

## Los bonos cupón cero: una opción fuera de tiempo

Jesús Rivera de la Rosa \*

El pasado 29 de diciembre se dió a conocer en México un nuevo mecanismo por medio del cual nuestro país intercambiaría parte de su deuda externa pública renegociada por bonos. Según la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP): "El aspecto central de esta fase es poder capturar el descuento de nuestra deuda que existe actualmente en los mercados financieros internacionales". En este artículo desarrollamos la idea de que este mecanismo resulta fuera de tiempo, es contradictorio en sí mismo y queda muy limitado por el desarrollo mismo de la crisis.

El mecanismo para cambiar deuda por bonos —a los que llamaremos "pagabonos"— consiste básicamente en lo siguiente.

— El gobierno mexicano adquiere en subasta títulos de la deuda pública del país a cambio de nuevos bonos (los pagabonos). La subasta tendría lugar a fines de febrero o principios de marzo, ello dependerá de la aceptación del mecanismo por parte de la banca acreedora, así como del descuento que ofrezcan sobre los títulos de deuda a su valor nominal.

— Los pagabonos serán equivalentes a 10 mil millones de dólares (como máximo) en términos reales, o a 20 mil millones nominales. Lo anterior siempre y cuando los acreedores de México acepten cambiar los títulos de la deuda pública en su propiedad con un descuento del 50% de su valor nominal, acorde con el precio promedio a que se cotizan en los mercados financieros secundarios.

— Los pagabonos quedarán respaldados por el gobierno norteamericano a través de la emisión de bonos cupón cero a 20 años.

— Los bonos cupón cero serán adquiridos por México con 2 mil millones de

dólares de sus reservas internacionales. En otras palabras, el gobierno mexicano depositará en garantía 2 mil millones de dólares de sus reservas internacionales en la Reserva Federal norteamericana (Fed) a un plazo de 20 días, al término de los cuales la Fed se compromete a reintegrar 10 mil millones de dólares producto del manejo de los dólares que le dará México.

— En síntesis, nuestro país emite bonos a 20 años por un valor de 10 mil millones de dólares que estarán respaldados con un depósito de 2 mil millones en la Reserva Federal de los EE.UU. Con lo anterior y suponiendo que los bancos extranjeros conceden un descuento de 50% nuestro país se deshará de 10 mil millones de dólares de su deuda, a la vez que se ahorra poco más de 800 millones de dólares por concepto de menores pagos de intereses anuales. Cabe señalar que México ofrece una sobretasa (spread) sobre la Libor que es el doble de la que se pactó en la renegociación del paquete de 48 mil millones de dólares. En efecto, la sobretasa que rendirán los pagabonos será de 1.62% sobre la Libor.

### El acuerdo de los endeudadores

Con el anunciado mecanismo, algunos bancos pequeños norteamericanos podrán deshacerse de créditos que ya no les interesan y que les están causando más problemas que beneficios, otros bancos asegurarán una parte del principal que hasta hace poco se reconocía como impagable, el gobierno norteamericano se hará de liquidez inmediata, gracias a los 2 mil millones de nuestras reservas, prácticamente sin costo alguno, el gobierno mexicano aparecerá como un buen buscador de innovaciones financieras y, en general, el conjunto de los involucrados, —en este caso la banca privada internacional, el gobierno de Estados Unidos y el gobierno mexicano— aparecen ganando valiosos puntos en el terreno de la política nacional e internacional. En el campo económico la situación no es tan clara, sobre todo en momentos en que como parte de las negociaciones unos y otros pretenden alcanzar posiciones más ventajosas.

En efecto, con el mecanismo mencionado algunos endeudadores resultarán más beneficiados que otros, ello dependerá de varios elementos entre los que podemos citar; el comportamiento de las tasas de interés internacionales, las cuales bien pueden comenzar a subir conforme se desarrolle la crisis en el mercado mundial; también tendrá mucho que ver el descuento que la banca privada esté dispuesta a conceder, pues niveles inferiores a 20% de descuento probablemente signifiquen no sólo un empate para México en términos de ahorro en los pagos anuales, sino incluso pérdidas en caso de que comience a subir la Libor como es probable.

