

EL ECLECTICISMO EN LAS OPERACIONES FINANCIERAS: DEL CER AL CVS Y DE LOS DEPOSITOS REPROGRAMADOS AL PLAN BONO

Por Guillermo López Dumrauf

*Doctor en Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires
Consultor Económico Financiero (Socio, Estudio Tisocco y Asociados)
Profesor Titular, Maestría en Finanzas Corporativas, CEMA
Profesor Titular, Maestría en Derecho Empresario, ESEADE
Profesor Titular, Postgrado de Administración Financiera UBA*

Introducción

El Poder Ejecutivo Nacional, a través de la sanción de la Ley N° 25.561, declaró la Emergencia Pública en materia social, económica, administrativa, financiera y cambiaria en vista de la grave situación económica que atravesaba el País en diciembre de 2001. A partir de ese momento, se produjo una profunda interferencia en las relaciones jurídicas, tanto de derecho público como de derecho privado, situación que derivó en la imposición de fuertes restricciones a los retiros de depósitos bancarios lo que generó una virtual interrupción del funcionamiento de la economía y del sistema financiero.

A través del Decreto 214/02 se transformaron a pesos todas las obligaciones de dar sumas de dinero, de cualquier causa u origen — judiciales o extrajudiciales — expresadas en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras, se hubiesen pactado dentro o fuera del sistema financiero. Al mismo tiempo estableció un coeficiente de indexación (Coeficiente de Estabilización de Referencia, CER) para el ajuste de los créditos y depósitos anteriores a la sanción del Decreto.

Para los depósitos a plazo fijo, se estableció inicialmente una reprogramación de sus vencimientos, un ajuste por el CER y una tasa de interés mínima. Más recientemente, el Gobierno tentó a los ahorristas a cambiar sus depósitos *reprogramados* por un bono público en dólares, con el objetivo de darle una solución al llamado “goteo” del “corralito financiero”. Si bien la propuesta incluía preservar la moneda de origen, no tuvo el efecto deseado en los depositantes y la adhesión fue muy escasa.

La indexación en los préstamos y depósitos se crea a partir del objetivo de mantener los ingresos del acreedor en moneda constante. Este puede parecer a priori muy equitativo, pero la expectativa de una cesación de pagos generalizada, teniendo en cuenta la evolución del índice de precios minorista (base de cálculo para el CER), llevó a buscar una fórmula que atenuara el efecto de la indexación. Así fue como a través del Decreto 762/02 se creó el Coeficiente de Variación de los Salarios (CVS) con el objeto de atar la evolución de las cuotas de los préstamos a con las variación de los salarios, exceptuando de la aplicación del CER sólo a determinadas operaciones de crédito.

Este artículo examina la secuencia de normas que desembocaron en la creación de coeficientes de indexación para las operaciones crediticias, las modificaciones a los alcances, sus posibles efectos y el análisis de la opción bonos /depósitos reprogramados con una descripción de ejemplos a futuro.

1 La “pesificación” de los depósitos y los créditos

El decreto 214/02, a partir del artículo 1º, transformó a pesos todas las obligaciones de dar sumas de dinero, de cualquier causa u origen —judiciales o extrajudiciales — expresadas en dólares estadounidenses, u otras monedas extranjeras, existentes a la sanción de la ley N° 25.561 y que no se encontrasen ya convertidas a pesos. En los artículos 2,3,8 y 11 se establece el alcance para las siguientes operaciones:

- todos los depósitos en dólares u otras monedas extranjeras existentes en el sistema financiero fueron convertidos a pesos a razón de \$ 1,40 por cada dólar.
- todas las deudas en dólares u otras monedas extranjeras con el sistema financiero, cualquiera fuere su monto o naturaleza, fueron convertidas a pesos a razón de \$ 1,00 por cada dólar.
- las obligaciones exigibles de dar sumas de dinero, expresadas en dólares estadounidenses u otra moneda extranjera, no vinculadas al sistema financiero, cualquiera sea su origen o naturaleza, se convertirán a razón de un dólar estadounidense (U\$S 1) = un peso (\$ 1), aplicándose a ellas lo dispuesto en el Artículo 4º .
- las deudas en dólares estadounidenses o en otras monedas extranjeras, transmitidas por la entidades financieras en propiedad fiduciaria a fideicomisos financieros, serán convertidas a pesos con la equivalencia establecida por el artículo 3º del presente Decreto, aplicándose lo dispuesto en el artículo 4º del mismo.

