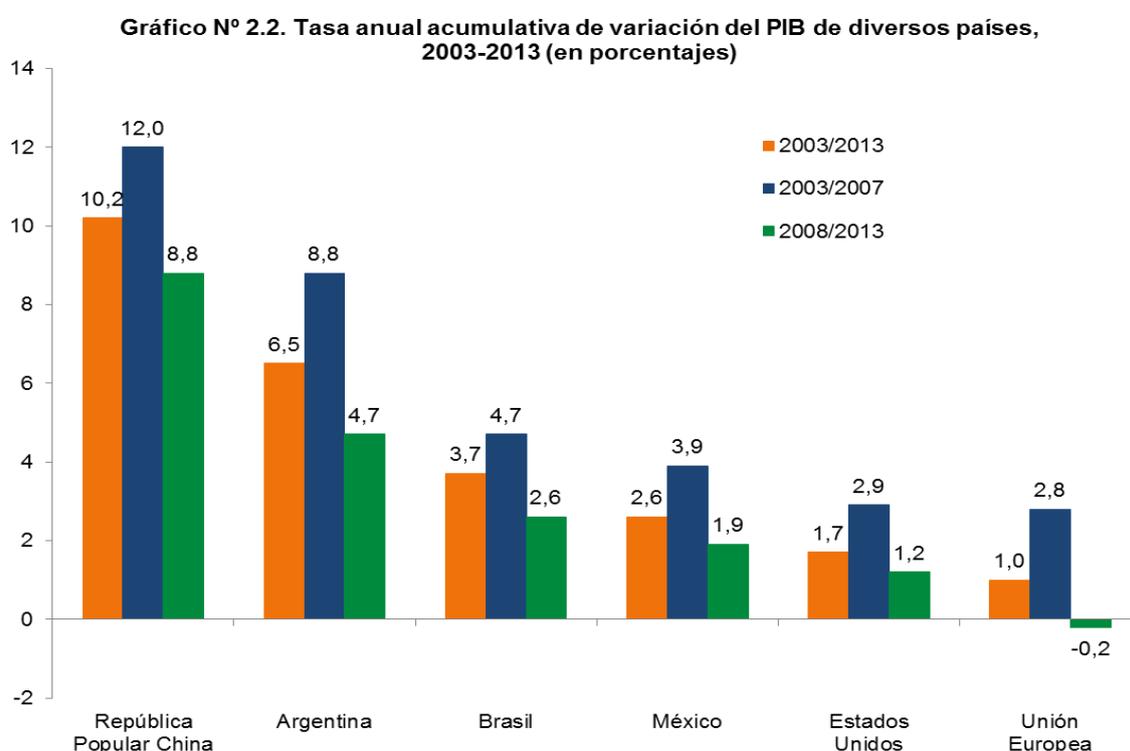
* Corresponde a los primeros tres trimestres del año.
Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC.

Ciertamente, se trata de una década que si bien reconoce altibajos en las tasas anuales de crecimiento registró variaciones positivas en toda la serie, a pesar de haber sido afectadas, entre otros factores, por una crisis mundial desde fines del 2008 en adelante que tuvo, y lo

sigue haciendo, suma importancia porque su epicentro se encuentra en los países centrales, con el consiguiente efecto de propagación a nivel mundial. Sus consecuencias fueron profundas en 2009 (el PBI prácticamente se mantuvo estancado) para luego retornar a elevadas tasas de crecimiento (del orden del 8,6 a 9,2% en 2010 y 2011) pero volver a descender en 2012, debido al efecto de la crisis en el principal socio comercial de la Argentina, Brasil.

Los datos disponibles indican que el crecimiento económico inédito e ininterrumpido de esa década se constata tanto en el PBI a precios de 1993 como en base a la estimación más reciente que se realizó teniendo en cuenta los precios de 2004. No obstante, el cambio del año base trajo aparejado, como lo indican las evidencias empíricas, una tasa de crecimiento menor pero que sigue siendo superior a la registrada durante la sustitución de importaciones (6,6% y 5,6% respectivamente para el período 2005-2013).

El crecimiento económico de la década analizada no sólo fue el más elevado históricamente de la Argentina, sino que fue uno de los mayores dentro de las economías latinoamericanas e, incluso, en el ámbito internacional. Al respecto, en el Gráfico N° 2.2 se constata, primero, que en los casos seleccionados la tasa de crecimiento de la Argentina sólo fue superada por la República Popular de China, y, segundo, que esa posición privilegiada de la Argentina no sólo se registró en el conjunto de la década sino que también se replicó tanto en las etapas de alto crecimiento (2003/07) como en los años en que fueron más moderadas (2008/13).



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la información de UNCTAD y Eurostat.

La significativa diferencia que exhibió el crecimiento argentino entre las dos etapas que se pueden diferenciar dentro del “ciclo de gobiernos kirchneristas” (8,8% versus 4,7% anual) constituye un hecho que por su significación debe ser analizado. Tanto las características

de cada una de esas etapas, como los factores y procesos que determinaron sus diferencias a nivel económico, se pueden aprehender mediante el análisis de las variables que integran la demanda agregada (Gráfico N° 2.3).

Una primera aproximación a dicha problemática indica que las diferencias en términos del PBI se replicaron en el mismo sentido, pero obviamente con sus más y sus menos, en todas las variables de la demanda agregada. No obstante, existe una excepción que rompió esa uniformidad: el gasto público, ya que tuvo una tasa de crecimiento significativamente mayor en la segunda etapa que en la primera (7,9% entre 2008-2013 vs. 4,6% entre 2003-2007), debido a las políticas anticíclicas encaradas por el gobierno ante la irrupción de la crisis mundial a fines de 2008.

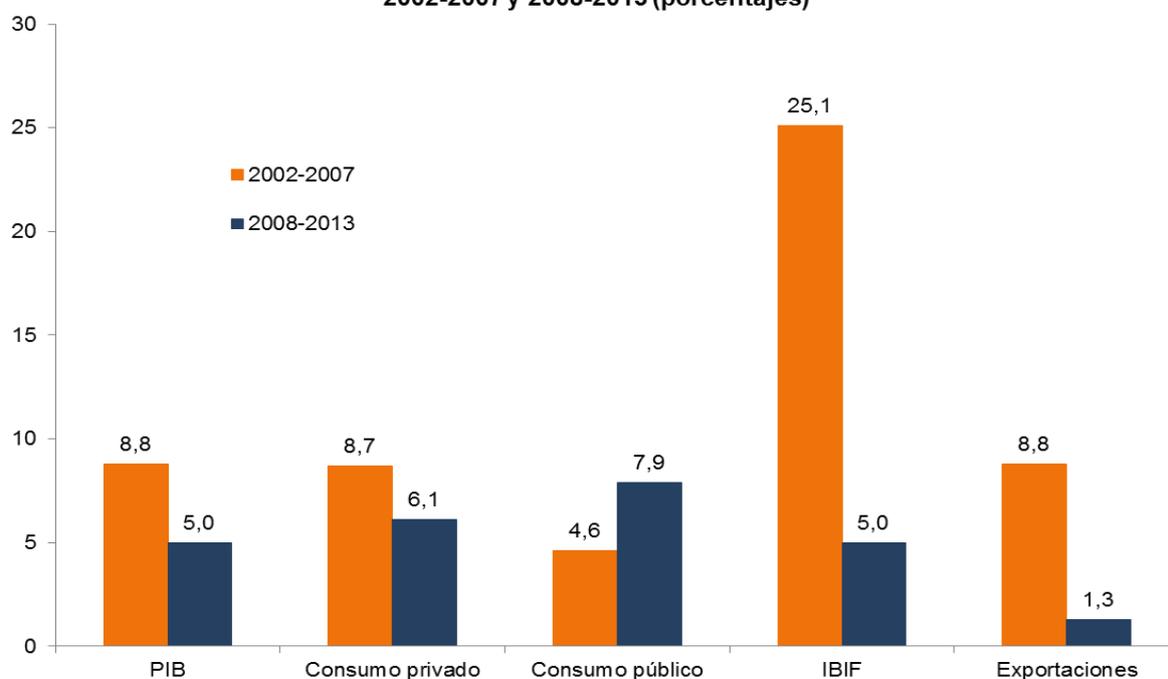
El realmente acelerado crecimiento de la primera etapa del ciclo kirchnerista estuvo vinculado a un conjunto de factores de distinta naturaleza que es conveniente mencionar. Por una parte, la profunda crisis que se desplegó en la economía interna entre 1998-2002 produjo en su momento culminante una acentuada capacidad productiva ociosa, la cual permitió encarar una rápida reactivación de la economía real cuando, tras la profunda caída del salario real y la consiguiente recomposición de la tasa de ganancia, se retomó gradualmente el proceso de inversión que prácticamente se había paralizado durante la crisis. De hecho el crecimiento de la inversión bruta fija fue en la etapa inicial notablemente elevado (25,1% anual). Por otra parte, desde 2002 en adelante se puso en marcha la reversión de los términos de intercambio adversos que habían caracterizado la situación de América Latina en general y de la Argentina en particular durante el proceso de sustitución de importaciones. Sin duda, este fue uno de los factores que impulsó la expansión de las exportaciones cuyo crecimiento igualó al alcanzado por el PBI (8,8% anual).

La mejora en los términos de intercambio favorables fue el principal elemento que forma parte de lo que se denominó o interpretó como “el viento de cola” de esa primera etapa. Sin embargo, hubo otro factor que fue igualmente relevante pero en este caso tuvo un carácter interno y consistió en la política económica adoptada por el gobierno, la cual, como fue señalado, implicó un giro copernicano respecto al anterior enfoque ortodoxo y monetarista adoptado durante la valorización financiera. Mediante el sostenimiento de un tipo de cambio elevado se produjo una drástica modificación de los precios relativos que involucró marcados sesgos a favor de la producción de bienes (en especial de bienes transables), y mediante políticas de ingreso expansivas a partir de 2003 comenzaron a recuperarse los salarios reales que habían caído significativamente tras la megadevaluación de 2002. En efecto, ambas cuestiones acarrearón una acentuada expansión del consumo privado y las exportaciones.

