

C E S P A

Notas de Coyuntura N° 16

**Centro de Estudios de la Situación
y Perspectivas de la Argentina**

Renegociación de la deuda: un panorama confuso de montos, quitas, pagos y sustentabilidad futura

*Jorge Schvarzer
Hernán Finkelstein
Agosto de 2004*

La presentación de una nueva propuesta de solución del *default* efectuada por el gobierno argentino (con la advertencia enfática a los acreedores de que ella es la última y definitiva a los efectos de cerrar la negociación) es objeto de un amplio debate en los círculos económicos y los medios periodísticos. Los comentarios y proyecciones que se difunden no siempre ofrecen, sin embargo, una contribución real a la comprensión del problema. Hay lagunas y diferencias de datos en los textos de la(s) presentación(es) oficial(es) que, sumadas a la forma en que ellas son tratadas por diversas clases de analistas sólo logran un debate confuso que exige algunos puntos básicos de reparo. Para poner estos temas en perspectiva, el texto analiza los montos de deuda en juego, el carácter de la propuesta oficial, los plazos de pago, los valores de la quita, la rentabilidad esperada para los acreedores después del canje y algunas condiciones básicas que permitirían que la propuesta de pago se cumpla en el futuro. Todos estos temas están cruzados por el efecto de otras variables (tasas de interés aplicadas, crecimiento del PBI local, cantidad de acreedores que aceptan la propuesta, etc.), de modo que el análisis exige un recorrido cuidadoso de las más importantes para comprender sus efectos. La suma de esos elementos arroja un panorama algo diferente respecto a las afirmaciones más difundidas, de modo que este documento debe ser considerado como un aporte a la clarificación de dichos temas para encarrilar los diagnósticos y perspectivas de la deuda y, por lo tanto, de la economía argentina.



**Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas**



Av. Córdoba 2122 (C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires
Tel./Fax: 54-11-4370-6130 – E-mail: cespa@econ.uba.ar
<http://www.econ.uba.ar/cespa.htm>

El monto de la deuda en default

La deuda en *default* está compuesta por una enorme cantidad de bonos (al menos 160 diferentes) emitidos en distintas monedas, distintos plazos, diferentes tasas y condiciones legales. El *default* se declaró a comienzos de enero de 2002 y a partir de ese momento se dejaron de pagar amortizaciones de capital y vencimientos de intereses, flujos cuya situación quedó envuelta en una nebulosa desde entonces. Es de destacar que una parte de los intereses vencidos en este período no se debían pagar sino que sus montos respectivos se sumaban al capital de ciertos bonos emitidos con ese criterio; esa operación se originó en la estrategia aplicada sobre todo en 2001 que buscaba formas para reducir en el corto y mediano plazo los pagos netos. En particular, los bonos Global 2008 y 2031, originados en el Megacanje, capitalizaban intereses de 12,25% y 12% anual, respectivamente, desde mediados de 2001 hasta mediados de 2006, de modo que ofrecían a los acreedores un retorno con intereses compuestos a cambio de que no percibieran esos recursos durante varios años¹. El monto de intereses capitalizado por esos rubros en los años 2002 y 2003 asciende a 4.600 millones de dólares y, si se suman algunas otras emisiones menores con esa misma características se llega a algo más de 5.000 millones de dólares que pueden ser considerados “intereses”, o bien “capital” atrasado, según el criterio que se utilice. Esa diferencia, aunque en apariencia formal, puede resultar sustancial en una negociación donde se mencione una “quita” sobre el capital porque permite partir de distintas definiciones de ese capital (según se tomen o no en cuenta esos intereses). Si, además, se incluyeran los intereses que se devengan por el mismo motivo en 2004 por ese sistema se deberían agregar otros 2.500 millones de dólares a este rubro más o menos indeterminado.

Cuadro 1. Stock de deuda en default al 31-12-03 según diferentes fuentes oficiales. En millones de dólares

	Valor Nominal actualizado	Atrasos		Total
		Capital	Intereses	
En Default 1	72.152	17.790	9.886	99.828
Títulos	67.580	16.292	9.490	93.362
Org. Oficiales	4.571	1.498	397	6.466
En Default 2	81.200		18.200	99.400

(1) Según el Boletín Fiscal del MECON.

(2) Según el Comunicado del MECON de fecha 01/06/2004 titulado “Once puntos básicos sobre la reducción de la deuda pública del país”

Estas aclaraciones resultan imprescindibles para analizar el monto de la deuda a reestructurar, de acuerdo a las cifras oficiales, que se presentan en el Cuadro 1. En efecto, este se aproxima a los 100.000 millones de dólares, al 31 de diciembre de 2003, según diferentes versiones aunque su composición difiere por las razones señaladas. En una, el capital nominal actualizado a esa fecha es de poco más de 72.000 millones mientras que en la otra (ambas oficiales)

¹ Esta estrategia fue analizada en el DT 6 del CESP, “La deuda pública y el fin de la convertibilidad” de Jorge Schvarzer y Hernán Finkelstein, febrero de 2004, que se toma como antecedente y referencia para diversas afirmaciones de éste trabajo

llega a 81.200 millones como se resume en el Cuadro. La diferencia se deriva de la forma de computar los intereses².

En definitiva, el monto de la deuda en default es del orden de 100.000 millones de dólares al 31 de diciembre del año pasado y puede llegar a ser de 105.000 millones si se agregan los intereses devengados este año (que puede llegar a 107.500, como se dijo mientras se negocia el arreglo con los acreedores), lo que resulta posible en ciertas condiciones de acuerdo a la propuesta oficial.

La propuesta oficial

La negociación de la deuda plantea cuatro elementos que no pueden separarse: el monto de la deuda nominal reconocida, la quita sobre el valor nominal, la tasa de interés a pagar por los nuevos bonos y el plazo de pago del capital. Originalmente, el gobierno insistió en que la quita sería de 75% sobre el capital (afirmación que se realizó en Dubai el año pasado) postura que mantuvo, por razones de imagen o para posicionarse en la negociación, hasta convertir esa cifra en una especie de valor mágico que no se podía modificar, aunque las definiciones finales sobre las otras tres variables tienen fuerte incidencia en el resultado real definitivo.

La propuesta oficial ofrece emitir tres bonos distintos para diferentes categorías de acreedores, con quitas, plazos de vencimiento y tasas diferentes en cada caso. La oferta incorpora una mejora en las condiciones de pago para el caso de que quienes la acepten representen más del 70% de las acreencias. Además, ofrece un adicional de intereses a pagar en el caso de que la Argentina crezca en los próximos años a tasas mayores del 3% anual³. La combinación de estos elementos genera horizontes y perspectivas distintas que se deben analizar en detalle.

Como es de imaginar, los bonos sin quita van acompañados de tasas muy bajas de interés y estas últimas trepan (con combinaciones de capitalización y pagos en efectivo) en relación directa con las quitas nominales propuestas.

El Cuadro 2 presenta un resumen de la oferta de base. Ella incluye un bono “par” que no tiene quita, pero que no paga amortizaciones durante 25 años y toma diez más para ser saldado; ese bono reconoce tasas que comienzan en 1,35% anual durante los primeros cinco años y van trepando lentamente de valor hasta 5,25% a partir del año 25. Estos bonos reconocen la moneda original en que estaba tomada la deuda (de modo que se emitirán en diversas divisas), igual que los “discount”; esta serie de bonos comienza con una quita de 66% del capital adeudado, pero ofrece un pago de intereses combinado: pagará tasas en efectivo de 3,97% anual (que crecen con el tiempo) y, al mismo tiempo, agrega otro 4,35% que se capitaliza (durante algunos años). En cambio, no ofrece pagos de capital durante los primeros 20 años de los 30 previstos de su vigencia. Por último, el tercer bono, llamado “cuasi-par”, propone una quita nominal de 30,6%, una emisión en pesos (ajustada por

² Las diferencias absolutas resultan mayores a las mencionadas en el texto debido a que hay otros bonos, de menor monto emitido, con el mismo criterio de capitalización que no se tomaron en cuenta en el cálculo.