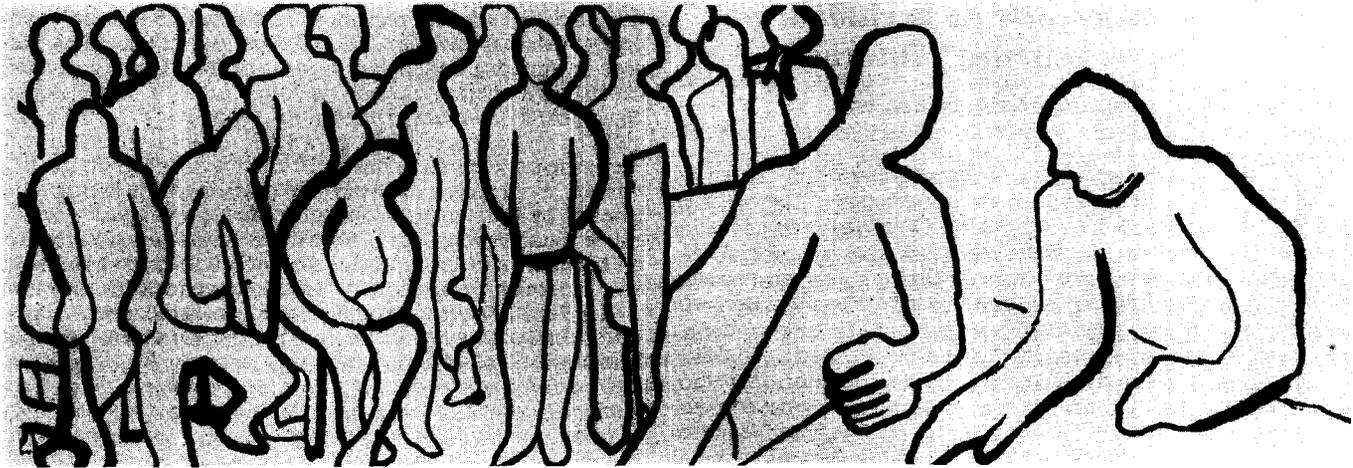
### El pelo en la leche

Durante algunos meses se habló mucho en México del uso que deberá darse a las enormes reservas internacionales. Por un buen tiempo el gobierno mexicano se encargó de asegurar por diversos medios, que no destinaría las reservas en comprar parte de la deuda externa con descuento en los mercados secundarios. Si bien el mecanismo de cambio de deuda por bonos no significa tal compra de la deuda, todo parece indicar que luego del crac de la Bolsa Mexicana de Valores en octubre y de la fuga de capitales que le siguió (las cifras extraoficiales oscilan entre 2 y 3 mil millones de dólares entre octubre y noviembre), el proceso cambió de rumbo. Es en este contexto que México acepta el Plan Morgan de cambio de deuda por bonos.

En el último trimestre de 1987, como ha señalado el New York Times en forma acertada, México pasó rápidamente de un estatus de deudor modelo, con perspectivas de "crecimiento estable, prosperidad y desarrollo", a ser símbolo de nuevos problemas para el conjunto de países en desarrollo y, por los tiempos difíciles que se acercan, "para todos los países fuertemente endeudados". La razón de lo anterior es que el notable comportamiento "favorable" de las cuentas externas de México en 1987 se consiguió a costa de deprimir aun más el mercado interno, y por ende el

\* Investigador del Programa de Estudios de Economía Internacional (PEDEI), de la Universidad Autónoma de Puebla y miembro del Área de Relaciones Económicas Internacionales de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM.

Nota: Este documento se elaboró con información disponible a diciembre de 1987.



nivel de la inversión productiva y el nivel de vida de los trabajadores.

#### Tiempos y formas

El mecanismo financiero de cambio de deudas por bonos puede ser impecable en términos estrictamente financieros. Más aún, como alguien dijo puede ser obra de la genialidad. Sin embargo, para tener una evaluación más completa del mismo, ya no digamos de su viabilidad, hay que tener presentes cuando menos dos elementos más; el tiempo en que se ha propuesto y la forma en que se intenta sacar adelante.

