

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 234, 21 de Marzo de 2005

AL INSTANTE

Canje de Deuda Argentino II: Algunas Cifras Adicionales y más Dudas

La visita a Chile del Presidente Néstor Kirchner y su gabinete, han puesto en el debate los temas argentinos, que en este instante se centran fundamentalmente en gas, materia que tocaremos en una próxima oportunidad, una vez que el polvo de la visita presidencial y el canje de la deuda externa argentina hayan decantado.

Este último tema ya lo tocamos recientemente y ahora se vuelve a él con algunas cifras y reflexiones adicionales, y por su proyección inmediata en la negociación de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, sin el cual la economía argentina no puede avanzar con solidez.

El canje de deuda era un requisito importante para reiniciar los vínculos con el Fondo Monetario

Internacional, deteriorados hacia fines del año pasado, sin lo cual Argentina no puede iniciar el retorno a los mercados financieros internacionales, que a su vez son indispensables para lograr un crecimiento económico sostenido a mediano plazo y crear las bases para el acuerdo con el FMI. Este último permitiría refinanciar la deuda de Argentina, con dicho organismo, por unos US\$ 15 mil millones y lograr tanto el apoyo financiero del fondo como de otras instituciones financieras oficiales internacionales y, lo que no es menor, intentar mejorar la credibilidad de Argentina vis a vis los acreedores, los inversionistas, los prestamistas y los socios y operadores comerciales.

El complejo canje de la deuda no alcanzó a superar la barrera exitosa de un 80%, que se habría esperado en función de un criterio de éxito. pero llegó a un 76,07% muy próximo a la cifra

anterior. Con esto se logra el objetivo de ejecutar el canje mismo y de cumplir el requisito establecido por el FMI para avanzar hacia un nuevo acuerdo con Argentina. El mercado ha aceptado en el corto plazo con reticencia, esta transacción que obedece a una lógica y procedimientos hostiles.

En términos de la deuda elegible, el descuento (quita) nominal alcanzó a un 43% y en términos de deuda registrada un 55% de descuento.

Otro hecho aceptado por los analistas es que los incentivos diseñados por el Gobierno para estimular la participación de los acreedores funcionaron.

Tanto los bonos Cuasi Par, como Par han sido suscritos en exceso del cupo fijado y hubo también un derrame hacia el Bono Discount.

La otra información que argumenta en pro de la evaluación positiva es que la participación estuvo distribuida homogéneamente entre los distintos tenedores. Esto, por otra parte, significa que los no oferentes o "hold outs", no están concentrados en un solo país, lo cual ayudará a que la negociación con el FMI deje establecido que la participación fue bastante extensiva.

El tema que queda pendiente es qué hacer con los acreedores que quedan fuera. Frente a esta situación se ha sabido que, por ahora, el Gobierno no va a darla de baja de la contabilidad oficial. Además, parte de esta deuda oficial cuenta con sentencias favorables, lo cual hace inconducente repudiarla.

Probablemente, este punto se aclarará en el contexto de la negociación con el Fondo Monetario.

La deuda ofertada suma US\$62.249 millones, frente a una deuda elegible de US\$ 81,8 mil millones y los "hold outs" alcanzan a US\$19,5 mil millones.

Una reapertura para dar una nueva oportunidad de canje a los "hold outs" es difícil que ocurra durante este año, ya que es probable que el gobierno argentino no quiera correr el riesgo de afectar con un potencial fracaso de una segunda vuelta, "el éxito" proclamado en la primera. Por otra parte, el bono par ya no estará disponible, lo cual aumenta el riesgo de participación y en consecuencia el del Gobierno.

Otro aspecto interesante es la información sobre la composición de la deuda pública argentina, de la cual se cuenta con la información de la deuda en Pesos. Aún no está disponible la deuda emitida en moneda extranjera.

En la presentación de los resultados del canje de deuda el ministro Lavagna ha subrayado que el servicio de la nueva estructura de deuda será manejable en el corto plazo, porque representa el 2% del PIB, 9% de las exportaciones y 10% de la recaudación tributaria.

