

La reestructuración de la deuda externa argentina en 2005 y 2010 es relatada como un canje que implicó una cuantiosa quita. Este ha sido el discurso gubernamental. Pero también fue y es el de la "comunidad financiera internacional", nombre que se da a sí mismo el bloque de intereses formado por los grandes bancos, los fondos de inversión, las agencias calificadoras, el Fondo Monetario Internacional y entidades afines.

Si para el Gobierno esto fue asumido como una demostración de capacidad de negociación, para la "comunidad" es una evidencia de que la Argentina es un deudor que no cumple. De allí las bajas calificaciones por parte de las agencias, y en consecuencia las elevadas tasas de interés que se pretende cobrar por un nuevo endeudamiento.

¿Es la quita una "traición" – o una estafa – a los acreedores? En la medida en que las tasas de interés cobradas incorporaran una prima de riesgo, no lo sería. Y en el caso argentino, vaya si lo hicieron: operaciones como el blindaje en 2001 implicaron una tasa de 15%, cuando la tasa libre de riesgo del bono del Tesoro de Estados Unidos era algo superior al 5%.

Ni estafa ni traición. Así lo sostuvo un ex funcionario del FMI: "Como ocurre con todos los inversores que toman riesgos, sea donde fuere, cuando las cosas salen particularmente mal, éstos (incluyendo los tenedores de bonos y otros garantizados por obligaciones contractuales) asumen sus pérdidas" (...). De no haber – al menos ocasionalmente – casos como el de la Argentina, los inversores privados podrían concluir que virtualmente no hay riesgos al invertir en bonos soberanos de los países emergentes" (M. Mussa - "Argentina y el FMI"-Planeta).

Como mínimo, una quita que elimine el monto atribuible a la sobretasa de interés por riesgo se encuentra justificada. Si la reducción de la deuda fuera calculada de esa forma, un hipotético inversor de los 90 en deuda argentina habría tenido igual rentabilidad que un tenedor de un bono del Tesoro estadounidense. Éste incluso puede ser un principio razonable para el caso de defaults de deudas de los Estados.

¿Tuvo esta dimensión la quita que concretó la Argentina? Más allá de lo que puedan indicar las declaraciones de las partes o los números aparentes, es menester realizar un cálculo de alguna complejidad.

En el [Documento de Trabajo del CESPAN nro. 32](#) se presentan respuestas para esta pregunta. La quita efectiva depende en buena medida de la tasa de interés que se tome como referencia, para descontar los flujos futuros. Puede adoptarse la tasa del Bono del Tesoro de EEUU a más largo plazo, y estimar un valor futuro en función del promedio histórico observado entre 1989 y 2012 (el valor resultante es en promedio de 4,7%). Para esta tasa de interés, la quita se encuentra en torno del 21%. Este valor implica que se ha reconocido en el canje parte de la sobretasa por riesgo. O sea, el inversor en bonos argentinos quedó en mejor posición que el tenedor de bonos de Estados Unidos.

En este resultado, influyen fuertemente los llamados Cupones PBI; se trata de pagos que se producen solamente si el PBI muestra un crecimiento superior a un valor predeterminado (en el orden de 3%).

En definitiva, el canje se ha traducido en una quita moderada, bastante inferior a la que resultaría de eliminar el impacto de la sobretasa de interés por riesgo; el canje por sobre todas las cosas ha producido un fuerte estiramiento de los plazos. Esto lleva a dos reflexiones.

Por un lado, esta constatación tiene importancia en la disputa de Nueva York con los fondos buitres. Es un argumento fuerte y a favor el de sostener que la Argentina ha negociado una quita moderada y que además ha pagado puntualmente los vencimientos.

Por otro lado, constatamos un cuadro paradójico. La Argentina es puesta por la "comunidad" en el banquillo de los acusados debido al default. Por esta razón se le adjudica un elevado riesgo, y se le pretende cobrar una sustancial tasa de interés por el nuevo endeudamiento (algo en lo que han incurrido ya algunas Provincias). Ello, a pesar de que la reestructuración resultante ha implicado un recorte moderado del monto de la deuda; y la propia deuda tiene una incidencia moderada. La sanción no guarda relación con la quita. Debe admitirse que los desaguizados con el INDEC tienen también algún papel en todo esto.

Surge además una cuestión importante para el mediano-largo plazo. La reestructuración de la deuda – además de otros compromisos – presupone pagos importantes en años próximos. Ello ocurrirá a partir de 2015. La práctica usual en estos casos es que los vencimientos abultados sean refinanciados, a fin de diluir su impacto.

Pero esto de ninguna manera deberá ser concretado a las tasas de interés que la "comunidad" pretende cobrar hoy día. Porque una tasa de interés elevada no sólo es costosa: supone una señal en el sentido del default: cuando un tomador de crédito acepta una tasa de interés elevada, el acreedor entiende que la quiebra es una posibilidad cierta. Y la experiencia de 2000-2001 muestra palmariamente que es preferible ir a una reestructuración, antes que continuar refinanciando a tasas indecentes; porque a la larga o a la corta, la reestructuración llega. Una suerte de profecía autocumplida.

No es necesario insistir sobre la escasa racionalidad de los mercados financieros; ahí está la crisis desencadenada en 2008, por si había dudas. Por otro lado, hay sin duda un componente de "venganza" o castigo, a fin de disuadir otros defaults soberanos. De manera que estas cosas pueden pasar

Una nueva reestructuración es un desenlace poco merecido pero posible, aunque no próximamente. Pero si bien no es lo más deseable, una reestructuración no es una tragedia. La Argentina no es un país pobre ni carece de capacidad de ahorro; y sacrificar crecimiento y bienestar solo para agradar a la "comunidad" no es lo que nos conviene.