

MEGA - CANJE

Otra vez la deuda externa

La deuda externa se asemeja a algunas narraciones mitológicas. Una y otra vez vuelven a aparecer las cabezas de la hidra. Su omnipresencia se "tragó" dos ministros de economía en pocas semanas. Aún disponiendo de una operación de crédito contingente por U\$S 40.000 millones ("blindaje"), que garantizaba el pago a los acreedores por más de un año.

Pero mientras se empapelaba la ciudad de Buenos Aires con carteles "Blindaje 2001", el mercado financiero ya evaluaba que esos fondos asemejaban a una "bala de plata". Una vez agotados no habría reposición y Argentina entraría en cesación de pagos. Esta previsión fue descontada rápidamente y volvieron a castigar el precio de los títulos argentinos. El índice de riesgo país volvió a alcanzar los altos niveles de las anteriores crisis.

Pero esta vez existían otros condimentos que agravaron la coyuntura: descontrol fiscal, continuidad de una ya muy larga recesión y una concentración excesiva de vencimientos en los años inmediatos siguientes.

Descontrol fiscal

Las condiciones de deterioro fiscal al inicio de la actual administración eran muy serias. El principal asesor del Ministro Cavallo, el Dr. Adolfo Sturzenegger afirmó:

"Lo que nos trajo a esta situación de incertidumbre es el escandaloso manejo fiscal que tuvimos en los últimos cinco años, que está haciendo insostenible la relación entre el Producto Bruto y el volumen de deuda." (Clarín, 22/03/2001).

El deterioro fiscal heredado operó un efecto de "arrastre". Al no ser asumido por el nuevo equipo económico llevó a una situación presupuestaria incontrolable. El ex -Ministro Machinea en Diciembre de 2000 corrigió el déficit de su propio presupuesto (presentado en Setiembre), incrementando su nivel en \$ 900 millones. En ocasión de asumir la titularidad del Ministerio el Dr. López Murphy planteó, que para mantener los niveles previstos de déficit, era necesario un ajuste de \$ 2.000 millones. Al inicio de su periodo, el Dr. Cavallo estimó necesaria una corrección de \$ 3.000 y terminó presentando un ajuste del orden de los 4.000 millones para mantener el mismo nivel de déficit que el FMI ya había autorizado.

El problema radica en que entre estos acontecimientos no pasaron años ni meses, sino apenas algunas semanas. Una síntesis de esta carrera infernal es el déficit fiscal acumulado entre Enero y Mayo de 2001. Ya fue absorbido casi el 80 % del total previsto para todo el año.

Continuidad de la recesión

Recientemente, el economista M. A. Broda resumió la situación:

"Entramos en recesión en el tercer trimestre de 1998; el PBI cayó 8,7% desde entonces, y el gasto agregado per cápita, un 11%. Es, probablemente, la peor recesión de la historia argentina." [. . .] "La Argentina no tiene voluntad de pago. El resto del mundo ve que crecimos al 6% promedio anual en la década del 90 y no hicimos ningún esfuerzo. [. . .] El sistema financiero internacional nos va a penalizar: tuvimos alta tasa de crecimiento y escasisima voluntad de pago." (La Nación, 20/04/01).

La conclusión es obvia. Los operadores del mercado se plantean: si cuando hubo crecimiento no amortizaron un solo dólar de capital, que pasaría en condiciones de una fuerte y persistente recesión.

Concentración de vencimientos

En los años inmediatos siguientes (2001-05), se habían acumulado compromisos excesivos (casi 20.000 millones en 2002). Sobre todo si consideramos las particulares condiciones financieras de Argentina: desde Octubre de 2000 ya no realizaba colocaciones de deuda en el mercado voluntario.

A esto se sumaba el financiamiento de los futuros déficit que arrojaría el presupuesto. La tendencia del resultado fiscal, sin realizar ajustes traumáticos, se encontraba en un nivel negativo de aproximadamente \$ 11.000 millones anuales.

En estas condiciones, ya no era posible hacer lo realizado en el periodo 1992 / 2000: pagar sólo los intereses, refinanciar la totalidad de los vencimientos de capital y obtener del mercado voluntario financiamiento adicional para el nuevo déficit fiscal.

Además surgió una dificultad adicional que se puso en evidencia en los acontecimientos sociales previos a la renuncia de López Murphy y que constituyeron casi un "experimento" social. Se verificó que los ajustes fiscales drásticos, basados sólo en un recorte del gasto público, no serían fácilmente aceptados por la sociedad argentina

Estas condiciones fueron evaluadas de manera negativa por los operadores financieros. Los indicadores de riesgo país y de evolución de los depósitos la expresaban con claridad. El primero llegó a ubicar el país entre los más deteriorados del mundo. Entre Febrero y Abril los depósitos totales se redujeron en más de \$ 4.500 millones.

La relación entre condiciones objetivas, indicadores y expectativas negativas, crearon un infernal "círculo vicioso". Por una parte, las condiciones objetivas de la economía generan dudas e incrementan el riesgo país. A su vez, las condiciones de mejoramiento económico que reclaman los operadores financieros son imposibles mientras se mantengan esos niveles de riesgo que fijan los propios operadores.