Asimismo, como un elemento trascendente del nuevo enfoque de la política macroeconómica, cabe mencionar que, tras el *default*, se puso en marcha durante esos años una política de desendeudamiento externo que se materializó mediante la renegociación de la deuda externa con una quita significativa a los acreedores externos, al mismo tiempo que se saldó la deuda contraída durante la década anterior con el FMI y otros acreedores multilaterales. En conjunto, ambas políticas permitieron mitigar las restricciones fiscales y externas y, asimismo, darle sustentabilidad al proceso económico por la drástica

reducción del peso de la deuda externa estatal y la remoción de las restricciones que implicaban los condicionamientos a la política económica por parte de ese organismo internacional. Debido a su importancia, es que el análisis de este relevante y acentuado proceso de desendeudamiento a partir de la renegociación de 2005 constituye un tema central de este capítulo que se abordará en la próxima sección.

Gráfico N° 2.3. Tasa anual acumulativa del PIB y de la demanda agregada, 2002-2007 y 2008-2013 (porcentajes)



Nota: El dato de 2013 corresponde al promedio de los primeros tres trimestres.

Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas del INDEC.

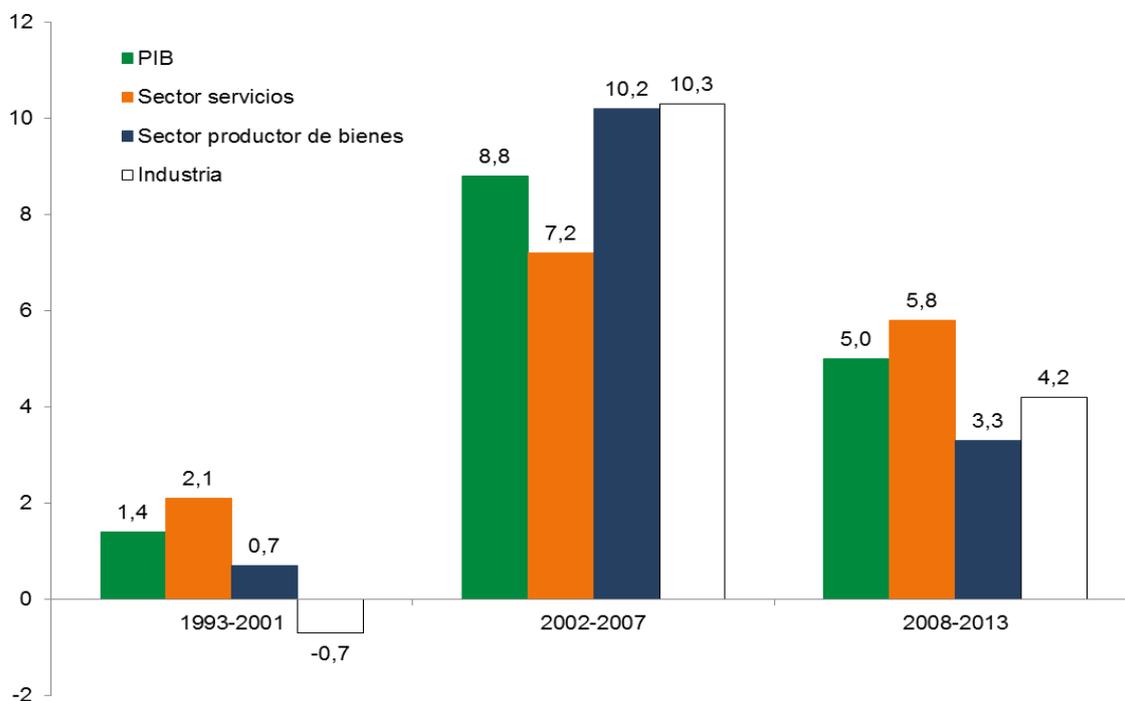
En suma, la conjunción de todos los factores mencionados garantizaron las elevadas tasas de crecimiento que caracterizaron esta etapa inicial del kirchnerismo que luego, a partir de la crisis mundial que se inició a fines de 2008 y la tendencia a la apreciación cambiaria, se vieron alterados y en consecuencia exigieron profundizar las reformas estructurales con el propósito de garantizar la política distributiva y el crecimiento económico.

En primer lugar, cabe destacar que el acelerado proceso de formación de capital se vio morigerado en el marco de la crisis internacional. Cabe suponer que se trató de la causa de la elevada fuga de capitales locales al exterior registrada en esa etapa, porque no afecta el consumo de los sectores de mayores ingresos sino fundamentalmente la reproducción del capital. Durante estos años la fuga modificó su naturaleza porque ya no funcionó, como ocurrió durante la valorización financiera, vinculada al endeudamiento externo sino sobre el nivel de reservas que se habían constituido sobre la base del superávit comercial logrado a partir del nuevo enfoque de la política económica.

Sin embargo, la fuga de capitales de esos años, que por su relevancia será analizada con mayor detalle en el próximo capítulo, no sólo incidió en el nivel de reservas sino que, en el marco de la crisis mundial, tuvo repercusiones significativas en la evolución relativa que exhibieron las actividades económicas entre ambas etapas del ciclo de los gobiernos kirchneristas. Al respecto, en el Gráfico N° 2.4 consta la evolución de los servicios y la

producción de bienes entre 1993 y 2013, diferenciando la etapa de la convertibilidad (1993-2001) y las que le siguieron (2002-2007 y 2008-2013).

Grafico N° 2.4. Tasa anual acumulativa de los principales sectores económicos, períodos 1993-2001, 2002-2007 y 2008-2013 (porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas del INDEC.

Estas evidencias empíricas permiten comprobar, ahora desde el punto de vista de las grandes actividades de la economía real, el cambio observado en el patrón de acumulación al producirse el abandono de la valorización financiera, en la que imperaban tasas de crecimiento sumamente reducidas cuando no negativas, como fue el caso de la producción industrial. No se produjo únicamente una substancial modificación cuantitativa a partir del 2002, y específicamente del 2003, sino también cualitativa ya que el liderazgo sectorial lo asumió la producción de bienes y dentro de ellos la producción industrial.

Las diferencias en el crecimiento sectorial que exhibieron las dos etapas dentro del ciclo de gobiernos analizados fueron sumamente significativas, tanto por las reducciones cuantitativas en el crecimiento de todas las actividades como porque nuevamente los servicios encabezaron el aumento, superando en ese sentido a la producción de bienes y especialmente a la construcción y la producción agropecuaria.

El conjunto de características que adoptó la trayectoria económica constituye un aspecto del proceso que comenzó a partir del agotamiento del patrón de acumulación sustentado en la valorización financiera del capital, pero resulta insuficiente para explicar acabadamente la naturaleza del proceso social, e incluso económico, en tanto sobre el mismo influyen no sólo factores económicos sino también otros de contenido político y social que es necesario tener en cuenta.

Respecto a la importancia de los aspectos sociales, el destacado economista argentino Julio H. G. Olivera en uno de sus trabajos sostiene: "Establecer el sentido de una acción

implica interpretarla. El estudio de la actividad económica envuelve así ineludiblemente una labor interpretativa. La ciencia que trata de la actividad económica, la ciencia económica, es por consiguiente una ciencia de interpretación, una hermeneútica; y en virtud de la naturaleza de su objeto, una hermeneútica social”. Tras lo cual agrega en una nota a pie de página: “El filósofo Paul Ricoeur describe la interpretación como un trabajo de pensamiento que consiste en descifrar el sentido escondido en el sentido aparente” (Olivera, 1994). Con la misma orientación, el economista sueco Gunnar Myrdal sostuvo: “Rara vez o nunca, el desarrollo de la economía ha iluminado con su propia fuerza, el camino de las nuevas perspectivas. La clave para la reorientación continua de nuestra labor ha llegado normalmente de la esfera de la política” (Myrdal, 1975).

En términos políticos, la presidencia de Néstor Kirchner continuó con la concepción de que el capital financiero internacional había sido el responsable de las políticas económicas y sociales que había puesto en marcha la dictadura militar y que se consolidaron durante la década de 1990 con las reformas estructurales y la Convertibilidad. Se trató entonces de una decidida reivindicación nacional que se expresó en medidas trascendentes como la renegociación de la deuda externa, el pago de los pasivos con el FMI, el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos que estaban en manos de capitales extranjeros, etc. Desde esa perspectiva, no sólo se excluía como parte de los sectores dominantes que se debía enfrentar a la que había sido la fracción del capital que había ejercido la hegemonía en ese patrón de acumulación, los grupos económicos locales, sino que se los consideraba como el núcleo de la burguesía nacional que había que promover¹⁸.

Si bien durante esa administración no se cuestionó a esa fracción del capital, sí modificó el tipo de hegemonía que la misma había desplegado a partir del inicio de los gobiernos constitucionales que le sucedieron a la dictadura militar. Se trató de una variante respecto de esa forma de hegemonía que Antonio Gramsci denominó el “transformismo” (y que tuvo plena vigencia durante la década de 1990) que cobra forma cuando los sectores de poder integran a su área de influencia a los dirigentes de los sectores subalternos pero sin hacerles ninguna concesión a sus respectivas bases sociales. Pues bien, el primer período del kirchnerismo reemplazó esa forma de hegemonía, retornando al planteo clásico en el cual se efectúan concesiones efectivas a los sectores populares, en lo que puede interpretarse como un tipo especial de *revolución pasiva*, que alude, en términos gramscianos, a ciertos procesos políticos de transición en Europa Occidental durante el siglo XIX encabezados por las burguesías de países como Alemania o Italia donde el control del Estado por parte de las fracciones dominantes requería de ciertas concesiones a los sectores subalternos para consolidar el funcionamiento capitalista. Salvando las distancias, en esa línea se inscriben políticas del primer gobierno kirchnerista, tales como el retorno a las negociaciones salariales mediante paritarias, la actualización del salario mínimo, la recomposición del sistema de jubilaciones y pensiones que dio lugar a la aprobación de la Ley de prestación Provisional Anticipada y la Ley de traspaso a reparto, entre otras.

