

ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA REESTRUCTURA DE DEUDA URUGUAYA¹

GUILLERMO MONDINO.

Voy a tratar de tocar tres temas centrales de los cuales me gustaría que se llevaran algún tipo de mensaje y transmitirles en todo caso, cuáles son las preocupaciones que algunos analistas tenemos cuando miramos la situación en la región y en todo caso con algunos puntos en particular lo es en Uruguay, a sabiendas de que nunca cae muy bien que alguien de la otra orilla venga acá a pontificar.

Los tres temas sobre los cuales me gustaría hablar son, seguir un poco con este tema de los *holdouts* y las implicancias del tratamiento que le dio Uruguay a los *holdouts*, en particular tomando esto como perspectiva para posibles canjes futuros, y las acciones que uno podría imaginarse en el caso argentino y en particular pensando en el futuro mismo del Uruguay.

El segundo tema es el tema de la política fiscal y el crecimiento y el *status* actual de la política fiscal y el crecimiento y terminar con algunas disquisiciones sobre las tendencias políticas en la región y que implicancias tienen éstas para los problemas de deudas de nuestros países.

Empecemos con el tema de los *holdouts*. Conceptualmente, y esto ya lo vimos, aumenta la chance de que haya *holdouts* cuanto más grande es la diferencia entre el valor presente de los flujos futuros descontados a la misma tasa que los flujos hoy comprometidos. Es decir, en la medida que el canje que propongo implique recortes significativos de los derechos financieros de los tenedores, voy a potenciar las chances de tener *holdouts*.

Eso, sumado a los posibles cambios en las reglas de juego no financieras (como las cláusulas de acción colectiva, etc.), es lo que hace

1 Versión corregida por el editor pero no por el conferencista

que hayan más o menos chances que existan *holdouts*, esto ya lo vimos en la primera de las presentaciones.

Y también como vimos al comienzo, todo canje básicamente pivotea alrededor de un compromiso, un *tradeoff* muy difícil de resolver. Casi imposible de resolver perfectamente diría yo, que es el *tradeoff* entre recuperar la solvencia fiscal en forma plena y resolver el problema de los *holdouts*.

Cuanto más me focalizo en resolver los problemas de los *holdouts*, más generoso tiendo a ser con los acreedores, para tratar de inducirlos a una mayor participación y por lo tanto más lejos estoy de resolver el problema de la deuda. Y por otro lado cuanto más confrontado con el mercado, cuanto más duro soy en la oferta que le hago a los mercados para maximizar la recuperación de la solvencia fiscal, más chances tengo de generar problemas de *holdouts*.

La forma en que uno trata de resolver esto es cambiando cláusulas legales y otras contingencias alrededor de los contratos, de forma tal de conseguir el mayor descuento posible y a través de la mayor presión posible por estos mecanismos legales.

Pero este mecanismo, este problema subyacente a resolver, que es tratar de maximizar la participación, y por lo tanto ser exitoso el canje versus el problema de solvencia fiscal, genera serios riesgos que hoy en el mercado se llaman el “síndrome de Ecuador”, pensando en la reestructuración ecuatoriana de deuda que logró una participación importante en la primera oferta, que fue la primera innovación latinoamericana, en todo caso en este mercado, que utilizó algunos de los que hoy conversábamos, estas cláusulas de **no financieras** etc., pero que no terminó de obtener todos los descuentos que presumiblemente hubiera necesitado el país para asegurarle una solvencia permanente, y que ha dejado al país, continuamente, al borde de una nueva reestructuración.

Yo creo que esto es muy importante tomar en perspectiva cuando se piensa el caso Uruguay.

Cuando se piensa en el caso Uruguay, lo que se encuentra es que hubo una pequeña afectación de los *cashflows* basados sobre esta hipótesis, que obviamente no podremos demostrar hasta que *ex post* sepamos si los

flujos de caja eran o no eran lo suficientemente altos, de que Uruguay tenía un problema de liquidez y no un problema de solvencia.

