

COLUMNISTAS

La negociación por el Brady



Escribe Eduardo Conesa Ex directivo del Banco Mundial

Es sabido que el plan Brady propiciaba originalmente, una reducción substancial de la deuda externa latinoamericana a cambio de mejores garantías de repago. Los países se beneficiarían con la reducción de la deuda, y los bancos mejorarían las probabilidades de cobro de sus acreencias, pero al costo de un quebranto al disminuir el capital que se les adeudaba. Infortunadamente Cavallo ha negociado en tal forma que se invalidarían parte de las ventajas del Brady con un costo para el país de por lo menos 500 millones de dólares por año. Y me explicó.

La nueva deuda se instrumentará en bonos. Astutamente los bancos acreedores se reservaron la opción para elegir entre los llamados discount bonds y los par bonds. Con respecto a los bonos de descuento, la situación es claramente conveniente al país dado que se nos otorgaría una quita de 35% en el principal, y la tasa de interés es la interbancaria de corto plazo en dólares reajutable cada tres o seis meses del mercado financiero de Londres (LIBOR), tasa a la que debería adicionarse algo menos de un punto de interés, exactamente 13/16.

Peró los bonos a la par serían inconvenientes para el país porque no implican quita alguna en la deuda de capital. Tampoco en los intereses, como veremos más adelante. Y sin embargo tenemos que garantizarlos igualmente con bonos zero coupon del Tesoro americano. Es decir que estos bonos a la par desnaturalizan la intención generosa original del plan Brady. En efecto, la tasa de interés sería de 4% durante el primer año subiendo lentamente hasta llegar a un máximo fijo para todo el resto de la vida del contrato de 6% a partir del séptimo año. Si comparamos esas tasas con la tasa LIBOR vigente en la actualidad, equivalente a 3,6% anual, esta opción concedida a los bancos es inconveniente para el país. Es cierto, sin embargo, que se requiere cautela en la evaluación porque no sabemos cuál va a ser la tasa LIBOR vigente dentro de un año, dos años, tres años, diez años o treinta años, que es el plazo del acuerdo. Si la tasa LIBOR fuera en el futuro similar a la actual sería muy claro que hemos hecho un pésimo negocio. Si por el contrario, la tasa LIBOR subiera más arriba de 10% y se mantuviera en ese nivel por muchos años, todavía quedaría la posibilidad de que la negociación de Cavallo sea un negocio razonable para el país.

La clave consiste en saber

qué pasará con la tasa LIBOR en el futuro. Creo que los bancos saben más sobre este punto y por ello se reservaron la citada opción de 4-6% de interés fijo sin descuentos en el monto del capital. Y por medio de dicha opción deglutieron a Cavallo en las negociaciones.

Por lo pronto cabe aclarar que la tasa LIBOR sigue con fidelidad los movimientos de la tasa de interés de las letras de tesorería norteamericanas y normalmente registra intereses de uno o dos puntos más elevados que esta última. Ello se explica porque ambas son tasas en dólares de corto plazo, aunque la tasa de las letras tiene un mercado mucho mayor y está totalmente determinada por la política monetaria y fiscal del Departamento del Tesoro y el Banco de la Reserva Federal estadounidense. Así por ejemplo en 1972 la tasa LIBOR fue de 5,4% anual y la tasa de las letras 4,1%. En 1981 ambas tasas alcanzaron su punto de máxima: la tasa LIBOR con 16,9% y las letras con 14,7%. El registro de los 19 años de tasa LIBOR arroja un promedio de 9,4%. Sobre la base de este promedio histórico se podría pensar que Cavallo acertó con la opción otorgada a los bancos para que elijan negar la quita en el principal a cambio de una tasa tope de 6% para nuestra deuda. Si descontamos 35% de esta tasa, obtenemos precisamente 6,1%.

• Opciones

Aparentemente las dos opciones serían equivalentes pues daría casi lo mismo pagar LIBOR a 9% más 13/16, que 6% sin el descuento en el capital de 35%.

Sin embargo, el tomar como base de comparación el promedio histórico de la tasa LIBOR ha sido un desacierto porque es probable que en el futuro la tasa LIBOR sea mucho menor que el promedio de 9,4% registrado en el pasado turbulento de los años 1972-90. La tasa LIBOR de los próximos 10 años probablemente no superará el promedio de 6%. Al respecto deben tenerse en cuenta las siguientes consideraciones:

a) Estados Unidos no enfrentará en los años venideros la carga de gastos de defensa de los 40 años anteriores pues su rival militar, la Unión Soviética, ha desaparecido. Esto permitirá a Estados Unidos reducir substancialmente sus gastos de defensa y en consecuencia su déficit fiscal. Este déficit se financió durante los pasados 10 años mediante la emisión de deuda pública, esto es de letras, de notas y de bonos

del Tesoro por sumas siderales. Esta oferta permanente de títulos en el mercado deprimió sus precios y por lo tanto hizo subir artificialmente las tasas de interés en el decenio de los ochenta. En el futuro es dable esperar una fuerte reducción del déficit y un cumplimiento más estricto de las leyes del Congreso que ordenan reducir ese déficit (Gramm-Rudman-Hollings Act).

