

## REESTRUCTURA DE LA DEUDA PUBLICA URUGUAYA

Opinión del Director Ejecutivo de CERES, Dr. Ernesto Talvi,  
publicada en un reportaje del diario El Observador del 17 de marzo de 2003

---

**P: ¿Había otro camino que ir al canje de la deuda?**

**ET:** No, no había otro camino mejor. El país debe repagar en el año 2003 cerca de 800 millones de dólares por concepto de amortización de títulos públicos y no tiene reservas internacionales suficientes para hacerlo. Tampoco tiene la posibilidad de renovar de manera espontánea esos vencimientos en el mercado, ya que el crédito voluntario no existe. La larga y difícil negociación con el FMI reveló que tampoco los organismos internacionales estaban dispuestos a darle más crédito al país para repagar sus obligaciones con los acreedores privados. Sin reservas internacionales, sin acceso al crédito voluntario en el mercado, sin crédito suficiente de los organismos internacionales se abrían dos posibilidades: o se dice “no puedo pagar”, o sea, el Estado uruguayo se declara unilateralmente en cesación de pagos (el famoso *default*) o se procura entrar en una negociación con los acreedores para refinanciar los vencimientos. Esto último es por lo que se optó y en mi opinión con acierto, pero no debe ser motivo de regocijo. Mejor hubiera sido no estar en esta situación y en esta situación no estaríamos si hubiéramos sido capaces de mantener la deuda pública a niveles acotados, no gastando en exceso cuando los recursos fiscales abundaban.

**P: ¿Es un buen momento para el canje o esto debió iniciarse antes?**

**ET:** El timing de la decisión en este caso lo determinaron las circunstancias. Cuando se hizo obvio que los organismos internacionales no aportarían los recursos para amortizar obligaciones con los acreedores privados no quedó más remedio que recurrir a la negociación directa con los acreedores. Claramente esta decisión se tomó una vez que se agotaron los esfuerzos de negociación con los organismos financieros internacionales.

**P: ¿Que opina del camino elegido: esta propuesta aparentemente abierta que recogería lo que el mercado pide?**

**ET:** Eso es exactamente lo que define una negociación. Se abre una instancia de diálogo en la que una parte plantea sus dificultades y las posibles soluciones y la otra escucha y también propone. Este proceso de consulta debe verse por un lado, como una actitud de buena voluntad hacia los acreedores, ya que se procura evitar imponer unilateralmente las condiciones de la refinanciación. Por otro, es un mecanismo que permite revelar información acerca de que clase de propuestas de refinanciación es la que tiene la mayor probabilidad de ser aceptada voluntariamente por la mayoría de los acreedores.

**P: ¿No es más fuerte iniciar una negociación de éstas desde el default?**

**ET:** Eso es como decirle al acreedor: “mire, como yo ya le dejé de pagar más le vale entrar en un arreglo conmigo así por lo menos tiene la posibilidad de cobrarse algo”. Eso es una victoria pírrica, ya que para fortalecerse en la negociación uno primero se autodestruye.

**P: Dado el camino elegido, será entonces fácil o difícil inducir la participación voluntaria de la mayoría de tenedores de títulos en el canje de deuda?**

**ET:** Aquí hay que entender bien de lo que se trata esta operación y las dificultades que conlleva. Lo que a la postre se va a proponer es un canje de los títulos públicos que hoy existen, por otros cuyo calendario de pagos se difiere en el tiempo. Esta refinanciación de los vencimientos procura darle al país el oxígeno necesario para recomponer su situación sin tener que declararse en cesación de pagos. En principio, una refinanciación exitosa es en el interés colectivo del país y de sus acreedores, ya que si el país consigue recomponer su situación los acreedores tendrán más posibilidades de cobrar que las que tendrían si se cae en una cesación de pagos potencialmente desordenada y traumática.

El problema central es cómo inducir voluntariamente a los actuales tenedores de títulos públicos a canjear sus viejos títulos por los nuevos de mayor plazo y que nadie se quede con los títulos viejos pensando “si los demás entran en el canje y yo no, yo termino cobrando”.

**P: Pero eso puede ocurrir...**

**ET:** Si todos pensaran así, nadie entraría voluntariamente en el canje aunque resulta en el interés colectivo de los acreedores que todos entren. Para evitar este problema e inducir la participación voluntaria de la mayoría de los acreedores, los nuevos títulos deben resultar relativamente más atractivos con respecto a los viejos. Eso se puede lograr de dos maneras: o se “endulzan” las condiciones de los nuevos títulos, por ejemplo pagando una tasa de interés más alta, o se “avinagran” las condiciones de los viejos bonos modificando ciertas cláusulas de manera de que resulte poco atractivo quedarse con ellos.

