

Extrait du El Correo

<https://www.elcorreo.eu.org/El-Gran-filon-que-fue-la-deuda-argentina-Conclusiones-de-un-analisis-del-FMI-para-el-periodo-1970-2000>

# **El Gran filón que fue la deuda argentina : Conclusiones de un análisis del FMI para el periodo 1970-2000**

- Argentine - Économie - Dette externe -  
Date de mise en ligne : vendredi 13 février 2004

---

Copyright © El Correo - Tous droits réservés

---

**Un extenso estudio dado a conocer por el Fondo Monetario muestra que los inversores en bonos públicos argentinos gozaron de períodos de espectaculares ganancias, superiores en general a los rendimientos de la región. Contradice la imagen de inversión ruinosa. Quienes apostaron a la deuda argentina tuvieron fuertes ganancias desde 1989 hasta el 2000.**

Invertir en deuda argentina ha sido un muy buen negocio a partir de 1989, según muestra un extenso y muy técnico estudio que acaba de dar a conocer el Fondo Monetario Internacional, aunque aclarando, como es de práctica, que las conclusiones corren por cuenta de los autores y no deben tomarse como postura oficial del organismo. Como quiera que sea, el análisis consigna que, en determinados períodos bastante recientes, los acreedores privados del país realizaron jugosas ganancias. El trienio más espectacular fue el de 1989-1992 -es decir, entre el estallido de la primera híper y la firma del Plan Brady-, cuando los tenedores de deuda pública argentina ganaron, por año, 55,6 por ciento, esto por encima de la renta de un bono del Tesoro estadounidense a tres años. Después de la crisis del Tequila, otro pico relativo se alcanzó en el lapso 94/97, con un sobrebeneficio del 13,8 por ciento anual. Este working paper del FMI está lejos de justificar la imagen de inversión ruinosa que se está pretendiendo dar de la deuda argentina.

El trabajo procura establecer cómo les fue a los inversores privados en los mercados de deuda emergentes durante el período 1970-2000. Sus autores -Christoph Klingen y Jeronim Zettelmeyer del Fondo y Beatrice Weder de la Universidad de Maguncia- calculan los spreads (márgenes de rendimiento) entre los papeles públicos, o con garantía pública, de países en desarrollo y los de títulos sin riesgo, como son calificados los norteamericanos, considerándolos como una inversión alternativa. Una de las conclusiones que pueden extraerse es que los bonos emitidos por emergentes no anduvieron mal cuando todo anduvo mal. Esto significa que tienen, según definen los especialistas, un bajo riesgo beta.

Si se toma todo el período 1970-2000, los papeles del conjunto de países emergentes rindieron, a la postre, lo mismo que títulos estadounidenses : alrededor de 9 por ciento anual. También da cero de spread para el conjunto de América latina. Sin embargo, los acreedores de la Argentina salieron mejor parados, obteniendo un margen positivo de 0,6 por ciento anual, mientras que los de Brasil perdieron 0,7 por ciento. Pero esas tres décadas abarcan tres etapas claramente diferenciadas.

Hay un primer ciclo, que va de 1970 a 1989, en el que los spreads son negativos o levemente superiores a cero. Sigue un lapso de altos retornos, que concluye en 1993, y de allí en más los rendimientos serán menores pero positivos. Esta última es la etapa de los grandes rescates y del moral hazard, asociado al salvataje de acreedores. A partir de 1986, la volatilidad en los retornos de las deudas emergentes será más alta que la de las acciones de compañías norteamericanas, pero menor que la de las empresas de los mismos países emergentes.

Uno de los cuadros que acompañan al texto muestra que en el tramo que abarcó de 1970 a 1989, los tenedores de deuda argentina obtuvieron 0,6 por ciento anual menos que si hubiesen colocado su dinero en títulos del Tesoro estadounidense a tres años. Sin embargo, Latinoamérica en general rindió 2,7 por ciento menos, y Brasil estuvo 5,3 por ciento anual por debajo. Tener a la Argentina como deudora no fue bueno, pero mejor que alternativas comparables.

La ventaja de los acreedores privados del país se acentuó en el intervalo que medió entre fines de 1989 y fines de 1994, cuando la deuda argentina arrojó ganancias 28,6 por ciento anual más altas, mientras que la latinoamericana conjunta premió con un spread del 16,2 por ciento, y la brasileña, con un 16,1 por ciento. De allí en más, hasta

finalizar el 2000, poseer bonos argentinos rindió 6,1 por ciento anual extra, algo menos que el total latinoamericano (6,6 por ciento) y algo más que tener papeles brasileños (5,7 por ciento).

Habrà que ver dentro de algùn tiempo, si este estudio se extiende hasta incluir la resoluci3n de la aún abierta crisis argentina, cómo quedarán los números. Pero, por lo que muestra la investigaci3n de Klingen, Weder y Zettelmeyer, no hay razones para que los acreedores del paí se sientan demasiado agraviados. Por épocas, las ganancias que consiguieron fueron clamorosas, más allá de los sustos y las angustias a los que se expone cualquier tomador de riesgo.