Resulta importante aclarar que a todas las operaciones crediticias celebradas después de la sanción del Decreto 214/02, no serán ajustadas por el CER.

Creación del coeficiente de estabilización de referencia (CER)

El Coeficiente de Estabilización de Referencia” (CER) se crea mediante el artículo 4º del Decreto 214/02 y establece la aplicación del índice de precios al consumidor (IPC) a todas las deudas en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras con el sistema financiero, cualquiera fuere su monto o naturaleza, estableciéndose una tasa mínima para los depósitos y una tasa máxima para los préstamos. Ese decreto preveía inicialmente un período de espera de 6 meses durante el cual se seguiría pagando la misma cuota en pesos anterior a la “pesificación” y una reducción significativa en la tasa de interés, como mecanismos para atenuar el impacto del coeficiente de indexación sobre las cuotas.

A manera de hipótesis se ilustra en las figuras 1 y 2 una comparación entre la cuota abonada por un préstamo de U\$S 40.000 que fue contratado a una TNA del 12 % por un plazo de diez años, bajo la modalidad “francés” inmediatamente antes de la creación del mencionado coeficiente, con la cuota que resultaría de aplicar el CER al saldo de dicho préstamo, suponiendo que se acumuló una inflación del 25 % durante el plazo de espera de 6 meses previsto en el decreto 214/02 y la cuota comienza a indexarse. Se supone una tasa de inflación promedio geométrica del 3,5 % mensual y que se aplica una tasa de interés anual máxima que también es del 3,5 %.

CONDICIONES ORIGINALES DEL CONTRATO		CONDICIONES BAJO EL CER	
Sistema:	Francés	CER acumulado	25 %
Monto	40000	TNA Dec 214	3.5 %
TNA	12 %	TEM	0.29 %
TEM	1 %	Saldo deuda	39113
Plazo (meses)	120	Cuotas restantes	114

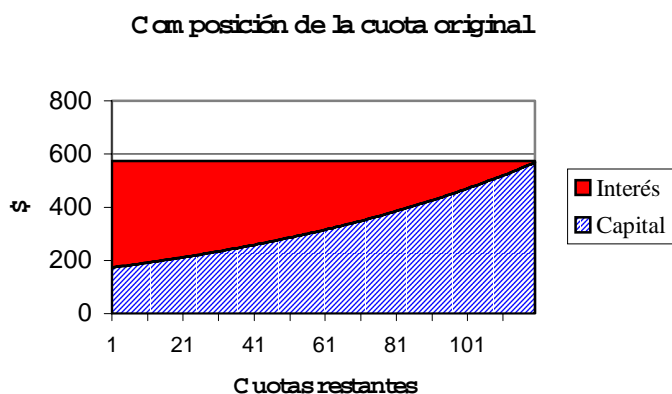


Figura 1

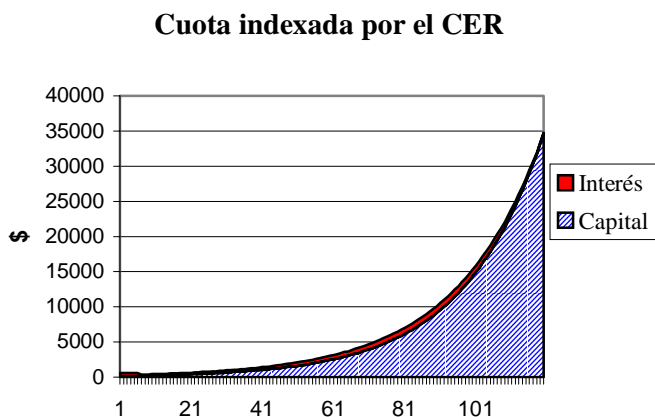


Figura 2

El decreto estableció originariamente un período de gracia de 6 meses durante el cual se abona la misma cuota anterior a la *pesificación*, por lo cual supondremos el caso límite asumiendo que el préstamo fue obtenido justo antes de la creación del índice, y las 114 cuotas siguientes sufrirán el impacto del ajuste. Las figuras 1 y 2 muestran las evoluciones de la cuota original y la cuota indexada por el CER, respectivamente:

