

ACERCA DE LA REESTRUCTURA URUGUAYA DE DEUDA

CARLOS STENERI:

Con el beneficio de ser el último de los panelistas no tengo mucho más para agregar, sino simplemente intentar ampliar algunos de los aspectos que ya se han señalado. Antes de entrar a los detalles, diría que una cuestión importante a tener en cuenta es que después del canje algunos panchistas se están preocupando de los temas fiscales actuales, y de la sustentabilidad de la deuda en los próximos años. Esto quiere decir entonces que el problema inmediato que teníamos, se ha podido resolver, tema en el cual, hace 7 u 8 meses no se tenía un panorama demasiado claro, tanto en lo que concernía a la Administración, como a la comunidad financiera internacional. En aquel entonces el punto crucial a dilucidar era saber si estábamos frente a un problema de liquidez o a un problema de solvencia. La posición del gobierno era que estábamos frente a un problema de liquidez transitorio, exacerbado por la situación regional, y cuya génesis correspondía a desvíos fiscales su mayoría engendrados a partir de la devaluación brasileña de enero del 99, junto con los sucesos extraordinarios ocurridos en Argentina que arrastraron el sector financiero a la mayor crisis de las últimas décadas, lo que dio lugar a las consiguientes necesidades de mayor endeudamiento para financiar dicha crisis. La estrategia seguida en el canje suponía entonces que el país con esfuerzo podía revertir los efectos de la crisis, haciéndolo entrar nuevamente en una senda virtuosa que posibilitara el descenso del cociente deuda-producto.

¿Por qué esto era importante? Porque justificaba hacer un canje voluntario, que respetaba los derechos de los acreedores y aseguraba consolidar una larga tradición del país en materia de cumplimiento de sus obligaciones. Y de alguna manera era también un tratamiento simétrico con los depósitos reprogramados de los bancos públicos. En tal sentido, lo que se le estaba pidiendo a la masa de acreedores era un alivio en los

pagos para generar un espacio que permitiera reacomodar las cuentas fiscales y recomponer la senda de crecimiento del Producto Bruto.

¿Cuál era la otra alternativa? Si estábamos frente a un problema de solvencia, por definición lo que había que instrumentar era un “*default*”, es decir, un corte explícito en el valor nominal de los bonos. Eso nunca fue la posición de las autoridades uruguayas, aunque sí habían otras opiniones que entendían que ésta era la única alternativa viable. Y hago este comentario porque en algunos de los planteamientos realizados por mis colegas del panel, percibo que existe aún la duda de si lo que se debió resolver era un problema de solvencia o un problema de liquidez. En tal sentido, esa disyuntiva automáticamente implicaba significados diferentes en materia de las acciones adecuadas para resolver el problema. Si estábamos en un problema de solvencia, era entrar en un “*default*” con el consiguiente menú de “quitas” explícitas en los valores nominales de la deuda los bonos, reducciones en la tasa de interés, o una combinación de ambos. Por tanto entiendo que la precisión es relevante.

La presentación de Della Mea, de manera muy elegante modeló el canje como un “juego” de estrategia dominante en la cual había incentivos para que los jugadores (el mercado) tuvieran conductas cooperativas. Dicho de otra manera en la propuesta figuraban desincentivos para que el número de *holdouts* o de *free riders* fuera el menor posible. En la realidad ese camino no fue algo predeterminado totalmente desde sus inicios, sino que fue el resultado de una estrategia que se fue perfeccionando al andar, diría a lo largo de un camino, en el que a veces afloraban dudas sin que eso implicara retrocesos en la marcha. En ese camino tanto los acreedores como aquellos que actuaron en representación del país empezaron a desentrañar las fuerzas que ayudaban a promover una modalidad de canje voluntario.

Por ejemplo, uno de los aspectos importantes que se detectó fue que buena parte de los tenedores de deuda no eran los inversores originales. En los hechos eran la tercera, cuarta o quinta generación de inversores, los que fueron comprando la deuda a precios de liquidación, esperaban que hubiere algún tipo de mecanismo de canje que les permitiera hacer una ganancia rápida. Por ejemplo, si hubo inversores que compraron la deuda a 45 centavos y entendían que participando en el juego (el canje), la deuda

podía subir a 60, 65 centavos, estaban realizando una ganancia de 30, 40 o 50% en un lapso muy breve.

Detectada esa realidad a través de las consultas previas con los distintos inversores, se tomó conciencia que esos eran potenciales aliados dispuestos a participar en el canje. Más aún, era los más interesados de que hubiera una alta participación de inversores, porque les aseguraba realizar la ganancia esperada.