Por otra parte, la forma de encarar la política económica contribuía a agravar los problemas. El criterio del ajuste fiscal como único instrumento frente al deterioro de la situación (en 18 meses se realizó media docena de ellos), llevaba a un camino de "ajuste permanente" sin salida alguna.

El problema de los indicadores

Dadas las condiciones de alta volatilidad en que se desenvuelve la economía argentina, dos temáticas han pasado a ser dominantes en las decisiones económicas: el indicador riesgo país y la calificación del crédito.

El indicador de riesgo país

Así como los argentinos hemos vivido pendientes de la diaria, y aún horaria, cotización del dólar, el sustituto que ahora resume las condiciones de debilidad es el indicador riesgo país que ha pasado a convertirse en el numen de las condiciones económicas.

El riesgo país es un componente de la formación del precio de la tasa de interés internacional para un país concreto. Representa la diferencia entre la tasa que efectivamente pagan los títulos de un país y una tasa referencial. La más usada es la de Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 30 años, que se considera, a los fines comparativos, como de riesgo cero.

Debido a que cada operación de cada título tiene su propio diferencial de tasa, consultoras y bancos de inversión internacionales han creado, a partir de ese concepto indicadores concretos que puedan expresar una posición única. El objetivo es disponer de un índice sistemático para utilizarlo en una metodología comparativa en el tiempo y en el espacio, es decir, en la evolución cronológica de un país y entre distintos países.

La medición más utilizada por la prensa especializada es el desarrollo técnico de un indicador realizado por el banco de inversión J.P. Morgan Securities. Su nombre es "Emerging Markets Bond Index Plus", y está representada por la sigla "EMBI+".

Se trata de un indicador que toma en cuenta varios títulos (bonos, préstamos y similares) con la idea de expresar un valor único y comparable de las expectativas que el mercado tiene acerca de la capacidad de un determinado país de repagar su deuda.

El EMBI+ se estima para mercados de un tipo de deuda específica, para una región o para país. Expresa el diferencial de tasa de interés que los inversores le exigen a un país o título por sobre la que en ese momento se le exige a los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos

Es una medida del riesgo por no cobrar en tiempo y forma los intereses y la amortización. No es el riesgo de no cobrar. En ese caso el indicador sería infinito. Pero el indicador no puede crecer de manera indefinida. A determinado nivel ya no se presta y los valores por sobre ese nivel sólo expresan estadios de aproximación a la cesación de pagos.

El indicador se mide en puntos básicos. Cada cien de ellos corresponde a un punto porcentual. Si para una operación se señala un indicador de 900 puntos básicos y la tasa de referencia es el 5% anual, significa que esa operación detenta una tasa efectiva al vencimiento y actualizada (TIR), del 14 % anual.

Pero manejarse con este solo indicador es engañoso. Así como una operación aislada de bajo monto llevaba el tipo de cambio peso / dólar en el mercado "paralelo" a niveles increíbles, ahora operaciones aisladas de temerosos tenedores de títulos, disparan el indicador.

Esto sucede cuando en la venta de títulos se va reduciendo el nivel bajo par (debajo de su valor nominal) y hace crecer la tasa efectiva del comprador. Una tasa efectiva mayor, comparada con la referencial, incrementa la brecha de riesgo país. Un mecanismo que podría dar lugar a manipulaciones peligrosas para la economía de cualquier país.

El indicador podría ser útil si fuese complementario de un conjunto más amplio de ellos. Y siempre que se esté midiendo tendencias de mediano plazo. Su seguimiento diario, y aún de forma horaria, como acostumbra a hacerlo la prensa especializada, contribuye a crear los círculos viciosos.

De acuerdo a la experiencia de los últimos años, el punto de quiebre en Argentina se encuentra en un nivel aproximado a los 600 puntos de riesgo país. Dentro de ese nivel la economía argentina ha funcionado con serias dificultades y con caída del PBI. Que lo haga creciendo, ya requiere una caída sistemática por debajo de ese nivel. Por ejemplo, en este momento, la economía mexicana detenta un nivel de riesgo país por el mismo indicador de algo más de 300 puntos básicos, es decir un tercio de los niveles de Argentina.

Por arriba de ese nivel de 600 puntos básicos, comienza a jugarse la posibilidad de ser expulsado del mercado voluntario. Esto fue lo sucedido en Octubre de 2000, por lo que hubo de recurrirse al operativo "blindaje".

Ya por encima de los 750 puntos, la posibilidad se convierte en certeza. A partir de ese punto pierde toda importancia si la medición es 900 o 1300. En esas condiciones, el mercado internacional está cerrado para nueva deuda y/o refinanciación de los vencimientos de capital. El indicador sólo muestra un mayor o menor acercamiento a un punto de cesación de pago o "default".