De los gráficos es fácil observar que de mantenerse la inflación en el promedio geométrico señalado, el valor de la cuota tendría una reducción inicial (producto de una reducción de la tasa de interés originalmente contratada), disminuyendo de \$ 573,88 a \$ 372,7, pero luego comenzaría a operar el efecto de la indexación con toda crudeza.

Bajo las hipótesis señaladas, la cuota se duplicaría en un período de 36 meses (\$ 1.158,86) ya que el monto de la actualización superaría al pago en pesos destinado a la amortización de capital antes de la aplicación de la norma.

Impacto del CER según el tipo de préstamo

El efecto del coeficiente de ajuste sobre los saldos de deuda es mayor en aquellos sistemas de préstamo cuyo ritmo de devolución del capital es más lento. Si tenemos esto en cuenta, los sistemas que más sufrirían el impacto del CER, serían en este orden:

1. Sistema americano (devuelve el capital al final)
2. Sistema francés
3. Sistema alemán

La mayoría de los préstamos fueron otorgados por el sistema francés y en menor medida por el sistema alemán. Como se mostró en la figura 2, el sistema francés amortiza progresivamente el capital, de forma tal que en la mitad del número de períodos por el cual se solicitó préstamo, la deuda todavía es mayor a la mitad del monto contratado. Esto hace que dicho sistema sea más afectado por la indexación que idéntico monto por el sistema alemán, que amortiza el préstamo en cuotas iguales. Los valores que resultan para las cuotas del ejemplo como consecuencia de la aplicación del CER para períodos más prolongados no resisten el análisis, toda vez que la indexación llevaría el valor de las cuotas a niveles impensados de mantenerse los registros de inflación actuales.

Inconvenientes que surgen con la indexación de préstamos y el fantasma de la 1050

El principal inconveniente que surge con la indexación de préstamos es que generalmente los ingresos de los deudores no acompañan el incremento de las cuotas, o sólo lo hacen parcialmente. Tomando como base el ejemplo anterior, la situación de un deudor que ha afectado el 30 % de sus ingresos al pago de la cuota (una cuota de \$ 573 sobre un sueldo de \$ 1913), y que éstos no crecen durante los próximos 36 meses. Al cabo de ese lapso, la cuota prácticamente se ha duplicado y ahora representa el 60 % de los ingresos del prestatario (una cuota de \$ 1159 sobre un sueldo de \$ 1913):

$$\frac{\text{Cuota original}}{\text{salario}} = \frac{573}{1913} = 0,30$$

$$\frac{\text{Cuota ajustada}}{\text{salario}} = \frac{1159}{913} = 0,60$$

Esta situación se agudiza conforme la inflación continúa y los salarios se ajustan por debajo de la misma hasta que el deudor no pueda seguir abonando las cuotas. Los efectos futuros de la aplicación del CER inmediatamente trajeron al recuerdo de una experiencia amarga como fue la aplicación de la famosa circular 1050¹. Si bien ésta preveía un ajuste base a la evolución de las tasas de interés y el

¹ López Dumrauf, Guillermo. "El CER puede provocar el default del sector privado". Diario BAE, febrero de 2002.

CER lo hace en función de la evolución de los precios minoristas, en sus efectos pueden ser muy similares en términos del posible crecimiento geométrico del valor de las cuotas.

En vista de esta situación, y ante los reclamos de diversos sectores, comenzó a idearse una alternativa de ajuste que tuviera en cuenta el poder adquisitivo de los salarios.