¹⁸ Al respecto, consultar Basualdo (2011).

La segunda etapa de este ciclo de gobiernos (2008 hasta la actualidad) coincide con el recambio presidencial e implica, desde la perspectiva de los sectores sociales subalternos, un avance cualitativo respecto a esa primera gestión, ya que durante esos años se despliega una forma de Estado específico denominado “nacional y popular”. Esta forma de Estado tiene una larga tradición en América Latina ya que comenzó con los que fueron los “padres fundadores”: Getulio Vargas en Brasil (1930-1945 y 1951-1954), Lázaro Cárdenas en México (1934-1940) y Juan Domingo Perón en la Argentina (1946-1955). Fueron seguidos durante la década de 1960 y 1970 por gobiernos que enfrentaron con posturas nacionales y populares o socialistas a la expansión transnacional de posguerra. Entre ellos, se encontraron: Velasco Alvarado en Perú y Torrijos en Panamá (1968); Torres en Bolivia (1970); Allende en Chile (1970); Rodríguez Jara en Ecuador (1972), Cámpora y Perón en la Argentina (1973). Todas ellas fueron administraciones que de distinta manera e intensidad asumieron como el eje central de sus formulaciones de política económica profundizar la industrialización pero intentando neutralizar la influencia decisiva del capital extranjero y potenciando la expansión de las empresas nacionales públicas y privadas, como medio para lograr crecimiento económico, desarrollo tecnológico y distribución equitativa del ingreso en sus sociedades.

Los regímenes “nacionales y populares” constituyen una variante particular de Estado dentro del orden capitalista. Guillermo O’Donnell (1984) realizó un aporte revelador al respecto cuando, entre otras consideraciones, sostuvo: “Lo popular es una mediación menos digerible para el Estado capitalista, y para la dominación en la que está imbricado, que la ciudadanía y la nación. Lo popular no es la mediación abstracta de la ciudadanía ni la mediación concreta pero indiferenciada de la nación. Sus contenidos son más concretos que los de ésta. También menos genéricos, ya que el arco que cubre al pueblo es más estrecho que el de la nación, pretensión de solidaridad abarcativas del conjunto de la población. Pero, por otro lado, los contenidos de lo popular son más genéricos y menos concretos que los derivados de la posición de clase”.

En el caso del kirchnerismo, el punto de inflexión entre ambas formas de gobierno lo señaló el histórico e inédito, tanto por su duración como por su amplitud geográfica, conflicto con el agro pampeano de 2008, que se desató a raíz de la Resolución N° 125 del Ministerio de Economía que intentó modificar la modalidad que adoptaba el sistema de derechos de exportación. Durante ese conflicto, el gobierno se enfrentó no solamente con los grandes terratenientes pampeanos sino también con los grupos económicos locales. Específicamente, allí comenzó otra contradicción del gobierno con el poder establecido que se expresó en la disputa con el grupo económico Clarín, pero que en realidad involucraba al conjunto de los integrantes de esa fracción del capital, aquel que había ejercido la hegemonía durante el patrón de acumulación basado en la valorización financiera.

Es decir, que a través de la práctica política el kirchnerismo reconfiguró el bloque de poder de la valorización financiera que aparecía fragmentado, tras la crisis final de ese patrón de acumulación, bajo la propuesta devaluacionista (asociada a los grupos económicos locales y el capital extranjero industrial) y la que proponía la dolarización de la economía (vinculada a los acreedores externos y el capital extranjero ligado a los servicios públicos privatizados). En ese marco, durante la primera gestión kirchnerista se tendió a considerar a los

acreedores externos y a las privatizadas como principales responsables de lo actuado durante la década de 1990 y se encuadró a los grupos económicos locales como la burguesía nacional agredida por esas fracciones del capital. Sobre esta base, a partir de 2008 se produce un quiebre en este proceso, cuando el gobierno intensifica el tutelaje estatal sobre los sectores populares -mediante medidas que buscan incrementar la participación de los asalariados en el ingreso y también a través de institucionalizar reivindicaciones de minorías diversas-, redoblando al mismo tiempo sus esfuerzos encaminados para disciplinar a las diferentes fracciones del capital dominante que formaban parte del bloque de poder de la valorización financiera, incluyendo también a los grupos económicos locales.

El contenido “nacional y popular” que asume el segundo gobierno kirchnerista se expresó cabalmente en la evolución de los indicadores sociales en esos años. A pesar del menor ritmo de crecimiento global y con sus más y sus menos de las variables que integran la demanda agregada y de los grandes sectores de actividad, durante esta etapa se evidenció un mejoramiento de los indicadores que expresan las condiciones de vida de los sectores populares. En otras palabras, la disminución del crecimiento no dio lugar a la aplicación de políticas ortodoxas destinadas a garantizar una creciente rentabilidad del capital oligopólico, sino que por el contrario se intentó seguir mejorando las condiciones de vida de los sectores populares.

Al respecto, en el Cuadro N° 2.1 se constata que tanto la desocupación (en relación a la población económicamente activa) como la pobreza y la indigencia (ambas respecto a la población total) exhiben una notable disminución entre 2003 y 2007 que prosigue a un ritmo menor entre 2008 y 2013. Ello se replicó en términos de los salarios y la participación de los asalariados en el ingreso, pero con sus propias peculiaridades que estuvieron vinculadas a la significativa heterogeneidad que persistió entre los asalariados y al creciente conflicto que estas políticas despertaron en las fracciones dominantes del capital, especialmente durante el transcurso de la consolidación de la segunda etapa del kirchnerismo. En este sentido, las evidencias empíricas indican que el salario real promedio de la economía argentina creció significativamente, como resultado de la expansión que experimentaron los trabajadores registrados y, especialmente, los no registrados (en este último caso, favorecidos por la dinámica recuperación del salario mínimo).

Como a lo largo de la década analizada mejoró el nivel de ocupación y también el salario real, se registró un incremento de la participación de los asalariados en el ingreso pero, a diferencia de todos los otros indicadores de las condiciones de vida de los trabajadores, con peculiaridades que es necesario indagar. Un análisis más detenido del comportamiento de esta variable indica que hubo una recuperación de la participación de los asalariados hasta el año 2009, cuando llega al 40,4%, pero a partir de ese momento se estancó en alrededor del 39-40% del ingreso nacional. Se trata de una paradoja porque, como fue mencionado, aumentaron la ocupación y los salarios pero la participación de los trabajadores no se incrementó, sino que se estabilizó. Sin embargo, esa paradoja es sólo aparente, porque si bien el nivel de la ocupación y del salario son variables fundamentales para determinar la participación de los asalariados en el ingreso, hay otra que es igualmente trascendente y consiste en el ritmo del crecimiento económico y específicamente de la evolución de la

productividad. De allí que la evolución de la relación entre la productividad y el nivel general de los salarios exprese la trayectoria de la participación de los asalariados.

Cuadro N° 2.1. Evolución de los salarios reales, la productividad, la participación de los asalariados en el ingreso, la pobreza, la indigencia y la desocupación, 2003-2013 (2003 = 100 y porcentajes)

	Salarios reales			Productividad	Participación de los asalariados en el ingreso*	Productividad/Salario*	Pobreza	Indigencia	Desocupación
	Total	Registados	No registrados						
2003	100,0	100,0	100,0	100,0	31,3	100	49,7	22,8	17,3
2004	106,4	109,2	109,4	101,3	33,7	95	41,6	15,6	13,6
2005	111,4	117,4	110,4	105,5	35,4	95	35,4	12,7	11,6
2006	118,4	127,8	118,3	108,6	38,3	92	28,2	9,6	10,2
2007	121,1	128,8	122,7	113,5	39,5	94	27,2	8,4	8,5
2008	119,4	124,7	128,4	118,8	39,1	99	25,5	7,8	7,9
2009	124,4	129,0	143,5	118,7	40,4	95	24,9	7,3	8,7
2010	124,0	130,9	140,6	127,7	37,8	103	22,5	6,2	7,8
2011	128,4	140,1	147,8	134,6	37,7	105	20,1	5,0	7,2
2012	131,5	147,6	156,3	136,3	39,0	104	18,8	4,5	7,2
2013	131,0	146,6	161,0				17,8	4,2	7,1
Promedio									
2003-2007	111,5	116,6	112,2	105,8	35,6	95,1	36,4	13,8	12,2
2008-2013	126,4	136,5	146,3	127,2	38,8	101,3	21,6	5,8	7,6

*Los salarios reales fueron deflactados por el IPC 9 provincias, la productividad fue calculada como el ratio entre el PBI a precios constantes y la cantidad total de ocupados. En cambio, para estimar la participación de los asalariados en el ingreso se calculó la masa salarial total y su gravitación en el PBI en precios corrientes (consultar metodología en CIFRA, 2011).

Fuente: Elaboración propia en base al Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA).

Se puede afirmar entonces, que el estancamiento de la participación de los asalariados en el producto estuvo estrechamente vinculado con el veto que impusieron los sectores oligopólicos al avance de la misma mediante la imposición de un proceso de creciente inflación, que fue posible debido al inédito nivel de concentración económica y extranjerización de la economía que comenzó durante la valorización financiera y que, si bien descendió ligeramente a partir de 2003 -tras el abrupto salto en 2002-, no fue suficiente para revertir la situación imperante¹⁹.

2.2 El proceso de renegociación de la deuda pública: el canje del 2005

Inmediatamente después de la declaración de la moratoria de una parte de la deuda externa, en especial durante los primeros años de la administración de Néstor Kirchner, comenzaron las negociaciones entre el gobierno y los acreedores externos para salir del *default*²⁰.

Se trataba de reestructurar la deuda externa pública que, cabe mencionar, había crecido aún más durante los primeros años de la posconvertibilidad en razón del salvataje del sistema financiero, lo cual demandó la emisión de títulos públicos por 2.400 millones de dólares a fin de revertir las pérdidas ocasionadas por el desfase de monedas entre los activos y los

¹⁹ Al respecto, se recomienda consultar a: Manzanelli y Schorr (2013) y Azpiazu, Manzanelli y Schorr (2011).

