



**Sobre el nuevo canje y acerca de porque  
suspenden la ley cerrojo**

**Claudio Lozano**

**NOVIEMBRE 2009**

Recientemente el Gobierno Nacional ha enviado un Proyecto de Ley por medio del cual pretende suspender temporalmente la vigencia de la ley cerrojo (Ley Nro. 26.017) a través de la cual se prohibía reabrir el canje del año 2004 (dispuesto por el Decreto 1.735/04 y finalizado en febrero del 2005). Este Proyecto supone:

- a) Reabrir el canje del 2005. Lo que supone poder canjear la deuda que no entró en base a los mismos instrumentos y condiciones de aquel momento. Dentro de los instrumentos figuran los bonos ajustados por CER (que dicho sea de paso sirvió como excusa oficial frente a la intervención del INDEC) y los cupones atados al PBI (que crecieron significativamente a raíz de la propia manipulación del INDEC). Instrumentos que, a la luz de las condiciones y de lo ocurrido con el canje anterior, lejos están de ser considerados adecuados.
- b) Permite una eventual negociación privada entre el Estado y los tenedores de bonos que decidan no entrar al nuevo canje. Esto es así porque la propuesta oficial levanta la restricción que la propia Ley Cerrojo en su artículo 3 disponía como penalidad para aquellos que decidieran no entrar al canje. Es decir, luego de efectuado el nuevo canje, si algunos acreedores deciden no entrar, el Estado estará facultado para llegar a un acuerdo privado con los mismos por fuera del canje.

Frente a la Propuesta Oficial, consideramos que es inapropiado encarar una estrategia que supone que la Argentina retome el camino del endeudamiento. Reiteradamente en nuestra historia de los últimos 30 años, por los problemas estructurales que presenta la economía y que no se resuelven, el esquema fiscal termina atrapado en un dilema que, generalmente se resuelve mal: Se debe optar entre Ajuste o Endeudamiento, en lugar de asumirse los desafíos del desarrollo. Precisando, puede decirse que la estrategia oficial es inadecuada por 4 razones fundamentales:

- a) Es un enfoque de Política Económica inadecuado.
- b) No hay necesidad del canje ya que Argentina no presenta un problema de divisas sino de financiamiento en moneda local de su esquema fiscal.
- c) Argentina puede realizar un nuevo Canje en peores condiciones que el del 2005 sin necesidad de suspender la Ley Cerrojo
- d) Reabrir el canje del 2005 en un contexto mucho más favorable que en aquel entonces termina premiando a los bonistas que no entraron al canje. De acuerdo con la propuesta que los bancos –liderados por el banco Barclays- han entregado el 16 de octubre al Ministerio de Economía, reabriendo el canje pasado, el efecto que produce el mismo es el de mejorar la oferta de los bonistas premiando el hecho de no haber entrado al canje anterior y de haber comprado a precio de remate los bonos de la deuda Argentina en los últimos tiempos

La afirmación de estos puntos se sostienen en la consideración de las siguientes reflexiones:

### *a) Respecto al enfoque de la estrategia oficial*

Con la apertura del canje el Gobierno da el primer paso en concreto de su retorno a la ortodoxia noventista, volviendo a repetir lo que en sus mejores momentos negara. El Ministro Boudou, recientemente elogiado por Cavallo a partir precisamente de la apertura del canje, vuelve a decirnos, palabras más o menos “que si normalizamos nuestras relaciones financieras con el mundo, esto redundará en mejoras considerables para el crecimiento de la economía”, cuando la reciente fase de crecimiento acelerado que tuvimos desde mediados del 2002 y hasta mediados del 2007 es elocuente en señalar que se puede crecer sin regularizar la situación con los holdouts, el Club de París, y cualquier otro variopinto acreedor.

