

Extrait du El Correo

<http://www.elcorreo.eu.org/Cuadratura-del-circulo-de-la-deuda-externa-argentina>

Cuadratura del círculo de la deuda externa argentina.

- Argentine - Économie - Dette externe -

Date de mise en ligne : mercredi 13 octobre 2004

Copyright © El Correo - Tous droits réservés

Casi con asombro, dicen que con las administradoras locales lograron la hipótesis de máxima. Ahora, con la autoestima en alta, quieren cerrar la oferta del canje con los extranjeros. El rol de las reservas en divisas, el futuro valor del dólar y las medidas que prepara Roberto Lavagna para crear un "círculo virtuoso" de crecimiento. Economía ahora espera que entren capitales. Los primeros serán especulativos y se preparan medidas para controlarlos, "a la chilena".

"Conseguimos la cuadratura del círculo", definió Roberto Lavagna describiendo el cierre del canje de deuda con las AFJP. El Gobierno daba por hecho que a algún arreglo arribaría, por las buenas o por las malas. Pero lograr que el acuerdo fuese por demás sosegado, sin dinamitar el patrimonio de las administradoras y sin poner plata, era el objetivo muy de máxima.

Alcanzarlo incrementó la autoestima del oficialismo, que imagina que la aceptación de la oferta del canje será exitosa. Y hasta se animan a especular con porvenires auspiciosos, incluyendo una fuerte afluencia de capitales en el primer semestre de 2005. La economía local se acerca, creen, a un inesperado círculo virtuoso. Aunque reconocen que la eventual bonanza puede propiciar nuevos desafíos. Por ejemplo, una apreciación del peso, siendo que Néstor Kirchner aspira a conservar contra viento y marea la paridad hoy vigente. La combinación entre inflación relativamente baja y dólar alto, que Kirchner asocia a la competitividad, puede ponerse en riesgo. Serían problemas propios de una nueva etapa que muchos funcionarios estiman posible y hasta probable. Kirchner y Roberto Lavagna se expresan públicamente con mayor cautela, pero terminaron la semana con sendas sonrisas de oreja a oreja.

Hace meses que el oficialismo había decidido que las AFJP serían las primeras aceptantes del canje. Y aplicó bastante rigor para generar el mejor escenario posible. La designación de Juan "Juancho" González Gaviola (un conocido crítico y conecedor del sistema de jubilación privada) como superintendente de AFJP fue una primera señal de dureza. Las otras fueron exhibidas o sugeridas en el decurso de la negociación. El Gobierno terminó alcanzando un resultado deseable sin haber usado todo su poder, pero tras haberle revelado a la contraparte que estaba resuelto a hacerlo.

El último tramo del canje de deuda se maneja con criterio similar. Los funcionarios argentinos aspiran a lograr un cierre armónico pero se han precavido para cualquier otra contingencia. Y se esmeran en demostrar a los que están del otro lado de la imaginaria mesa que no les produce pánico un fracaso o una ruptura. "Si la negociación es un fiasco y hasta si rompemos con el Fondo Monetario Internacional (FMI), podemos seguir creciendo dos años sin mayores tropiezos", vaticina un alto funcionario de Economía que no aspira a que acontezca (ni cree que vaya a acontecer) una ruptura o un fiasco.

La firmeza se cimenta en la enorme cantidad de reservas que atesora el Estado argentino. El Banco Central supera los 18.200 millones de dólares. En el Nación hay una caja de ahorro en dólares que tiene algún movimiento pero que nunca baja de los 1500 millones. Pero, además, el Estado dispone de otros recursos de veloz disponibilidad. El tesoro argentino maneja dos cuentas en el Banco Nación. Una colecta los ingresos fiscales, que gotean todos los días. Otra se usa para los pagos que suelen estar programados, es decir que la plata sale algunos días del mes. En general, las cantidades depositadas en la cuenta de pagos, aun en tiempos de bonanza, son las necesarias para cubrir las erogaciones del mes. Pero hoy día la susodicha cuenta corriente alberga depósitos mucho mayores.