## **¿Cómo seguir la negociaci3n del default ?**

**Miguel Kiguel**

"Oferta cumplible"

**Por Claudio Zlotnik**

Fue subsecretario de Financiamiento durante la gesti3n de Roque Fernández en Economía. Desde su despacho, tuvo trato preferencial con los inversores : era el responsable de colocar títulos pú blicos en los mercados internacionales.

## **¿Está de acuerdo con la estrategia del Gobierno para reestructurar la deuda ?**

- ▶ El Gobierno expuso elementos positivos, como la propuesta de una quita importante sobre el capital de la deuda. Nadie discute que debe ser así. La oferta tiene que ser cumplible, y no simplemente patear la pelota hacia adelante para que el próximo Gobierno resuelva el tema. Pero tiene puntos débiles : no debería haber fijado un porcentaje de la quita. Ese número debería emerger de la negociaci3n. Lo principal es lograr estirar los plazos durante un largo tiempo, para evitar presiones en el corto plazo.

## **¿Esa visi3n no provocaría que, aun con el corto plazo despejado, la deuda vuelva a provocar una crisis en el largo ?**

- ▶ Justamente, mi propuesta es que debe cambiarse el eje de la discusi3n : en vez de la quita habría que pensar en el flujo de fondos que la Argentina podría pagarles a los acreedores, asegurando el crecimiento de la economí a largo plazo.

## **¿Y cuánto podría girarse ?**

- ▶ El número debería aproximarse al 3% del Producto. No un monto fijo. Ese dinero ya sería bastante. Con el tiempo, si la economí a sigue expandiéndose, habría libertad para pagar más.

## **¿Cuál sería el beneficio de un arreglo con los acreedores ?**

- ▶ Se necesita más financiamiento para el sector privado y daría más solidez al sistema bancario.

## **¿Por qué ?**

- ▶ El Gobierno se mostr3 muy duro en las negociaciones y los acreedores piensan que no será fácil sacar más de lo que se ofrece. Las condiciones internacionales ayudan : las tasas de interés est3n excepcionalmente bajas y existe abundante liquidez en el mundo.

## **¿Cómo se estructuraría, según su opini3n, una propuesta aceptable para los acreedores ?**

- ▶ Bonos de entre 20 a 30 años, con tasas de interés bajas, y un período de gracia para las amortizaciones de

capital de por lo menos 10 años. No me animo a decir una quita de capital, pero a valor presente debería ser de entre 70 a 75 por ciento.

## **EDUARDO CURIA** **"En los márgenes"**

**Por C. Z.**

Fue uno de los primeros economistas que se opuso tenazmente a la convertibilidad. Hoy asesora al ministro de Planificación, Julio De Vido. Cree que llegó el momento de flexibilizar la oferta a los acreedores, "aunque sea en los márgenes", de manera de dar una señal de buena voluntad. Siempre que ese gesto sea acompañado con un mayor compromiso los organismos, como, por ejemplo, un aporte de fondos.

### **Dada la presión del Fondo y del Grupo de los Siete, ¿cree que el Gobierno debe modificar su propuesta original sobre la deuda ?**

- ▶ La propuesta inicial fue valiosa. Es ruda pero razonable, dados nuestros condicionantes. El núcleo de la oferta es ligar la reestructuración a un crecimiento sostenible de la economía. Admito, no obstante, que hay que explorar en los márgenes de la propuesta.

### **¿Qué implicaría ?**

- ▶ La propuesta tiene muchas variables que podrían modificarse, como señal de buena voluntad. Yo lo haría siempre y cuando la otra parte también acompañe ese gesto. Para avanzar también se necesita una señal de los organismos. Y también del Grupo de los Siete. Si los bonistas no son influidos por los organismos o el G-7, no hay ninguna chance de éxito posible.

### **¿Ese gesto significaría pagar más ?**

- ▶ La quita sobre el capital puede ser del 75 % nominal, tal como está planteado. Pero se pueden explorar plazos y tasas de interés más atractivos. O un pago de cortesía en efectivo. Hay que hacer un análisis serio de costo-beneficio. Si la realidad es que el G-7 dice que no puedo seguir con la actual estrategia, el Gobierno debe escuchar ese mensaje. Hay que ver si se puede hacer un esfuerzo mínimo adicional y reclamar un "contra-esfuerzo".

### **¿Cuál sería ?**

- ▶ Argentina debe pedir el aporte de fondos frescos a los organismos internacionales.

### **¿Y si no hay acuerdo ?**

- ▶ En un escenario de ruptura, en una primera instancia empeorarían las variables financieras. Mientras que en el largo plazo habría una impregnación de este agravamiento en el sector privado. Por ejemplo, se notarían cortes en las líneas de financiamiento comerciales a las empresas. Ahora bien, la escalada no ocurriría de un día para otro.

**Julio Nudler**

[Página 12](#). Buenos Aires, 12 de febrero del 2004