En un país como el nuestro, donde la fuga de capitales presenta un carácter estructural, que no viene de ahora sino desde hace más de 30 años, el problema no es ver como ingresan capitales, sino como se logra construir una regulación económica que permita retener el excedente (inhibir la fuga) y transformarlo en la inversión productiva que nuestro país necesita y merece. Resolver el tema del crecimiento supone solucionar la cuestión de la inversión en la Argentina, y esto a su vez significa discutir otras cosas, tales como la desigualdad para ampliar el volumen del mercado interno doméstico y las ganancias extraordinarias que se realizan en actividades de carácter extractivo para que podamos tener un horizonte de inversión en las actividades que tienen mayor valor agregado. Si se mantiene el formato de realización de ganancias extraordinarias en los primeros eslabones de la cadena productiva, la lógica del capital no invierte para agregar valor. En realidad mantiene sus posiciones dominantes en recursos extractivos – el agro, el petróleo, la minería o los insumos más elementales- y no avanza más de allí. Esto es lo que termina asfixiando el proceso de inversión en el país, y por ello el debate sobre el crecimiento nada tiene que ver, ni se resuelve con el canje. Por lo tanto, la Argentina debe replantear su esquema de ganancias relativas, para reorientar el esquema productivo del país, ubicando así como tema principal el modo de apropiación pública del excedente que la economía genera. En este marco, luego el capital externo y la disponibilidad de crédito actúan como complemento, no al revés. Nunca es el tema principal el modo en que nos endeudamos para después apropiarnos del excedente que tenemos.

Además, no parece razonable ingresar en una nueva etapa de endeudamiento en un contexto mundial en donde la lógica que están planteando los países desarrollados para resolver los efectos de la crisis mundial es canalizar financiamiento hacia los países en desarrollo para ampliar esos mercados como demandantes de la producción que viene del exterior. En este marco, el canje puede a lo sumo producir internamente una baja marginal de la tasa de interés que será apropiada por los pocos agentes económicos que detentan posiciones dominantes en los espacios productivos, financieros y económicos vigentes, financiando un proceso de crecimiento concentrado, extranjerizado y desigual como el que casualmente tuvimos en el período de mediados del 2002 hasta el 2007.

La decisión del Gobierno Nacional de reabrir el canje del 2005 constituye la puesta en práctica de un orden de prioridades al interior de la denominada “política de administración de pasivos” que ubica nuevamente en situación de privilegio a los acreedores. No compartimos la decisión de privilegiar la “normalización” con los acreedores que voluntariamente decidieron no entrar al canje en su momento, y que en la actualidad pugnan por que se reabra el mismo. En este sentido sería mucho más

importante revisar el uso de los fondos del ANSES que el Ejecutivo viene realizando, para que estos recursos en lugar de destinarse al pago de deuda, al financiamiento de la política económica (obra pública), a los negocios privados (créditos a las automotrices) e inclusive al reciente anuncio de ampliación de la cobertura de las asignaciones familiares para los hogares más postergados, tengan que ver con mejorar la extrema vulnerabilidad de ingresos que presenta los mayores cubiertos por el sistema previsional (donde el 80% de los mismos cobra el haber mínimo de \$827).

***b) Respecto a la necesidad del canje y los problemas fiscales***

En el punto anterior hemos expresado nuestro desacuerdo en el enfoque de política económica que sostiene la apertura del canje por considerarlo inadecuado para avanzar en los problemas estructurales que presenta la economía argentina. Y en términos coyunturales, el tema es mucho más absurdo todavía, porque Argentina no tiene problemas de divisas sino de moneda local (pesos), y como lo que se busca es financiamiento en divisas lo cierto es que eso no es lo que se necesita. No sólo tenemos reservas importantes en el Banco Central (más de U\$S 46.000 millones) sino un abultado saldo comercial en divisas (U\$S 14.000 millones estimados por el propio Gobierno para el 2009). E problema es que no lo podemos utilizar porque carecemos de la regulación económica adecuada para transformarlo en inversión. Por lo tanto el enfoque es equivocado no sólo en términos estructurales sino también coyunturales porque en un contexto donde necesitamos pesos nos están llevando a endeudarnos para buscar dólares.

Así, la reapertura del canje (al igual que el retorno al FMI) es una estrategia que evita el debate que en torno a la reformulación fiscal que hace rato deberíamos haber encarado. En efecto, desde el 2007 y al calor del agotamiento de las condiciones de crecimiento a tasas chinas, el cuadro fiscal ha sido el reflejo de los problemas del nivel de actividad (caída de la recaudación), las deficiencias en la oferta productiva (festival de subsidios) y la ampliación de las demandas sociales. En estos términos, la Argentina hoy tiene efectivamente problemas de caja en términos del déficit financiero del sector público. Hasta aquí los vinieron cubriendo con los recursos de la ANSES y el Banco Central. Cuando uno quita estos recursos, desde 2007 hasta el presente, la situación es de déficit financiero del sector público. En 2009 se registra un déficit financiero de más de \$52.000 millones y para 2010 existe una previsión cercana a los \$39.000 millones de pesos. Es en este marco que se inscribe la propuesta de la apertura del canje, ya que este tiene por objeto sostener el déficit financiero mediante un nuevo endeudamiento sorteando el ajuste en que nos ubica los efectos que produce mantener intacta la lógica económica vigente. Ver cuadro Nro1.

