

Mi honra esta en juego y de aquí no me muevo

Durante la asamblea anual del FMI y mientras el organismo aprobaba la carta de intención del gobierno argentino, las autoridades presentaban una propuesta de reestructuración de deuda en default, conocida como la Propuesta de Dubai.

Los puntos más importantes de la propuesta se encontraban centrados en una quita del 75% de la deuda y no reconocer los intereses vencidos desde Diciembre del 2001. El menú presentado contempla además tres bonos

- ✓ Bonos Descuento: su valor explicita la quita del valor nominal.
- ✓ Bonos Par: no tienen reducción del valor nominal, o tienen una pequeña reducción, pero comparativamente ofrecen menores rendimientos y plazos de pago más prolongados
- ✓ Bonos con capitalización: con intereses y una indexación según el crecimiento del PBI

Como era de esperarse, la propuesta era inamovible, no se pagará más con el hambre del pueblo, se priorizará la deuda interna, etc. Tras ocho meses de este juego, donde los diarios hablaron desde la agresiva y valiente propuesta nacional hasta quita del 90%, las cosas cambiaron. Por lo que nos enfocaremos en la segunda propuesta, *la última*.

<i>Oferta del gobierno</i>	<i>Si aceptan <70%</i>	<i>Si aceptan >70%</i>
1 Capital	81.200	81.200
2 Atrasos Intereses	18.200(1)	22.900 (2)
3 Total (1+2)	99.400	104.100
4 Quita sobre 1	60.900	60.900
5 Nueva deuda (3-4)	38.500	43.200
Quita nominal	52.6%	46.8%
	<i>Dubai</i>	<i>Dubai Plus</i>
<i>a) Tasa de interés</i>		
Bono Par	<i>Fija 0.5% a 0.15%</i>	<i>Incremental de 2.08% a 5.25%</i>
Descuento	<i>Incremental 1% al 5%</i>	<i>Fija c/capitalización 8.40%</i>
Cuasi Par	<i>Fija 1% y 2%</i>	<i>Fija c/capitalización 5.96% + CER</i>
<i>b) Plazos</i>		
Bono Par	<i>42 años, 25 gracia y 23 cuotas</i>	<i>35 años, 25 gracia y 10 cuotas</i>
Descuento	<i>32 años</i>	<i>30 años</i>
Cuasi Par	<i>42 años</i>	<i>42 años</i>

1) Intereses al 31/12/2003 2) Intereses al 30/6/04

Fuente: KP&M en base a M. De Economía

Comparando los anuncios recientes con los realizados en septiembre 2003, existieron claras mejoras para los tenedores defaulteados.

Entre ellas merecen destacarse:

- ✓ Aumento de 0.3% del PBI (u\$s 435 millones anuales) en el compromiso de superávit fiscal primario de la Nación para atender los pagos de deuda pública (no incluye provincias -con ellas el valor subiría de 2.7% PBI a 3.3% del PBI-). Si bien es cierto que estos fondos también deben atender pagos de servicios de deuda que no está en cesación de pagos, el aumento no es menor.
- ✓ Reconocimiento informal de los intereses que fueron venciendo desde el 31 de diciembre del 2001 hasta el 31 de diciembre del 2003 por u\$s 18.200 millones si se obtuviera una aceptación de la propuesta de menos del 70% de los acreedores, y de u\$s 22.900 millones si la adhesión fuera mayor al 70%. Este reconocimiento, según el gobierno, explicaría el aumento en u\$s 5.000 millones de emisión de nuevos bonos Par y la reducción en u\$s 300 millones en la emisión de los nuevos bonos de Descuento.
- ✓ Los tres tipos de bonos que se ofrecen tienen tasas de interés sustancialmente mayores a las sugeridas en Dubai (reconociendo el cambio del escenario internacional y buscando hacer más atractiva la propuesta). Además, todos los bonos tendrán adicionalmente un cupón de renta que estará vinculado al crecimiento del PBI y quedó formalizado el ajuste por CER para los bonos cuasi par.
- ✓ Por último, los plazos de pago de los nuevos bonos se han reducido en forma no poco relevante (Par y de Descuento)

Cual es el grado de sustentabilidad que tendrá esta propuesta, en realidad dependerá de varias variables. La primera, que podría condicionar a las otras, es que existe un sesgo de escepticismo respecto a que esta sea la última propuesta, más aun por la forma en que se manejó el gobierno ante la investida de los organismo internacionales.

Otra variable estaría dada por el compromiso que asumió el gobierno de aumentar el superávit fiscal primario al 2.7%, alcanzando un 3.3% con la inclusión de las provincias. Si bien está sujeto a la aprobación de las leyes, como la de coparticipación, también lo está al escenario internacional. Tanto ganancias como las retenciones se podrían ver afectados por la caída en el valor de los commodities, por un lado, y la reducción de los impuestos distorsivos pedida por el organismo internacional para el 2005.

De ser reducidos estos impuestos, que pueden significar un casi un 4% del PBI, será imposible mantener en el tiempo la estructura de gastos del gobierno diseñada hasta el 2010 y el ahorro necesario para sus compromisos.

Algunas contradicciones surgen inmediatamente, como el impulso del empleo y la necesidad de mantener jubilaciones y salarios por debajo de la media histórica para contener el gasto. De igual manera, dados los niveles de pobreza, parece bastante difícil disminuir el gasto social (1.5% del PBI) a los niveles históricos (0.7% PBI).

Por último, el nivel del tipo de cambio y los aumentos del PBI. El primero porque existe una lucha por la cantidad de dólares que puede comprarse con el superávit, ya que no es lo mismo \$ 12.000 millones divididos por 2.85 (valor del dólar) que por 3.10. En

cuanto al aumento del PBI, radica en la idea de premiar a los tenedores de bonos ante un incremento del PBI superior al 3%. Esto resulta muy significativo, aun para niveles de crecimiento normales, del 3.5 al 4.5%.

Las simulaciones con tasa de retorno del 10% al 12% generarían entre U\$S 6.500 y U\$S 21.000 millones para una tasa del 3.5% y el 4.5% y entre U\$S 4.500 y U\$S 15.000 millones para igual tasa de crecimiento.

La propuesta no es de las mejores para país, y parecería no tener demasiado sustento con los niveles de retención del gasto. Aun así, no parece la peor para los acreedores, que seguramente irán por más.