²⁰ El *default* declarado a fines de 2001 no incluyó los pagos a los organismos multilaterales de crédito, los cuales -con mayor o menor nivel de conflicto- se siguieron realizando regularmente

pasivos que se habían constituido durante la convertibilidad²¹. El costo fiscal aproximado de la resolución de la crisis financiera generada por la devaluación ascendió a alrededor de 14.390 millones de dólares, lo que reflejó un incremento del 10% con respecto al endeudamiento vigente al 31 de diciembre de 2001.

Cuadro Nº 2.2. Cambios en la deuda pública entre el 31/12/2001 y el 31/12/2003 (millones de dólares)

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

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

De todos modos, tal como se puede verificar en el Cuadro Nº 2.2, si bien el nuevo endeudamiento del sector público en los inicios de la posconvertibilidad estuvo principalmente destinado a resolver la crisis financiera (la mitad tuvo esa finalidad), se advierten otros factores que lo profundizaron en una medida para nada desdeñable (se trata del 50% restante). Entre ellos vale mencionar: 1) el traspaso de la deuda pública provincial al Estado Nacional y el rescate de las cuasi monedas emitidas a lo largo de la crisis (incremento de 12 mil millones de dólares del endeudamiento público nacional); 2) la declaración de inconstitucionalidad por parte de la Corte Suprema de Justicia del recorte del 13% a los salarios de los empleados públicos y los haberes jubilatorios aplicado durante el gobierno de la Alianza (873 millones adicionales); 3) la emisión de títulos públicos para cancelar la deuda con los proveedores del Estado que se mantenía desde antes del *default* (1.155 millones dólares); 4) los atrasos en los intereses de la deuda no pagados o capitalizados (13.943 millones); 5) el efecto neto de las amortizaciones, los efectos de la variación del tipo de cambio, el endeudamiento con el BCRA y el pago de intereses y capital de la deuda que permaneció en forma regular (6.183 millones). Por su parte, la pesificación y la aplicación de tasas de interés fijas -de entre el 2% y el 5,5%- de toda la deuda en moneda extranjera bajo legislación argentina permitieron atenuar levemente la deuda externa del sector público (-14.284 millones de dólares, entre lo que se contabiliza la reconversión de los préstamos garantizados por bonos originales de las AFJP).

El análisis del proceso de renegociación de la deuda pública externa no puede prescindir, aun en forma aproximada, de la identificación y composición del amplio y heterogéneo universo de acreedores externos. Al respecto, no caben dudas de que el papel preponderante lo ejercía el Fondo Monetario Internacional, pero no por su incidencia cuantitativa en la deuda externa, sino por constituirse como la representación política de los

²¹ En contrapartida los bancos contrajeron un pasivo con el Estado por el valor nominal del capital de dichos bonos.

acreedores ante el gobierno argentino. Sin embargo, además de los otros organismos multilaterales de crédito (como el Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial), el denominado “Club de París”²² y, en menor medida, los bancos comerciales privados, cualquier intento de renegociar la deuda externa debía tener en cuenta, conforme a los cambios en el sistema financiero internacional en las últimas tres décadas, al creciente y decisivo peso de los tenedores de bonos “minoristas” y “mayoristas”.

Tales tenedores de bonos se diferenciaban principalmente por el país de origen y por el monto de capital invertido en los mismos. Si bien en general no tenían contacto con otros inversores, ya que actuaban a través de los agentes financieros intermediarios (bancos, fondos de inversión, administradoras de fondos de pensión, etc.), luego de verse damnificados por el *default* argentino tendieron a asociarse en agrupaciones de bonistas. Así, en pleno proceso de renegociación se contabilizaban alrededor de 22 agrupaciones de bonistas de diversos países damnificados por el *default* argentino, principalmente de Italia, Estados Unidos, Alemania, Japón, Suiza, Austria, Holanda y la Argentina.

A simple título ilustrativo, el Cuadro N° 2.3 proporciona información sobre 14 agrupaciones de bonistas y -en los casos más relevantes- datos aproximados sobre la cantidad de tenedores y el valor de los bonos, cuya gravitación cuantitativa es por demás elocuente.

Cuadro N° 2.3. Agrupaciones de tenedores de bonos damnificados por el default argentino, por país de origen, cantidad de bonistas, valor de los bonos y principal referente institucional, 2004 (en cantidad y millones de dólares o euros)

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

* Incluye a bonistas de Austria y Luxemburgo.

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

*** Inversores Institucionales.

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

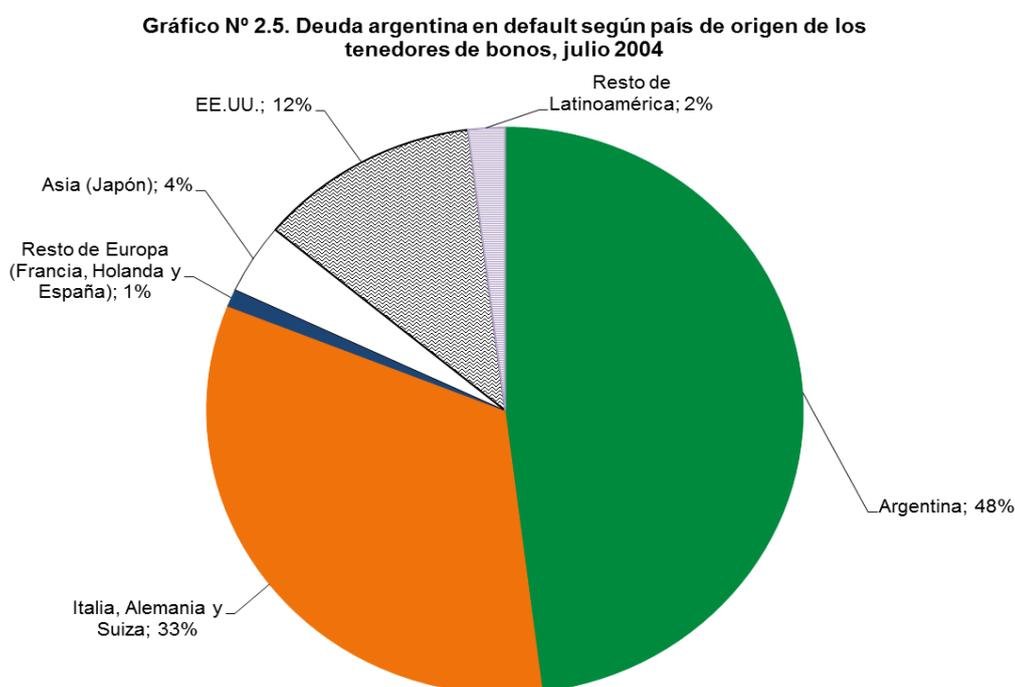
Aun cuando en varios de los casos no hay precisiones sobre la cantidad de bonistas y/o el valor de los bonos, la información disponible es suficientemente contundente al indicar que apenas nueve de dichas asociaciones representaban más del 99% de los 81.200 millones de dólares que entraron en *default*²³. Se trataba de la Task Force Argentina, la Argentine

²² Se trata de un “foro informal” integrado de forma permanente por los gobiernos de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, EE.UU., España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Rusia, Países Bajos, Reino Unido, Suecia, y Suiza.

²³ El monto en *default* había ascendido a esa cifra por efectos de los intereses devengados desde 2001.

Bond Restructuring Agency, la First German Bondholders' Society (IGA), el Deutsche Bank & DZ Bank, la Swiss Bankers Association, el Bank of Tokyo Mitsubishi, el Argentine Bondholders Committee y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default. Los bonistas de Italia constituían la primera minoría en importancia (en cantidad y valor de los bonos), seguidos por sus pares de Suiza, Alemania y los Estados Unidos²⁴. Sin embargo, la mayor agrupación de acreedores no era extranjera sino que expresaba el interés de los tenedores argentinos: la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default (con una importante presencia de las AFJP).

En términos agregados, tal como se advierte en el Gráfico N° 2.5, la gravitación de los tenedores de bonos se concentraba en la Argentina (48% del total) y unos pocos países centrales, especialmente en Italia, Alemania, Suiza y los EEUU, quienes explicaban el 45% de la deuda en cesación de pagos (que, a su vez, era equivalente al 87% de la deuda en manos de residentes extranjeros). Entre estos cinco países concentraban el 93% de toda la deuda externa argentina *defaulteada* en 2001.



Fuente: Elaboración propia en base a Global Committee of Argentina Bondholders.

Las asociaciones de bonistas de estos países conformaron el Global Committee of Argentina Bondholders (Comité Global de Poseedores de Bonos), impulsada por la Task Force Argentina y el Argentine Bondholders Committee (ABC), a los cuales se sumaron el Bank of Tokyo-Mitsubishi y el Shinsei Bank de Japón y, en calidad de “observadores”, la Argentine Bond Restructuring Agency (ABRA) de Alemania y la Swiss Bankers Association de Suiza. Todos ellos representaban a más de 500 mil inversores individuales y unas 100

²⁴ Cabe aclarar que, si bien la correspondencia entre país de origen de la agrupación y los bonistas nunca es inequívoca, los tenedores de bonos representados por la *Swiss Bankers Association* no necesariamente eran residentes suizos ya que, como se sabe, los bancos de dicho país son grandes receptores de dinero de todo el mundo y, por lo tanto, suelen representar a bonistas de muy diversos orígenes, incluidos residentes argentinos.

instituciones (bancos, comités, asociaciones, etc.) con bonos por un valor aproximado de 39.000 millones dólares (casi el 75% de los bonos en poder de residentes extranjeros).

