



Econométrica S.A
economic research and forecasts

**INFORME
ESPECIAL
Nº396**

*“El Alto Costo del
Préstamo De
Venezuela: San
Martín Y Bolívar
Tuvieron Gestos Más
Generosos”*

*Conozca
nuestro*



Por Mario Brodersohn

www.econometrica.com.ar

**AGOSTO
2008**

38 1970 - 2008
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 - 9443

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso III Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

“El Alto Costo del Préstamo De Venezuela: San Martín Y Bolívar Tuvieron Gestos Más Generosos”

Por Mario Brodersohn¹

La Argentina no tiene acceso a los mercados financieros internacionales salvo los recursos que provee el Gobierno de Venezuela. Chávez acaba de anunciar que *“Venezuela compró hace unos días mil millones en bonos argentinos, que son bonos de buen rendimiento, de buen prestigio”*. La compra se refiere al Boden 2015. Éste es un título en dólares que se emitió en Octubre del 2005, paga un cupón anual del 7% y cancela toda la deuda a su vencimiento el 3 de octubre del 2015.

Venezuela compró esos bonos al precio de mercado. Este precio es un 35% mas bajo que su valor par inicial. En consecuencia, su rendimiento con el precio del mercado es del 15,64% anual, un rendimiento muy superior al 7% que establece el cupón del Bono según las condiciones de emisión.

Además, es de público conocimiento que el gobierno de Venezuela en cuanto recibe los bonos argentinos los vende a entidades bancarias venezolanas valuándolos al dólar oficial venezolano, que es la mitad del dólar paralelo. Estos tenedores salen a venderlos rápidamente en el mercado internacional. Ello genera expectativas a la baja en sus precios. Esta caída en el precio no preocupa demasiado a los tenedores venezolanos porque más que la compensan con la ganancia que proviene de la diferencia entre el dólar oficial y el paralelo.

En cambio, para los tenedores no venezolanos del Boden 2015 esa venta apresurada de bonos les provoca una gran pérdida. Esto es precisamente lo que ocurrió con la última operación con Venezuela. El miércoles 6 el precio de cierre del Boden 2015 fue de 64,7 dólares. Al día siguiente de anunciarse la operación con Venezuela cayeron a 62,50 dólares, lo cual implica que la tasa de retorno subió en un solo día del 15.64 % al 17% anual.

En un contexto de expectativas negativas la operación con Venezuela provocó una caída generalizada en torno al 4% en todos los títulos públicos argentinos. El Gobierno Argentino debería pedirle al Venezolano un comportamiento más prudente y moderado en la comercialización posterior de los Boden 2015. Claramente no hay ninguna contribución patriótica de la República Bolivariana al financiamiento argentino.

EL RIESGO PAIS DE LA ARGENTINA

Esta operación con Venezuela nos permite, además, apreciar con más claridad la enorme pérdida de credibilidad internacional de la Argentina, medida ésta última en función del riesgo país. En este sentido, podríamos recurrir a dos vías alternativas para analizar el riesgo país argentino:

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar

“El Elevado Costo del Préstamo De Venezuela: San Martín Y Bolívar Tuvieron Gestos De Más Desprendimiento”
Por Mario Brodersohn

- La primera comparación es con la tasa de interés de un bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años. Esta tasa es del 3.94 % anual (7 de junio). Por lo tanto, el riesgo país sería (15,5 menos 3,9) de 1.160 puntos básicos (es decir, 11,6 %). Este es el mismo riesgo país que teníamos en los momentos previos al “corralito”, en el final de la convertibilidad.
- La segunda comparación es entre el rendimiento del título argentino Boden 2015 con el de un título emitido por el gobierno brasilero en marzo del 2005 y que vence como el argentino en el 2015. El precio actual de este bono es de 113,2 dólares, es decir, tiene un precio superior al valor inicial de emisión que fue de 100 dólares. Mientras en la Argentina cayó el precio del bono, en Brasil subió. Debido a este aumento en el precio del bono, su rendimiento actual es del 5,4% anual, que es un rendimiento inferior al de su cupón de interés del 7,8% anual. Por lo tanto, la tasa de interés de la Argentina supera en 1009 puntos básicos (15,54 menos 5,45) a la de Brasil. Esta brecha prácticamente duplica la tasa de retorno de Brasil cuando a comienzos del 2007 la Argentina y Brasil tenían la misma tasa de retorno y por ende el mismo riesgo país.

Los Gráficos N° 1 y 2 muestran claramente las diferencias de comportamiento entre ambos títulos públicos: el argentino cae y el brasilero sube. El Gráfico N° 1 presenta la evolución del precio del Boden 2015 argentino desde octubre 2006. Su valor máximo se registró el 22 de febrero del 2006 (96,7 dólares) y a partir de entonces registró una caída del 33%, lo cual muestra el persistente aumento del riesgo país argentino.

Argentina: Boden 2015

Serie diaria - en dólares - 26-10-06 al 6-8-08



Fuente: Bloomberg

*“El Elevado Costo del Préstamo De Venezuela: San Martín Y Bolívar Tuvieron Gestos De Más Desprendimiento”
Por Mario Brodersohn*

A su vez, el Gráfico N° 2 presenta la evolución del bono brasileiro 2015. En los primeros días de su emisión se observó una caída del precio de 100 a 91,5 dólares. A partir de entonces prácticamente no dejó de aumentar su precio. Este aumento en el precio del bono es un claro indicador de una constante caída en el riesgo país de Brasil.

