

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 227, 2 de Febrero de 2005

AL INSTANTE

Argentina: La Dura Oferta de Reestructuración de Deuda Externa

Se han necesitado tres años, plagados de dificultades, para que Argentina iniciara, el 14 de Enero, una oferta de reestructuración de su deuda externa, de US\$ 81 mil millones de bonos en moratoria, desde Diciembre de 2001.

Los términos de la oferta, vigentes hasta el 25 de Febrero, son muy duros, y han provocado enorme decepción y molestia entre los acreedores.

Las autoridades financieras de Argentina han iniciado un "road show" interno e internacional, para apoyar la oferta, que es única y definitiva, en la cual se ofrece la elección de 16 nuevos bonos diferentes, en cuatro monedas.

Una de estas alternativas, por ejemplo, mantiene su valor facial, pero paga poco interés y madura en 2038. Otra alternativa, destinada principalmente a fondos de inversión, plantea una pérdida de 2/3 del valor facial, pero paga un interés más alto.

Sin embargo, en todas las alternativas ofrecidas, el valor de los nuevos bonos o de la oferta está ligeramente por encima del 30%.

Pese al reducido monto del valor de la oferta, las perspectivas de participación, tanto internas como externas, se perciben positivas y ya se han conseguido prácticamente todas las autorizaciones de los reguladores, incluso la del regulador del mercado japonés.

No se dispone todavía de suficientes antecedentes, pero informaciones extraoficiales sitúan las ofertas aceptadas en poco menos de un 25%, estimándose que una magnitud razonable debería estar próxima a un 60% o más, para considerar la operación de canje exitosa.

Luis Corsiglia, presidente de la Caja de Valores de la Argentina, informó que "la adhesión a la reestructuración, en Argentina, representa el 21% del total de la reestructuración de la mayor moratoria de deuda de la historia, declarada a fines del 2001". En el mercado local argentino se

concentra el 38,5% del total a reestructurar, que son US\$ 81.800 millones. También, en Argentina, Corsiglia estimó que el índice de aceptación puede llegar al 80% de la deuda.

El Ministro Lavagna, por su parte, estima que para toda la deuda en default, incluyendo Argentina y el exterior, el nivel de aceptación deseable sería un 50%, en tanto que analistas financieros señalan que sería necesario un 70%.

Las condiciones económicas argentinas en el 2004 y 2005 son mucho mejores de las que se podrían haber imaginado hace unos años atrás, producto, en gran medida, del cambio del ciclo económico de la economía global y de los precios de los commodities, sin embargo, el gobierno argentino, procediendo siempre unilateralmente, ha exprimido las condiciones de la oferta de canje de la deuda en "default", minimizándolas y generando riesgos de que si no se alcanza el nivel apropiado de aceptación, habrá severos fuertes costos para la economía argentina en el futuro.

El valor de la oferta de canje es de 32 centavos de dólar, en términos de valor presente neto y su magnitud es más estrecha que la ofrecida en otras reestructuraciones de deuda, como son la de Pakistán, Rusia, Ecuador y Uruguay.

Los acreedores tienen la convicción que Argentina podría ofrecer más, desde el punto de vista económico, pero existen, obviamente, fuertes limitaciones políticas e ideológicas para alcanzar un acuerdo más ecuaníme entre deudores y acreedores, lo cual no es gratuito y se reflejará en costos futuros vía disponibilidad y costo de los flujos financieros futuros.

La economía argentina ha crecido en torno a un 8%, en cada uno de estos últimos dos años y el año pasado registró un superávit primario fiscal de 4% del PIB y un superávit en cuenta corriente de 3% del PIB y, adicionalmente, las reservas se duplicaron desde el 2002, llegando a US\$ 20.000 millones, actualmente.

La situación deudora de Argentina con el FMI también es preocupante, porque debe repagar US\$ 15 millones al Fondo, que probablemente pretenderá refinanciar con los propios recursos del FMI, pero hay que recordar que Argentina no ha cumplido con las exigencias de reformas estructurales e institucionales y tampoco ha logrado todavía una alta adhesión de los deudores al canje de deuda, todo lo cual es necesario para reestablecer los contactos operativos con el Fondo.