A partir de estas consideraciones preliminares, vale ahora sí adentrarse en los primeros pasos del arduo proceso de reestructuración y canje de la deuda externa²⁵. Así, la primera propuesta oficial, que data de septiembre de 2003, fue la que se denominó como la “**oferta de Dubai**”, que consistió básicamente en una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda elegible (previa al 31 de diciembre de 2001) sin reconocimiento de los intereses devengados desde la declaración del *default*. Para ello se emitirían tres nuevos bonos: *Par*, *Discount* y *cuasipar* (Cuadro N° 2.4). Aun con matices, el conjunto de los acreedores externos rechazó la oferta. Entre los reclamos más relevantes de los bonistas del Comité Global, la Comunidad de Intereses de la Argentina en Alemania (IGA) y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default, se encontraban: que los bonos Par (sin quita nominal) satisficieran el 100% de lo reclamado; que se reconociera la totalidad de los intereses vencidos; que se mantuviera la moneda y la legislación de los bonos originales; que se explicitaran garantías de pago; etc.

Por su parte, los acreedores que exploraron la vía judicial solo encontraron buena recepción a sus demandas por parte del juez neoyorquino Thomas Griesa. El primer antecedente contra la Argentina data de inicios de 2003, cuando falló a favor de tres fondos de inversión norteamericanos por 8 millones de dólares. Posteriormente le dio curso a otro juicio colectivo a principios de 2004. Esas serían las primeras irrupciones del juez de primera instancia del distrito sur de Nueva York, magistrado que asumirá, como se sabe, una importancia central a lo largo de las negociaciones sobre el proceso de reestructuración de la deuda y en el actual conflicto con los “fondos buitres” que se analizará en el próximo capítulo.

**Cuadro N° 2.4. Nuevos serie de bonos ofertados en Dubai
(años y porcentajes)**

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

Fuente: Elaboración en base a EGES (2004).

Es interesante advertir que el gobierno de los Estados Unidos no adoptó una posición en contra de la reestructuración propuesta por la Argentina, lo que obedeció a diversos factores. A modo de hipótesis, podría haber incidido la intención de preservar su política exterior desvinculando el caso argentino de las consecuencias que tuvieron las políticas del “Consenso de Washington” (es decir, por su co-responsabilidad con el proceso de endeudamiento latinoamericano) e intentando evitar que la crisis argentina se expandiera por “efecto contagio” a otros países como Brasil y Turquía, lo que afectaría de manera más significativa a las finanzas mundiales²⁶. Asimismo, los realineamientos del bloque en el

²⁵ . Sobre la temática del desendeudamiento externo de la última década se puede consultar a: De Lucchi (2014).

²⁶ Cabe aclarar que el FMI tenía, en 2003, más del 85% de su cartera de créditos (56.042 millones de dólares) concentrada en cinco países con una importante inestabilidad financiera: Brasil, Turquía, Argentina, Indonesia y Rusia.

poder en los EEUU en el marco del cambio de la administración de Bill Clinton por la de George W. Bush (h) y, con ello, el reemplazo de Robert Rubin como secretario del Tesoro por Paul O'Neill, también pueden haber incidido en la postura del gobierno norteamericano.

Al respecto, si bien la hegemonía continuó en manos del capital financiero, en el interior del mismo ganaron presencia aquellos posicionados en títulos de propiedad (acciones) respecto a los defensores de capital de préstamo (Dumenil y Levy, 2002), y de esa manera lograron una mayor incidencia ciertos sectores industriales tradicionales como la industria del acero, el petróleo, etc. Debe destacarse que los intereses de estas dos fracciones del capital financiero eran contrapuestos. El capital de préstamo requiere una alta tasa de interés y eso reduce las ganancias del capital productivo y, por ende, los ingresos (dividendos) de quienes detentan su propiedad. En este sentido, Anne Kruger y el propio Paul O'Neill expresaron las dos posiciones mencionadas (el capital de préstamo y el accionario, respectivamente). La titular del FMI quería crear, a través del Fondo, un proceso de quiebra para los países en *default* que daría a los acreedores un poder decisivo a fin de asegurar el máximo cobro posible. Desde esta lógica, la cesación de pagos, a veces inevitable, es un problema para el mercado mundial de capitales y, por lo tanto, el propio Estado debe ser auditado. En cambio, para Paul O'Neill el *default* debía ser tratado como un asunto entre privados y no estaba dispuesto a aportar dinero de los "contribuyentes norteamericanos" para salvar la inversión de los "especuladores".

Otro hecho significativo para el avance del proceso de renegociación fue el acuerdo, a fines de 2004, con las AFJP, mediante el cual se plasmó una reconversión de las Letes -que fueron suscriptas obligatoriamente a partir de un decreto del gobierno de De La Rúa- por papeles de corto plazo y un bono en pesos específicamente diseñado para las mismas (Cuasi Par) que conllevaba una quita nominal del 30%. La relevancia de la deuda en poder de las AFJP (16 mil millones de dólares) generó que este acuerdo constituyera un hito sustantivo en el proceso de reestructuración, fortaleciendo la postura argentina.

En ese marco, la "**oferta de Buenos Aires**", que se efectuó en enero de 2005, proponía una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda, emitiéndose nuevos instrumentos por 41.800 millones de dólares. Al respecto, se presentaron tres nuevos títulos públicos (Discount, Par y Cuasi-Par) cuya emisión se haría con fecha 31 de diciembre de 2003. Los dos primeros bonos serían emitidos en la moneda de origen del instrumento a canjear (en pesos ajustados por CER, dólares, euros o yenes), en tanto el último sería emitido en pesos ajustados por CER. La intención era reestructurar el conjunto de la deuda, reconociendo los intereses devengados y no pagados hasta el 31 de diciembre de 2001, es decir, sin considerar los intereses acumulados tras la cesación de pagos.

En el proceso de renegociación se especificó que se emitirían 10.000 millones de dólares en Bono Par si el nivel de aceptación del canje no superaba el 70%, en tanto si lo superaba se emitirían hasta 15.000 millones. Este bono no implicaba una reducción en el valor nominal del título original a ser canjeado y se especificaba un plazo de maduración de 35 años y tasas de interés fijas en dólares. Estas últimas se ubicarían al 1,33% durante los primeros cinco años para después incrementarse hasta el 5,25% en los últimos 10 años. En cambio, en el caso del Discount se consideraba una quita del 66,3% sobre el valor nominal

del bono original en *default*. Este bono tendría un plazo de maduración de 30 años y se capitalizarían parte de los intereses²⁷ durante los primeros 10 años. La emisión de este bono sería de 20.170 millones de dólares en caso de un nivel de aceptación superior al 70% y de 19.870 millones en caso contrario. Por último, el Cuasi-Par fue diseñado principalmente para los tenedores institucionales locales, previéndose una emisión -independientemente del monto de aceptación- de 8.333 millones de dólares. La emisión de este título sería en pesos ajustados por CER con un plazo de maduración de 42 años y a una tasa de interés fija en pesos del 3,31%, la cual se capitalizaría durante los primeros 10 años.

Adicionalmente el gobierno argentino se comprometió a emitir unidades ligadas al crecimiento del producto bruto interno. Las mismas significarían un pago extra a los tenedores de títulos argentinos en el caso de que se cumplieran tres condiciones. En primer lugar, que el producto bruto interno -a precios constantes- fuera mayor que el del período base (año 2004); en segundo lugar, que la tasa de crecimiento del producto bruto interno fuera superior a la considerada como base (tasa de crecimiento del 3% anual, aunque varía según los años considerados); y por último, que no se hubiese alcanzado el tope de pagos definido en 0,48 dólares por unidad emitida. En el caso de cumplirse estas tres condiciones, los tenedores de las unidades ligadas al crecimiento del producto percibirían el 5% del excedente entre el PBI efectivo y el proyectado, el cual resulta de calcular una tasa de crecimiento promedio del producto bruto interno del 3% anual a partir del año base (2004). Las unidades emitidas serían equivalentes al monto de capital efectivamente canjeado y podrían cotizar separadamente a los bonos después de seis meses de transcurrido el canje.

A su vez, el gobierno argentino se comprometía a mantener un superávit primario de 2,7% del PBI durante los primeros años para poder hacer frente a los vencimientos de capital e intereses de la deuda renegociada.

Probablemente, la creciente liquidez en los mercados financieros internacionales, la sanción de la Ley N° 26.017 (que impedía la reapertura de dicho proceso) y la fijación por parte del gobierno argentino de una meta del 50% en el nivel de aceptación coadyuvieron, en el marco del *default*, al éxito del proceso de renegociación, que tuvo una aceptación masiva.

A pesar del *lobby* del Comité Global, para hacer fracasar la oferta, el canje de deuda culminó en marzo de 2005 con un nivel de aceptación del 76,15%. En definitiva, sobre un total de 81.836 millones de dólares de deuda elegible se canjearon 62.318 millones en títulos -e intereses impagos al 31 de diciembre de 2001- en *default* por 35.261 millones de nueva deuda, implicando el canje de deuda propiamente dicho una reducción en el endeudamiento externo de 27.057 millones de dólares. De todas formas, la disminución del endeudamiento externo fue aún mayor por dos factores. En primer lugar, no se reconocieron los intereses atrasados tras el *default* de la deuda, que acumulaban al 31 de diciembre de 2003 unos 20.730 millones. En segundo lugar, la deuda externa se redujo adicionalmente en 19.518 millones de dólares por el sólo hecho de no haberse presentado sus tenedores al proceso de renegociación. Tomando en consideración estos elementos, la

²⁷ La tasa de estos bonos se estableció en 8,28% anual, aunque durante los primeros 5 años el 4,31% de dicha tasa se capitalizaría, para reducirse la capitalización a un 2,51% en el siguiente lustro y desaparecer tras los diez primeros años.

reducción del endeudamiento alcanzó los 67.305 millones de dólares, implicando una quita del 46,6% sobre la deuda pública total al 31 de diciembre de 2001.

El 24% de los tenedores de bonos que quedaron afuera del canje continuaron actuando por la vía judicial, solicitando el embargo de activos del Estado argentino en el exterior y ejerciendo presión -por intermedio del FMI- para que la Argentina presente una solución para la deuda no reestructurada.