La prórroga del vencimiento del impuesto a las ganancias que caía en diciembre tiene que ver con la holgura fiscal. En los primeros anuncios, Lavagna dijo que el fisco dejaría de percibir 710 millones de pesos en aras de que la plata

quedara en manos de empresas o de contribuyentes individuales. Cálculos posteriores sugieren que el guarismo puede ser más cercano a los 1000 millones. A Kirchner le fascina "estar líquido" pero todo tiene un límite.

El recambio de Alfonso Prat Gay por Martín Redrado tuvo varias causas pero una de ellas (o al menos uno de los motivos que primó para elegir al actual presidente del Central) bien pudo ser que Kirchner decidió tener "caja única" de cara a cualquier cimbronazo de la negociación. El dinero del Central no es manejable por el Ejecutivo sino en un porcentaje. Prat Gay siempre dejó en claro que aplicaría a rajatabla ese principio, aun en caso de emergencias nacionales. Algo que en la Rosada consideran un remilgo y que, descuentan, Redrado no hará valer.

La formidable masa de recursos está ahí, sea para una oferta de pago de último momento o como gigantesco paraguas para un virtual diluvio. En la Rosada y en Economía dicen que no habrá nueva ampliación de la oferta a los bonistas. Su convicción es verosímil, pero es a la vez ostensible que no pueden decir otra cosa en medio de las tratativas.

Malas ondas en Washington

El fin de semana pasado fue arduo para Lavagna y el secretario de Finanzas Guillermo Nielsen. Lo transcurrieron en Washington DC, territorio vallado y devenido insalubre por las medidas de seguridad. Amén de las molestias comunes a todos los visitantes (cortes de calles, necesidad forzada de recorrer caminando una urbe concebida para quienes se desplazan sobre cuatro ruedas), tuvieron que soportar las presiones de los acreedores y sus aliados. El G-7 recibió a Lavagna con un documento durísimo. Los negociadores argentinos supieron que existía la intención de reproducirlo en el documento del FMI. Lavagna y Nielsen operaron para evitarlo. Los representantes de varios países emergentes, con Brasil, Turquía y México a la cabeza, estuvieron de su lado. Los alemanes apoyaron, aunque más silentes. Si Lavagna orara a diario, incluiría a los alemanes en sus plegarias. Casi todos los representantes de países del primer mundo le piden a la Argentina un pequeño sacrificio adicional. Nielsen, que suele hacer de enojado (lo que según cuentan le sale muy bien, porque se enoja), le replicó a un banquero de ultramar que le pedía un poco más de plata : "¿la va a poner usted?". No era la idea, claro.

El aval firme de países afines y cierta dejadez primermundista para poner el gancho en el FMI a un reproche contra la Argentina derivaron en una crítica que Lavagna juzga módica. No sólo porque el texto terminó bastante lavado sino porque se insertó en un párrafo en el que había cuestionamientos a terceros países. La versión original del documento dedicaba a la Argentina un párrafo exclusivo, con la sola compañía de Irak.

Los negociadores argentinos celebran haber pospuesto las negociaciones del segundo semestre con el Fondo. "Nos hubieran metido ruido y, la verdad, es demasiado duro ocuparse de tantos temas complejos a la vez", se sinceran. Con el FMI a un costado y sin ladrar mucho, el gobierno aspira a una importante aceptación de la oferta de canje. Los porcentuales se intuyen a ojímetro y varían según el optimismo del interlocutor oficial de turno. El mínimo común denominador es alto.

Los bancos que asesoran al gobierno argentino, cuya comisión será más jugosa si la aceptación excede al 66 por ciento de los bonistas, sugieren sottovoce añadir un aliciente en efectivo. Una luz, diría un adepto al poker. En Economía toman nota del dictamen pero recelan que el consejo no tributa apenas al saber de los banqueros, también a sus propios intereses.