Un acuerdo de canje de deuda débil o parcial, puede ser desventajoso para Argentina, y crear dificultades u obstáculos frente al Fondo Monetario y al refinanciamiento de la deuda con el Fondo. Se estima que aún un 70% de aceptación del canje deja unos US\$ 24 mil millones de deuda sujeta a litigios potenciales en las cortes judiciales de Estados Unidos.

Considerando el hecho de que Argentina no ha logrado los avances en cambio estructural que faciliten la inversión y crecimiento económico, si continúa aislada de los mercados financieros internacionales, el progreso económico o reactivación que mencionábamos antes puede ser de corta duración, por limitaciones de la capacidad instalada y, más aún, por cambio del ciclo económico global y de los precios de los commodities.

En el mercado de bonos argentinos se observa que la mayoría de los precios

de bonos en default se han estado reacomodando hacia abajo y están convergiendo, la mayoría de ellos, a niveles de 30% de su valor nominal.

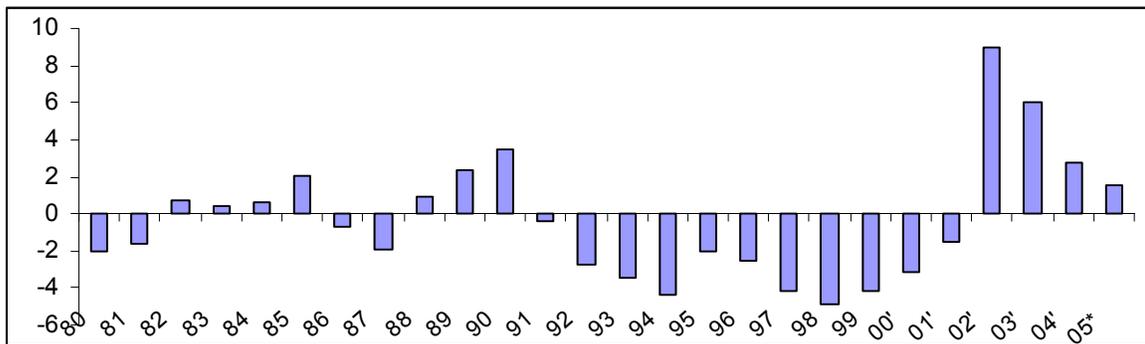
Este hecho tiene la connotación que en el mercado no se estaría esperando ninguna mejora de la oferta, por parte de las autoridades financieras argentinas, lo cual genera mayores riesgos para los que se quedan fuera, para presionar por una mejora de condiciones. Más aún, la caída en el mercado de los precios de los bonos en default hace más atractivas las condiciones del canje de deuda propuesto.

Respecto al road show del canje, que está en proceso por parte de las autoridades argentinas, la información es que la etapa italiana ha resultado conflictiva, con variados enfrentamientos y que en Suiza y Alemania sería más tranquilo. Los analistas e inversores profesionales que

han participado en las reuniones de promoción critican el hecho de que se haya enfatizado en exceso los perjuicios de no participar, en desmedro de los beneficios de participar, que, en caso de que la transacción resulte finalmente exitosa, podrían ser significativos. No se espera que el road show en la sombra, de oposición, que efectúan grupos de acreedores de la organización GCAB, tengan mayor efecto en las expectativas de los acreedores, por el alto grado de dispersión de éstos.