Un último comentario, de suma relevancia en términos políticos, se vincula con el hecho de que a fines de 2005, tan sólo unos días después de que hiciera lo propio Brasil²⁸, el gobierno argentino canceló anticipadamente la totalidad de la deuda con el FMI (9.800 millones de dólares) con las reservas de libre disponibilidad del Banco Central²⁹. Ello coincidió con la estrategia del Fondo de reducir su elevada exposición crediticia y constituyó un aspecto trascendente en términos económicos y políticos para el país puesto que a partir de allí se reorientó la relación con el organismo eliminando los condicionamientos a la política económica y poniendo en tela de juicio el papel que asumía el FMI a nivel mundial.

2.3 La reapertura del canje de la deuda pública en 2010

La cancelación de los compromisos con el FMI, el éxito en el canje 2005, el bajo nivel de las tasas de interés internacionales en un escenario de elevada liquidez por el auge de los precios de los *commodities* (que tornaban atractivos los bonos argentinos), el crecimiento económico y la reducción del riesgo país fueron, entre otros, elementos que mejoraron la posición financiera para el lanzamiento de nuevas emisiones de bonos, como fue el caso en 2006 y 2007 de las colocaciones que ascendieron a cerca de 8 mil millones de dólares (BONAR V, BONAR VII, BONAR X). Además, como resultado de los altos niveles de crecimiento económico, se tuvieron que afrontar los pagos de los cupones PBI.

La irrupción de la crisis mundial alteró el escenario financiero internacional. Si bien en ese marco se colocó el BODEN 2015 por aproximadamente 2 mil millones de dólares, esto fue posible por la presencia decisiva de Venezuela como acreedor en tanto la tasa pagada fue elevada a nivel internacional (15% anual), todo lo cual puso de manifiesto las dificultades que enfrentaba el país para acceder al financiamiento externo. Después del intento fallido por “normalizar” los compromisos externos para acceder al mercado de capitales a fines de 2008 (de allí el anuncio, no concretado, de la cancelación de los pasivos pendientes con el Club de París y la reapertura del canje), se llevó a cabo con éxito la reconversión de los préstamos garantizados por nuevos bonos prácticamente a la par y con mayor horizonte de

²⁸ Cabe recordar que Rusia y Brasil también habían cancelado anticipadamente su deuda con el FMI, a la vez que Turquía pagó buena parte de ella, con lo cual el Fondo perdió en poco tiempo su influencia en la política económica de países relevantes en la economía internacional. A ello, se le sumó el hecho de que en los últimos años de la década del noventa y a comienzos de la del 2000 fueron electos en Latinoamérica varios gobiernos con programas anti-neoliberales y, particularmente, contrarios a buena parte de la prédica del FMI. Venezuela, Bolivia y Ecuador fueron ejemplos de ello.

²⁹ Las reservas de libre disponibilidad eran aquellas que superaban el 100% de la base monetaria y que sólo podían ser utilizadas para cancelar deuda con organismos internacionales. Cabe mencionar, que como contrapartida a la utilización de las reservas, el Ministerio de Economía le entregó al Banco Central un bono en dólares a diez años.

vencimiento (5 años) y el canje de los bonos ajustables por CER por el BODEN 2014 y el BONAR.

Bajo estas circunstancias, el entonces Ministro de Economía Amado Boudou, como fiel expresión de una línea interna dentro del oficialismo que pugnaba por retornar al ciclo de endeudamiento externo, persiguió el restablecimiento de las relaciones con el FMI mediante la “normalización” de las estadísticas del INDEC y, fundamentalmente, el ofrecimiento de un nuevo canje para los *holdouts*, que era a su vez impulsado por los futuros operadores del canje: el Citibank, Barclays Inc. y Deutsche Bank (en cuya cartera de inversiones constaban, de allí su interés por la apertura, bonos *defaulteados*). La legislatura trató en tiempo récord la suspensión de la “ley cerrojo”, que inhabilitaba la reapertura del canje 2005, lo que demuestra la amplia aceptación de esa iniciativa dentro del sistema político argentino.

Posteriormente, a finales de 2009 se creó el Fondo del Bicentenario que habilitaba el pago de intereses de la deuda externa pública por 6.569 millones de dólares con reservas internacionales de libre disponibilidad del Banco Central, lo que suscitó una inmediata puja entre el gobierno y el presidente de esa entidad, Hernán M. Pérez Redrado, reeditando la polémica en torno a la independencia del Banco Central (y que, de hecho, finalizó con su destitución y la asunción de Mercedes Marcó del Pont, alineada con una concepción heterodoxa respecto al accionar del organismo).

En forma contemporánea, el juez Griesa había hecho lugar a un reclamo de los “fondos buitres” por 105 millones de dólares del BCRA que estaban depositados en Nueva York, embargando ese monto ante la posibilidad de que se usaran para cancelar deuda externa. Como ocurrió en casos anteriores, el embargo fracasó y ello no fue un impedimento para que prosperara la reapertura del canje.

En el heterogéneo espectro de tenedores de la deuda en *default*, los bonistas argentinos y los tenedores institucionales (principalmente bancos extranjeros) se mostraron sumamente favorables a la reapertura. En cambio, los pequeños ahorristas extranjeros tenían posiciones ambivalentes. La ATFA de EEUU y Task Force de Italia, amparados en los fallos del Juez de primera instancia Thomas Griesa y el avance de las demandas ante el tribunal arbitral del Banco Mundial (CIADI), descartaban cualquier tipo de canje que supusiera una quita. Sin embargo, otros pequeños ahorristas, relevantes en términos cuantitativos, asumían posiciones menos confrontativas, y después de un largo período de litigios, estaban dispuestos a evaluar la oferta argentina.

En efecto, la propuesta de nuevo canje se planteó en abril de 2010. El monto elegible en este caso fue de 18.300 millones de dólares, correspondientes a 17.600 millones por capital y el resto a intereses devengados e impagos. El mínimo de aceptación previsto por el gobierno era el 60%, lo que equivalía a unos 12.000 millones de dólares. La oferta incluía la colocación de dos tipos de bonos: Discount (bono con descuento dirigido a acreedores institucionales) y Par (sin descuento pero con una tasa de interés inferior a la del Discount, dirigidos a ahorristas italianos, alemanes, japoneses, estadounidenses, etc.). Al bono Discount se le agregaba el Global 2017, que reconocía los intereses devengados desde 2004. Como en el caso del canje 2005, se volvían a entregar cupones PBI, pagaderos con

las mismas condiciones que en el caso precedente, sin considerar los montos devengados por ese cupón desde 2005 a la fecha.

El proceso se desarrolló en tres etapas. La primera estaba destinada a que adhirieran los grandes acreedores, que ingresaron en su totalidad, canjeando tenencias por unos 9.300 millones de dólares. En la segunda etapa se difundió la oferta en diversas rondas con los ahorristas, principalmente italianos, mayoritarios entre los pequeños tenedores. La amplia acogida de los ahorristas italianos llevó a que el titular de Task Force Argentina, Nicola Stock, otorgase libertad de acción a sus representados a pesar de la desestimación institucional de la oferta. En efecto, en esta etapa ingresaron tenencias minoristas que ascendían a 3.567 millones de dólares. Finalmente, la tercera etapa se completó cuando el gobierno nacional emitió la Resolución N° 809/2010 que establecía la apertura al canje exclusivamente para los bonos Brady. Se trataba de tenencias por 330 millones de dólares que no habían podido ingresar al canje en las etapas anteriores dado que el juez de primera instancia Thomas Griesa lo impedía en virtud a la afectación de las garantías por medidas cautelares. Aquí se incorporaron tenencias por 267 millones de dólares que fueron reemplazadas por bonos Discount 2033 y Global 2017. Tal como se advierte en el Cuadro N° 2.5, los nuevos bonos fueron emitidos con las mismas tasas que las del canje 2005.

Cuadro N° 2.5. Bonos emitidos en el canje 2010*

Fecha de emisión	Bono	Tasa de interés	Vencimiento
31-dic-03	PAR en U\$. Decreto N° 563/10. Ley NY	2,50%	2038
31-dic-03	PAR en U\$. Decreto N° 563/10. Ley Arg.	2,50%	2038
31-dic-03	PAR en euros. Decreto N° 563/10	2,26%	2038
31-dic-03	PAR en yenES. Decreto N° 563/10	0,45%	2038
31-dic-03	DISCOUNT en U\$. Decreto N° 563/10. Ley NY	8,28%	2033
31-dic-03	DISCOUNT en U\$. Decreto N° 563/10. Ley Arg.	8,28%	2033
31-dic-03	DISCOUNT en euros. Decreto N° 563/10	7,82%	2033
31-dic-03	DISCOUNT en yenes. Decreto N° 563/10	4,33%	2033
02-jun-10	GLOBAL 2017 U\$. Decreto N° 563/10	8,75%	2017
31-dic-03	PAR en pesos. Decreto N° 563/10	1,18%	2038
31-dic-03	DISCOUNT en pesos. Decreto N° 563/10	5,83%	2033

*Sin considerar los cupones PBI.

Fuente: Elaboración propia en base a la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Con excepción del Global 2017, el resto de los bonos tuvieron la misma fecha de emisión que en 2005 (diciembre de 2003) y las mismas tasas de interés. Los bonos Par y Discount se emitieron en dólares, euros, yenes y pesos, aunque a diferencia del canje 2005 -cuando alrededor de un tercio del total fue emitido en pesos- en este caso casi el 100% de los instrumentos fueron colocados en moneda extranjera. Por su parte, si bien se emitieron bonos tanto pares como discount bajo legislación argentina (en todas las monedas con excepción del euro), la enorme mayoría (96,3%) lo hicieron con legislación extranjera (sedes Nueva York e Inglaterra), incluso luego de que diversos fallos del juez Thomas

Grieta mostraban las desventajas de otorgar competencia a sedes con derecho anglosajón³⁰.