• Huellas

b) Las altas tasas de interés del decenio de los ochenta dejaron huellas negativas profundas en la misma economía estadounidense. La mayoría de los economistas de ese país considera que la carga de los intereses de la deuda pública y privada se ha vuelto excesiva y que la política fiscal y monetaria del gobierno debe estar dirigida a reducir las tasas. El pago de intereses acapara una proporción importante de los ingresos de las personas y de las empresas y les impide invertir y gastar en otros bienes y servicios, lo cual reprime la demanda y empuja a una gran recesión. Esta recesión puede evitarse si las autoridades actúan usando con destreza los instrumentos de la política fiscal y monetaria para contrarrestarla, generando reducciones importantes de la tasa de interés y en el gasto público en forma simultánea.

c) Es más, se considera que la caída de 40% del valor de la propiedad inmueble que ha ocurrido en los Estados Unidos en los últimos 4 años se debe a que las excesivas tasas de interés no permiten acceder a la propiedad a muchas familias. Esas altas tasas han sido la causa de la depresión consiguiente que sufre el sector construcción, el que siempre ha sido el leader de las recuperaciones dentro del ciclo económico. Se atribuye la debilidad de la actual recuperación a la flojedad que registra la demanda de inmuebles. Este problema podría ser remediado si se acentúa la política monetaria y fiscal de hacer bajar las tasas, especialmente las de largo plazo.

d) El promedio de las tasas de interés de las letras de tesorería en los decenios de los cincuenta y los sesenta fue de 2% y de 4% respectivamente. Hemos visto antes que la tasa LIBOR registra

Conti. en pág. 28

Los trámites del plan Brady

pag. 16)

normalmente 1 o 2 puntos más que la de las letras, lo cual nos permite inferir que la tasa LIBOR del eurodólar, si hubiese existido "plena" en aquellos 20 años, habría oscilado entre 4 y 6%. Si las autoridades de los Estados Unidos son capaces de reducir el gasto público, las circunstancias vigentes hoy en "la economía mundial apuntan a un período futuro signado por la estabilidad y bajas tasas como en aquel pasado remoto más tranquilo de los cincuenta y los sesenta; en comparación con los económicamente tumultuosos setenta y ochenta.

e) El predominio absoluto de los Estados Unidos en la Guerra de Golfo Pérsico coloca una espada de Damocles sobre la OPEP y cualquier otra versión amenazante del monopolio petrolero que pretenda subir los precios de esta vital materia prima. Queda así descartada una fuente de inflación y consiguientemente, altas tasas de interés nominales del estilo de las que provocara indirectamente el monopolio de la OPEP con la suba de los precios del petróleo de 1973 y

1979. Además, todo indica que cuando Kuwait e Irak reanuden sus embarques de petróleo, el precio del mineral tenderá a bajar, lo cual fortalecerá la estabilidad, la baja inflación y las bajas tasas de interés.

f) Los economistas demócratas que en los Estados Unidos asesorarían eventualmente a Clinton, si ganase las elecciones de noviembre, coinciden en la prioridad de la reducción del déficit fiscal, tal cual lo está haciendo el incumbente presidente George Bush quien; de todas maneras, en mi modesta opinión de economista, sería reelegido. El consenso profesional de los economistas norteamericanos parece apuntar a una política fiscal dura y a una política monetaria fácil, con lo cual se consolidaría la rebaja de tasas que ha ocurrido a fines del año pasado.

Sin embargo, es probable que después de las elecciones presidenciales de noviembre de 1992 en los Estados Unidos existirá una suave tendencia a subir nuevamente las tasas. Pero esa suba no puede ir muy lejos porque la economía estadounidense ya

está muy endeudada, y la deuda excesiva es una de las causas fundamentales de las crisis económicas. Incluso existe una teoría de las grandes depresiones que las explica precisamente por el excesivo endeudamiento. Y esa teoría ha merecido la atención de Irving Fisher, uno de los más grandes economistas norteamericanos de todos los tiempos. Y ciertamente el presidente Bush, o quien fuera electo presidente en noviembre de 1992, no querrá apadrinar otra recesión similar a la del decenio de los años treinta. Para evitar esa gran depresión, el país debe librarse del peso de la excesiva deuda sin causar una fuerte inflación. Esto se consigue bajando el gasto público, el déficit fiscal y las tasas de interés, todo ello en forma simultánea. Si bajan las tasas y no se reduce el déficit y el gasto público, habrá grave peligro de inflación. Si se mantienen altas las tasas y alto el déficit parece inevitable que se produzca una gran cantidad de quiebras de individuos, empresas y bancos con efectos en cadena que conducirán a una gran depresión que

eventualmente necesitará de una enorme emisión monetaria. Esta emisión finalmente desencadenaría una inflación curativa. En consecuencia, ante este escenario aterrador, el gobierno norteamericano y la Reserva Federal no tienen muchos grados de libertad. Debemos suponer que no son suicidas, y que por lo tanto sólo es probable que hagan las jugadas acertadas. Si las hacen, el promedio de la tasa LIBOR no debe ser superior a 6% anual en los próximos 10 años. En este caso la Argentina habrá rifado la quita standard de 35% del capital adeudado que ofrece el plan Brady. Si el gobierno y la Reserva Federal de los Estados Unidos juegan bien su partido, la única posibilidad remanente de que la Argentina no haya rifado la quita del Brady, consistiría en que los bancos resulten tentados con la deducción de 35% de quebranto a los efectos del impuesto a la renta que ofrece la legislación impositiva norteamericana; y que por esa razón elijan el bono de descuento y no el bono a la par. Veremos.