³ El premio por crecimiento se abonará durante 30 años siempre que se cumplan dos condiciones: cuando el PBI crece a más del 3% y siempre que su valor real supere al de una tendencia de base que resulta de aplicar una tasa de crecimiento acumulativa del 3% anual desde el año 2004 hasta el año 2035 (para evitar que se pague en años en que sólo hay recuperación después de una caída presunta del PBI).

CER) y una combinación de intereses capitalizados durante los primeros 10 años y de pagos de intereses en efectivo los 32 años que siguen, pero los pagos de amortización sólo se efectúan durante los últimos 10 años de los 42 de su vigencia.

En la segunda parte del Cuadro se resumen los cambios en la oferta para el caso de que los bonistas con más del 70% de las acreencias acepten la oferta. En ese caso, aumenta el monto a emitir por los bonos par, se reduce levemente la quita prevista en los otros dos y se aplican ajustes positivos en las tasas a pagar. Además, se ofrece incorporar los intereses atrasados hasta junio de 2004 mientras que en la versión base sólo se toman hasta diciembre de 2003.

La emisión prevista de cada tipo de bono es fija de modo que se entiende que los acreedores no tienen opciones y cada bono correspondería a alguna deuda previa, aunque no hay definiciones claras al respecto. En particular, la emisión de los cuasi-par, en cualquiera de los dos escenarios de aceptación, estará destinada a las AFJP.

Cuadro 2. Términos y condiciones de los títulos a emitir.

	Aceptación menor al 70%			Aceptación mayor al 70%		
	Par	Cuasi-Par	Discount	Par	Cuasi-Par	Discount
Valor nominal (en millones de dólares)	10.000	8.330	20.170	15.000	8.330	19.870
Quita sobre capital nominal	0,0%	30,6%	66,0%	0,0%	29,5%	63,0%
Moneda	Dólares, euros, yenes o pesos + CER según moneda original.	Pesos + CER	Dólares, euros, yenes o pesos + CER según moneda original.	Dólares, euros, yenes o pesos + CER según moneda original.	Pesos + CER	Dólares, euros, yenes o pesos + CER según moneda original.
Vencimiento (en años)	35	42	30	35	42	30
Amortización. Pagos semestrales e iguales a partir del año	25	32	20	25	32	20
Interés capitalizado semestral		Años Tasa 1 a 10 5,57% 11 a 42 0,00%	Años Tasa 1 a 5 4,35% 6 a 10 2,55% 11 a 30 0,00%		Años Tasa 1 a 10 5,96% 11 a 42 0,00%	Años Tasa 1 a 5 4,36% 6 a 10 3,63% 11 a 30 0,00%
Interés en efectivo semestral	Años Tasa 1 a 5 1,35% 6 a 15 2,50% 16 a 25 3,75% 26 a 35 5,25%	Años Tasa 1 a 10 0,00% 11 a 42 5,57%	Años Tasa 1 a 5 3,97% 6 a 10 5,77% 11 a 30 8,32%	Años Tasa 1 a 5 2,08% 6 a 15 2,50% 16 a 25 3,75% 26 a 35 5,25%	Años Tasa 1 a 10 0,00% 11 a 42 5,96%	Años Tasa 1 a 5 4,15% 6 a 10 4,88% 11 a 30 8,51%
Unidades Vinculadas el PBI	SI	SI	SI	SI	SI	SI

El Cuadro 2 señala el monto de cada bono que se reproduce en el Cuadro 3 a los efectos de observar su relación con la deuda en default. De nuevo, conviene señalar que hay diferencias menores en distintos planteos oficiales que no se toman en cuenta para no hacer más compleja la presentación. Como se ve, el monto de la emisión prevista no incluye explícitamente los intereses vencidos. Éstos ya se encuentran incorporados en la propuesta a través de la quita de capital sobre el valor nominal. Con una aceptación menor el 70% se emitirá títulos por 38.500 que en contraste con los 81.400 implican una quita nominal de sólo el 52%.

Los pagos adicionales para el caso de que la economía argentina crezca a una tasa superior al 3% no figuran en esta presentación porque se efectúan por separado y serán analizados más abajo.

La quita de capital y la rentabilidad esperada de los nuevos bonos

La quita propuesta sobre el capital nominal es de 52% para el conjunto de la deuda en default en el primer caso y de 46% en el segundo, como se deduce de los datos del Cuadro 3. Pero la quita nominal no figura en el debate porque, la mayoría de los analistas se vuelca a calcular la quita a partir del valor presente de los flujos de pagos futuros respecto al valor nominal actual de esa deuda; ese cálculo requiere asumir una tasa de descuento para actualizar los flujos futuros, de modo que el resultado final depende de las hipótesis que se asuman en ese sentido.

Cuadro 3. Montos nominales de los nuevos títulos y los viejos. En millones de dólares.

	Par	Cuasi-Par	Discount	Total
Escenario I				
Menos del 70% (quita nominal)	0,0%	30,6%	66,0%	52,7%
A emitir	10.000	8.330	20.170	38.500
Capital previo estimado	10.000	12.000	59.324	81.323
Escenario II				
Más del 70% (quita nominal)	0,0%	29,5%	63,0%	46,3%
A emitir	15.000	8.330	19.870	43.200
Capital previo estimado	15.000	11.814	53.703	80.517

La quita que sufrirían los tenedores de bonos sería del orden de 77% de acuerdo a los cálculos de JP Morgan, del 80% para el ABN AMRO y estará cerca del 83% para los expertos del Deutsche Bank⁴. Por su lado, el gobierno afirma que “el valor presente neto de la oferta de reestructuración implica una quita del 75%”, cifra que es cierta si se utiliza una tasa de descuento cercana al 15% anual. Estas diferencias de criterio no se limitan a problemas metodológicos puesto que plantean resultados que dan lugar a expectativas y demandas distintas en la negociación de la deuda.

La quita en valor presente es siempre una función de la tasa de interés utilizada para el cálculo y, como se sabe, cuanto mayor es esta, menor es el valor presente (al igual que la quita).

En cambio, es posible utilizar otro criterio y calcular el rendimiento de los nuevos bonos, o TIR, como el beneficio esperado del flujo de cobros de intereses y amortización en el tiempo tal cual se presenta en la propuesta. Esta TIR se calculó asumiendo que la economía crece menos del 3% anual y para tres variantes posibles que se toman como ejemplo:

- a) el rendimiento del nuevo título tomado a su valor nominal, con la aclaración de que los bonos par, que no tienen quita, mantienen el valor nominal de la deuda original;

⁴ Estos valores fueron extraídos de una nota de *Clarín*, del 6-6-2004, titulada “Para Wall Street la quita será mayor al 75%”.

- b) el rendimiento de los títulos actualmente en default considerando su valor de mercado presente, que evalúa la situación del inversor que debe elegir entre vender su bono a quedarse en el canje;
- c) El rendimiento de los títulos en default considerando su valor nominal cuando fueron emitidos de modo de apreciar cómo queda un inversor que entró en el negocio a su valor original.

El primer caso está reflejado en el Cuadro 4 donde se toman los resultados de las dos alternativas ya mencionadas (con más o menos de 70% de aceptación por parte de los acreedores). Lo primero que se observa es que todas las TIR son positivas y su valor varía entre una gama de 2,9% a 8,5% en dólares corrientes⁵. La menor es la que corresponde a los bonos par (que no tienen descuento) y la mayor a los bonos discount (que han perdido valor frente a los que cayeron en default).

