

Deuda Externa: ¿Costo o Transferencia?

El gobierno argentino propone cancelar la deuda en default con tenedores de bonos por \$91 billones de dólares mediante su canje por otros bonos con un valor nominal del 25%, o sea de 22.700 millones de dólares. Según especialistas en el tema, el valor efectivo de mercado de los nuevos bonos sería de aproximadamente \$7 billones de dólares (valor que depende mucho de la nueva prima de riesgo país que se use para descontarlos).

En pocas palabras, debemos \$91 billones en principal y \$11 billones en intereses (o sea \$102 billones) y proponemos cancelar todo con el equivalente de un pago contado evaluado en \$7 billones. Para ponerlo en perspectiva, este pago es equivalente a menos de la mitad de los fondos líquidos que tenemos en concepto de Reservas Internacionales.

Deuda en Default:	\$102 bn
Principal:	\$91 bn
Intereses:	\$11 bn

Deuda Normal:	\$81 bn
BODEN:	\$25 bn
Multilaterales:	\$32 bn
Resto:	\$24 bn

Datos aproximados a Dic.2003

Fuente: Presentación de la Secretaría de Finanzas, Agosto 2003

Por otro lado, los bonos defaulteados se cotizan en el mercado libre a alrededor de \$26-\$30 dólares cash por cada 100 dólares de valor nominal. Este valor refleja fundamentalmente el valor presente de lo que los acreedores esperan poder cobrar.

Hoy día el tenedor de un bono defaulteado de un valor nominal de \$100 dólares puede venderlo por \$26-\$30 dólares en el mercado o aceptar la propuesta argentina de recibir otros bonos con un valor equivalente a \$7 dólares. Claramente las puntas no se acercan ni remotamente y ello explica la total ausencia de negociación seria hasta el momento.

Las agresiones de nuestras autoridades a los acreedores y el atarse las manos políticamente en el frente interno con la oferta del 25% (que en realidad representa un valor contado efectivo estimado de 7%) puede ser visto como un intento de reducir las expectativas de cobro por parte de los acreedores. Si esta estrategia fuera exitosa deberíamos ver el valor del bono defaulteado caer fuertemente en los mercados, desde el actual 26%-30% hasta una cifra cercana al 7% que nosotros ofrecemos. La persistencia de los valores de mercado alrededor de 26%-30% indica que nuestra estrategia de desilusionar a los acreedores no está rindiendo frutos.

Desde la perspectiva de los acreedores, no ofrecemos ni un solo dólar de los \$15 billones que disponemos de reservas y solo ofrecemos un 25% de valor nominal en bonos con dudosa capacidad de repago. En realidad, el famoso superávit de 3% del PBI negociado con el FMI ni siquiera alcanzaría para pagar regularmente el remanente de deuda interna no defaulteada, la que incluye los conocidos BODEN que fueron entregados a los ahorristas damnificados por la pesificación asimétrica.

Se argumenta que no es posible aumentar el superávit primario porque ello atentaría contra el proceso de crecimiento. Este argumento es debatible. En la medida que el superávit fiscal de 3% se utilice para pagar a tenedores locales de deuda pública, esta operación es una transferencia local de ingresos y no tiene porqué contribuir a disminuir el crecimiento del país. Básicamente se le saca dinero a un contribuyente y se le da ese dinero a un ex-depositante bancario tenedor de un BODEN. Sería una operación similar a sacarle dinero a un exportador de soja y dárselo a un Jefe de Hogar desocupado. En ningún momento escuchamos a las autoridades decir que la transferencia de ingresos que implica el Plan Jefes y Jefas contribuya a reducir el crecimiento.

Argentina debe mejorar su oferta hasta que ésta alcance niveles de seriedad compatibles con un futuro reingreso del país al sistema financiero internacional.

La estabilidad de los valores contado de mercado de la deuda en default en alrededor de un 30% sugiere que este valor cuenta con la credibilidad de los agentes económicos que comercian con ellos, a pesar de todos los esfuerzos de nuestros negociadores para rebajarlos a un valor contado equivalente a 7%. Es por esto que creo que una oferta similar a los valores contado de mercado actuales sería mayoritariamente aceptada por los acreedores y se convertiría en la oferta de máxima para nuestros negociadores. Ello implicaría hacer una oferta por un valor contado efectivo en los alrededores de \$30 billones de dólares.

Este monto equivale al doble de nuestras reservas internacionales, o al valor presente de un superávit de 2% del PBI (una renta de alrededor de \$3 bn anuales descontados al 10% anual vale \$30 bn.). Si la tasa de descuento fuera menor el superávit requerido caería proporcionalmente, pero eso equivale a decir que disminuye la prima de riesgo argentino que se use para evaluar el nuevo bono. La prima de riesgo será menor cuanto más creíble sea la fuente de financiamiento del bono.

El acuerdo final podría estipular un pago contado (usando parte de las reservas) y el resto con un bono, teniendo siempre en cuenta que cada \$15 billones de dólares de valor presente del bono representaría alrededor de un 1% del PBI de superávit (inicialmente, luego con el crecimiento caería esta proporción).

Ya vimos que el superávit del 3% no implica una carga neta para el país sino una transferencia de fondos entre residentes. También buena parte de los pagos que se realicen a los tenedores de la deuda defaulteada tendrían el carácter de transferencia ya que ésta está en poder de argentinos, incluyendo nuestros fondos de pensión.

Los grandes tenedores de deuda saben muy bien que la paridad actual de mercado de 25%-30% de la deuda defaulteada caería significativamente si trataran de desprenderse de ella masivamente. Es por ello que creo que con una buena negociación se podría razonablemente acordar en un número algo menor.

Por ejemplo, y sólo a título ilustrativo, supongamos que con un valor contado de 20% se lograra el acuerdo final. Este 20% de una deuda de \$102 billones equivale a un valor contado de \$20 billones, el que podría ser saldado con un pago de \$5 billones de reservas y un bono que lleve un valor de mercado de \$15 billones, lo que requeriría un superávit adicional de 1% del PBI (suponiendo una tasa de descuento de 10%, el valor presente de un flujo anual perpetuo de \$1.5 es $\$15 = \$1.5/0.10$). De más está decir que el valor presente del nuevo bono será mayor cuanto más creíble sea el superávit y por ello menor será la tasa de descuento. **Además, si la economía crece, el superávit requerido disminuiría en el tiempo ya que lo que hay que garantizar es el pago de \$1.5 billones anuales.**

Los cálculos anteriores también requieren que los organismos multilaterales acepten refinanciar por un largo plazo nuestra deuda -aún no defaulteada- con ellos de \$32 billones y financiar los intereses por lo menos hasta que Argentina vuelva a entrar a los mercados de capitales a tasas razonables. Creo que esto sería posible de lograr si conjuntamente se llega a un acuerdo satisfactorio con los otros acreedores externos e internos.

La deuda tiene una solución económica posible, y ésta no pasa por el empobrecimiento del pueblo. La oposición política al pago de la deuda pasa por ignorar el hecho que los receptores del famoso 3% de

superávit son mayormente argentinos como así también una buena parte de los tenedores de la deuda defaultada.

El superávit fiscal requerido para pagar los BODEN permitió resolver la crisis desatada por la pesificación asimétrica y con ello se logró normalizar el mercado financiero y detener la caída a pico de la actividad económica. Yo diría que ese superávit es plata bien gastada. Quizá podamos usar parte de las reservas y algo más de superávit para terminar con esta ingrata situación y así lograr un crecimiento sustentable que nos beneficie a todos.