Argentina está en esos niveles y por ello hubo de recurrir, primero al "blindaje" y luego reforzarlo con el "mega canje". En las crisis del "tequila" el riesgo estuvo doce meses por encima de 1000 puntos básicos. En la crisis rusa llegó hasta 1482. Desde entonces no se había dado una suba como la de los últimos meses. El 23/04/01 llegó a nivel de 1284 puntos básicos. Sólo Ecuador y Nigeria tuvieron ese día indicadores superiores en el mundo.

La tendencia en los últimos meses está resumida en el cuadro siguiente:

Argentina. Indicador Riesgo País

"EMBI+"

Periodo	Promedio	Menor	Mayor
1999			
Setiembre	679.0	654	702
Octubre	757.0	655	894

Noviembre	860.6	803	992
Diciembre	804.3	765	848
2000			
Enero	701.3	654	792
Febrero	705.2	658	796
Marzo	840.2	725	984
Abril	972.8	831	1284
Mayo	990.8	921	1093
Junio (1 ^a . quincena)	922.3	879	1019

Fuente: Ámbito Financiero

La calificación del crédito

La otra temática dominante es la calificación de crédito. La calificación del riesgo crediticio es un indicador que se le atribuye a una operación financiera en particular o bien a una empresa o país, y mide el grado de probabilidad del cumplimiento de las obligaciones contractuales por parte del deudor. Esto implica una evaluación del riesgo que asume el acreedor.

La calificación contiene un análisis de la situación económica, financiera, institucional y política del emisor que es considerada por los inversores a la hora de evaluar niveles de calidad crediticia de sus alternativas. Cuando el deudor es un Gobierno o hay plenas garantías por parte del mismo, el riesgo crediticio se denomina riesgo soberano. Intervienen consultoras internacionales entre las que se destacan: Moody´s; Standard & Poors; y Duff & Phelps.

Una vez efectuados los análisis, estas agencias proporcionan información utilizando una escala de símbolos homogeneizada, que permiten al inversor comparar el riesgo de distintas alternativas de colocaciones financieras. A menor riesgo, la colocación será menos especulativa y de condiciones más "blandas" en materia de plazos, tasas y garantías

Existen dos escalas de valores básicas para medir el riesgo, con sus respectivas graduaciones de sub-escalas cada una de ellas

- Ø Deuda apta para inversión (Investment Grade)
- Ø Deuda especulativa (No Investment Grade)

Argentina nunca detentó escalas del Investment Grade a diferencia de Chile y Méjico. Es de destacar que en el mes de Mayo, en pleno proceso de lanzamiento del "megacanje", dos de las calificadoras mencionadas bajaron la calificación de Argentina.

El 8 de Mayo la firma S&P trasladó la calificación desde el nivel de "Grado Especulativo Bajo" a "Grado Altamente Especulativo". Sólo habían transcurrido 43 días de la anterior reducción y quedaba a sólo un escalón de la escala, "Riesgo Sustancial". Por su parte la firma Moody´s redujo su calificación en el mismo sentido conceptual. Luego de conocerse los resultados del "mega-canje", ambas firmas anunciaron que no existía motivo alguno para modificar esos valores.

Un economista especializado en mercados financieros internacionales escribió sobre la importancia de las calificadoras internacionales:

"[. . .] su opinión es muy relevante, ya que la mayoría de los fondos de inversión de EE.UU. y Europa están limitados por sus estatutos a invertir en papeles con calificación "investment grade" (cuatro niveles por encima del que tiene hoy la Argentina). Aunque el administrador de un fondo tuviera una opinión favorable respecto de la situación del país, no podría comprar sus bonos debido a esta restricción. Esta restricción limita significativamente el universo de inversores que pueden comprar bonos de la Argentina y por consiguiente contribuye a encarecer el costo del financiamiento" (Adam Fields, La Nación, 20/05/2001)

Son conocidas las reacciones del Ministro Cavallo frente a estas “bajas notas” de las calificadoras: “jóvenes inexpertos”, “no entienden nada de economía”, y expresiones similares. Por eso es importante profundizar acerca de la diferencia de enfoque que hace posible tal diversidad de opiniones.

La última reducción de nota de S&P (08/05/2001) expresa en una parte del informe:

“Desde la última baja de calificación de Argentina el 26 de marzo de 2001, las tensiones políticas han persistido, amenazando potencialmente el intento del Ministro Cavallo de solidificar el respaldo para su programa económico. Asimismo, la posición fiscal de Argentina continúa deteriorándose en un ambiente económico deprimido. Las metas de déficit fiscal acordadas con el FMI para el primer trimestre de 2001 se vieron excedidas en más de \$1000 millones (7.8% de los ingresos del primer trimestre) y los resultados tributarios del mes de Abril mostraron una disminución del 9% respecto del año anterior. **La deuda del sector público, que alcanzó el 50% del PIB a fines de 2000, no se estabilizará en un contexto de déficit fiscal creciente, estancamiento económico y tasas de interés persistentemente elevadas.** A pesar de la mejora en los spreads de los últimos días, las tasas continúan siendo elevadas y volátiles en relación a los objetivos de crecimiento planteados.”