¿Cuál era su temor? Haber tomado posición en un bono a 40 centavos, y que luego el país entrara en “*default*”. En esa situación el precio de un bono, oscila en los 15 centavos. Ese era el riesgo asumido, dado que si el canje no se llevaba adelante, realizaban una pérdida del 50 o 60%, frente a la alternativa de que si todos entraban estaban realizando una ganancia de la misma magnitud.

Entendidas esas fuerzas, a las mismas se las fue complementando con la política de la zanahoria y el garrote, de manera tal de incentivar la aceptación de la estrategia y desalentar los *holdouts*.

Como por definición la estrategia implicaba lograr un canje voluntario, todas las acciones fueron de alguna manera un ejercicio de fino equilibrio entre aplicar toda la presión posible para disminuir la cantidad de *holdouts*, sin que ello fuera percibido por los operadores del mercado como una actitud agresiva que lesionaba sus derechos.

En este aspecto, se debe subrayar que tan importante como la ingeniería financiera es la ingeniería legal. Esto también es una lección importante del canje. El asesoramiento legal cubrió prácticamente todas las posibilidades para desincentivar el “free riding”. Cuando aparecía alguna filtración legal que lo facilitara, se fueron incluyendo normas de manera tal de construir una coraza que protegiera a los participantes de la operación y desestimulara o hiciera muy riesgoso quedar fuera de la misma.

La tercera lección, ya mencionada, es que este tipo de canjes se facilita si hay una alta concentración en la masa de acreedores. De lo contrario la operativa se dificulta, hecho que se convierte en un escollo para países que deban transitar operativas de canje. Ese es el caso de Argentina, cuya deuda esta dispersa entre miles de acreedores. En nuestro

caso, la tenencia de los bonos estaba concentrada en inversores institucionales, con escasa tenencia minorista.

El otro tema que corresponde mencionar es que a consecuencia de todo esto, los mercados están maduros del punto de vista intelectual para entender los riesgos que asumen cuando invierten en los mercados emergentes, lo que estimula a que ellos mismos en forma cooperativa con el deudor, busquen una fórmula de salida.

En la práctica quedó demostrado que la alternativa “estatutaria” propuesta por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para resolver el tema de la deuda fue superada por el éxito del canje voluntario. Su idea de crear una entidad que dictamina cuando un país tiene problemas de sustentabilidad de su deuda, para luego introducirlo en una especie de moratoria forzosa de sus pagos con el propósito de buscar una salida con sus acreedores, fue sustituida en la práctica por un acuerdo espontáneo entre deudores y acreedores.

Desde el comienzo del proceso, se entendió que esa no era la alternativa más adecuada, yéndose por la vía “contractual”, algo que los mercados también estuvieron dispuestos a aceptar. Y esa fue también una apuesta, fundada más por la necesidad y la intuición que por elaboración intelectual, porque justamente un acuerdo voluntario era el prerrequisito básico para preservar lo más posible los intereses de los acreedores y el acceso futuro del país a los mercados de capitales. En tal sentido entendemos que el canje genera hacia delante un antecedente muy valioso para otros países que estén en condiciones similares.

Está implícito en todo esto que el diseño final de la estrategia fue producto de intensas conversaciones con los organismos multilaterales. En particular con el Fondo Monetario, las cuales a veces tuvieron carácter divergente.

Y esto por las siguientes razones. La primera porque el FMI en aquel momento tenía una concepción diferente de cómo resolver el problema; segundo, porque en las proyecciones macroeconómicas es difícil lograr acuerdos rápidos, más cuando se trata de proyecciones de dinámica que explican trayectorias futuras de variables claves como la relación Deuda/Producto. Es sabido que en todo ejercicio de ese tipo, cualquier pequeña modificación en las condiciones iniciales de los supuestos, genera

trayectorias que pueden diferir notablemente en períodos cortos, aun en aquellos menores a los 10 años. Por lo tanto esto es un escollo para quienes transiten por situaciones similares. En efecto, se requieren buenos argumentos para convencer que el caso que están presentando desde el punto de vista macroeconómico justifica - como fue el nuestro - que se estaba frente a un tema de iliquidez y no un tema de insolvencia en materia de deuda externa.