En definitiva, el canje reemplazó tenencias por 13.100 millones sobre un total de 18.300 millones de dólares elegibles, arrojando un nivel de aceptación del 70,74%. El monto reconocido en este paquete fue de un 60% del monto elegible, 2.100 millones en bonos Par, 4.800 millones en Discount y 957 millones de dólares en Global 2017; constituyendo una quita del orden del 40% del valor nominal.

Completado el proceso de renegociación de la deuda en *default*, la dimensión total de la reestructuración implicada en ambos canjes indica que sobre el total de los 81.800 millones de dólares que estaban en *default* en 2005, el 92,2% (75.500 millones) regularizaron sus tenencias a través de las nuevas emisiones. Esos derechos fueron reemplazados por la emisión de bonos Par, Discount, Cuasipar y Global por 43.129 millones de dólares, lo que constituye una quita nominal de 42,8%. Los plazos de vencimiento (2033 y 2038) ampliaron significativamente el horizonte de pagos, por lo que el proceso argentino se constituye en uno de los de mayores dimensiones de la historia económica moderna³¹.

Si bien la quita en términos nominales superó el 40%, vale aclarar que no se consideraron en este cálculo la emisión de unidades vinculadas a los cupones atados al PBI, lo que tendería a disminuir el nivel de la quita³².

Cuadro Nº 2.6. Montos de los canjes de deuda 2005 y 2010 y tipo de bonos (en millones de dólares y porcentajes)

	Monto elegible	Monto canjeado	% ingresado	Tipo de bonos	Colocaciones del canje	% reconocido
Canje 2005	81.836	62.318	76,15%	Par	15.000	56,6%
				Discount	11.932	
				Cuasipar	8.329	
				Total	35.261	
Canje 2010	18.300	13.129	71,74%	Par	2.144	59,9%
				Discount	4.766	
				Global 17	957,5	
				Total	7.868	
Total	81.836	75.447	92,2%		43.129	57,2%

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía y AGN.

³⁰ La legislación anglosajona tiene una contemplación mayor por los derechos de los acreedores, a diferencia de la latina, que prioriza los derechos del deudor.

³¹ Sobre el particular se recomienda consultar Kupelian (2013).

³² Al respecto, se pueden consultar los trabajos de Gogliormella y Malic (2013) y Müller (2013). Asimismo, cabe señalar que a partir de 2007 se efectuó una quita implícita como consecuencia de la subcotización de los bonos que se ajustaban al Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), medido a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del INDEC, cuya subestimación desde la intervención del organismo en 2007 es cosa pública. De allí que en los canjes de préstamos garantizados y bonos ajustables por CER de 2009, así como en el canje 2010, prácticamente no se hayan colocado bonos en pesos, cuando en 2005 representaron más de un cuarto de las emisiones. Lo cierto es que si bien aquella subestimación del indicador contribuyó a la quita efectiva, afectó la credibilidad de los datos oficiales (entre ellos indicadores sumamente relevantes para la planificación estatal y las negociaciones paritarias) y puede haber tendido a sobreestimar el PBI en precios constantes (el IPC es un deflactor importante en su estimación) aumentando los ingresos de los tenedores de cupones atados a la variación del producto.

2.4 Los efectos de los canjes en el nivel de endeudamiento

En la búsqueda por evaluar el impacto de la exitosa restructuración de la deuda pública, lo primero que cabe señalar es el significativo proceso de desendeudamiento al que asistió la economía argentina en términos relativos al producto bruto interno. El incremento en el endeudamiento público que implicó el salvataje financiero tras la devaluación, la emisión de bonos entre 2006 y 2008 y la emisión de nuevos bonos después del canje de 2010³³, no neutralizaron el impacto que tuvieron los resultados de los canjes de 2005 y 2010 en cuanto al volumen de la deuda y, especialmente, a la importancia relativa que asume la misma en la economía argentina.

Así, tras el intenso proceso de endeudamiento externo durante la valorización financiera, la deuda pública total alcanzó más de 144 mil millones de dólares en 2001, lo cual representaba el 53,7% del PBI. Se trataba de una deuda que en casi su totalidad estaba nominada en moneda extranjera (la cual alcanzaba el 51,9% del PBI en 2001) y con una elevada presencia de residentes extranjeros. En el marco de la cesación de pagos, la megadevaluación de la moneda local, la “pesificación asimétrica” y la aguda contracción del producto bruto, la gravitación de la deuda pública total trepó al 146,2% del PBI en 2002, y al 127,9% si se considera la deuda en divisas.

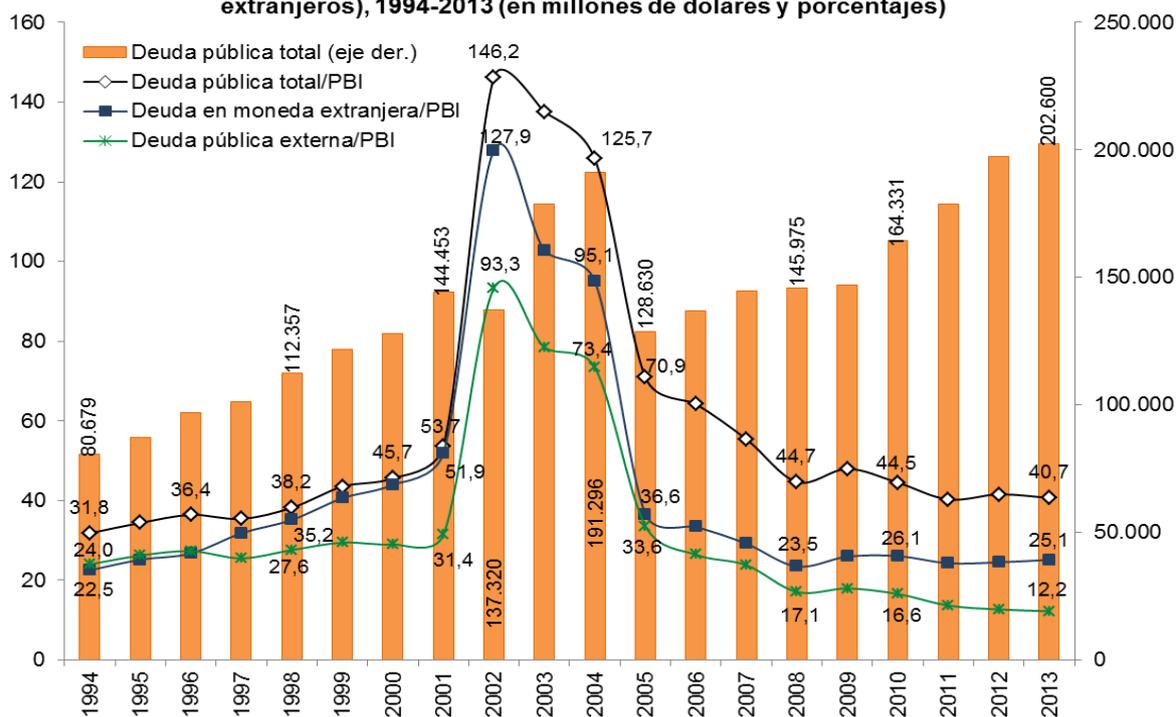
A partir de allí comenzó el proceso de “desendeudamiento”. La renegociación y el canje de la deuda pública en 2005 y 2010 y la cancelación del capital adeudado al FMI provocaron, en un contexto de franco crecimiento de la economía, una reducción sistemática del peso de la deuda sobre el producto bruto. La mayor reducción fue en 2005, cuando la gravitación de la deuda pública total se redujo al 70,9% del PBI y la que emana de considerar la deuda en moneda extranjera al 36,6% del mismo. Posteriormente, si bien a un menor ritmo, la deuda total y en divisas cayeron hasta reflejar el 40,7% y el 25,1% del PBI en 2013, respectivamente, con una presencia marginal de títulos en manos de agentes extranjeros: 12,2% del producto bruto (Gráfico N° 2.6).

Cabe señalar que el aumento de la deuda pública en 2013 obedece a la emisión del BODEN 2015 y el BONAR X, aunque no se trató de emisiones de gran envergadura (alrededor de 560 millones de dólares) y, posteriormente, en 2014 por dos operaciones significativas en el marco de las negociaciones que llevó a cabo el Ministro de Economía Axel Kicillof. Se trató de la emisión en concepto de indemnización tras la expropiación de 51% del paquete accionario de YPF a Repsol (6.150 millones de dólares)³⁴ y el arreglo con el Club de París (9.690 millones de dólares).

³³ La Reserva Federal de EEUU adoptó, en 2010, una política monetaria fuertemente expansiva que significó un marcado estímulo para las plazas financieras latinoamericanas, ya que se comprometió a sostener tasas de interés prácticamente nulas a la vez que expandía la oferta monetaria. A su vez, se produjo un vigoroso sendero ascendente en el precio de los *commodities*, especialmente agrícolas. En este marco, un puñado no desdeñable de grandes empresas salieron a tomar deuda y el propio gobierno colocó bonos BODEN (2012, 2014 y 2015) aprovechando la baja en el riesgo país.

³⁴ Tales emisiones se distribuyeron de la siguiente manera: 800 millones de dólares en BONAR X, 1.250 millones en Discount 2033, 400 millones en BODEN 2015, 3.550 millones en BONAR 2024, más una letra a ser utilizada como contragarantía de la fianza solidaria para Repsol correspondiente a los tres primeros servicios de intereses de los Bonar 2024. Luego, Repsol vendió buena parte de esos bonos al JP Morgan Securities.

