

## Economía

“La sentencia de Griesa atenta contra la eficiencia de los mercados de deuda y genera inequidades, ya que los países menos desarrollados son los más perjudicados”, opina Guzman. Por **Alejandro Radonjic**

# “El fallo altera los incentivos de los deudores y los acreedores”

► “El fallo de Griesa alienta el comportamiento usurero, se torna en una amenaza para el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y desafía un principio básico del capitalismo moderno: los deudores insolventes necesitan un nuevo comienzo”, escribieron el Nobel Joseph Stiglitz y el economista argentino Martín Guzman en un reciente comentado artículo. Para hablar de este tema, **El Economista** contactó a Guzman, formado en la Universidad Nacional de La Plata y la Universidad de Brown, y quien actualmente se desempeña como investigador en la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia en el grupo de investigaciones liderado por el propio Stiglitz. A continuación, la entrevista.

**En la Argentina, por estos días, el debate se centra en los efectos del fallo del juez Griesa, posteriormente ratificado por las instancias superiores, sobre la economía. Mientras tanto, en el mundo hay un debate sobre los efectos del fallo sobre las futuras reestructuraciones soberanas de deuda y sobre la estabilidad financiera global. Usted escribió sobre este tema en un artículo reciente, escrito junto a Joseph Stiglitz. Resumidamente, ¿cuáles son, o pueden ser, esos efectos?**

El fallo de Griesa atenta contra la eficiencia del funcionamiento de los mercados de deuda internacionales. También genera inequidades, ya que los países menos desarrollados son los que se ven más perjudicados. Hay circunstancias en las que para los países es económica y socialmente inviable pagar sus deudas. Argentina en 2001 era uno de esos casos. En esas situaciones, es necesario reestructurarlas, disminuyendo su valor para que el país pueda escapar de una situación asfixiante, y así recuperar la capacidad de crecimiento. Justamente por la posibilidad de que esas circunstancias ocurran es que los países más volátiles pagan una mayor tasa de interés por sus deudas, de modo de compensar a los acreedores con mayores pagos en los momentos en los que la deuda sí se puede pagar. La interpretación de los contratos que hace el fallo de Griesa

disminuye las posibilidades de lograr reestructuraciones exitosas. El fallo altera de forma nociva los incentivos de los deudores y los acreedores. De parte de los deudores, los desalienta a tomar deuda, aún si las tasas resultantes son más bajas, porque hace que los costos de haber tomado deuda se tornen altísimos cuando las cosas van mal. De parte de los acreedores, hace que aquellos inversores reales tengan menos incentivos a aceptar una reestructuración, ya que preferirían esperar por un fallo que los favorezca como ocurrió con los fondos buitres.

**Muchos especialistas reclaman un nuevo marco para las reestructuraciones soberanas futuras. ¿Qué cree usted y cuáles creen que deberían ser los lineamientos de ese nuevo marco?**

Es deseable para las sociedades que existan mecanismos legales de reestructuración de deudas soberanas. Hay consenso absoluto en la academia sobre tal necesidad. Voces diversas vienen reclamándolo desde hace años —el Fondo Monetario Internacional, las Naciones Unidas en su reporte sobre la reciente crisis financiera internacional, y la comunidad académica—. El caso de Argentina se presenta como una oportunidad para que finalmente se avance en tal dirección. Un elemento central de los lineamientos de estos mecanismos debería ser la imposición de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de deuda. Una CAC significa que si, digamos, el 75% acepta una propuesta de reestructuración, el resto está obligado a aceptarla. Las CAC ya existen en ciertas jurisdicciones. El problema que presentan es que se aplican de forma individual a cada bono. Por lo tanto, podría suceder que un fondo buitres decida comprar en los mercados secundarios el 26% de las existencias de un bono, y de esa forma podría bloquear la reestructuración. Este problema se dio recientemente en Grecia. De modo que es necesario definir esquemas de agregación de los distintos instrumentos de deuda que eviten este posible comportamiento oportunista. Por fuera de estos mecanismos, también es deseable que se prohíba la compra de deuda en default en mercados se-



cundarios para después litigar contra los países. Leyes en este sentido acabarían con los fondos buitres.