Cuadro 4. TIR de los nuevos bonos emitidos en un escenario con crecimiento inferior al 3% acumulativo anual. Caso a)

	Par	Cuasi-Par	Discount
Aceptación menor al 70%	2,9%	7,9%	8,3%
Aceptación mayor al 70%	3,1%	8,3%	8,5%

El segundo ejercicio considera la rentabilidad de quienes tienen actualmente los bonos en default y pueden elegir entre venderlos en el mercado o quedarse con ellos. Análogamente, expresa las expectativas de quienes compran esos bonos a su precio actual que, para simplificar se estima en 30%. El resultado se presenta en el Cuadro 5 y allí se aprecia, como podía esperarse, que la rentabilidad es interesante: ella va de 9,3% a 12,6% según el tipo de bono y la propuesta final que se aplique.

Cuadro 5. TIR de los nuevos bonos si se compran títulos en *default* en el mercado al 30%, se acepta el canje y se considera un escenario con crecimiento inferior al 3% acumulativo anual. Caso b)

	Par	Cuasi-Par	Discount
Aceptación menor al 70%	9,5%	12,0%	9,3%
Aceptación mayor al 70%	10,1%	12,6%	10,2%

Se ve claro que esta variante ofrece rendimientos muy semejantes para los bonos par y discount, a diferencia de la anterior, resultado que se explica porque las quitas y los intereses están dispuestos de forma tal que los rendimientos esperados de los nuevos bonos sean similares. Si los rendimientos esperados fueran significativamente diferentes los tenedores de los títulos en *default* preferirían unos bonos propuestos en lugar de otros. El rendimiento de los cuasi-par resulta superior al de los otros dos títulos por estar

⁵ Como se verá más adelante, la hipótesis de cierta inflación mínima en Estados Unidos modifica esas tasas si se las quiere pasar a valores constantes. Como ejemplo, si la inflación en aquel país se mantiene durante todo el período en análisis en un promedio de 2% anual, la TIR en valores constantes debería ser la señalada en el Cuadro pero descontando dos puntos, de modo que oscilaría entre 0,9% y 6,5%.

emitido en pesos ajustables por CER. En este sentido, la diferencia en el rendimiento esperado se explica básicamente por la inflación esperada de largo plazo que se estima en un 3% anual.

El tercer y último ejercicio analizan los rendimientos de los nuevos bonos respecto a la inversión original, suponiendo que los compradores la hicieron al valor nominal de los papeles en default y sin tomar en cuenta lo cobrado por intereses hasta ahora.

De esta forma, que se presenta en el Cuadro 6, y de modo casi sorprendente para quienes creen que la quita implica un fuerte sacrificio a los acreedores, resulta que la TIR es positiva en todas las variantes pero reducida, pues pasa de un mínimo de 1,4% a un máximo de 6,8%⁶.

Cuadro 6. TIR de los nuevos bonos si se compraron los títulos caídos en default a valor nominal, se acepta el canje y se considera un crecimiento inferior al 3% acumulativo anual. Caso c)

	Par	Cuasi-Par	Discount
Aceptación menor al 70%	2,9%	6,4%	1,4%
Aceptación mayor al 70%	3,1%	6,8%	2,1%

Las tablas y comentarios presentan los rendimientos esperados de los tres títulos, por separado, para las tres emisiones propuestas y en los dos escenarios de aceptación de la propuesta. En cambio, evaluar el rendimiento de la propuesta global en cada uno de los dos escenarios y bajo los tres casos a partir de las tres tablas presentadas resulta algo más complejo. La dificultad estriba en el hecho que el rendimiento esperado no es un promedio simple de los tres bonos sino que es el resultado de agregar los tres flujos de fondos para cada caso y escenario. Ese cálculo se presenta en el Cuadro 7 donde se aprecia, por ejemplo, para el caso c) que si la aceptación fuera mayor al 70% el rendimiento esperado de los nuevos títulos sería del 3,6%, y así para los otros casos.

Cuadro 7. Síntesis de los rendimientos esperados del conjunto de los nuevos títulos en cada caso y escenario.

	Caso c)	Caso a)	Caso b)
Aceptación menor al 70%	3,1%	7,1%	10,0%
Aceptación mayor al 70%	3,6%	7,0%	10,8%

En definitiva, si la aceptación fuera mayor al 70%, quienes compraron los títulos en *default* a valor nominal y entran en el canje deberían esperar un rendimiento del 3,6% anual, mientras que quienes compren hoy los títulos en *default* a precios de mercado deberían esperar un rendimiento del 10,8%. Por último, los nuevos títulos a emitir presentan globalmente un rendimiento esperado del 7% anual.

Estos resultados contrastarían con las afirmaciones que se difunden en los medios y deben ser explicados. Las TIR que se han calculado resultan de

⁶ Los resultados se presentan en términos nominales y se reducirían en un escenario de inflación en Estados Unidos, con algunas de esas TIR cayendo a valores negativos, pero no para quienes toman al dólar como un valor universal, como es el hábito en nuestro país.

asumir que todos los vencimientos de capital e intereses serán pagados. En este sentido, si los pagos resultaran inciertos, de forma tal que ocurrieran con una probabilidad inferior al 100%, los rendimientos esperados de éstos títulos serían diferentes.

Los nuevos títulos concentran las amortizaciones durante sus últimos años de vida y los pagos de intereses crecen a medida que transcurre el tiempo, ya sea por aumento del cupón o bien del monto del capital como consecuencia de la capitalización de intereses o bien el ajuste por el CER. A lo largo de un período importante el tenedor deberá elegir entre mantener esos bonos en cartera o venderlos en el mercado a un precio que muy posiblemente no será superior al valor nominal y de esta forma la rentabilidad será inferior al 7%. Por eso puede decirse que la oferta oficial de alguna manera equivale a los precios actuales en el mercado: el 30% de cotización nominal de los bonos en default ofrece una rentabilidad esperada apreciable, en torno del 10%, para el futuro aunque no semejante a la que arrojaban en los momentos de auge especulativo de finales de la convertibilidad cuando, por ejemplo, se convalidó con el megacanje un rendimiento del 15,5%.

Oferta adicional por crecimiento futuro de la economía

Para “endulzar” la oferta, el gobierno agrega un pago adicional a los bonistas en el caso de que la economía argentina crezca en el futuro por encima de una tasa base de 3% anual; en cambio, los compromisos de pago se mantienen si ella crece igual o menos de 3%, de modo que los acreedores serán socios en el caso de éxito económico pero no cargarán con las pérdidas en caso contrario (aunque esa posibilidad se suma al riesgo de cobro futuro).

El mecanismo de la oferta es relativamente complicado:

- a) sólo se paga un adicional en un año si la economía creció más de 3% en el anterior y
- b) sólo se paga si el PBI resultante de ese incremento se encuentra sobre el PBI base que surge de computar un crecimiento acumulado del 3% a partir del PBI de 2004. (de modo que un alza mayor al 3% después de una caída del producto, como ocurrió en estos años no se considera para ese pago).

El pago adicional, por otra parte, será el 5% del excedente entre el PBI real y el del caso base, una cifra de escaso monto en el presente pero que se puede multiplicar a medida que la economía crezca a una tasa superior al 3% a lo largo del tiempo. Como ejemplo, si se asume que la economía argentina produce hoy unos 150.000 millones de dólares, resulta que un punto adicional de crecimiento del PBI (por arriba del 3%) implica un pago a los acreedores de 75 millones de dólares extra el año próximo⁷. Aún así, el impacto del interés compuesto permite que esos montos potenciales se multipliquen durante las cuatro décadas de vigencia de los nuevos bonos.

Esos fondos se pueden destinar a pagar más intereses o a la recompra de los bonos, de modo de reducir el capital adeudado, aunque no hay demasiadas aclaraciones oficiales respecto al funcionamiento definitivo de estos mecanismos.