En el corto plazo la reestructuración y canje de deuda se percibe por el mercado y por los analistas como positivo, en el sentido que permite cumplir con un requisito importante del Fondo Monetario Internacional, refinanciar la deuda con

este organismo y otros internacionales oficiales, y luego avanzar hacia un acuerdo con el FMI. La reducción de la deuda de unos US\$ 60 mil millones deja el endeudamiento argentino, si bien alto (72% del PIB), pero manejable.

Las interrogantes son más bien si el gobierno argentino aprovechará la oportunidad post canje para desarrollar políticas coherentes, que generen un crecimiento económico sostenido y consoliden una reducción mejor en las relaciones de deuda, tanto en servicios, como en monto con relación al PIB.

El otro aspecto es el de la credibilidad argentina para atraer inversionistas después de haber aplicado una lógica hostil en la renegociación de deuda y más aún, desarrollar políticas públicas económicas de baja coherencia y calidad como las que ha implementado el gobierno argentino.

El manejo de los "hold outs" y el ruido de los conflictos legales es otro aspecto que está en duda, genera costos altos y, adicionalmente retarda la recuperación de la credibilidad y reducción de spreads soberanos.

La clasificación de riesgo de la economía argentina después del canje según Standard & Poor es de "SD" o Selective Default. Esta clasificación se ha mantenido desde el 6 de Noviembre del 2001, pero es probable que S&P la mejore en un corto plazo. Según la clasificadora de riesgo Moody's, Argentina se ubica actualmente en el nivel "Caa1", esta clasificación es

bastante mejor que la proporcionada por S&P y se ha mantenido desde el 20 de Agosto del 2003. Es posible que dicha calificación tenga también una mejora en las próximas semanas.

El spread soberano (EMBI) se sitúa todavía en torno a los 5.000 puntos, sin embargo, hay bonos argentinos que tienen ya spreads más bajos, cercanos a 1000 puntos base o menos.

Si se comparan las clasificaciones de Brasil con las de Argentina, se observa una diferencia sustancial que surge en forma significativa, de los diversos esfuerzos de negociación y manejo de la deuda externa.

Brasil optó por la lógica del acuerdo y consenso con los acreedores, obteniendo buenos resultados con el FMI y con los acreedores, y ha logrado reducir la deuda externa mejorando su estructura y costo. Además, ha mantenido una buena vinculación con los mercados financieros internacionales.

Argentina, en cambio, ha seguido una estrategia hostil de negociación con los acreedores imponiéndoles unilateralmente fuertes reducciones ("hair cuts") y otras condiciones onerosas. Los resultados son dudosos y conflictivos tanto con los acreedores como con el FMI y otras instituciones internacionales. El proceso se ha politizado, es de carácter tortuoso y muy lento para retornar a la credibilidad y nuevo acceso a los mercados internacionales ♦

Cuadro N°1

Ofertas recibidas y su conversión a títulos nuevos
(en miles de millones de dólares equivalentes)

Instrumento	Oferta de los Tenedores	Corrección por Exceso	Valor Nominal Nueva Deuda	Quita sobre Deuda Elegible	Deuda Registrada (*)	Quita sobre Deuda Registrada
PAR	20,3	15,0	15,0	0%	25,5	41%
CUASI PAR	15,0	11,9	8,3	30%	18,8	56%
DISCOUNT	26,9	35,2	11,9	66%	33,8	65%
<u>Derrame a Discount</u>	8,4					
Por PAR	5,3					
Por Cuasi Par	3,1					
Total	62,2	62,2	35,2	43%	78,0	55%

(*) Deuda elegible + intereses corridos entre 2002 y 2004
Fuente: MVA-Macroeconomía

Cuadro N°2

Ofertas por moneda (en miles de millones de US\$)

	Deuda ofertada	Total Elegible	Holdouts	Fondos "Buitres"	Minoristas
US\$	39.397	46.655	7.258	4.000 - 7.000	258 - 3.258
EUR	19.083	30.393	11.310		11.310
JPY	2.978	3.143	165		165
Otras	495	619	124		124
AR\$	296	1.027	731	0 - 7.731	0 - 731
TOTAL	62.249	81.837	19.588	4.000 - 7.731	11.857 - 15.588

Fuente: MVA-Macroeconomía

Cuadro N°3
Ofertas por legislación (en miles de millones de US\$)