Restricciones a la aplicación del CER y aplicación del CVS (Decreto 762/2002)

El Poder Ejecutivo Nacional, a través del decreto 762/2002 exceptuó de la aplicación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (C.E.R.) a todos aquellos préstamos otorgados a personas físicas por los siguientes sujetos:

- entidades financieras comprendidas en la Ley N° 21.526
- sociedades cooperativas
- asociaciones
- mutuales
- personas físicas o jurídicas de cualquier naturaleza

Observe que en este último punto quedarían alcanzadas las operaciones de crédito celebradas a través de una escribanía.

Las operaciones exceptuadas fueron las siguientes:

- préstamos con garantía hipotecaria
- préstamos personales con o sin garantía hipotecaria
- préstamos personales con garantía prendaria
- contratos de locación de inmuebles

Para que operara la excepción, éstas debían contener las siguientes características:

- a) los préstamos que tengan como garantía hipotecaria la vivienda única, familiar y de ocupación permanente, originariamente convenidos en dólares estadounidenses u otra moneda extranjera y transformados a pesos por el decreto n° 214/02 y sus modificatorios, dictados en el marco de emergencia declarada por la Ley N° 25.561, **sin límite de monto.**
- b) los préstamos personales, con o sin garantía hipotecaria, originariamente convenidos **hasta la suma de pesos doce mil (\$ 12.000) o hasta la suma de dólares estadounidenses doce mil (U\$S 12.000)** u otra moneda extranjera y transformados a pesos por el decreto N° 214/02 y sus modificatorios, dictados en el marco de emergencia declarada por la Ley N° 25.561.
- c) los préstamos personales con garantía prendaria originariamente convenidos **hasta la suma de pesos treinta mil (\$ 30.000) o dólares estadounidenses treinta mil (U\$S 30.000)** u otra moneda extranjera y transformados a pesos por el Decreto N° 214/02 y sus modificatorios, dictados en el marco de emergencia declarada por la Ley N° 25.561.

A su vez, en el artículo 2° del mencionado decreto también se exceptuó de la aplicación del CER a los contratos de locación de inmuebles cuyo locatario fuere una persona física y el destino de la locación fuere el de vivienda única familiar y de ocupación permanente, dejando que las renovaciones o los nuevos contratos sean pactados libremente por las partes.

En reemplazo del coeficiente de ajuste CER, se dispuso en el artículo 3° que **a partir del 1° de octubre de 2002** las obligaciones de pago mencionadas se actualizarán en función de la aplicación de un Coeficiente de Variación de Salarios (C.V.S.) que confeccionará y publicará el Instituto Nacional de Estadística y Censos, dependiente de la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía. Hasta esa fecha se mantendrán las tasas de interés vigentes a la fecha del presente, de conformidad con las normas legales y reglamentarias aplicables.

Los préstamos comprendidos en las disposiciones del artículo 1° del decreto 762/02 no estarán sujetas a ningún tipo de ajuste hasta el 30 de septiembre de 2002, devengando intereses conforme a la tasa vigente para cada operación al 2 de febrero de 2002.

El CVS se compondrá de la tasa de variación diaria obtenida de la evolución mensual del Índice de Salarios (I.S), publicado por el INDEC, organismo que depende la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía, y devengarán la tasa de interés nominal anual convenida en el contrato de origen vigente al 2 de febrero de 2002. Cuando la tasa mencionada sea superior al promedio de las tasas vigentes en el sistema financiero durante el año 2001 que informe el BCRA, se aplicará esta última. El decreto 762 fue reglamentado por el decreto 1242/2002 que crea el CVS y establece precisiones en cuanto a su construcción y el nivel de las tasas de interés aplicables.

Coeficiente de Variación de Salarios. Composición.

El CVS es un indicador que mide las variaciones de los salarios tanto del sector público como del sector privado en cada mes. Para la obtención de los salarios está previsto efectuar una encuesta de periodicidad mensual a las empresas del sector privado y recabar información mediante los circuitos administrativos del sector público.