Estimar la magnitud de estos pagos adicionales remite casi a un ejercicio parecido a la ciencia ficción. Se debe estimar primero si la tasa futura de

⁷ En ese caso hipotético, el crecimiento total del producto sería de 6.000 millones de dólares, el excedente de 1.500 millones y sobre ésta última cifra se calcula el 5% a pagar.

crecimiento del país podrá ser superior al 3% aún cuando no hay muchos antecedentes históricos que lo justifiquen (al menos en las últimas tres décadas) y, luego, actualizar los flujos anuales de pago que se deriven de ese mayor crecimiento con una tasa de descuento (no menos hipotética) aplicada a las próximas cuatro décadas. De todos modos, los datos sugieren que esos valores pueden llegar a ser importantes. Si se toma, por ejemplo, una tasa de crecimiento de 4% para el país durante los próximos 30 años, período de vigencia de los bonos vinculados con el PBI, el valor actual de los pagos adicionales (asumiendo además una tasa de descuento de 8%) sería del orden de 20.000 millones de dólares, o cerca de la mitad del valor nominal de los títulos que se van a emitir. Si la tasa de crecimiento nacional se mantuviera en 5% durante todo ese período, el valor actual de esos pagos llegaría (con la misma tasa de descuento) a 45.000 millones de dólares o una suma semejante al total de la emisión prevista para pagar el default.

Estos cálculos son sólo indicativos de la importancia de la propuesta pero no deben tomarse como datos puesto que las dificultades para predecir el futuro productivo de la Argentina (como el de cualquier otro país) reducen el valor de las hipótesis planteadas a un ejercicio intelectual.

Los pagos previstos en la deuda reestructurada

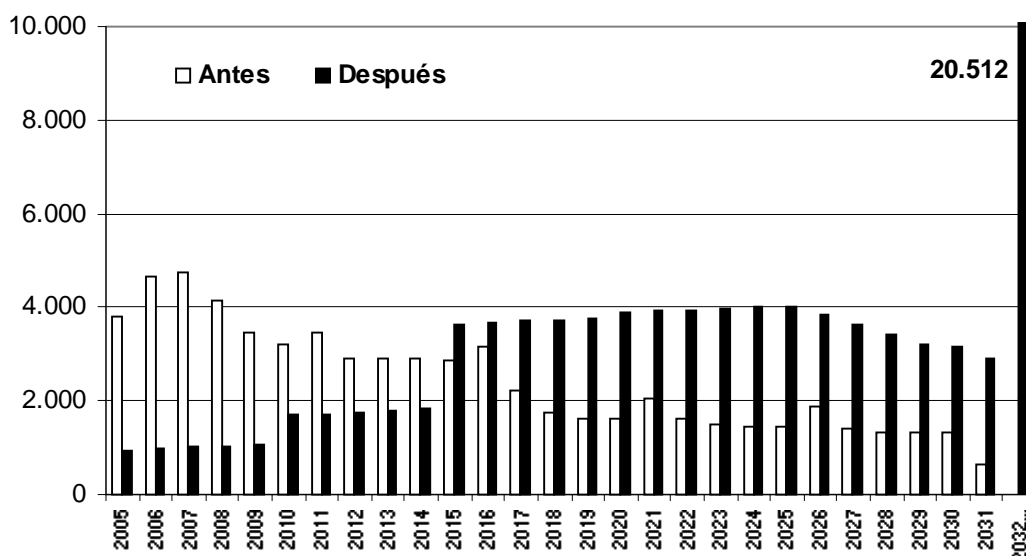
Al postergar todos los vencimientos de capital a un futuro lejano, puesto que la primera amortización de uno de los tres bonos previstos será a 20 años y esos pagos se extienden durante los 24 años siguientes, el gobierno queda comprometido sólo a atender los vencimientos de intereses durante un período de dos décadas, (intereses que, debe insistirse, resultan inferiores a los aplicados en la década del noventa y con una parte que se incorpora en una primera etapa al capital a pagar a largo plazo). De allí que las erogaciones por estos compromisos comienzan en 1.100 millones de dólares en 2005 y se elevan en montos de 40 a 50 millones de dólares anuales hasta saltar a 1.575 millones en 2010 de acuerdo a lo previsto.

Estas cifras representan un alivio formidable respecto a los pagos previos, puesto que la deuda en default exigía compromisos en torno a los 4.000 millones de dólares anuales, solamente por intereses entre el 2005 y el 2008, con una leve reducción en los años siguientes. En los hechos, los pagos de interés por la deuda reestructurada sólo superan a los anteriores a partir del 2015, como se ve en el Gráfico 1.

Además, la deuda en default contenía vencimientos de capital que eran del orden de 7.000 millones de dólares anuales entre 2005 y 2008 (y algo menos en los años siguientes); esos montos, en su mayoría comprometidos en las operaciones realizadas en 2001, que eran imposibles de pagar para la economía argentina, ahora se postergarían por más de dos décadas.

En consecuencia, el alivio previsto para los próximos años es de cerca de 10.000 millones de dólares anuales, una cifra cercana al 5% del producto nacional. Una parte de esos pagos se efectúa en pesos (bonos cuasi par) y la otra en dólares, de modo que el porcentaje representa un alivio sobre el presupuesto (de donde salen los pagos) aunque resulta un poco menor en el balance de pagos (donde se generan las divisas para atender los compromisos en dólares).

Gráfico 1. Vencimientos de intereses de la deuda pública en *default* antes y después de la reestructuración en el escenario de aceptación I. En millones de dólares



En otras palabras, lo esencial de la deuda reestructurada consiste en que reduce de manera muy significativa los compromisos de pagos en el próximo quinquenio, permitiendo un gran alivio a las cuentas públicas y a la balanza de pagos, sobre la base del desplazamiento de los vencimientos de capital a los bonistas y la reducción de las tasas de interés reconocidas. Los pagos tienden a crecer en los quinquenios que siguen condicionados a una expectativa de crecimiento de la economía local que reduciría su importancia relativa, como se verá más adelante. Sin embargo, estas cuentas no agotan el panorama de la deuda pública. Como hay otros compromisos de deuda que se están pagando, deben sumarse esos flujos a los que se acaban de mencionar para disponer de un panorama global de la situación futura.

Los compromisos globales de la deuda argentina

La deuda que el país está pagando en condiciones “normales” incluye básicamente los siguientes compromisos:

- a) compromisos con los organismos financieros internacionales (OFI),
- b) los llamados préstamos garantizados que surgieron del canje que se llevó a cabo en noviembre de 2001 y
- c) la nueva deuda generada por la crisis de la convertibilidad en compensaciones a bancos, ahorristas y en menor medida a jubilados y empleados públicos.

Ese conjunto de compromisos incluye montos por intereses y amortizaciones que pesan bastante en los próximos años, que se pueden observar en el Cuadro 8, donde se señalan todos los montos a pagar entre el 2005 y el 2010 y su relación con el PBI. Para calcular éste último en dólares se asumieron varios supuestos: crecimiento de 4% en 2005 y de 3% en los años siguientes (acorde con la hipótesis conservadora de la propuesta oficial, en la que no hay pagos adicionales de la deuda reestructurada) y un tipo de cambio real (TCR) que tiende a “atrasarse” suavemente a un ritmo de poco más de uno por ciento por año (en una función de tipo parabólico). El atraso del tipo de cambio real es

acorde con una previsión de que esta variable llegue a los valores promedio registrados durante las décadas del '60 al '80 (antes de la convertibilidad) hacia el 2030⁸.