**Cuadro Nro 1: Serie Ejecución Presupuestaria de la Administración Nacional 2002 – 2010.** En millones de pesos

Concepto	2009 c/DNU	2010 E. Ppia
<b>I)Recursos</b>	<b>224.999</b>	<b>273.751</b>
Corrientes	223.598	272.170
Tributarios	140.913	172.975
Seguridad Social	65.508	77.343
Trasposos	0	0
No tributarios	7.233	9.455
Renta de la Propiedad	9.944	12.397
Tesoro + resto	5.844	4.007
ANSES	4.100	8.391
Capital	1.401	1.581
<b>II)Gasto Primario</b>	<b>225.609</b>	<b>258.523</b>
Corrientes	193.135	221.636
Salario	27.189	32.893
Jubilaciones	82.327	97.062
Subsídios a Sectores Económicos	35.291	35.291
Resto	48.328	56.390
Capital	32.474	36.887
<b>III)Resultado Primario</b>	<b>-610</b>	<b>15.228</b>
<b>IV)Intereses</b>	<b>27.682</b>	<b>26.546</b>
<b>V)Gasto Total</b>	<b>253.291</b>	<b>285.069</b>
<b>VI)Resultado Financiero</b>	<b>-28.292</b>	<b>-11.318</b>
<b>A) (VI) - Renta de la Propiedad</b>	<b>-38.236</b>	<b>-23.715</b>
<b>B) (VI) - Renta de la Propiedad - Trasposos</b>	<b>-38.236</b>	<b>-23.715</b>
<b>C) (VI) - B - Reforma Sist. De Capitalización</b>	<b>-52.236</b>	<b>-39.715</b>

Fuente : Elaboración propia en base a datos oficiales

Argentina tiene problemas de financiamiento de la deuda que revela el cuadro de debilidad fiscal, que bien puede ameritar una estrategia distinta a intentar “normalizar nuestra relación con el sistema financiero internacional”. Habida cuenta de que buena parte de la deuda pública fue traspasada de las ex AFJP al ANSES, la posibilidad de revisar el carácter del acreedor de la citada deuda es una clave para conseguir el oxígeno financiero que se busca mediante la reapertura del canje y la vuelta al FMI. Claro que lo expuesto (dar de baja la deuda pública en poder del ANSES) solo podría realizarse a condición de que el Estado se comprometa a financiar los déficit previsionales que demanden la cobertura de niveles jubilatorios dignos.

Además la existencia de millonarios subsidios a las empresas petroleras (más de \$30.000 millones previstos en el Presupuesto 2010), las exenciones impositivas a las rentas financieras, a las empresas oligopólicas y al consumo acomodado (más de \$11.000 millones para el 2010), así como la posibilidad de restituir las contribuciones patronales a los niveles vigentes en 1993 para el conjunto de las grandes firmas (se podrían recaudar más de \$15.000 millones en el 2010), así como la existencia de más de U\$S 46.000 millones de reservas son fuentes más que suficientes para hacer frente a las

necesidades fiscales sin recurrir al financiamiento externo y al mismo tiempo pueden servir para replantear el deterioro social y productivo que tenemos y que casualmente se expresa en el cuadro del deterioro fiscal.

***c) Respecto a la posibilidad de un canje distinto al del 2005.***

Si el Gobierno quiere hacer un canje de deuda para los bonistas que no quisieron entrar en el canje del 2005 en peores condiciones de los que entraron en aquel momento (como el oficialismo dice que quiere), no hay razón para suspender la Ley Cerrojo, ya que dicha Ley inhabilita para abrir el canje del 2005 pero nada dice de poder hacer un canje distinto (peor para los bonistas) al de aquel momento. Por eso, el Estado puede realizar un nuevo canje siempre y cuando el mismo no reproduzca los instrumentos y las condiciones del canje anterior. Es decir no podría otorgar títulos que ajusten por CER (resulta llamativo que luego que el Gobierno justificara su intervención en el INDEC a partir de los títulos que ajustan por CER vuelva a querer reincidir en dicho instrumento), tampoco podría emitir el denominado “Cupón de PBI”.