Su argumento central gira alrededor de la deuda del sector público. Este es uno de los enfoques. El alternativo lo suscribe el Dr. Cavallo. Lo podemos extraer de una nota periodística que escribió para The Economist (27/04/01):

“Los observadores del mercado dedujeron, a raíz de una simple investigación de los hechos, que el problema yace en la deuda del país. Están equivocados. En tiempos pasados, muchos países habían tenido que afrontar situaciones aún más difíciles con respecto al volumen de sus deudas y lograron superarlas con éxito. Como testigo tenemos a Irlanda cuya deuda del PBI fue del 81% en 1995. Hoy es del 40% y continúa disminuyendo. La solución de este problema no es la depreciación sino el crecimiento. Encarar el tema del crecimiento económico es la solución para cualquier dificultad de la Argentina.”

El debate en los ámbitos del poder financiero transcurre entre estos dos argumentos. Sin embargo, frente a la complejidad de nuestra problemática, terminan por resultar una simplificación que impide visualizar las verdaderas alternativas.

Por una parte, las calificadoras ignoran que son parte del mismo problema que evalúan. Deberían saber que cuando se trabaja sobre la disciplina “economía”, las expectativas cumplen un papel muy importante y producen el fenómeno de la “profecía auto cumplida”: si todos creemos que la economía se deteriorará, de manera independiente a las condiciones objetivas, el deterioro se producirá de manera inexorable.

Este mecanismo perverso se expresa en la retroalimentación que existe entre el indicador de riesgo y las calificaciones que ha puesto al país al borde del caos económico varias veces en los últimos meses.

Por su parte, el argumento del Dr. Cavallo respecto a que la deuda externa no representa un problema serio, no es nuevo. Ya tuvo oportunidad de utilizarlo en su anterior gestión como Ministro de Economía entre 1991 y 1996:

“La colocación de estos títulos se verá facilitada por el hecho de que prácticamente no existe deuda pública a corto plazo pendiente y por el nivel relativamente bajo del endeudamiento global del sector público. En realidad, el total de la deuda del sector público, tanto interna como externa, representa actualmente sólo alrededor del 31% del PIB y, según las proyecciones, este total disminuirá en los próximos años como resultado de un fortalecimiento global de las finanzas públicas.” (“Memorandum sobre política económica ante el FMI”. En Informe Económico Nro. 16 Año 1995, Págs. 168/9)

Como vemos, el Dr. Cavallo ahora sigue subestimando el papel negativo del alto stock de deuda. Su apreciación deriva de comparar la ratio “Deuda Pública / PBI” de Argentina con algunos países europeos. Por su parte, las calificadoras de crédito utilizan la ratio “Deuda Externa / PBI”.

La confusión radica en que estas dos ratios, debido a nuestro sistema bimonetario, son iguales. Pero no son iguales en los países europeos donde no rige el sistema de "caja de conversión" sino el de "moneda autónoma". En esas condiciones la diferencia entre deuda interna y externa es fundamental.

Sobre todo, es diferente, en economías desarrolladas con fuertes mercados de capital y con niveles de deuda interna (en moneda propia) de entre el 70 y el 80 % del total de la deuda pública. En esos países europeos, si trabajamos con el concepto "deuda externa", su relación con el PBI es muy inferior al de Argentina.

El mega canje y sus alternativas

Pero el Ministro Cavallo, aunque sostiene que el problema fundamental no es la deuda, se ocupa de algunos de sus aspectos que puede mejorar. En ese sentido evaluó como crítica la acumulación de vencimientos en los próximos años. A partir de ese diagnóstico implementó una operación de canje de deuda a fin de lograr plazos mayores y aliviar el esfuerzo de refinanciamiento hasta el año 2005.

Este tipo de operación ha sido habitual en los últimos años. Entre 1998 y 2000 se realizaron cuatro de ellos. Luego, la más reciente que fue en Febrero de 2001.

Sin embargo hay una diferencia. El canje de títulos implementado en mayo / junio fue, tal como lo bautizó la prensa, un "mega canje". Las operaciones anteriores habían oscilado entre 700 y algo más de 4.000 millones. Ahora se trató de una operación abierta donde se apuntaba a lograr la mayor adhesión posible que llegó a una cifra de casi 30.000 millones.

Desde el punto de vista técnico se trata de una conversión de la deuda donde el objetivo central son los plazos, aunque con efectos sobre las tasas como ya veremos más adelante. No debemos confundir este tipo de operación con el "Plan Brady" de 1992/93 que constituyó una reestructuración integral de la deuda, donde técnicamente, además de una conversión existió remisión y novación de la deuda.

En el Brady, se partía de condiciones de "default" y se negociaba con los bancos (en aquel tiempo los principales acreedores) bajo la tutela del FMI. En ese sentido, no sólo hubo canje sino también una quita (remisión), por vía de una disminución de la deuda o bien por medio de tasas fijas a largo plazo.

La diferencia entre un canje y una reestructuración es la diferencia entre una operación voluntaria y una operación forzada. Una diferencia similar a la que enfrenta la empresa privada entre una convocatoria de acreedores realizada de manera privada y una convocatoria de acreedores realizada bajo protección judicial.