Cuadro 8. Vencimientos de deuda reestructurada y total. En millones de dólares

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reestructurada	1.137	1.173	1.210	1.249	1.290	1.575
OFI	820	656	471	334	262	207
Resto (en situación normal)	929	868	814	733	620	479
Intereses	2.886	2.697	2.495	2.316	2.171	2.261
Reestructurada	0	0	0	0	0	0
OFI	5.545	5.364	4.261	1.821	1.344	1.157
Resto (en situación normal)	4.802	4.399	3.812	3.431	5.884	4.190
Capital	10.346	9.764	8.073	5.252	7.228	5.347
Reestructurada	1.137	1.173	1.210	1.249	1.290	1.575
OFI	6.365	6.020	4.731	2.154	1.606	1.365
Resto (en situación normal)	5.731	5.268	4.626	4.164	6.503	4.668
Total	13.232	12.460	10.567	7.567	9.399	7.608
<i>Como % del PBI</i>						
Reestructurada	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%
OFI	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%
Resto (en situación normal)	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%
Intereses	1,8%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%
Reestructurada	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OFI	3,4%	3,1%	2,3%	0,9%	0,7%	0,5%
Resto (en situación normal)	3,0%	2,6%	2,1%	1,8%	2,9%	1,9%
Capital	6,4%	5,7%	4,4%	2,7%	3,5%	2,5%
Reestructurada	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%
OFI	4,0%	3,5%	2,6%	1,1%	0,8%	0,6%
Resto (en situación normal)	3,6%	3,1%	2,5%	2,1%	3,2%	2,2%
Total	8,2%	7,2%	5,8%	3,9%	4,6%	3,5%
Supuestos						
PBI (millones de dólares)	160.957	171.989	182.957	193.749	204.643	215.581
Crecimiento año anterior ⁹	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
TCR	100,0	98,3	97,1	96,3	95,8	95,6

En estas condiciones se aprecia que los pagos de intereses totales suman casi 3.000 millones de dólares en 2005, con una leve tendencia bajista hacia los 2.200 millones previstos en 2010. Es decir que ellos, por sí solos representan 1,8% del producto esperado para el país en 2005 y tienden a caer hacia 1% en 2010, valores que pueden ser asumidos por la economía argentina. La aplicación de la regla de no pagar más de 3% del PBI por la deuda deja un

⁸ Este criterio no deriva de una propuesta de "atrasar" el tipo de cambio real, que debería depender de la productividad relativa de la economía argentina y de diversas otras variables del mercado mundial, sino que se basa en la hipótesis de que éste debería "volver" a la situación registrada en otros períodos de la economía argentina. Teniendo en cuenta que el criterio aplicado mejora la relación deuda/PBI (al aumentar suavemente éste en dólares), este supuesto es "optimista" para el análisis que se lleva a cabo.

⁹ Como se aprecia el crecimiento del PBI en dólares resulta superior al crecimiento en pesos constantes. Esto se explica porque los dólares medidos son corrientes y no constantes y contemplan la pérdida de valor del dólar por la inflación de Estados Unidos.

adicional de 1,2% el primer año, que trepa hasta el 2% en 2010, para amortizar capital. Frente a esos cálculos resulta, sin embargo, que los vencimientos de capital llegan a 6,4% del PBI el año que viene y son del orden de 5,7% en 2006 y de 4,4% en 2007 para ubicarse en una franja de entre 2,5% y 3,5% en los años siguientes. Estas cifras superan largamente la capacidad de pago nacional y el 3% previsto en los documentos oficiales.

La conclusión inmediata que surge es que el país se verá obligado a refinanciar parte de los vencimientos de capital el año que viene y los siguientes para cumplir el objetivo de no superar el 3% del PBI en concepto de pago de la deuda. Una parte de esas amortizaciones que se deberá reestructurar tendrá que ser negociada con el sector privado local (puesto que la casi totalidad de la deuda "normal" está emitida en el mercado local y en poder de los bancos, las AFJP y otros agentes privados) y sus montos no son despreciables; como se observa en el Cuadro, ellos representan entre 4.000 y 6.500 millones de dólares anuales en el próximo quinquenio; esos montos superan a las proyecciones sobre los fondos que van a disponer las AFJP, por ejemplo, para refinanciar esos compromisos, de modo que habrá que encontrar otros proveedores financieros. Se puede imaginar que la estrategia oficial va a incluir la colocación de nuevos títulos en las AFJP (a cambio de que acepten, por ejemplo, la propuesta actual de salida del default) y en el mercado local, tarea que no parece demasiado complicada en la medida en que se cumplan ciertos objetivos financieros.

La pesada deuda con los organismos financieros internacionales

La deuda con los (OFI) no es menos importante y presenta dificultades adicionales. Ella contiene vencimientos de capital de monto decreciente pero que comienzan en 5.500 millones de dólares en 2005 para bajar a poco más de 1.100 en 2010. Esta fuerte concentración en el corto plazo provoca que la suma de estas amortizaciones en los próximos seis años arroje un total de 19.500 millones de dólares, que representa el 80% del total de los vencimientos de la deuda con esos organismos si no se toman las cancelaciones y refinanciaciones de 2004. En efecto, el total de deuda con los OFI a fines de 2003 ascendía a 32.000 millones de dólares de los cuales cerca de 8.000 millones vencen durante el año en curso (aunque no se sabe cómo quedará el resultado final). Es fácil suponer que una parte de estos vencimientos se refinanciarán para los próximos años de modo que los vencimientos para el período 2005-2010 ascenderían a algo menos de 27.500 millones, monto que representaría el 85% del total de la deuda con los OFI a fines de 2003. Los vencimientos de capital de las OFI que se concentran en los próximos dos años representan, al menos y por sí solos más del 3% del PBI argentino y, por lo tanto, deberán necesariamente ser reestructurados en ese lapso.

Cabe insistir, en principio, que si las dos reestructuraciones mencionadas no se realizaran, el país deberá afrontar pagos del orden del 8,2% del PBI en 2005 y de 7,2% el año siguiente, lo que confirma, por sí solo, dicha necesidad, aún después de la reestructuración de la deuda en default (y asumiendo que los acreedores tomarán la propuesta oficial como está).

Volviendo a los OFI, que, como se sabe, son tres instituciones, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo que, a su vez, dependen en ciertas decisiones del primero (que puede prohibirles a las otras dos prestar a la Argentina, por ejemplo, sino

aprueba antes el cumplimiento de los acuerdos firmados por el país). En éste ámbito, entonces, no hay políticas voluntarias, o “de mercado”, para refinanciar la deuda sino que la forma que asuman los compromisos dependerá de la decisión política de esos organismos y, en particular, del FMI y sus exigencias en torno a cada “carta de intención” que se le pide periódicamente al país que firme.

En estos últimos dos años, los OFI, pero sobre todo el FMI, han exhibido un claro interés por cobrar lo más rápidamente posible sus acreencias, que presentan una proporción apreciable en sus préstamos totales. Los acuerdos al respecto suponen que estos años ellos prestarán al país sumas equivalentes a los vencimientos de capital que van ocurriendo (a los efectos de mantener el monto total de deuda mientras cobran los vencimientos de intereses) pero, en la práctica, diversas dilaciones y maniobras han hechos que el país no haya recibido una financiación equivalente a los vencimientos de capital.

Este panorama refleja la posición contradictoria del FMI. Por un lado, este organismo aparece como un “garante” de los acreedores pues reclama el máximo de pagos por la deuda en default mientras que, por el otro, sus demandas, como acreedor de la Argentina, hacen muy difícil el pago de los compromisos totales de la deuda en los próximos años. La solución real que se observa en el Cuadro consiste en que los OFI refinancien la casi totalidad de sus vencimientos de capital en el próximo quinquenio (mientras se refinancia una parte de las deudas restantes) para que la Argentina avance por un sendero de pagos con una sustentabilidad razonable. Cuánto más quieran cobrar los OFI, más difícil será el pago de la deuda total. Pero, al mismo tiempo, cuánto más refinancien, mayor será la injerencia del FMI en la política económica argentina (porque se deberán seguir firmando las ya famosas “cartas de intención” en los próximos años con la consiguiente supervisión de la política económica local).

La experiencia histórica agrega otro elemento para el mediano plazo. El reciclado de la deuda con los OFI y con los restantes compromisos locales va a generar nuevos vencimientos acumulados a partir del 2008 que van a incrementar la carga de la deuda en el quinquenio siguiente, y así sucesivamente, mientras se va reduciendo el total de la deuda por los pagos que se vayan realizando y la economía argentina logre crecer para hacer frente a esos compromisos en mejores condiciones.

En definitiva, el panorama para los próximos años sugiere que la reestructuración de la deuda en default no alcanza para solucionar el problema global. La Argentina no va a superar su dependencia institucional de los OFI, ni terminar de refinanciar sus compromisos sino en el largo plazo, dada la relación entre deuda y capacidad productiva. En el mejor de los casos, se abre un panorama delicado hasta más allá de iniciada la próxima década.