Esperando al capital

"Si hace seis meses usted me preguntaba si había perspectivas de un fuerte ingreso de capital el año que viene, yo le hubiera dicho que esa chance no superaba el cinco por ciento. Hoy está en el 30 por ciento", explica un integrante del equipo económico. La posibilidad alienta esperanzas en el Gobierno, que incluso se aplica a pensar qué pasará

de concretarse esa hipótesis. La idea básica es que muchos inversores institucionales canjearán sus bonos para dar vuelta la hoja y porque hacerlo los habilita para volver a invertir en la Argentina, un país al que ven con un potencial muy alto de crecimiento en los próximos años.

Lavagna, que suele ser muy precavido, no niega la posibilidad pero la contextualiza. Los primeros capitales que pueden llegar a venir, conjetura el ministro, son los más especulativos, dispuestos a jugar en muy corto plazo. Ajeno a la generosidad del Preámbulo, Lavagna no abre los brazos a todos los capitales del mundo que quieren entrar en suelo argentino. No está dispuesto a repetir lo que juzga como sinrazones de los '90. Como ya anunció Página/12, se prepara para establecer regulaciones muy severas, "a la chilena", para el ingreso y la salida de capitales.

Pero más allá de las prevenciones del ministro, su cartera trabaja con la hipótesis de una fuerte entrada de capitales en el primer semestre del año entrante. Plata de argentinos sin duda y, acaso, también de extranjeros.

La estimulante prospectiva incluye ciertos riesgos posibles. El más básico sería una fuerte apreciación del peso, consecuencia de un fuerte ingreso de dólares a la plaza. Kirchner aborrece cualquier eventual alteración de la actual paridad cambiaria. Redrado y Nielsen, sin hacer alharaca, vienen conversando qué hacer para garantizar, en ese eventual supuesto, dólar alto e inflación contenida. No es sencillo lograr un equilibrio, porque el primer recurso para "esterilizar" (como se dice en jerga) los dólares que afluyan será salir a comprarlos, lo que en algún punto requiere emisión, con el consiguiente peligro de inflación. Ciertamente el Central posee unos títulos bastante atractivos para atraer futuros inversores, las Lebac, pero las que ya están en plaza resultarían insuficientes y posibles emisiones futuras deben producirse con prudencia.

La falta de crédito bancario es otro cuello de botella que aflige al Gobierno. El Central pugna por estimular a los bancos a prestar y arriesgar, pero por ahora las entidades nativas prefieren tomar plata a plazo fijo, comprar Lebac y hacer una perezosa diferencia. El Central ha bajado algo el interés de las Lebac, pero el margen sigue siendo generoso para banqueros nada schumpeterianos. Prat Gay, cuya experticia en política monetaria nadie discute, juzgaba que los bancos que atienden en las pampas tienen pésimo management, que tienen pánico al riesgo y que hace mucho que vienen perdiendo oportunidades de hacer su negocio. Su, mala a fuerza de parcial, coartada es haber quedado traumatizados por las frustrantes experiencias de 2001. Habrá que ver si esa elite, menos acomplejada que rapaz, cambia sus modos de actuar en el futuro cercano.

Fortuna y virtud

"Tal vez sea cierto que la suerte gobierna la mitad de nuestras acciones, pero aun así nos deja gobernar la otra mitad", justipreciaba Maquiavelo en El Príncipe. Una proporción que seguramente excede lo que realmente maneja un gobierno del tercer mundo en el siglo XXI.