Brasil: Bono 2015

Serie diaria - en dólares - 1-3-05 al 6-8-08



Fuente: Bloomberg

¿Cómo se explica que la Argentina tenga un riesgo país tan elevado cuando sus indicadores de crecimiento, nivel de reservas internacionales y superávit gemelos fiscal y externo en el 2008 son superiores a cualquier otro periodo histórico?. La combinación de una inflación del 24% anual y creciente junto con la debilidad política que muestran los bajos índices de aceptación de los Kirchner lleva a los operadores económicos a la lamentable conclusión que esos indicadores no son sustentables en el tiempo. En realidad, esperan en el 2009/10 una caída importante en el crecimiento y la desaparición de los superávit gemelos. Dadas estas expectativas negativas, para tentar a los operadores económicos a seguir invirtiendo en la Argentina se requiere cada vez más altas tasas de interés para vencer el temor a asumir riesgos.

LOS VENCIMIENTOS DE DEUDA EN EL 2009

La Argentina está totalmente marginada de los mercados financieros internacionales. ¿Cómo hará frente el gobierno a los vencimientos de capital en el 2009 por 9.400 millones de dólares, de los cuales el 36% esta en dólares y el restante 64% en pesos indexados por inflación?.

Una posible hipótesis para el 2009 es que los bonos están en poder de tenedores institucionales argentinos (AFJP, bancos, aseguradoras). Esta hipótesis debería facilitar el refinanciamiento de esos

*“El Elevado Costo del Préstamo De Venezuela: San Martín Y Bolívar Tuvieron Gestos De Más Desprendimiento”
Por Mario Brodersohn*

bonos a su vencimiento. En efecto, el supuesto es que los tenedores locales de bonos canalizaran los fondos recibidos por la cancelación de la deuda hacia la compra, a precios de mercado, de nuevos títulos emitidos por el Gobierno.

Esta hipótesis de comportamiento tuvo un primer test con la cancelación en este mes de agosto de los vencimientos del Boden 2012 por 2.345 millones de dólares. La fuerte caída en los precios de los títulos públicos argentinos y las inexistentes compras de dólares por el Banco Central, ponen en duda la hipótesis anterior. Los fondos que recibieron los tenedores locales lamentablemente no volvieron al mercado de capitales argentinos sino que hasta ahora se atesoraron en dólares o se fugaron al exterior.

Por lo tanto, si se repite en el 2009 la resistencia de los tenedores de bonos a reinvertirlos en el país no le queda al gobierno otra alternativa que pagar los vencimientos de los títulos en dólares (3.600 millones) con las reservas internacionales y utilizar más de la mitad de los depósitos públicos en el Banco Nación para pagar el resto de la deuda en pesos (que medida en dólares suma 5.800 millones). La caída en las reservas internacionales sería una señal muy negativa para el mercado que podría desencadenar más salidas de capital.

Para contrarrestar estas tendencias negativas el gobierno debería mejorar su imagen y credibilidad interna e internacional. Ello nos lleva al tema del índice de precios, a las negociaciones con el Club de París y al tratamiento de los acreedores por 20.000 millones de dólares que quedaron al margen del canje de la deuda.

Sobre Moreno y el Índice de Precios ya se dijo de ambos lados del mostrador todo lo que tenía que decirse y nada permite predecir un cambio positivo.

Para mejorar la imagen internacional se requeriría, en primer lugar, terminar con el “default” con el Club de París. En su renuncia el ex Ministro de Economía Martín Lousteau señaló: *“Ya se tiene una propuesta informal para el club que aguardaba la aprobación de la Presidenta, con un plazo de 8 años y tres de gracia. EE.UU. está dispuesto a apoyar oficialmente la postura argentina de que el arreglo no involucre al FMI y hasta viajaría gente del Tesoro a nuestro país como señal. El FMI también manifestó su predisposición a mantenerse al margen. Están aguardando que nosotros enviemos la propuesta”*. Sin embargo, la Presidenta en su conferencia de prensa volvió a insistir que el problema con el Club de París sigue siendo la participación del FMI.

Otro tema que afecta la credibilidad internacional son los 20.000 millones de dólares que no entraron en el canje. Es más difícil de explicar la racionalidad del gobierno de no avanzar sobre el tema. De acuerdo con la “ley tapón” que se sancionó durante el canje de la deuda, el gobierno no puede ofrecer a estos acreedores mejores condiciones que las que tuvieron los que aceptaron entrar en el canje de deuda. Supongamos que el gobierno ofrece bonos descuento con la misma quita, el mismo diferimiento en amortización del capital y la misma tasa de interés, pero para diferenciarlos del plan canje le agrega una quita adicional asociada con el no pago de intereses desde el default y no entrega bonos crecimiento.

Claramente ésta es una oferta menos favorable que la del canje. En este caso, el monto de los 20.000 millones con la quita se reduce a u\$s6.600, los nuevos bonos descuento son a 30 años con un periodo de gracia de 20 años y sólo se paga durante los primeros 5 años el 4% de intereses y

*“El Elevado Costo del Préstamo De Venezuela: San Martín Y Bolívar Tuvieron Gestos De Más Desprendimiento”
Por Mario Brodersohn*

capitaliza la diferencia con la tasa del 8,1% anual. Durante los primeros 5 años estaríamos pagando u\$s260 millones de dólares anuales de intereses y la primera amortización de deuda recién sería en el año 2028 ¿Vale la pena seguir difiriendo este tema, pagar tasas de interés tan elevadas y seguir escondiendo las reservas internacionales para evitar que las embarguen los acreedores externos?

Nada de todos estos puntos forman parte de la agenda del gobierno para el 2009. Nos espera un año 2009 muy complicado.