La expectativa de mediano y largo plazo

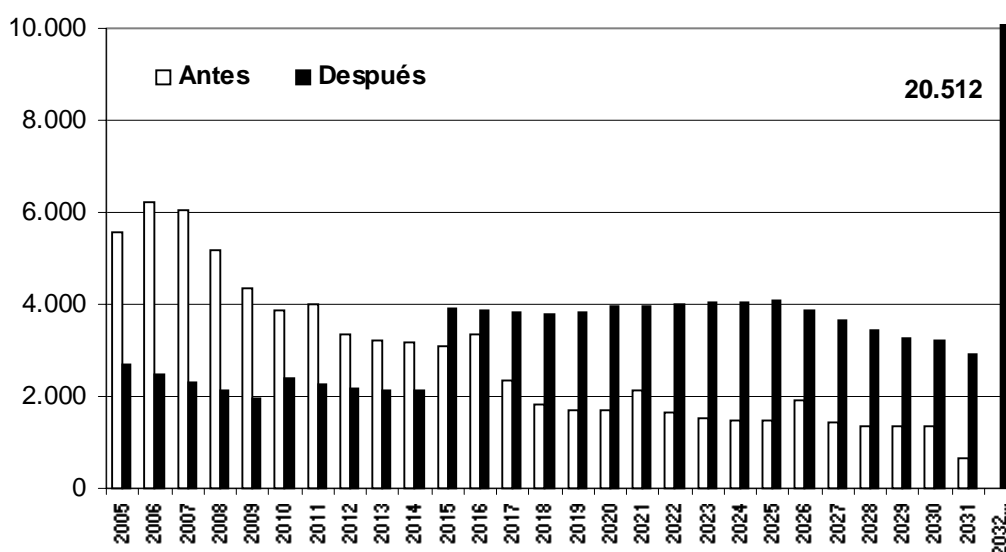
El análisis de las previsiones de la deuda para el próximo quinquenio, efectuado en el apartado anterior, ofrece elementos decisivos para analizar el problema puesto que el resto de la operación cae en el largo plazo cuando, como decía Keynes, “vamos a estar todos muertos” (y seguramente, habrá otros Presidentes y otros ministros de economía para encarar la tarea). Aún así, conviene presentar algunos trazos de la evolución posible para verificar si la deuda tiene solución en el futuro.

Esta operación exige algunas hipótesis cuya importancia debe señalarse. En primer lugar, que la tasa futura de crecimiento de la economía argentina será de 3% anual, un valor no demasiado optimista, pero posible, tanto en función de la evolución pasada del PBI local como respecto a la propuesta del default (que genera pagos adicionales cuando se supera ese umbral). El PBI se calcula a valores constantes y se pasa a dólares al tipo de cambio estimado que, como se mencionó, supone un ajuste gradual hasta llegar a un valor equivalente al que tenía en las décadas del '60 al '80.

Como el tipo de cambio real en dólares se ajusta tanto por los precios internos como por los precios en Estados Unidos, resulta que el cálculo del PBI en dólares queda a precios corrientes, aunque se sabe que en ese país hay una inflación sistémica, que en los últimos años no ha bajado del "piso" del 2% anual. Como, por otra parte, las tasas de interés están en valores nominales, resulta que esos criterios hacen crecer el PBI por encima de lo esperable en otras condiciones; en otras palabras, esos criterios operan de manera semejante a que se tomara la tasa de interés real en dólares en lugar de la nominal. La conclusión es que las hipótesis adicionales de una suave inflación en dólares más un lento retraso del tipo de cambio real contribuyen a mejorar las condiciones de pago de la deuda futura en consonancia con la mejora adicional que implica el crecimiento del PBI.

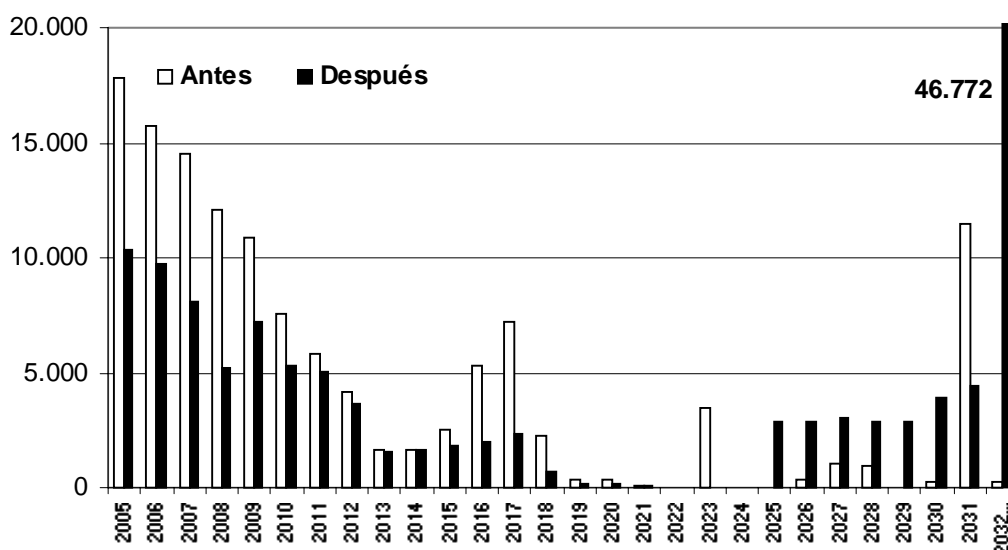
Una vez presentadas esas salvedades se puede volver al flujo futuro de compromisos de pagos. Para ello, el Gráfico 2 presenta los pagos futuros que corresponden únicamente por intereses año por año hasta el 2031 y el acumulado restante. Allí se ve que, aún después de la reestructuración, el flujo de pagos por este concepto se mantiene en torno a los 2.000 millones durante cerca de una década y, después, se acerca a los 4.000 millones de dólares anuales entre el 2015 y el 2025 para bajar luego a cifras más manejables. De todos modos, la ya mencionada refinanciación de capital que se deberá hacer en los próximos años, va a incidir sobre esos intereses futuros que deben considerarse como un mínimo.

Gráfico 2. Vencimientos de intereses totales antes y después de la reestructuración. En millones de dólares. Escenario de aceptación I.



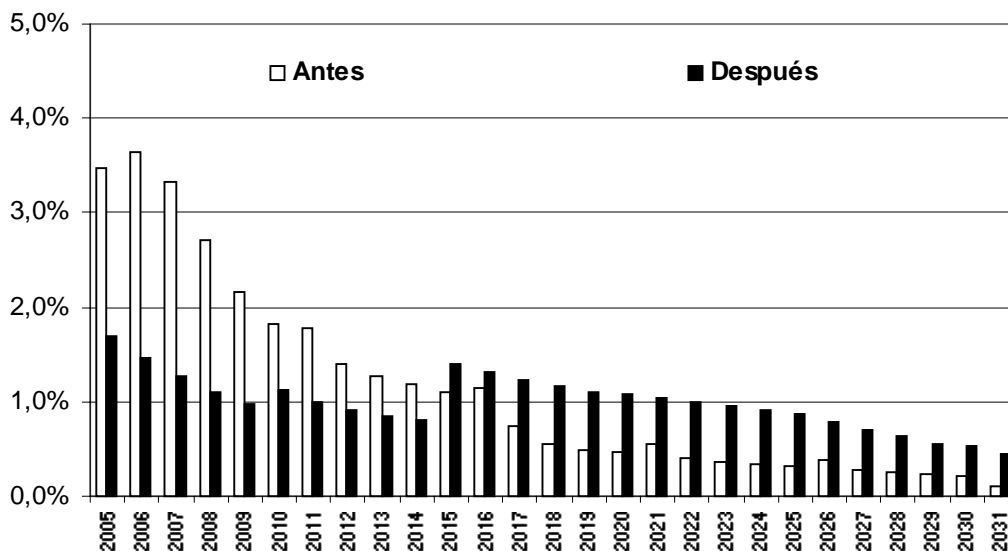
El Gráfico 3 presenta los vencimientos totales comprometidos en concepto de capital antes y después de la reestructuración donde se aprecian algunos ciclos ligado a la forma adquirida por la deuda: los vencimientos de los próximos años, que superaban los 15.000 millones de dólares anuales, se reducen a 10.000, o menos, en una progresión descendente que llega a sus mínimos hacia el 2013; en 2016, 2017 y 2023 desaparecen vencimientos programados previamente y aparecen otros luego del 2025. De nuevo, debe tenerse en cuenta que habrá refinanciaciones de capital en los próximos años que se van a sumar a los valores previstos actualmente.