Como esto no lo vamos a saber y no lo podemos saber, la apuesta de Uruguay fue — y a mi juicio fue una apuesta sensata— fue una apuesta a que el problema era centralmente un problema de liquidez. El país se vio afectado por un fuerte contagio por lo que ocurría en los países vecinos, y la apuesta fue a que las reformas de políticas domésticas más el rebote que se pudiera dar en los países vecinos fueran a permitir resolver esto.

Entonces Uruguay hizo una pequeña afectación de los derechos financieros por una muy fuerte afectación de los derechos no financieros. De hecho Uruguay lleva al límite todas las afectaciones e impone las cláusulas de acción colectiva más duras que existen hoy en el mercado.

Esto de ninguna manera debe ser tomado como un comentario negativo, al contrario, digamos, esto es una maniobra muy inteligente, porque lo que le permite a Uruguay conseguir el mayor alargamiento de plazo y las mejores condiciones posibles en una transacción que sea lo más amistosa posible con el mercado en ese momento.

Esto le facilitó a Uruguay la reestructuración, la reestructuración extremadamente exitosa, pero a su vez tiene otra característica importante, que es que le facilita a Uruguay una potencial reestructuración futura. La introducción de las cláusulas de acción colectiva que hace Uruguay no se hacen pensando en la reestructura actual. Para lo que le sirve a Uruguay es que si este canje prueba ser transitorio, si los problemas de Uruguay no eran de liquidez sino de solvencia, en esas condiciones Uruguay va a tener un instrumento con cláusulas de acción colectiva que le van a facilitar muchísimo la vida a la hora de proponer en el futuro una reestructuración más integral, si ustedes quieren, con recortes más importantes de la deuda. Con lo cual se acerca en espíritu a esa propuesta que había ideado la firma J.P.Morgan, es decir, relativamente baja afectación de derechos financieros al comienzo, imponer cláusulas de acción colectiva y en una segunda instancia, la afectación más importante.

Uruguay dice: no va a haber dos instancias, al menos desde la perspectiva actual, porque mi problema es de liquidez. Pero si llegara el diablo a meter la cola, en ese caso yo ya me he prevenido, porque tengo estas cláusulas de acción colectiva.

Esto es una verdadera innovación, porque en el pasado los países emergentes habían optado por introducir las bono a bono. Uruguay las incorpora en forma genérica para casi toda la estructura de deuda de canjeo.

Esto a su vez, esta es una innovación muy importante que genera un precedente fundamental para el resto de los países. ¿Cuáles son las implicancias y las lecciones para otros?.

Bueno yo diría que en primer lugar se hace un esfuerzo significativo de ajuste, en lo fiscal se hace una reversión importante de la posición fiscal, de tener un déficit primario el año pasado a tener un superávit primario importante este año.

Este esfuerzo fiscal significativo que hace el país y con un compromiso importante al futuro, a su vez se hace junto con un canje de deuda que está concebido fundamentalmente como un mecanismo para comprar tiempo.

Para comprar tiempo para darle chances a las políticas fundamentales en su lugar de dar resultado y comenzar a operar.

Y compra tiempo en forma barata, no compra tiempo pagando altas tasas de interés como de alguna forma ocurrió en el caso en el cual yo tuve mucho que ver, que fue la organización del mega canje argentino, donde se compró tiempo en forma cara, porque pagamos altas tasas de interés para que fuera totalmente voluntario el canje, que fue el caso del megacanje.

En el caso uruguayo que no es totalmente voluntario, lo que se hace, se compra tiempo en forma barata, en una forma, yo diría, muy inteligente.

El segundo aspecto del canje, es que la próxima administración ya no tiene tantos costos para reestructurar la deuda, si lo quisiera. Y esto es importante, es decir, genera una característica intrínseca, endógena al canje uruguayo que deja la permanencia de la mayor parte de los canjes históricos.

Lo que las lecciones de reestructuración nos enseñaban en el pasado, en particular la más importante de reestructuración, que fueron las reestructuración a los Brady's, era que se hacía una reestructuración para

que fuera final, definitiva, terminal, y hasta acá llegábamos y a partir de ese momento creamos tanta protección de los derechos de los tenedores de deuda como para no volver a reestructurar.