Una operación de canje en la que participen voluntariamente la mayoría de los acreedores es una cirugía compleja y su éxito no está garantizado de antemano. En mi opinión, será más fácil inducir la participación mayoritaria de los tenedores de títulos que están emitidos bajo legislación uruguaya, que representan casi el 40 por ciento del total. Pero en lo que respecta a los bonos emitidos bajo legislación internacional habrá que moverse con la sutileza de un miniaturista de oriente.

**P: Ocurre que el mercado espera, primero, que Uruguay diga que está dispuesto a ofrecer y quiere beneficios. ¿Cree que hay beneficios a ofrecer por la vía de las cláusulas del nuevo bono, siguiendo el camino de México, que emitió bonos que contienen cláusulas de acción colectiva?**

**ET:** Los títulos emitidos bajo ley inglesa en casi todos los casos ya contienen cláusulas de acción colectiva, es decir, cláusulas que permiten, en la eventualidad de que sea necesaria una reestructuración de esa deuda, que una mayoría calificada de acreedores cambie las condiciones del bono, por ejemplo en cuanto al plazo de pago, y ese cambio se le imponga compulsivamente a la minoría. Estas cláusulas se incluyen para facilitar los procesos de reestructuración. Los bonos emitidos bajo ley de Nueva York habitualmente no contienen este tipo de cláusulas. Sin embargo, la evidencia indica que no hay mayor diferencia en las tasas que un mismo emisor paga, cuando emite un bono con o sin cláusulas de acción colectiva. Ello me lleva a pensar que la inclusión de cláusulas de acción colectiva en los nuevos bonos no será un “edulcorante” suficiente para inducir el canje voluntario. Habrá que pensar en otras posibilidades, como el otorgamiento de garantías a los nuevos títulos o la inclusión de cláusulas contingentes que dicen más o menos así: “ si mi situación mejora, entonces estoy dispuesto a mejorar las condiciones del bono”.

**P: ¿Qué opina de los mecanismos que empleó Ecuador para “arruinar” su deuda vieja con “píldoras envenenadas” a manera de incentivo para el canje? ¿Cree que Uruguay debe hacer lo mismo?**

**ET:** El nombre técnico de las llamadas “píldoras envenenadas” es *exit consents*. Esto quiere decir que los tenedores de viejos títulos en el mismo momento en que una mayoría de ellos acepta el canje por los nuevos títulos, también dan su consentimiento para cambiar algunas cláusulas de los viejos títulos que haga menos atractivo para el resto quedarse con ellos. Este es un mecanismo aceptado por los mercados financieros internacionales justamente porque se entiende necesario para inducir la participación de la mayoría de los acreedores en el canje de títulos. De todas maneras, se trata de un mecanismo relativamente novedoso que debe usarse con prudencia para no rebasar los límites de la juridicidad y generar complicaciones legales en las cortes de Nueva York.

**P: ¿Es factible que Uruguay re programe deudas con los Organismos internacionales? ¿Qué se necesita para esto?**

**ET:** Casi la mitad de la deuda del Estado uruguayo es con organismos multilaterales. Sería inconsistente que éstos apoyaran al Uruguay para plantearle una reprogramación a los tenedores de títulos públicos y que a la vez permitan que el país entre en cesación de pagos con los organismos internacionales. Como se vio en el caso de Argentina existen diversos mecanismos para refinanciar esas deudas con los organismos, entre ellos, aprobar nuevos créditos para repagar los viejos.

**P: El gobierno intenta cerrar el capítulo crisis bancaria, acomete ahora la deuda. ¿Es correcta a su juicio esta estrategia? ¿Qué le falta?**

**ET:** La crisis bancaria y la devaluación dejaron como saldo en el país una triple crisis: de sobreendeudamiento público y privado y de confianza en el sistema financiero. Resolver esta triple crisis, es decir, normalizar las relaciones financieras y crediticias es la base para la reactivación productiva y la recuperación del empleo. Y hoy no puede haber otra prioridad que no sea la reactivación y por lo tanto no puede haber otra prioridad que resolver esta triple crisis financiera. Y para ello, alejar el fantasma de una cesación de pagos potencialmente traumática por parte del Estado uruguayo es el ingrediente fundamental de la normalización y restablecimiento de la confianza. Sin minimizar las dificultades que restan por delante, si se refinancia con éxito la deuda pública y se termina de sanear al sistema financiero, el país estará pronto para comenzar un proceso de reactivación. Y apenas la cosa empieza a apuntar para arriba, aunque sea de manera tenue, el clima del país empezará a cambiar favorablemente.