Gráfico 3. Vencimientos de capital de la deuda antes y después de reestructurar. En millones de dólares. Escenario de aceptación I.



Para poner esos pagos en perspectiva, se los comparan en los Gráficos 4 y 5 con el PBI estimado para la Argentina de acuerdo a las hipótesis ya mencionadas.

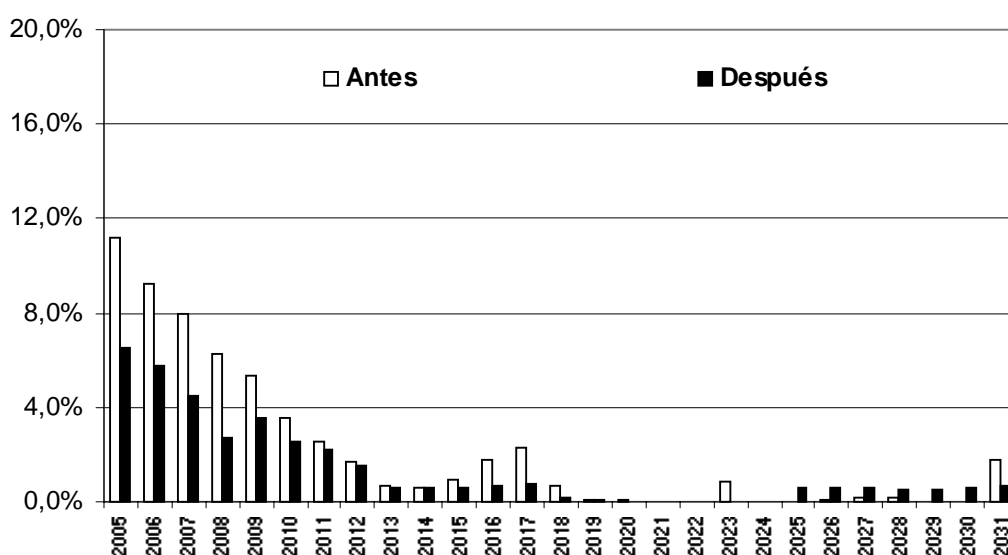
Gráfico 4. Vencimientos de intereses del total de la deuda antes y después de la reestructuración como % del PBI. Escenario de aceptación I.



Se ve que los intereses van a bajar de 2% del PBI a partir del 2010, vuelven a subir en el 2015 y emprenden una caída paulatina hasta el 2031, cuando su peso no sería mayor a 0,5% del PBI. Los pagos de capital, en cambio, presentan proporciones superiores al 7% del PBI los dos primeros años, como ya se dijo, de modo que deberán refinanciarse en su casi totalidad hasta caer en los años siguientes, donde las proyecciones muestran un menor peso de los intereses.

En definitiva, los pagos de la deuda se pueden afrontar si, además de la propuesta de salida del default, se logra refinanciar el resto en condiciones satisfactorias, tanto en plazos como en tasas de interés. Aún así, habrá al menos un período de un cuarto de siglo durante el cual se deberán efectuar pagos apreciables respecto al producto. Una parte de esos flujos de pagos está nominada en pesos y va a tener impacto sobre el presupuesto pero no sobre la balanza externa de la Argentina pero esos cálculos no se detallan para facilitar la presentación de sus elementos fundamentales.

Gráfico 5. Vencimientos de capital antes y después de la reestructuración como % del PBI. Escenario de aceptación I.



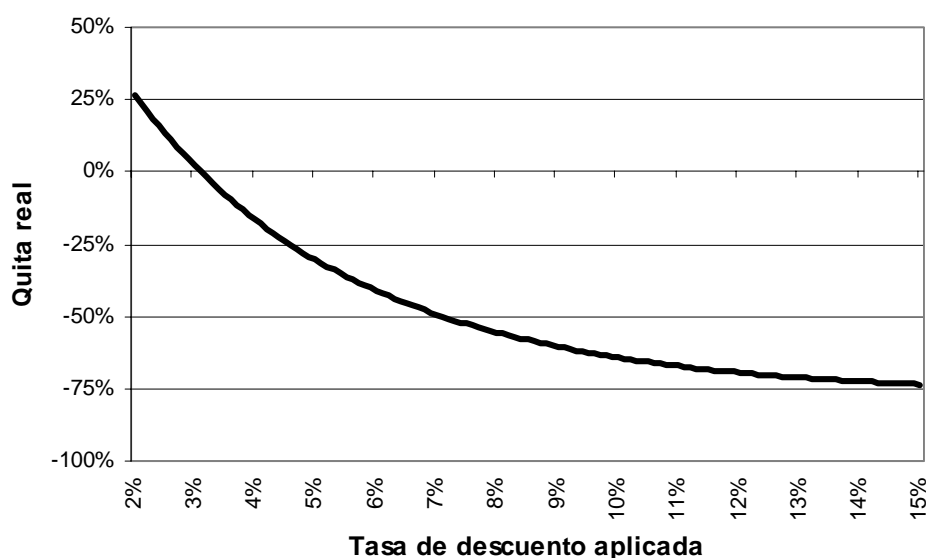
La aceptación o rechazo de la propuesta de reestructuración

A juzgar por las TIR presentadas de los títulos nuevos, si los vencimientos propuestos de capital e intereses tuvieran una elevada probabilidad de pago, sería conveniente para los acreedores la oferta oficial. Sin embargo, los pagos de capital e intereses de deuda presentarían altas probabilidades de ser atendidos si el sector público puede afrontar esos compromisos con sus flujos de fondos corrientes. En otras palabras, si se pudieran pagar los vencimientos de intereses y capital con el 3% del PBI, que es el objetivo de superávit fiscal, no habría, en principio, riesgo mayor en el cobro de los flujos prometidos. Sin embargo, si el sector público debe tomar deuda en un futuro para cancelar los vencimientos de los nuevos títulos la situación cambia. En este último caso, el cobro futuro por parte de los acreedores estará supeditado a que esos nuevos fondos sean aportados.

En definitiva, las posibilidades del sector público de enfrentar los vencimientos de la nueva deuda definen su riesgo crediticio y de esta forma la tasa de descuento que debe aplicarse para descontar el flujo futuro de fondos. Los acreedores evalúan la propuesta en términos de la quita que deben enfrentar y ésta depende de los flujos a recibir y de la tasa con que se descuentan los flujos. Mientras que los flujos están determinados en la propuesta, la tasa de descuento es fijada por el inversor y por eso es que varían tanto las afirmaciones sobre el porcentaje de la quita de la deuda sobre las acreencias originales. La ecuación es simple: a menor riesgo crediticio se puede tomar una menor tasa de descuento que resulta en una quita menor en valores presentes; análogamente, a mayor riesgo de crédito, la tasa de descuento será mayor, lo mismo que la quita.

En el Gráfico 7 se presenta la relación que existe entre la tasa de descuento utilizada para descontar los flujos de la nueva propuesta y su relación con el valor nominal de la deuda original.

Gráfico 7. Relación entre la tasa de descuento que se aplique y la quita real implícita en la nueva propuesta. Se toma como inversión inicial el valor nominal original de la deuda. Escenario de aceptación I. Crecimiento inferior al 3% anual.