La virtud, la aptitud del gobernante, de nada valía sin "la fortuna". Futuros escenarios que entusiasman al gobierno requieren un contexto favorable que muy poco depende de su muñeca o su decisión : materias primas con precios altos, boom de la soja, sostenimiento del crecimiento de China. Hasta el aumento del petróleo puede funcionar como viento de cola. Confiado en su virtud, con suficiente plata en caja, el Gobierno imagina un 2005 mejor. "Para tener fortuna -prescribió Maquiavelo- es mejor ser impetuoso que prudente." El Gobierno, con el Presidente a la cabeza, se sentiría retratado en esa descripción. Y cree que la suerte también está de su lado.

LA BATALLA ES CON LOS BONISTAS

Por Claudio Zlotnik

Página 12, 10 de octubre del 2004

Cuadratura del círculo de la deuda externa argentina.

Con más del 30% de los acreedores defolteados que dieron el sí a la renegociación, que constituye el tramo local, el Gobierno se prepara para la madre de todas las batallas para salir del default : conquistar la voluntad de los tenedores extranjeros de bonos. En Economía están convencidos de que los grandes bancos internacionales y los más importantes fondos institucionales del mundo aceptarán el convite. La caída de la tasa de interés de largo plazo de Estados Unidos ha sido la llave que despejó el camino.

Esa "bendición" le agregó de 8 a 10 centavos a la oferta argentina, hasta ubicarla cerca de 30 centavos por cada 100. El principal desafío, entonces, se encontrará, según admiten los más estrechos colaboradores de Roberto Lavagna, en convencer a los inversores minoristas de Italia, Alemania y Japón. Aquí la carta que intentarán jugar es que los gobiernos de esos países aflojen en su presión. Por demás, en la Secretaría de Finanzas aseguran que un 20 % del total es una causa perdida en este canje, puesto que ese porcentaje está en poder de fondos buitres que, por vía judicial o apostando a negociaciones posteriores, esperan cobrar más.

Cerrado el acuerdo con las AFJP, el Gobierno se dispone a cruzar la frontera. De acuerdo al calendario oficial, esta semana, o a más tardar la próxima, el Ministerio de Economía presentará ante la Comisión de Valores de los Estados Unidos las condiciones financieras de los nuevos bonos de la deuda. Son los que se intercambiarán con aquellos que se encuentran en default desde hace casi tres años. Se pondrá así en marcha una colosal maquinaria que involucrará a grandes fondos de inversión internacionales y a pequeños ahorristas de Europa y Japón. Será un proceso difícil que no estará exento de peleas, presiones y demandas judiciales. Para los acreedores es la última oportunidad de arrancarle mayores promesas de pago a la Argentina. Para el Gobierno, los próximos meses cerrarán un ciclo histórico. Y su definición sentará las bases del desarrollo económico futuro.

La expectativa del Gobierno es que la reestructuración de la deuda termine dentro de tres meses. Hasta ahora se consiguió que las AFJP, poseedoras del 17 % de los títulos en cesación de pagos, acepten el canje. Detrás de ellas podrían suscribirlo otros inversores institucionales, como las compañías de seguros, y también los pequeños inversores. Según las estimaciones oficiales, los argentinos retienen el 38 % de los bonos en default.

Una vez que se presenten los papeles ante la SEC, que es el organismo de control del mercado de capitales estadounidense, la aprobación demoraría entre siete y diez días. Y recién entonces funcionarios del Palacio de Hacienda encabezados por el secretario de Finanzas, Guillermo Nielsen, darán comienzo a una gira por distintas ciudades del mundo para presentar oficialmente la propuesta.

Ya se sabe que la comitiva irá a Nueva York y Londres : habrá bonos emitidos bajo jurisdicción estadounidense e inglesa. En cambio, aún no está definido si los funcionarios visitarán Alemania, Italia y Japón, que son los mercados donde se concentra la mayor cantidad de pequeños inversores. En Economía evalúan los costos que sufriría la estrategia si choca con la férrea y ruidosa oposición de los bonistas de esas latitudes. No hay que olvidar que las oficinas centrales del "enemigo público" número uno del Gobierno, Nicola Stock, se encuentran en Roma.