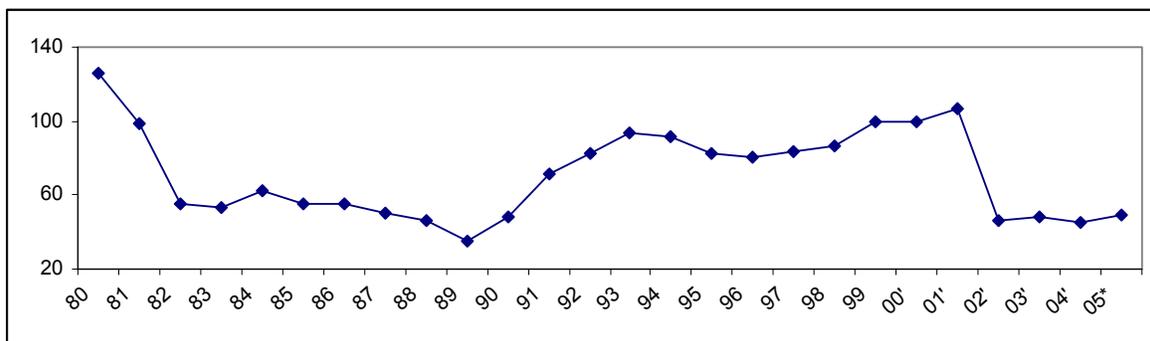
La última semana del período de recepción de ofertas, cercano al 25 de Febrero, será crucial como información y como efecto en las expectativas de los acreedores. Se estima, además, que hasta ahora, el contexto internacional es propicio para la operación de canje ♦

Gráfico N° 1
Cuenta Corriente (%del PIB)



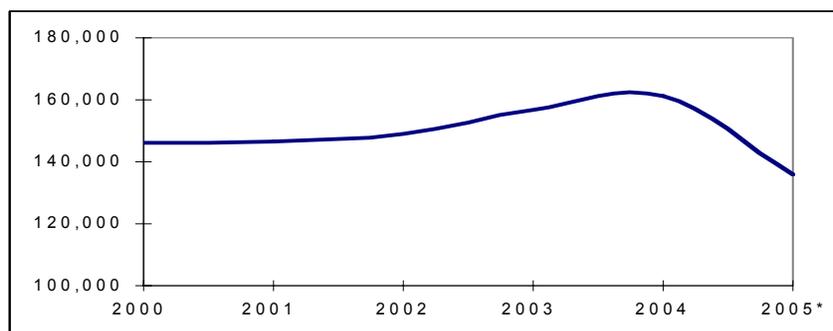
Fuente: IIF

Gráfico N° 2
Tipo de Cambio Real (2000=100)



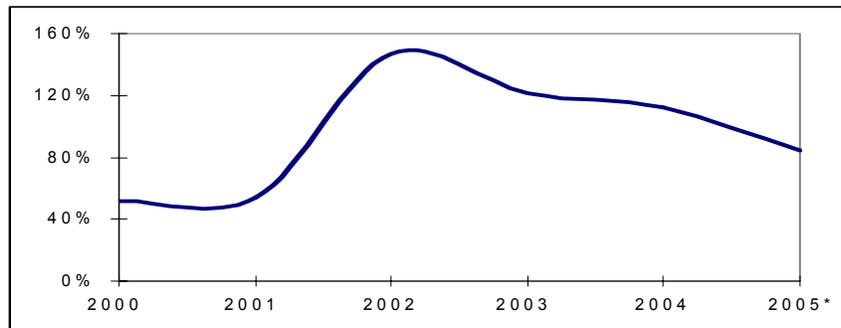
Fuente: IIF

Gráfico N° 3
Deuda Externa (millones de dólares)



Fuente: IIF

Gráfico N° 4
Deuda Externa (% del PIB)



Fuente: IFF

Tabla N° 1
Indicadores Económicos

	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
PIB Real	-0.8%	-4.4%	-10.9%	8.8%	6.7%	3.3%
Cuenta Corriente % del PIB	-3.1%	-1.5%	9.0%	6.1%	2.8%	1.6%
Inflación	-0.9%	-1.1%	25.9%	13.4%	4.5%	9.1%
Ahorro % del PIB	15.3%	14.0%	13.3%	12.8%	21.6%	19.0%
Inversión % del PIB	20.4%	18.5%	16.6%	14.6%	12.8%	16.1%
Tasa de Desempleo	12.4%	13.8%	14.7%	18.3%	17.8%	14.5%
Deuda Externa Total	145,930	146,413	149,097	156,851	161,295	135,777

Fuente: IFF