En el caso ecuatoriano se hizo algo más o menos parecido. En el caso uruguayo se hace exactamente al revés.

En el caso uruguayo lo que se hace es, se facilita la salida a una segunda reestructuración, y esto creo que es importante.

Esto es importante porque además Uruguay queda con un alto nivel de *overhang* de deuda, queda con un alto nivel de endeudamiento, queda con un nivel de endeudamiento que estimado en la última carta de intención es más del ciento por ciento de deuda PIB y que en mis estimaciones aún llegando al año 2010, todavía Uruguay va a tener niveles de endeudamiento cercanos al 67% de deuda PIB.

Es decir, la convergencia de niveles más bajos de deuda PIB va a ser muy gradual, muy lenta y va a forzar un grado de disciplina extraordinario por parte del país en los próximos años para conseguir reabrir los mercados en forma creíble. Y esto, como decía, es el primer experimento genuino que vemos de una reestructuración transitoria.

Lo que los libros de texto nos enseñaban con respecto a las reestructuraciones corporativas es que siempre una reestructuración es mejor cuando es permanente que cuando es transitoria. ¿Por qué?. Porque en la reestructuración transitoria de deuda se crean muy malos incentivos a los inversores. Extrapolar esto a un país es muy difícil y probablemente no natural, sin embargo uno puede hacer algunos paralelismos: ¿qué pasa cuando a un país le queda la espada de Damocles pendiente arriba? ¿qué pasa si el año que viene el nuevo presidente decide que esta reestructuración no fue todo lo agresiva que debió haber sido y se vuelve a intentar reestructurar? ¿qué hace el inversor hoy que está viendo este escenario? Toma sus precauciones frente a este nuevo escenario. ¿Qué hacen todos los inversores en estas circunstancias y uno queda con una alta carga de deuda independientemente de si va a haber una nueva reestructuración o no? Es preocuparse de que mañana para poder pagar la deuda, le van a caer nuevas cargas tributarias. Por lo tanto el haber avanzado con una reestructuración tan exitosa genera por el otro lado dificultades y quedan incentivos negativos — yo diría no demasiado grandes en el caso uruguayo

por suerte — pero incentivos negativos del *overhang* de la deuda hacia la inversión.

Finalmente en las últimas semanas, en principio — o esta es la percepción en general — es que Uruguay toma la decisión de comprar a los *holdouts*, comienza el proceso de que no solamente se trató de minimizarlos, sino que una vez que son pequeños, que ya no hay tantos, es más barato sacarse esos juicios de encima para tratar de ser catapultado de vuelta a *Investment Grade* lo más rápido posible, y es pagarle a esa gente y sacarse el problema de encima y terminar con este problema.

Pero fíjense que esto tiene implicancias muy negativas para otros reestructuradores futuros y para el mismo Uruguay si quiere volver a reestructurar el año que viene. Porque si Uruguay le ha pagado este año a los *holdouts*, lo que veíamos antes dependía mucho de la probabilidad de que el que iba a decidir si participaba o no en el mercado le asignaba que le fueran a pagar. Si el mismo país en la transacción inmediatamente anterior les pagó, obviamente hacia el futuro, el incentivo a participar en una transacción se hace mucho más bajo. Por lo tanto quedan incentivos cruzados, por un lado se facilita la transacción por las cláusulas de acción colectiva que se introducen y por el otro lado el comprar a los que se quedaron afuera trae algunas dificultades potenciales futuras y una sensación de maltrato residual por parte de aquellos que participaron del canje, que dijeron: “Bueno che, si yo me hubiera quedado afuera, en todo caso me hubieran pagado y me hubiera sacado de encima este dolor de cabeza”

Como me estoy quedando sin tiempo voy a ir muy rápido en el par de puntos que quedan.

Primero es el de las demandas fiscales y el crecimiento. Y ahí voy a plantear básicamente un conjunto de preguntas y nada más.