Por otro lado, la discusión también se centró en la ingeniería legal aplicada sobre todo en las cláusulas de salida (exit consent). Había un tema que para algunos especialistas en temas jurídicos podía estar cercano a la ilegalidad, lo que podía ser fuente de juicios al país. Y eso estaba relacionado principalmente con el criterio de “agregación”. Es decir se aplicaron cláusulas de salida, que “vacían” a los bonos viejos de sus garantías a través de una decisión votada por la mayoría de los tenedores de las otras clases de bonos. Es decir que la voluntad mayoritaria de los acreedores de protegerse de los “*holdouts*” podía de alguna manera influir a una clase particular de bonos que no había aceptado de por sí esa propuesta, al decidir que le era mas conveniente mantenerse fuera del canje.

Este tema dio lugar a importantes intercambios de índole legal donde jurídicamente se innovaba, lo que daba la sensación en aquel entonces que se caminaba sobre el filo de la navaja. En definitiva, los hechos demostraron que la ingeniería legal funcionó a la perfección, y que su diseño fue una componente tan importante como la financiera.

Por último, dos o tres comentarios respecto al tema sustentabilidad de la deuda post-canje.

En primer lugar, va de suyo de que sin sustentabilidad fiscal, que implique sin superávits primarios suficientes para asegurar sustentabilidad, el canje tiene vida corta.

En segundo término, es necesario destacar algo que a veces nos olvidamos y que de alguna manera también fue la génesis del problema que debimos resolver. El punto está relacionado con que generalmente se enfoca al tema del endeudamiento mirando sólo la relación entre la deuda pública respecto al Producto Bruto, pero se olvida que lo que importa es la deuda total, tanto pública como privada, comparada a esa variable. Esto

mide el esfuerzo en la transferencia de recursos que tiene que hacer la sociedad para pagar el servicio de amortización a intereses. En tal sentido se desdibuja la distinción entre público y privado. En efecto puede haber un país con una deuda pública pequeña, pero con una deuda privada enorme en dólares, cuyo servicio se dificulta si hay un cambio importante en la paridad cambiaria. Por tanto el monto y el cómo del endeudamiento del sector privado también importa.

Atado a este tema hay un segundo elemento a resaltar. Los análisis mecánicos de relacionar la deuda con el producto sin tener en mente los plazos de su vencimiento son parciales. Por ejemplo, una deuda elevada pero que venza en cien años, lo relevante es su carga de intereses. También se enmascara que no se computa el desalineamiento entre monedas: una deuda pública nominada en pesos, es muy distinto a una nominada en dólares. Y esto nos lleva a hacernos dos preguntas o tres, para las cuales tengo sólo opiniones pero no respuestas definitivas.

Primero, ¿Cuál es la estructura óptima en monedas de la deuda de un país, para inmunizarla de variaciones de tipo de cambio? En teoría, su composición debiera ser igual a la partición del Producto Bruto entre bienes transables y no transables. Por ejemplo, en nuestro caso aproximadamente dos tercios de la deuda debería estar nominada en pesos y un tercio en dólares, dado que se corresponde aproximadamente a la participación en el PBI del sector que genera dólares con el sector que transa en el mundo de los pesos.

Esto lleva a considerar el tema de la desdolarización de la deuda. Si se mira lo que aconteció en Chile, cuando tuvieron una fuerte depreciación de su tipo de cambio, sus cocientes de deuda-producto no se desfiguraron demasiado, porque tenían la casi totalidad de su deuda nominada en unidades indexadas y no en dólares.

Dicho esto debo agregar que no creo en la posibilidad de una desdolarización total por vía administrativa. La desdolarización es un tema que lo decide el público, y no los gobiernos.

El segundo tema se conecta con otra lección de la crisis que dio lugar al canje. Repetimos en el lapso de dos décadas el mismo error en el

sector financiero. Lo vivimos a principios de la década del '80 y lo repetimos hace poco.

El sector bancario, en las dos instancias tuvo en sus balances pasivos en dólares y también activos en dólares, pero muchos de ellos conectados con préstamos a actividades del sector no transable. En definitiva, cuando una economía emergente impllosiona el sector de los bienes no transables (vivienda, servicios, etc.) es la variable de ajuste entrando rápidamente en cesación de pagos. En consecuencia, aparecen dificultades en el sector bancario principalmente la banca pública. Como resultado de su rescate, se requiere financiamiento externo (dólares) y mitigar el monto de la transferencia externa. Eso precipitó la necesidad de hacer el canje.

Como corolario final los descalces de monedas en los balances bancarios y en particular en la banca pública, son una fuente potencial de mayores niveles de endeudamiento externo, una vez que ocurre un cambio drástico en la paridad cambiaria.

Por tanto ligado el tema del manejo del endeudamiento externo aparece como subproducto importante la vigencia de regulaciones prudenciales que mitiguen o eviten el descalce de monedas en los balances de las entidades bancarias.