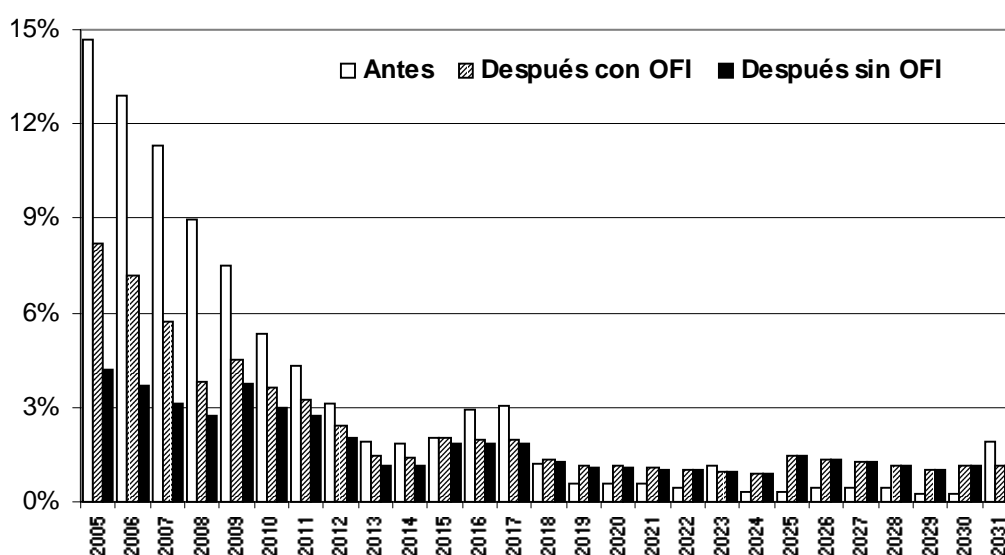
Se verifica que con una tasa de descuento del 3% la quita real es nula, este porcentaje representa la TIR que se presentó en el Cuadro 7 (3,1%). A medida que mayor es la tasa, mayor es la quita. Si los flujos tuvieran bajo riesgo una tasa de descuento el 7% podría ser apropiada para descontar los flujos. En este caso la quita real sería de sólo el 50%. A partir del gráfico resulta evidente que la elección de la tasa de descuento es decisiva.

Ahora bien, la tasa de descuento puede fijarse de manera caprichosa pero se sabe que, en condiciones normales, ella debe reflejar el riesgo crediticio. A juzgar por la estructura de vencimientos que resulta de la reestructuración aún quedan muchas dudas de que sea posible cumplir con los vencimientos. En este sentido, los acreedores no tendrían incentivos a reconocer una deuda contractual menor si como resultado de su "sacrificio" no mejora el perfil crediticio del gobierno. Sin embargo, tal como se puede inferir de las cifras

presentadas, y tal como se muestra en el Gráfico 8, las posibilidades del sector público de enfrentar los nuevos vencimientos dependen en gran medida, por no decir exclusivamente, de la política que en este sentido adopten los organismos financieros internacionales. Si los organismos refinanciaran todas sus acreencias de los próximos años y las estipularan con vencimientos graduales a partir del 2012 la propuesta del gobierno es sustentable en términos de posibilidades de cumplirla. En ese caso, y salvo algunos períodos aislados (los años 2005, 2006 y 2009) los vencimientos de capital e intereses estarían por debajo del 3% del PBI.

Durante los últimos trimestres el gobierno ha cumplido todos los objetivos macroeconómicos que firmó en las últimas cartas de intención con el FMI y sin embargo este organismo demora y cuestiona continuamente las aprobaciones de los acuerdos. Esta predisposición junto con la política implícita del FMI de cobrar sus acreencias con el país, hacen que las posibilidades de pagarle a los acreedores privados se reduzcan.

Gráfico 8. Vencimientos de capital e intereses antes y después de la reestructuración discriminando la parte de los OFI como % del PBI. Escenario I.



De todo lo expuesto queda claro que los OFI no son meros espectadores de la propuesta del gobierno sino que sus acciones determinan en gran medida el éxito o fracaso de la negociación. Por eso, la actitud del FMI, que agudiza el conflicto entre el gobierno y los acreedores y le exige acordar con ellos sin incorporar en la negociación sus propios vencimientos, que se arreglan por separado, refleja un manejo perverso y contradictorio del problema. En rigor, el bolsillo que paga una deuda es el mismo que paga las otras y, por tanto, no deberían ser tratados como compartimentos estancos.

En síntesis, a partir de la información presentada se puede concluir que si los organismos refinanciaran sus vencimientos, el gobierno recuperaría su capacidad de pago y los acreedores podrían aceptar la propuesta que incluiría una quita no mayor al 50% utilizando una tasa de descuento del 7% y asumiendo un crecimiento del 3% (inferior al requerido para que se active el

premio por crecimiento). Si la economía creciera a más del 3% anual la quita sería aún inferior.

En cierto sentido la conclusión puede resultar curiosa, pero parece claro que el éxito o el fracaso de la reestructuración, desde esta óptica, depende mucho más de la política del FMI que de las decisiones del gobierno o de los acreedores (que reaccionan frente a ambas). Cabe recordar que un tercio de la actual deuda con los organismos se contrajo durante el 2001 y sólo permitió postergar la salida de la convertibilidad y el *default*, mientras financiaba la fuga de capitales que tuvo lugar durante ese año. En otras palabras, esos préstamos no proporcionaron ninguna ayuda real y posiblemente hayan estado mal otorgados, cosa que actualmente se está estudiando, y reconociendo, en el FMI.

Conclusiones

La crisis de la deuda pública se inició en la Argentina en 1981, consecuencia de la política de la “tablita” cambiaria aplicada por J. A. Martínez de Hoz, por entonces Ministro de Economía de la dictadura militar. Las dificultades para el pago de la deuda pública, a las que pronto se sumaron los demás países de la América Latina, afectaron el manejo económico del país durante toda la década del ochenta y contribuyeron al proceso de estancamiento e inflación que caracterizaron esos años “perdidos”. La revaluación del peso a comienzos de la década del noventa, sumado al pago de una parte de la deuda mediante las privatizaciones y la financiación de otra con el Plan Brady, parecía ofrecer soluciones que pronto se convirtieron en lo contrario.

La crisis, la devaluación, el default y su posterior negociación son parte de aquel proceso iniciado hace casi un cuarto de siglo y que hoy trata de resolverse. Sin embargo, las cifras presentadas sugieren que la deuda, y sus correspondientes negociaciones, tanto con los OFI como con otros acreedores, van a seguir pesando en el panorama nacional durante un largo plazo. Salvo que los OFI acepten reestructurar sus acreencias por plazos más largos que los habituales, las soluciones tendrán un elevado carácter transitorio que pone interrogantes sobre el momento verdadero en que va a terminar un problema generado a comienzos de la década del ochenta y que no parece tener una salida auténtica y definitiva en el corto plazo.

El monto de la deuda no es el único problema sino también sus tasas y sus plazos de amortización. Si bien la deuda luego de reestructurada llegará a niveles cercanos a los de 2001, precisamente cuando estalló, las nuevas tasas (de los Garantizados, de los Boden y las que se espera surjan de la reestructuración) permiten que el pago de los intereses se financie con fondos públicos y no sea necesario tomar más deuda para ello. Por otro lado, la descompresión de los vencimientos de capital permitiría que la deuda pública sea sustentable. Sin embargo, se estima que la resolución del problema de la deuda ahora más que nunca depende de las políticas implementadas por los OFI. ¿Si ellos no están dispuestos a financiar a largo plazo, porqué lo habrían de estar los privados que ahora poseen títulos en *default*? Como se observa, si primara el cortoplacismo de los OFI (que privilegian sus propias cuentas como banqueros) se podría ingresar en un sendero de turbulencias sistemáticas, que no por eso significa que mejoren las posibilidades de los acreedores de recuperar sus préstamos.