El primero es: ¿es el esfuerzo fiscal actual suficiente?. Según mis estimaciones, ustedes van a terminar con un superávit primario de algo más del 2%, no van a llegar al 3% de la última carta de intención -puede ser que me equivoque y terminen en el 3%- pero de acuerdo con los números que he visto hasta ahora no me permito ser tan optimista. Pero no es tan grave esto, no es una cosa extraordinariamente mala, el año que viene van

a tener aún más superávit primario, y esto es bueno, y probablemente lleguen a cerca del 3% 3.5% si las cosas les salen bien.

Pero la pregunta es: ¿ésto es suficiente? Porque cuando uno piensa en el esfuerzo fiscal que hace un país que reestructura su deuda, que tiene una crisis bancaria, que cambia su régimen cambiario y adopta un nuevo sistema monetario, ¿es suficiente ese grado de esfuerzo fiscal, o es que el país debe cambiar radicalmente el *mix* de política económica hacia una política fiscal más dura y una política monetaria más blanda que le permita reconstruir más rápidamente la intermediación financiera reconstruyendo lo más rápido posible la credibilidad en el sistema y por supuesto achicando el *stock* de deuda lo más rápido posible?

Me permito aventurar que Uruguay está al menos un punto y medio lejos de lo que debería estar en términos del esfuerzo fiscal ideal.

Segundo lugar es: ¿en estas condiciones, Uruguay tiene las reglas macro fiscales fundamentales? Yo diría, hoy sí, pero dentro de un par de años, cuando el sistema comience a caminar será importante que Uruguay empiece a pensar en la incorporación de las reglas de superávit estructural al estilo de lo que tiene Chile, una vez que haya aprobado y haya comenzado a salir de esta brutal recesión que tiene hoy.

Tercer punto, en término de lo fiscal. ¿No estaremos enfrentando una situación políticamente complicada de un fuerte *moral hazard* donde los políticos en Uruguay se sienten que porque fue exitoso el canje y porque el Fondo los ha ayudado es hora de aflojar con la política fiscal? ¿No habrá aquí un fenomenal problema de *moral hazard* que cuando se los ayuda a nuestros políticos — ni que hablar de los argentinos por supuesto — cuando se los ayuda a nuestros políticos a través de una buena gestión técnica y a través de una gestión financiera internacional importante, rápidamente aflojamos en la situación fiscal? ¿No será importante también que enfrentemos y diseñemos instrumentos para resolver este *moral hazard*?

El cuarto punto es el que hablábamos del problema de la deuda, este problema del *overhang* de la deuda probablemente implique que Uruguay no pueda crecer lo suficientemente rápido y si Uruguay no puede crecer lo suficientemente rápido no resuelve su problema de deuda PIB. Si no resuelve el alto endeudamiento, le costará mejorar en calificaciones,

si no mejora en calificaciones le costará acceder a los mercados... Entramos a un círculo vicioso. Por lo tanto, de nuevo, el esfuerzo fiscal pasa a ser un pivote central, me parece que en Uruguay no está lo suficientemente internalizado este problema, muchísimo menos en mi país.

Finalmente para terminar, dos preocupaciones que tengo.

Algo nos decía Lorna del país con el nuevo modelo y el cambio del modelo de las 3 B. ¿Cuál es el nuevo modelo país? ¿Es este Uruguay o el Uruguay dependiente de la Argentina y de Brasil y lejano de los Estados Unidos, el Uruguay que va a poder resolver rápidamente sus problemas?

Yo estoy lejos de proponer que Uruguay rompa con el MERCOSUR, ¿pero Uruguay ha encontrado su nuevo modelo de país? ¿Lo va a encontrar en el próximo año?. ¿Si no lo encuentra de qué forma va a avanzar en su reestructuración?.

Creo que este es un tema de debate nacional importante.

Y el último punto es: si hay algo que le ha quedado mal, si hay algo de *overhang* que le ha quedado al Uruguay es el *overhang* con el Fondo Monetario. Ha quedado con un nivel de endeudamiento con el Fondo Monetario que lo hace terriblemente dependiente de los caprichos del Fondo Monetario. Y todos sabemos que los tienen. Nada más.