El CVS es un índice del tipo Laspeyres con una estructura que ponderará *ocupación y rama de actividad*. La información para obtener las ponderaciones de ocupación provendrá de la Encuesta Permanente de Hogares y la información por rama de actividad provendrá del Sistema Integrado de Jubilaciones y pensiones, correspondiendo las ponderaciones a masas salariales en ambos casos.

El INDEC publicará mensualmente el nivel general del índice de salarios (IS) y también las tablas del CVS en la que se incluirán las tasas diarias correspondientes al índice, calculadas de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$CVS_d = \left[\frac{IS_{m-1}}{IS_{m-2}} \right]^{1/k}$$

Donde:

CVS_d es la tasa de variación diaria equivalente a la variación mensual que han tenido los salarios cuando se compara un mes (el mes de referencia) con el mes inmediato anterior

IS_{m-1} e IS_{m-2} son los valores correspondientes al índice de salarios del mes de referencia y del mes anterior

k es la cantidad de días que tiene el mes en curso

El Índice de salarios (IS) que luego servirá para el cálculo del CVS, determina la variación de los salarios comparando los salarios de un período contra los salarios de un período definido como “base”. El salario estará referido a un puesto de trabajo y no a una persona física, y el INDE definiría oportunamente los conceptos que integran el salario.

Para calcular el índice de salarios, primero se multiplica el salario del período actual por la “cantidad” del período base, esto para cada elemento del compuesto, y después suma cada uno de los valores resultantes. Luego esta cantidad es dividida por la cantidad que resulta de multiplicar el salario del período base por “cantidad” del período base:

$$IS = \frac{\sum W_1 Q_0}{\sum W_0 Q_0}$$

Donde:

W_1 = salario del período actual

W_0 = salario del período base

Q_0 = cantidades del período base

Los períodos base se refieren a un mes y las cantidades refieren a las utilizadas para componer el peso relativo que tendrá la ocupación y la rama de actividad. Como cada número de índice depende de los mismos salarios tomados para la comparación y la cantidad base también es siempre la misma, se puede comparar el índice de un período directamente con el índice de otro como se muestra a continuación.

Ejemplo de aplicación

El símbolo “ ΣWQ ” representa la canasta de salarios utilizada para componer el Índice Salarial (IS) y se presume asignará mayor peso según la ocupación y la rama de actividad. Suponga, por ejemplo, que el índice de un mes es 105 en diciembre de 2002 y 110 en enero de 2003, el nivel general de salarios habrá experimentado un aumento del 4,76 %, utilizando los salarios y las cantidades del mes elegido como base:

$$IS = \frac{\sum W_1 Q_0}{\sum W_0 Q_0} = \frac{110}{105} = 1,0476$$

Luego para calcular el CVS diario, se divide el IS del mes corriente o actual por el índice del mes anterior y se lo eleva a la $1/k$, lo que permite obtener el coeficiente de ajuste diario (sí al CVS diario le restamos uno y lo multiplicamos por cien, obtenemos la tasa de variación diaria equivalente para el mes corriente)

$$CVS_d = \left[\frac{IS_{m-1}}{IS_{m-2}} \right]^{1/k} = \left[\frac{110}{105} \right]^{1/31} = 1,0015$$

o sea que la tasa de variación diaria fue del 0,15 %. Independientemente de cual sea la evolución del CVS, es de esperarse que evolucione por debajo del CER en el corto y mediano plazo, debido a que no se espera una recuperación inmediata de los salarios. Desde el punto de vista de la posibilidad de pago del deudor de un préstamo ajustado por el CVS, puede decirse que al menos el ajuste que se aplicará a las cuotas guardará mayor correspondencia con la evolución de su salario, siempre que la ponderación elegida resulte representativa de la evolución promedio de los salarios.