***d) Respecto al premio a los bonistas que no entraron al canje.***

La incompleta fundamentación de porqué suspender temporalmente la vigencia de los artículos 2, 3 y 4 de la Ley 26017 deja en claro que ese objetivo va unido a la estrategia de reabrir el canje en condiciones similares a las definidas en el Decreto 1735/04, con el agravante que en el contexto actual aquellas condiciones son hoy más favorables para los acreedores que en el 2005.

En los fundamentos del proyecto se vincula a una reducción sustancial de la deuda instrumentada en títulos públicos cuyos titulares no adhirieron al proceso de reestructuración con *sustanciales beneficios para el país*, pero no hay explicaciones sobre esa implicación.

En el canje definido por el Decreto 1735/04 se emitían tres tipos de bonos: par, discount y cuasipar, los dos primeros en distintas monedas y proporciones, dependiendo estas del monto que potencialmente ingresara al canje. Tomando como ejemplo del mismo al bono Discount emitido en U\$\$, por cada 100 nominales de deuda al 31/12/03 se entregaban 33,7 de Discount y 100 de unidades ligadas al PBI. En ese momento los mercados evaluaron que el cupón PBI no sumaba a la propuesta, porque las condiciones que gatillaban su pago fueron consideradas de difícil cumplimiento.

**d.1) CARACTERISTICAS DEL DISCOUNT U\$\$ O DICY**

Bono en U\$\$ a 30 años desde el 31/12/03, amortización en 20 cuotas semestrales e iguales desde el 30/6/24 al 31/12/33. Tasa del 8.28%, donde:

Del 31/12/03 al 31/12/08 paga 3.97% anual y capitaliza 4.31% anual

Del 31/12/08 al 31/12/13 paga 5.77% anual y capitaliza 2.51% anual

Del 31/12/13 en adelante para 8.28% anual.

Desde su emisión y hasta el 31/12/09, el DICY pagará en efectivo U\$S 29.08 por bono, o 9.8 U\$S por 100 originales presentados al canje.

#### **d.2) CARACTERISTICAS DEL CUPON PBI EN U\$S**

Estas unidades poseen características especiales distintas a un bono estándar, donde un pago anual dependerá del cumplimiento simultáneo de tres condiciones vinculadas con el nivel de actividad económica de la Argentina:

- A) el PBI real de cada año deberá ser superior al PBI base supuesto para ese mismo año.
- B) La tasa de crecimiento real del PBI en un año particular deberá ser mayor a la tasa de crecimiento real del PBI base de ese año. Este comenzó siendo del 4,26% en 2005 para descender gradualmente al hasta el 3% anual desde el 2015, manteniéndose constante desde ahí.
- C) El total de pagos efectuados por este instrumento no podrá superar el 48% del valor nominal de la deuda elegible (aprox. 40000 mill. U\$S), venciendo el 15/12/2035.

El 15/12/06 se realizó el primer pago de 0,625 para el cupón U\$S, correspondiente al crecimiento económico del 2005. El 15/12/07 1,318 por el crecimiento del 2006. En 12/08 2,2798 por cada 100VN, y para el 2009 se espera un pago de 3,2. Todo esto suma 7,4 U\$S por 100 VN. hasta fin de año.

Estos pagos han estado muy por encima de lo esperado por el mercado en el 2005, por haber tenido un crecimiento mayor pero también por la subestimación del índice de inflación, que acrecentó los valores del PBI real.

#### **d.3) CARACTERISTICAS DE LA PROPUESTA CONOCIDA PUBLICAMENTE**

A fines de octubre trascendió una propuesta analizada por Economía de Barclays Capital (uno de los tres bancos organizadores del canje anterior). Propone reabrir el canje sobre un capital de deuda nominal original de 20000 mill. U\$S , asegurando una participación mínima de 10000 mill. U\$S asumiendo el rol de Coordinador Global, con el apoyo del Citi y Deutsche Bank como parte del Sindicato.

De esta manera se ofrecería a los tenedores de deuda el bono Discount U\$S en la misma relación de quita (66,3%). Los intereses acumulados desde el 31/12/03 y los cupones pagados de PBI se harían a través de un bono al 2016 con una tasa de emisión del 12.5% (la que en este momento valúa el mercado, altísima, y que les permitiría hacerse de efectivo por los intereses atrasados). Además, se entregan 100 cupones PBI U\$S por cada 100 VN deuda.

O sea que el tenedor de deuda en default recibiría por cada 100 U\$S VN deuda.