Precisamente, los bonistas italianos aparecen como los más numerosos después de los argentinos. Tienen nada menos que el 16 por ciento del total de la deuda irregular. Y como el euro se revaluó frente al dólar, incrementaron su tenencia a 17.000 millones de dólares. Roberto Lavagna sabe que buena parte del éxito de la operación depende de los italianos. Aunque algunos de sus allegados afirman que esa situación no necesariamente dañaría al ministro, ya que tendría un argumento válido para explicarle al Fondo Monetario la razón por la que no se alcanza el porcentaje reclamado por el organismo.

Esta parte final de las negociaciones promete ser agotadora. Están previstas 152 asambleas de bonistas. Cada una de ellas representa a las distintas series de títulos emitidos, lo que da una idea del festival de la deuda de la década pasada. Aunque puede ser que algunas no se realicen porque el Gobierno, por un lado, y fondos buitres, por el otro, se disputaron en los mercados series enteras. El Gobierno para pagar menos y los fondos para litigar judicialmente y

cobrar todo, sin ninguna quita.

Encontrar a los pequeños inversores no será tarea fácil. Más allá de los que encontraron cobijo en los grandes estudios, como el que capitanea Stock, lo cierto es que Economía saldrá a buscar a los más chicos. Para ello, podría pedirles ayuda a compañías especializadas en identificar a inversores individuales para asesorarlos. En vista de la proximidad del canje, en Wall Street, esta clase de estudios proliferaron durante los últimos meses.

La posibilidad de que la operación no sea aprobada ni en Italia ni en Japón ni en Alemania le agrega incertidumbre al resultado final. A diferencia de Estados Unidos, en donde la deuda por 26.700 millones de dólares se encuentra repartida entre inversores institucionales, en Europa prevalecen los pequeños ahorristas. En Italia hay 340 mil y otros 30 mil en Japón. En Economía aguardan una gestión de último momento del Tesoro de los Estados Unidos o un guiño del propio Fondo para que esos bonistas se plieguen al canje. Cerca de la oficina del ministro no descartan que en algún momento se reflote la idea de que los gobiernos europeos subsidien a sus ciudadanos, teniendo en cuenta que fueron mal aconsejados por bancos internacionales al momento de adquirir activos de un país que, en 2001, ya estaba en terapia intensiva.

Desde el lado de los inversores, en cambio, se aguarda una mejora de último minuto en la propuesta de la administración Kirchner. Al respecto, en las últimas horas hubo una versión que recorrió los bancos de Wall Street : que si bien Economía distribuirá los nuevos bonos a comienzos de 2005, le pondría como fecha de emisión diciembre de 2003. Como los nuevos instrumentos pagan intereses cada seis meses, los acreedores podrían cobrar dos cuotas "atrasadas" en efectivo. En la práctica, ese maquillaje financiero significaría una mejora a la oferta original.

La atención del Ejecutivo también se centra en la estrategia que plantearán los fondos buitres. Ese es otro de los frentes abiertos. En el Palacio de Hacienda se preparan para afrontar cualquier adversidad. Y toman como ejemplo lo ocurrido con el "Bono Aconcagua" de Mendoza, cuya reformulación fue suspendida por un juez de Nueva York a pedido de un fondo de inversión que rechazó la propuesta. Algunos asesores del ministro esperan que los intentos de bloqueo aparezcan no bien la Argentina dé a conocer los detalles de los nuevos bonos.

La Argentina saldrá a convencer a los bonistas extranjeros en las próximas horas. Cuenta con el espaldarazo que acaba de recibir de las AFJP, de las cuales en su mayoría son dueños los bancos internacionales. La partida va a comenzar bajo la observación atenta del Fondo Monetario y del Grupo de los Siete países más poderosos. Si todo marcha según lo previsto, el resultado final se conocerá en las primeras jornadas de 2005.

[Página 12](#), 10 de octubre del 2004.