	Deuda ofertada	Total Elegible	Holdouts	Fondos "Buitres"	Minoristas
Argentina	9.344	10.833	1.489	0 - 1.026	463 - 1.489
New York	29.306	36.011	6.705	4.000 - 6.705	0 - 2.705
London	10.215	15.032	4.817		4.817
Frankfurt	11.014	17.194	6.180		6.180
Tokyo	1.693	1.793	100		100
Otras	677	973	296		296
TOTAL	62.249	81.837	19.588	4.000 - 7.731	11.856 - 15.867

Fuente: MVA-Macroeconomía

Cuadro N°4
Composición de la Deuda Pública Argentina en pesos
(en miles de millones de dólares equivalentes)

Deuda Total	125,3
Pesos (37%)	46,4
Préstamos Garantizados	14,6
Bogar	10,2
Boden en Pesos	3,7
Bocon Pre 8	0,2
Bocon Pro 12	0,2
Cuasipar Ajustado	9,3
Par+Discount	8,2

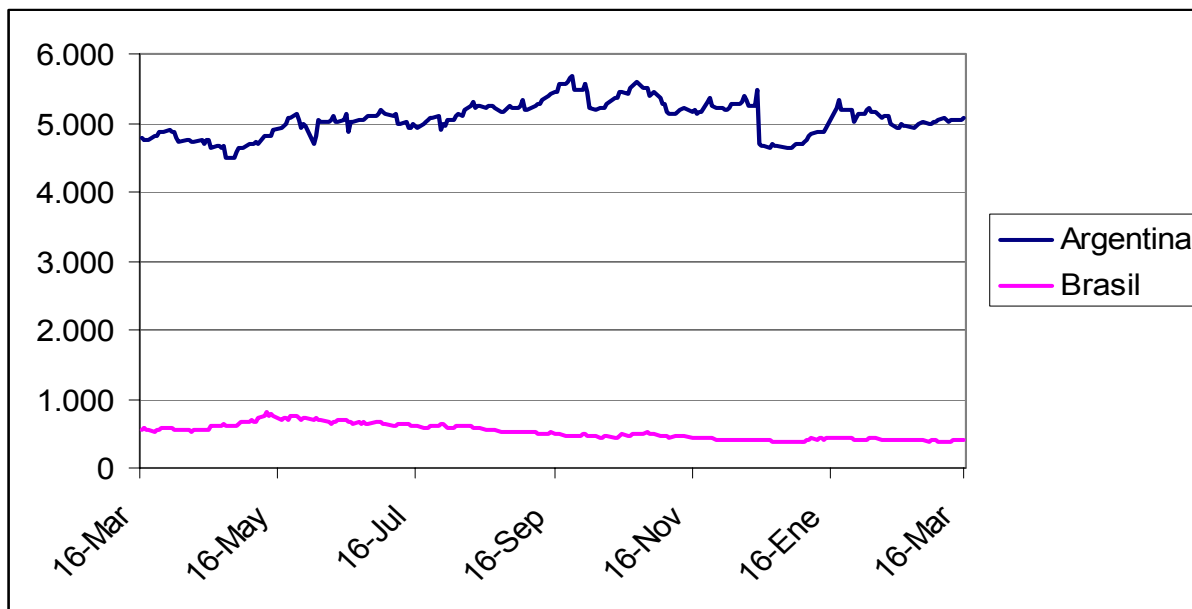
Fuente: MVA-Macroeconomía

Cuadro N°5
Relaciones en la Nueva Deuda: Abril 2005

Servicios de intereses / Exportaciones	9%
Stock de Deuda Pública / Expo.	364%
Stock Deida en Mon. Ext. / Expo.	204%
Servicios de Int. / Reservas Int. Líquidas	15%
Servicios de Int. / Recursos Tributarios	10%
Servicios de Int. / PIB	2%
Deuda / PIB	72%
Venc. De Capital e Int. / Total Deuda (*)	45%

(*) No incluye Bogar, Boden Cuasimonedas Provincias y Adelantos Transitorios.
Fuente: MVA-Macroeconomía en base a presentación Lavagna

Gráfico N°1
Spread Soberano 2004-2005 (Puntos Base)



Fuente: JPMorgan