Por nuestra parte hace tiempo hemos desarrollado diversas propuestas para un trato distinto al problema de la deuda externa, no nos extenderemos en su descripción. Incluso hace ya buen rato afirmamos que era posible y necesaria la compra de parte de la deuda en los mercados secundarios aprovechando, efectivamente, el descuento o el valor que realmente le estaba asignando el mercado a la misma. Ello fue antes del crac mundial de las bolsas de valores. Ahora, al inicio de 1988 y en el marco del desarrollo posible de una verdadera crisis en el mercado mundial, la situación es distinta y el desarrollo mismo de la crisis hace que esa propuesta aparezca a la zaga de mecanismos y propuestas más avanzadas.

El otro elemento que limita la propuesta Morgan es la forma en que se pretende llevar adelante el mecanismo. Una situación muy distinta sería la de comprar sin tanta publicidad parte de la deuda en el mercado secundario, ello haría más viable el capturar realmente el descuento. Lo que sucede con la forma en marcha es que se está consiguiendo que la deuda se revalúe en los mercados secundarios, dismi-

nuyendo con ello el descuento. Lo anterior se debe a la abierta disposición de México por pagar la deuda y doblar la sobretasa.

El tiempo y la forma alternativas habrían sido, tomar la decisión política de dar un trato verdaderamente distinto al problema de la deuda externa, dejando de lado la política de renegociaciones sucesivas, y ello fue posible en 1982 y más aún en la recuperación de 1984. La forma adecuada habría sido, y pensamos que lo es aún, declarar una moratoria de la deuda externa que permitiera acceder en otros términos a las negociaciones. La moratoria misma habría implicado, como en el caso de Brasil, la desvalorización de la deuda externa en los mercados secundarios.

La importancia de los tiempos y las formas en el trato de la deuda externa se expresa con fuerza en la serie de contradicciones que el nuevo mecanismo implica. Por un lado, se ha revalorado la deuda externa de México en los mercados secundarios y es posible que el descuento que se obtenga no vaya más allá de un 30%, con ello el "aspecto central de capturar el descuento" queda, cuando menos, en entredicho.

Otro efecto interesante a largo plazo es que la hasta hace poco, y ya por todos reconocido, impagable deuda externa se ha tornado pagable, al menos una parte, a 20 años. A corto plazo el sólo anuncio de esta posibilidad ha originado que suban las acciones bancarias en Wall Street.

Además, y en contradicción con el sentir del "Compromiso de Acapulco", México se aísla en el concierto latinoamericano, ya que si bien la reunión del grupo de los 8 en Acapulco no significó, según los propios asistentes, el inicio de un club de deudores sí expresó cierto nivel de consenso en el apoyo y trato similar conjunto ante el agravamiento de la crisis en la región.

Más aún, el Plan Morgan no sólo contradice la propuesta de "crecer para pagar" que enarbó el Plan Baker y el gobierno mexicano desde 1985, sino que implica el reconocimiento tácito del fracaso de la política seguida hasta ahora de ir de renegociación en renegociación de la deuda, aspirando a un desarrollo sano y sostenido. Hoy el cambio de deuda por bonos y el descuento que se pretende, significan que por mucho tiempo se han estado pagando intereses sobre la deuda como si está valiera al 100% de lo que se asienta en los títulos, cuando en realidad está bastante depreciada, significa además que luego de cuatro renegociaciones, en que se redujó la sobretasa de 2.5 a 0.81%, se ha vuelto a una situación que podría calificarse de usura al duplicarse la sobretasa.

Se puede argumentar que ahora los plazos de amortización se han alargado y que, aparentemente, ya no habrá ingerencia de los organismos internacionales sobre la conducción interna del país, lo cual implica un reconocimiento de que antes sí la hubo aunque nunca se haya reconocido. Sin embargo, ello será cierto sólo sobre la parte de la deuda que se cambie por bonos y luego de más de cinco años de ajustes, internos y externos, para pagar puntualmente los intereses de la deuda externa. En síntesis, más de cinco años de política de renegociaciones sucesivas de la deuda han venido a parar en el intento por negociar un descuento que, en todo caso, quedará por debajo del que ya se estaba ofreciendo sin tanta publicidad en los mercados secundarios y en garantizar a los acreedores extranjeros el pago de una parte que, incluso, ya podrían haber considerado como pérdida de acuerdo a las grandes acumulaciones de reservas que para tal fin hicieron los bancos en 1987 comenzando con el Citicorp.