Y en este sentido se originó un fuerte debate en el ámbito internacional acerca de si Argentina debió realizar un canje o bien una nueva reestructuración de la deuda. A mediados del mes de Abril un artículo sobre Argentina en el Wall Street Journal de Nueva York, el periódico especializado más influyente de Estados Unidos, desató la ira del Ministro.

En una nota firmada por Charles Calomiris se planteaba la necesidad de realizar una reestructuración ordenada de la deuda externa argentina bajo la cobertura del FMI. De esa manera, la pérdida se repartiría entre el país y los acreedores. Esta propuesta conlleva una declaración de "default". Argentina tendría que admitir de hecho un estado de cesación de pagos. Cavallo calificó a esto de "delirante" ya que esa no era la situación real y pocos días después anunció un canje voluntario del mercado.

Sin embargo, este debate era sólo la "punta del iceberg". No era una propuesta aislada. Calomiris había formado parte de la "Comisión Meltzer" que elevó al Congreso de los Estados Unidos una propuesta de reestructuración generalizada del FMI y de la deuda en los países emergentes y donde el caso argentino era utilizado como ejemplificación de lo que planteaban.

Y el debate alcanzó su punto culminante el 5 de Enero de este año con una fuerte confrontación que mantuvieron Meltzer y Calomiris con el Vice-Presidente del FMI, Stanley Fischer, en el marco de la reunión anual de la American Economic Association. El tema de mayor fricción fue el manejo por parte del FMI del "blindaje" para Argentina implementado en Diciembre de 2000.

El informe de la Comisión Meltzer forma parte de un debate crucial en Estados Unidos acerca del papel cumplido por el FMI en las crisis financieras de los últimos años. El grupo interpreta que el FMI diseñó "sobre la marcha" una política de rescates y "blindajes" para enfrentar las consecuencias de la volatilidad de los flujos de capital en los mercados emergentes. El punto de

partida fue en enero de 1995 para salvar al gobierno de México de la bancarrota, socio de Estados Unidos en el NAFTA, recién entrado en vigencia.

La controversia se profundizó a partir de los cambios políticos ocurridos en ese país. Su expresión concreta es una seguidilla de renunciadas en los cargos claves del FMI y su eventual reemplazo, justamente por los economistas que formaron la "Comisión Meltzer" y allegados a esas posiciones.

Su crítica se orienta hacia lo que ellos llaman el riesgo moral (moral hazard). El FMI al tratar de impedir el efecto "contagio" en esas crisis, (presta dinero y evita el default del resto de países emergentes), hace posible el comportamiento aventurero, tanto de los acreedores como de los deudores.

Los primeros, prestando más allá de los límites de riesgo a fin de usufructuar de altas tasas, ya que el rescate que luego haría el FMI, representa una garantía implícita adicional. Los deudores, llevando a cabo irresponsables políticas macroeconómicas y fiscales expansivas ya que todo déficit podrá ser financiado en un mercado donde se descuenta que en caso de crisis habrá una "oportuna" intervención del Fondo. Así se acumulan deudas sobredimensionadas a altas tasas que luego, aun en situación de crisis son cobradas sin pérdida alguna para los acreedores.

Veamos la propuesta sobre Argentina del propio Meltzer:

"Lo que propongo es que Argentina se declare voluntariamente en cesación de pagos. Y que el FMI anuncie inmediatamente una oferta que haga la deuda sostenible. Por ejemplo, el FMI dice vamos a comprar la deuda argentina en 60 centavos por cada dólar. Cualquiera que quiere vender, véndanlos, pero pagamos sólo 60. Eso alentaría a que se acepte la oferta de reestructuración de la deuda argentina por ejemplo, a 65 centavos por dólar." (Clarín, 15-05-2001)

Entendemos que en las condiciones de Argentina este tipo de alternativa debería ser debatido con detenimiento y no rechazarse de manera liviana. Sobre todo, frente a algunos argumentos muy fuertes que utilizan este grupo de economistas: están planteando que los apoyos del FMI no contribuyen a solucionar el problema de los países sino sólo el problema de los especuladores internacionales.

Los resultados de la operación de canje

El objetivo explícito, resultaba de la necesidad de postergar pagos en los años inmediatos posteriores. Pero también había objetivos implícitos que condicionaron los alcances de la operación. Para el Dr. Cavallo era imprescindible que el canje generara la impresión que Argentina volvía al mercado voluntario. De allí que la propuesta de reestructuración integral de la deuda que implicaba aceptar de hecho un estado de cesación de pagos, desatara la ira del Ministro.

Para lograr esto fue diseñado un esquema con los siguientes elementos:

1) Asegurar el éxito del canje por vía de tenedores internos cuya capacidad de decisión puede ser inducida desde el Estado. Aunque el canje operara sobre títulos internacionales, el grueso de la operación debería recaer sobre tenedores internos que compran habitualmente estos títulos a partir de la constitución de ahorro forzoso. Es decir ahorro exigido por el esquema regulatorio; bancos oficiales y privados, AFJP, ART, fondos comunes de inversión y compañías aseguradoras. Aunque en todas estas instituciones predominan capitales internacionales, su regulación depende del gobierno nacional. El Estado puede inducirlos con relativa facilidad ya que el cambio de "una coma" en la reglamentación de las leyes que rigen su actividad puede hacerles ganar o perder millones.