- a) 33,7 en Discount cuyo valor técnico (por los intereses capitalizados) es de 1.279, por lo que implica la entrega de 43.1023 en nueva deuda.
- b) 100 unidades PBI en U\$S.
- c) 17.22 en Bonos 2016 en U\$S con tasa de emisión del 12.5%.

A los precios de mercado actuales, la propuesta representa entre 51 y 52 U\$S por 100VN, cuando los bancos de inversión y fondos especuladores “juntaron” los 10000 mill. U\$S de deuda en estos años a valores menores a 30 U\$S. O sea una ganancia como mínimo para los bancos del 72%.

#### **d.4) LA LOGICA DE LA OPERACIÓN**

Estos números muestran que, lejos de la pretensión de reabrir un canje ya instrumentado en peores condiciones que las originales, se intenta premiar a quienes fueron comprando en el mercado a precios de remate la deuda en default. Sin embargo, hay una pregunta que está por detrás de todo este análisis: porqué reabrir el canje del 2005 cuando se puede instrumentar un nuevo canje en peores condiciones que el anterior y no modificar la ley 26017? Quizá la respuesta esté en el forzado maridaje de la suspensión de la “ley cerrojo” y las características de la propuesta que se efectivice.

Un nuevo canje en peores condiciones podría tener cualquier forma, por ejemplo sólo entregar bono Discount en la misma relación del 2005, pero sin el cupón PBI ni el reconocimiento de intereses vencidos.

Si se llevara adelante la propuesta de Barclays mencionada, los tenedores estarían, más allá de que los instrumentos son similares, en mejores condiciones que si hubieran tomado la decisión de canjear en el 2005. Los motivos son dos:

- 1) Se intenta reconocerles los intereses vencidos del Discount y los pagos del cupón PBI, retrotrayendo la decisión al 2004, y premiando el no haber corrido el riesgo en aquél momento. Además, la emisión de un bono al 2016 a tasas monstruosas hace que, aún en las condiciones de mercado actuales, recuperen en cash esos intereses vencidos.
- 2) Emitir más cupón de PBI tiene atractivo para el acreedor con mayor probabilidad de cobro que en el 2005. En aquél momento se proyectó un PBI real que hoy quedó (por crecimiento o por subestimación de la inflación) muy por debajo del PBI real actual. Esto significa que el cupón pagará con sólo cumplir el factor B), o sea una variación de PBI para un año específico de sólo el 3%. A esto le podemos sumar que más del 50% de los cupones emitidos en \$ (que estaban en poder de las AFJP) han sido rescatados por el Tesoro, con lo que llegar a U\$S 40000 mill. como tope está más lejos, o dicho de otra forma, hay más para repartir entre los acreedores.

Esta secuencia intenta explicitar como la pretensión de suspender la prohibición de reabrir el canje del 2005 está íntimamente vinculada con el deseo, de parte de los acreedores, de retrotraer el canje a sus condiciones originales, reconociéndoles los intereses vencidos y brindando un instrumento como el cupón PBI que, lejos de las previsiones originales, demostró ser una gran carga para el Tesoro.

El resultado concreto de esto en términos de números es el siguiente: mientras en el canje de 2005 por cada cien dólares se reconoció a los bonistas 33 dólares, en esta



propuesta por cada cien dólares se les van a reconocer 52 dólares. Los bonistas tienen mejores condiciones y en muchos casos compraron a precio de remate, por debajo de los 30 dólares, la deuda que van a canjear hoy. Estamos brindando una ganancia extraordinaria, superior al 70% .

Además es mentira que la Argentina no se hace cargo de las comisiones. Eso sí, no las llaman comisiones, las llaman honorarios. Los honorarios que se establecen están en el orden del 0,5% del total que se canjee, es decir, prácticamente el doble de lo que se pagó en el marco del canje que hizo Lavagna. Además de estos honorarios hay un rubro de gastos por el canje que suma Argentina, que tiene un piso de 720 mil dólares, pero se termina de definir al final de la operación.

Entonces, desde nuestro punto de vista, existen dos inconvenientes: En primer lugar, no compartimos el enfoque por el cual se llega a esta definición. Si queremos discutir sobre desarrollo y crecimiento, son otros los temas que hay que debatir. Por otro lado, tal como está planteada esta operación, en lugar de ser un canje en peores condiciones implica simplemente abrir el canje anterior para mejorar la oferta a los bonistas que compraron a precio de remate la deuda argentina.