**Usted se especializa, entre otras cuestiones, en el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica de los países, y además es argentino. Argentina es uno de los países más inestables que hay en el mundo. ¿Qué explicaciones le encuentra a la vulnerabilidad argentina a las oscilaciones macroeconómicas y qué rol pueden jugar las expectativas, otro tema que ha usted estudiado mucho?**

Argentina es uno de los países más complicados del mundo desde su macroeconomía. Para que haya estabilidad, se necesita que las promesas que hacen los individuos, las empresas y el gobierno puedan ser cumplidas casi siempre. En Argentina, las promesas se rompen frecuentemente. Y no es que se rompan por falta de voluntad. Se rompen porque realmente no se pueden cumplir. Cuando un individuo o un país cree que va a ser muy rico en el futuro, incrementa su gasto hoy, y si es posible se endeuda. Si luego resulta no ser tan rico, tal vez no pueda pagar esa deuda. Estas promesas rotas se transmiten al resto de la economía, generando más y más promesas rotas. Así ocurren las crisis. Hay varias razones para esta inestabilidad. Menciono dos de ellas, que encuentro de

una importancia fundamental. La primera es la dificultad para formar expectativas correctas de hacia dónde vamos. Daniel Heymann, profesor de la Universidad de Buenos Aires, muestra unos gráficos que ilustran este punto de forma maravillosa: si tomamos la serie de producto y le vamos agregando datos de nuevos años, vemos que la tendencia del producto (una idea de hacia dónde va la economía) cambia todo el tiempo. Por ejemplo, si cortamos la serie de producto en 1994 y la extrapolamos, pensaríamos que el futuro nos depara un país rico. Si la cortamos en 2002, pensaríamos que nuestro país va a ser pobre. Si lo hacemos en 2008, volvemos a pensar que somos ricos. Y si lo hacemos hoy, ya nos quedan dudas sobre la validez de las conclusiones del 2008. La otra razón es la vulnerabilidad externa. Nuestra economía sigue estando poco diversificada. Si mañana el precio de la soja se desplomase, el país sufriría mucho.

**En los últimos años, sobre todo 2007-2011, Argentina combinó tasas de inflación anuales de 20% o más y crecimiento elevado, a excepción de 2009. ¿Cuál es el efecto de la inflación sobre el crecimiento en el corto plazo y en el mediano plazo? ¿Bajar la inflación debe ser una prioridad siempre?**

No siempre bajar la inflación es una prioridad. En las últimas décadas, los regímenes de metas de inflación han sido una moda en el manejo de la política monetaria de los bancos centrales. Esos esquemas tienen un sesgo deflacionario y dejan a un lado otro objetivo de notable importancia, posiblemente más importante que la inflación: el pleno empleo. Cuando la inflación es alta e imprevisible, la moneda doméstica deja de ser una unidad de cuenta confiable para denominar contratos, y esto torna a la economía más ineficiente, destruyendo capacidad de crecimiento en el corto y en el mediano plazos. Las hiperinflaciones son ejemplos extremos de situaciones de este tipo. Cuando esto ocurre, la desinflación se vuelve una necesidad de primer orden. Cuando se impulsa permanentemente la demanda sin que haya un corres-

pondiente impulso en la oferta, el sistema conduce inevitablemente a estados de inflación.

**En los últimos años, el crecimiento de las economías emergentes se desaceleró desde niveles muy elevados, pero algunas lo hicieron más que otras. ¿Por qué pasa esto y cómo deben hacer los países para prolongar un buen momento de crecimiento y evitar quedarse sin gasolina rápidamente e interrumpir un proceso de crecimiento?**

En nuestra región, hay factores externos y domésticos que explican la discontinuidad de los procesos de crecimiento económico. Los países de América Latina son muy dependientes de las condiciones prevalecientes en los países desarrollados. Los booms de demanda en los países centrales son oportunidades para que el crecimiento de nuestra región se acelere, pero lo inverso ocurre cuando esa demanda disminuye. Las políticas macroeconómicas domésticas deberían suavizar el impacto de las condiciones externas, es decir, deberían ser contracíclicas. Pero no lo son. Por el contrario, son procíclicas: se expande la demanda cuando las cosas van bien y no se logra evitar la contracción de la demanda cuando las cosas van mal. Una razón para estas malas prácticas de política económica tiene que ver con la mencionada dificultad para formar expectativas: es común pensar que shocks “buenos” son permanentes, y gastar como si el futuro fuese más promisorio que lo que luego termina siendo. Otra razón tiene que ver con los ciclos electorales. Y finalmente, la mayoría de las economías latinoamericanas cuentan con estructuras productivas poco diversificadas, lo que las hace vulnerables a los cambios repentinos en los términos de intercambio. Es esencial recuperar la capacidad de hacer políticas contracíclicas para evitar la interrupción de los procesos de crecimiento. Una estructura productiva más diversificada, regulaciones adecuadas de los movimientos de capital (algo en lo que se ha progresado en la última década), y una mejor lectura de la persistencia de las condiciones externas ayudarían a alcanzar este objetivo.