2) Aunque el canje sería "semi-forzoso", debía darse la imagen de una verdadera operación en el mercado internacional. Para ello era necesario

Contratar asesoramiento internacional

Obtener autorización del SEC (Securities and Exchange Comisión-EEUU)

Contar con un grupo de bancos internacionales que lideraran la operación

Reconocer altas tasas de interés. Una baja tasa pondría en evidencia que no se trataba de una operación de mercado voluntario sino "semi-forzada".

Todo el diseño de la operación ratifica estos criterios. En primer lugar, la decisión previa de que el grueso del canje fuese con tenedores locales. Esto es visible por el diseño de los nuevos

bonos, confeccionados a la medida de las AFJP, los mayores tenedores domésticos de títulos, y no de la masa de acreedores internacionales.

Para las AFJP el beneficio de la operación es doble: valorizar su cartera de títulos, y la rentabilidad derivada del canje. Para este tipo de empresas el principal objetivo es la rentabilidad proyectada a largo plazo y poder "calzar" sus carteras de inversiones con maduración a largo plazo, dado que su universo de afiliados deberá percibir beneficios dentro de 20 a 25 años.

Por el contrario el diseño era incompatible con el mercado internacional:

"Los extranjeros son reacios a participar en este canje porque las características de los nuevos bonos no combinan con su gerencia de activos de deuda", dijo Boris Segura, economista jefe de Atlantic Asset Management" (La Nación 02/06/2001)

Incluso esto fue evidente en la autorización del SEC estadounidense. Se solicitó una venia para canjear hasta 5.000 millones de dólares. Aunque las ofertas internacionales llegaron a una cifra de \$ 8.360 millones sólo fue aceptado el 60,2 % de ese total, que coincide con la cifra autorizada y que representa sólo menos del 4 % del total de la deuda pública.

Por otra parte, la imagen de un canje internacional voluntario se alcanzaba sobre la base del asesoramiento internacional. Para ello se contrató los servicios del Credit Suisse First Boston cuya presidencia ejerce David Mulford que seleccionó los bancos que encabezarían el canje.

Esto dio lugar a comisiones del 0.55% del total de la operación. La necesidad de mostrar la operación como de canje voluntario dio lugar a algunas "improlijidades". Se debate ahora sobre si se pagaron o no comisiones por el canje de títulos en poder de bancos oficiales. Por otra parte, en las instituciones con ahorro forzoso, las decisiones pueden ser fácilmente orientadas mediante un "telefonazo" de quienes tienen en sus manos la regulación de esas entidades, que afrontaron el grueso del canje. El denominado tramo "no competitivo" constituyó el 82,9 % del canje total.

Tampoco tiene explicaciones claras porque se incluyó en el canje deuda que vencía en periodos tan alejados como 2023 y 2027 por casi U\$S 6.000 millones, con una baja tasa relativa. Es probable que el tema traiga más de un dolor de cabeza legal al equipo económico ya que nunca habría podido explicitar entre sus objetivos la necesidad de hacer aparecer esta operación como "voluntaria".

El otro elemento, la rentabilidad de la operación se logró sobre la base de aumentar la tasa efectiva de las operaciones. En lugar de elevar la tasa nominal de los títulos se procedió a entregar los nuevos títulos a valor bajo par. Con esto, el rendimiento al vencimiento se disparaba por encima de la tasa nominal (ver cuadro siguiente). Es por eso que el total de títulos entregados superaron en 2.250 millones el valor nominal de los títulos rescatados. (ver Cuadro de página siguiente)

Títulos entregados

Nombre	Tasa nominal (%)	Precio (%)	Rend. al Venc.(%)
Bono Pagaré 2006	La mayor de tasas referentes + plus	100.00	14.36
Global 2031 (U\$S)	12.00	70.70	14.90
Global 2008 ("step up")	3 años : 7.00	78.55	15.95
	Resto: 15.50		
AR 2008 (\$ ó U\$S)	3 años: 10.00	78.32	15.98
	Resto: 12.00		
Global 2018	12.25	73.25	15.24

Fuente: Oficina Nacional de Crédito Público. Ministerio de Economía

La rentabilidad se aseguraba mediante un mecanismo de licitación dividida en tramos. Se previó un precio único de corte de la licitación y dos tramos. Uno de ellos denominado "competitivo" donde quienes participaron en la operación debieron proponer un precio, y otro tramo, "no competitivo" que no presentó precio, sino que derivaría del corte que resulte del tramo competitivo. Todos los inversores institucionales del país debían presentarse en el tramo "no competitivo" y con ello captar la utilidad que derivara de las ofertas del tramo internacional.

Otro aspecto que elevaba la rentabilidad de los tenedores, es que no sólo recibieron más títulos que los entregados. Éstos se rescataron a valor técnico cuando su contabilidad los registra a un valor de mercado muy inferior debido al riesgo y las calificaciones. Aunque no representan una utilidad "líquida y realizada", mejorará los balances de las entidades tenedoras.