Gráfico N° 2.6. Magnitud de la deuda pública total y participación en el PBI (Base 1993) de la deuda pública total, de la deuda en moneda extranjera y de la deuda externa (residentes extranjeros), 1994-2013 (en millones de dólares y porcentajes)



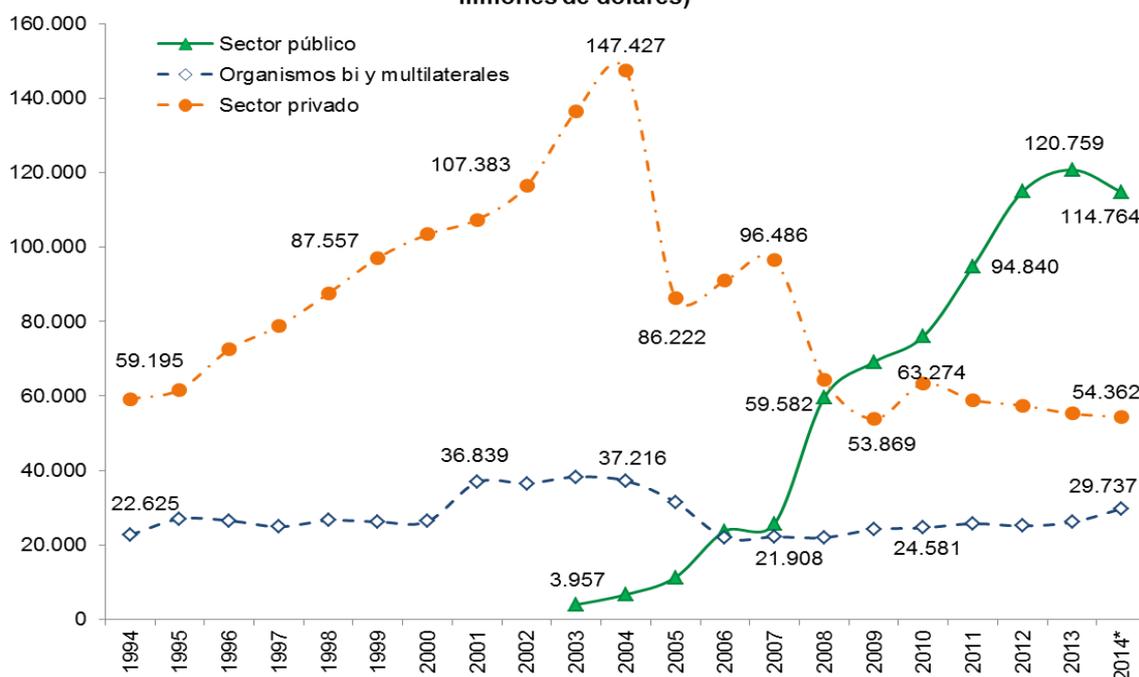
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

Del análisis pormenorizado de los cambios en la deuda pública emerge otro elemento de suma relevancia, que tiene que ver con su composición. Al respecto, en primer lugar cabe destacar el crecimiento de la deuda intra sector público a partir del segundo ciclo de gobiernos kirchneristas. Ello está asociado a la reestatización del sistema previsional y el consiguiente traspaso de los títulos públicos en poder de las AFJP a la ANSES, los cuales trepaban a 30.000 millones de dólares. La gestión estatal de estos flujos habilitó el despliegue de políticas macroeconómicas expansivas de suma trascendencia, tales como la ley de movilidad jubilatoria, la Asignación Universal por Hijo y la nueva moratoria previsional, entre otras. El aumento de la deuda intra sector público estuvo vinculado también, posteriormente, a los financiamientos que el Banco Central, el Banco Nación y la propia ANSES le otorgaron al gobierno nacional³⁵.

Así, tal como se constata en el Gráfico N° 2.7, a diferencia de lo ocurrido en la década de 1990 cuando el endeudamiento público se incrementó fundamentalmente por la deuda con el sector privado (y sobre el final del período con los organismos internacionales), en la posconvertibilidad el endeudamiento con el sector público fue el de mayor dinamismo. Por su parte, tendió a reducirse la deuda pública con el sector privado y a estabilizarse, después de la cancelación de los compromisos con el FMI, con los organismos multilaterales y bilaterales. El aumento de la deuda con los organismos internacionales que se observa en 2014 es consecuencia de los acuerdos celebrados con el Club de París.

³⁵ Vale aclarar que en el cálculo de deuda pública utilizado no se contabiliza la emisión de Letras y Notas del Banco Central, las cuales fueron utilizadas -con especial importancia durante 2013- para que la entidad monetaria obtenga pesos pasibles de ser prestados al Tesoro, evitando de esa manera la emisión de billetes que ampliarían la base monetaria.

Gráfico 2.7. Evolución de la deuda pública por tipo de acreedor (sector público, organismos bilaterales y multilaterales y sector privado), 1994-2014 (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

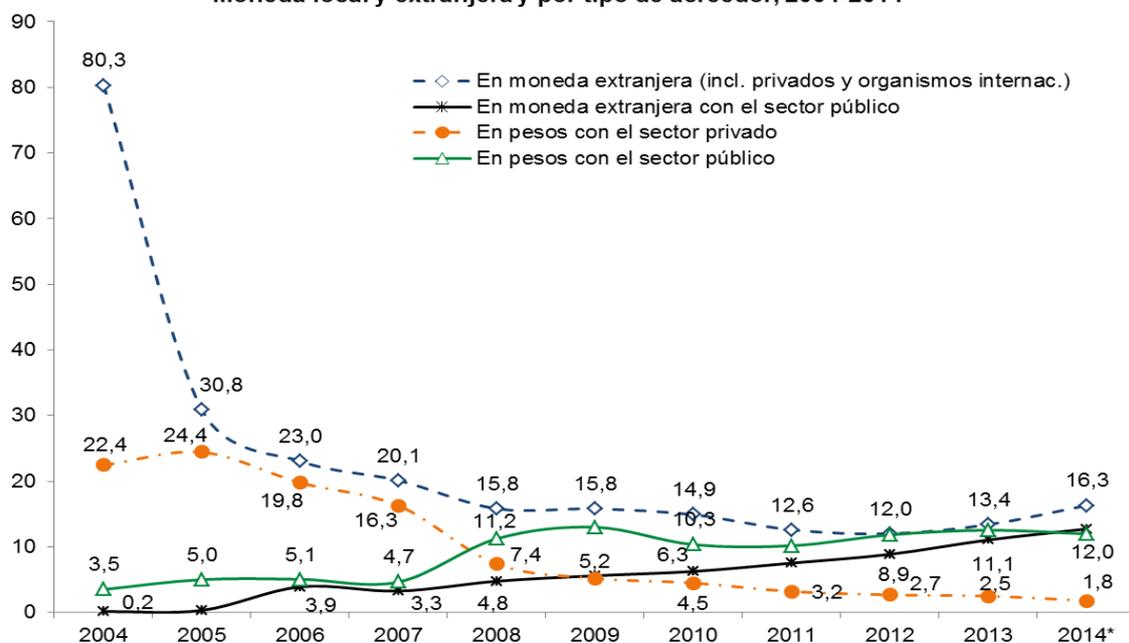
En segundo término, y como fue señalado previamente, el otro hecho estilizado sobre el que cabe hacer algunas presiones adicionales se vincula con el endeudamiento denominado en moneda extranjera o en moneda doméstica, máxime cuando en la economía argentina, como se analizará en el próximo capítulo, se asiste a la emergencia de la “restricción externa” (escasez de divisas). Al respecto, es interesante apuntar el significativo descenso que experimentó el peso de la deuda en moneda extranjera sobre el producto bruto.

La reducción de la deuda pública derivada del canje 2005 estuvo explicada esencialmente por la caída de la deuda en moneda extranjera con el sector privado tanto en términos absolutos como en términos relativos al producto bruto interno. Así, tal como surge de las evidencias proporcionadas por el Gráfico N° 2.8 la deuda externa con privados nominada en moneda extranjera se redujo del 80,3% al 30,8% del PBI entre 2004 y 2005. El aumento de los pasivos en moneda doméstica en 2005 obedeció a las emisiones de bonos Par, Discount y, fundamentalmente, Cuasipar colocados en pesos. El otro hito significativo en la reducción de la deuda pública en moneda extranjera se asocia con la cancelación de la deuda con el FMI, que se concretó en 2006. Es un dato por demás significativo, especialmente en un escenario de “restricción externa”, que el peso de la deuda pública en manos privadas denominada en moneda extranjera represente en la actualidad apenas el 16,3% del PBI (datos correspondientes, arreglo con Respol y Club de París mediante, a 2014)³⁶. Ello, a pesar de que el canje 2010 aumente los pasivos en dólares, euros y yenes.

³⁶ Asimismo, vale mencionar que los canjes permitieron una prolongación de los plazos, elevando el promedio de vencimientos de manera significativa, de forma que pasaron de 6,1 años a 10,7 entre 2002 y 2011, nuevamente como resultado de los canjes de 2005 y 2010.

Paralelamente, se advierten dos fenómenos relevantes que interesa observar: 1) que se incrementó sistemáticamente el peso del endeudamiento intra sector público en moneda extranjera a partir de 2005, alcanzando en 2014 el 12,7% del PBI; y, 2) que se alteró la relevancia de la deuda pública en pesos con el sector privado a partir de 2008 por efecto de la estatización del sistema previsional.

Gráfico N° 2.8. Participación de la deuda pública en el PBI (base 2004), en moneda local y extranjera y por tipo de acreedor, 2004-2014



* Datos correspondientes al segundo semestre. Al tratarse de los datos del PBI con base 2004, no coinciden exactamente con los presentados anteriormente con base 1993.

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía y De Lucchi (2013).

Recapitulando, entre las múltiples transformaciones que se registraron en la economía argentina durante la última década se encuentra la política desplegada en materia de endeudamiento externo, claramente divergente con las políticas ortodoxas de la etapa neoliberal. Así, desde 2003 en adelante no sólo se avanzó en un inédito proceso de desendeudamiento sino también en modificaciones significativas en la composición de la deuda pública tornando más solvente a la economía argentina. Los hitos fundamentales de este proceso fueron las renegociaciones con quita de 2005 y 2010 así como la cancelación en efectivo de la deuda con el FMI que permitió recuperar la autonomía en términos de la política económica. En los últimos años esa política se complementó con el acuerdo con el Club de París y al mismo tiempo se vio cuestionada por el fallo de los tribunales norteamericanos en el conflicto con los “fondos buitres”, cuyo análisis se encarará en el próximo capítulo.