Evaluación de la operación

No puede haber dudas respecto a que una operación de canje era imprescindible. Resultaba imperioso modificar la concentración de vencimientos en los próximos años a manera de complemento de la operación de "blindaje".

El objetivo consistía en extender en el tiempo la garantía de financiamiento ya obtenida, frente a una eventual continuación del estado de cierre del mercado financiero internacional para nuestro país. Sin embargo, debemos hacernos cargo de los alcances limitados de la operación pergeñada.

En primer lugar el indicador de riesgo no se derrumbó. Más aún, cualquier analista hubiese suscripto en el mes de Marzo que la sola llegada del Dr. Cavallo al Ministerio, hubiese derrumbado el riesgo país a niveles de 600 puntos básicos. A partir de allí medidas heterodoxas (competitividad en mercados seleccionados y en el comercio exterior) harían descender el riesgo desde ese punto. Aunque de manera lenta pero sistemática el indicador podría reducirse hasta niveles compatibles con el crecimiento.

PROYECCIONES DE VENCIMIENTOS DE CAPITAL – DEUDA PÚBLICA

(en millones de U\$S)

Periodo	Pre-Canje	Post-Canje	Diferencia
2001 (II Sem)	6.654	4.639	-2.015
2002	19.397	16.584	-2.813
2003	18.215	16.793	-1.422
2004	15.763	14.729	-1.034
2005	12.297	10.854	-1.443
2006	7.692	9.741	2.049
2007	4.935	8.353	3.418
2008	3.589	8.327	4.738
2009	4.323	3.974	-349
2010	2.721	2.570	-151
2011	1.315	1.315	-
2012	2.011	1.322	-689
2013	247	247	-
2014	188	188	-
2015	2.552	1.053	-1.499
2016	387	3.372	2.985
2017	4.604	5.505	901

2018	125	1.618	1.493
2019	1.459	202	-1.257
2020	1.539	447	-1.092
2021	16	16	-
2022	16	16	-
2023	6.425	4.051	-2.374
2024	14	14	-
2025	17	17	-
2026	235	227	-8
2027	4.515	991	-3.524
2028	673	665	-8
2029	9 -		-9
2030	1.250	241	-1.009
2031	1.175	8.536	7.361
Total	124.358	126.607	2.249

Fuente: Ministerio de Economía

Resumen primeros años				
Periodos	Acumulado Pre - Canje	Acumulado Post - Canje	Acumulado Diferencia	Reducción (Porcientos)
2001 (II Sem)	6.654	4.639	-2.015	-30,28
2002	26.051	21.223	-4.828	-18,53
2003	44.266	38.016	-6.250	-14,12
2004	60.029	52.745	-7.284	-12,13
2005	72.326	63.599	-8.727	-12,07

Pero el indicador no se derrumbó. Ni con la designación del Ministro, ni con la aprobación de los "superpoderes", ni con el "mega canje". Esto por sí mismo ofrece claros indicios que la situación es más grave de lo que cualquiera hubiese evaluado con anterioridad

¿Por qué debía derrumbarse el indicador?. Las expectativas deberían haber producido un impacto inverso al que se venía registrando. Ya hemos tenido oportunidad, en un informe anterior, de evaluar el impacto hacia la baja del comportamiento "en manada" de los operadores del mercado. Pero la inversa también es cierta. Si existieran medidas que provocaran un impacto positivo en la confianza, el comportamiento de los operadores amplificaría los efectos. Pero hasta el momento no se ha producido y los altos niveles de riesgo país tiene efectos muy serios sobre el funcionamiento de la economía.

Es que no se trata sólo de una recesión por falta de demanda efectiva. En estas condiciones, aún existiendo esa demanda, el costo del dinero hace casi imposible que la oferta responda a la demanda potencial.

Aunque pocos días después de la operación una licitación de Letras del Tesoro (Letes) dio como resultado una importante baja en los intereses, ese resultado no es acusado en indicadores de deuda externa (monto, riesgo país, etc.) ya que es deuda a muy corto plazo, y sobre la base de ahorro forzoso interno y por ello posible de ser manipulada.

En segundo lugar, la limitación originada en el diseño de un canje "semi-forzoso". No significó reabrir el mercado internacional y es sólo complementaria de la operación "blindaje". Esto no escapa a las consultoras y calificadoras y puede ser uno de los factores que mantienen el riesgo país en niveles muy elevados

En tercer lugar, el canje hubo de realizarse en una coyuntura con elevado nivel de riesgo país (1019 puntos básicos el 01/06/01) y por ende, reconocerse una tasa efectiva muy alta. Para

tener una idea de esa magnitud digamos que en oportunidad del Plan Brady, las tasas del canje duplicaron las de mercado. En la actual operación casi la cuadruplicaron. La consultora Broda había advertido previamente que hacerlo en esas condiciones arrojaría una tasa de interés por arriba del 15 % y a esta eventual tasa (resultó algo mayor en promedio) la calificó de "demencial". (Clarín, 13/05/01). Es que el gobierno entró en la denominada "trampa de los anuncios". Una vez informada la medida, aplazarla podría empeorar las cosas. Y hacerlo, lo obliga a aceptar esas tasas "demenciales". Convalidar estas tasas implica aceptar que no ha variado la confianza de los inversores. Pero el problema de las altas tasas no termina allí. A poco de anunciarse la realización del canje el titular del MAE realizó una importante advertencia:

"Para el economista Diego Estévez, titular del Mercado Abierto Electrónico (la plaza local de negociación de bonos), lo importante de aquí en más es determinar qué tasa se va a convalidar cuando se concrete el intercambio. Es un dato al que hay que prestar mucha atención. Debe tenerse presente que si la tasa resulta alta, obligará a recomodar el rendimiento que hoy ofrece el resto de los bonos, lo que podría activar una nueva ola de desconfianza". (La Nación 06/05/01)

Este efecto ya ha comenzado a funcionar. Se iniciaron las conversaciones sobre una ampliación del canje para títulos denominados en euros a fin de ampliar plazos y de paso, equilibrar las posiciones de rentabilidad de quienes no participaron en el canje (La Nación 13/06/01). El desnivel de rentabilidad efectiva entre los diferentes títulos es un elemento adicional que contribuye, post-canje, a sostener un alto índice riesgo-país incompatible no sólo con el crecimiento sino con el funcionamiento más elemental de una economía. En cuarto lugar los limitados efectos en el objetivo explícito del canje. De acuerdo al cuadro de página 11, hasta fines del 2005 la reducción de los vencimientos representa un exiguo 12 % del total de los vencimientos existentes previo a la operación de canje. Los montos a refinanciar siguen siendo muy elevados en un país, para el que sigue cerrado el mercado internacional de capitales. Esto lo ratifica Joaquín Cottani de Lehman Brothers (y miembro del equipo económico en 1991-96), luego de la operación: "Con el canje deberían desaparecer los temores a un default hasta fines de 2002. Y después, si hace falta, habrá otro canje" (La Nación, 03/06/01)

El equipo económico, en lugar de hacerse cargo de estas limitaciones practica un exitismo que hace recordar el realizado con la operación "blindaje". Ahora el Ministro habló de "record mundial de todos los tiempos", "se le ganó una batalla a los que apostaron contra Argentina" y expresiones similares.

Cuando en economía se transita por la cornisa, es tan negativa una crítica fácil al margen del contexto; como rodear las acciones de un exitismo que crea falsas expectativas. Una eventual decepción representa un escalón más abajo en la fortaleza anímica de la población, un capital esencial para un país que aún tiene pendiente encarar las soluciones de fondo.

Si realmente de esta operación de canje resulta un respiro, será transitorio y deberá ser utilizado para abrir en el conjunto de la sociedad el debate sobre los verdaderos cambios a realizar y el costo / beneficio que de ello resulta para cada grupo sectorial, regional y social.

En este momento existen acciones que atacan el problema por varios flancos. Tanto en el flujo real como en el flujo financiero. Sin embargo, entendemos que las medidas que atacan el flujo real tales como la competitividad de sectores seleccionados, mejorar el tipo de cambio de exportación, y similares, no tendrán efecto mientras el intento de reducir el riesgo país no se concreta.

Es probable que nos equivoquemos al estimar una limitada eficacia del canje por no haberse producido un derrumbe del riesgo país. Es posible que el riesgo descienda de manera pausada y en "serrucho", hasta niveles compatibles con la reactivación y el crecimiento.

Pero esto aún deja pendiente un problema adicional. Un problema tan importante como bajar el riesgo y con ello la tasa internacional es la necesidad de implementar un mecanismo para que esa reducción llegue al "mostrador de los bancos", al crédito interno.

No podemos decir que el equipo económico ignora esto. Se refleja en las recurrentes admoniciones que el Ministro hace a los banqueros. De manera pública y en su presencia ha utilizado frases muy fuertes para calificar la situación.

Sin embargo, los "retos" a los banqueros son insuficientes para lograr resultados concretos. No sólo en la situación actual en que una reducción relativa del riesgo (alrededor de 100 puntos básicos) no se ha reflejado en las operaciones bancarias. En el pasado, en periodos de un relativo bajo riesgo internacional, tampoco incidieron en una reducción efectiva del costo del crédito.

Es que en el sistema bancario sigue vigente la misma ley de entidades financieras que pergeñara Martínez de Hoz. Con la excusa de introducir "competencia" se diseñó un sistema bancario que actúa como un "cartel" financiero. El propio Ministro Cavallo ha denunciado con toda claridad esta "cartelización". Para cerrar el círculo hará falta introducir importantes cambios regulatorios en las instituciones financieras.

Comenzamos nuestro comentario haciendo una figura literaria al comparar la deuda externa con la hidra, un animal mitológico. Era un ser monstruoso, dotado de siete cabezas, que tenían la virtud de renacer a medida que se las iban cortando. Hércules logró darle muerte al cortárselas todas de una vez.