Operaciones que siguen ajustadas por el CER

El decreto 762/02 no exceptuó de la aplicación del CER a todas las operaciones de dar sumas de dinero, por lo cual su aplicación continúa rigiendo para las siguientes operaciones:

- Préstamos hipotecarios de empresas: el artículo 1° del Decreto 762 exime de la aplicación del CER a los préstamos que tengan como garantía hipotecaria la vivienda única, familiar y de ocupación permanente, originariamente convenidos en dólares estadounidenses. De forma tal que al resto de los préstamos con garantía hipotecaria le cabe la aplicación del CER, donde entran todos los préstamos que hayan obtenido las empresas, en particular las PYME.
- Préstamos personales y prendarios: el decreto 1242/02 en su artículo 2° establece que “los préstamos originariamente otorgados por montos superiores a los valores consignados en los incisos b) y c) del artículo 1° del Decreto N° 762/02, continuarán regidos por las disposiciones contenidas en el artículo 4° del Decreto N° 214/02, sus modificaciones y complementarias, cualquiera sea el importe del saldo de la deuda que se registrara al momento de dictarse los referidos decretos.

Recordemos que la aplicación del CER a este tipo de operaciones, vendría acompañada de una reducción en la tasa de nominal anual de contrato, como fue explicado en los ejemplos de aplicación del CER.

¿Suspensión del CER?

En estos momentos se negocia en la Cámara de Diputados una suspensión del CER por un período determinado (que podría ser hasta el 31/12/2002), período durante el cual se buscaría un “mecanismo que permita encontrar un equilibrio entre deudores y acreedores”, mecanismo que seguramente no logrará satisfacer a ninguna de las partes. El otro problema, es que, al mismo tiempo, debería definirse que se hace con la actualización del CER para los depósitos reprogramados, que están dentro del “corralón”.

Operaciones exceptuadas de las tasas de interés

En el artículo 11, el decreto 1242/02 dice “quedarán exceptuadas de la aplicación de las tasas de interés mencionadas en el artículo 9° (las tasas de interés de origen de los préstamos hipotecarios, prendarios o personales) aquellas obligaciones que se encuentren comprendidas por lo dispuesto en el artículo 7° del Decreto N° 410/02” (Las obligaciones exigibles de dar sumas de dinero, expresadas en dólares estadounidenses u otra moneda extranjera, **no vinculadas al sistema financiero**).

2 Depósitos reprogramados o bonos: ¿Cuál es la mejor opción?

En el marco del Decreto 905/02 el Poder Ejecutivo Nacional estableció el Plan de Opciones para Depósitos Reprogramados. Estas opciones incluían dos herramientas financieras sobre las que los titulares de depósitos reprogramados debieron optar antes del 16 de julio de 2002: BODEN (Bonos Optativos del Estado Nacional) o CEDRO (Certificado de Depósitos Reprogramados). Por ello, el Gobierno Nacional emitirá Bonos en Dólares y en Pesos (BODEN), y cada banco emitirá sus Certificados de Depósitos Reprogramados (CEDRO). En ambos casos el alcance está sujeto a la Norma que dicte el BCRA. Los BODEN podrán ser destinados para:

- Comprar automóviles y maquinaria nueva.
- Construir nuevos inmuebles.
- Cancelar saldos de deuda de Créditos Hipotecarios y Personales.
- Pago de impuestos nacionales vencidos al 30/6/01.
- Comprar bienes del Estado Nacional.
- Invertir en fideicomisos para financiar proyectos de inversión.
- Venderlos en las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores autorizados al efecto.

Las opciones para los ahorristas que aceptaran bonos del Gobierno eran las siguientes:

Condiciones de Emisión	Bono en U\$S 2012	Bono en U\$S 2005	Bono en \$ 2007
Fecha de vencimiento	3/8/2012	3/5/2005	3/2/2007
Plazo	10 años y 6 meses	3 años y 3 meses	5 años
Amortización	8 cuotas anuales, iguales y consecutivas del 12,5 %	3 cuotas anuales, consecutivas, 30 % en cada una de las dos primeras y 40 % en la última	8 cuotas semestrales, iguales y consecutivas del 12,5% y ajuste del capital por el CER
1° vencimiento	3/8/2005	3/5/2003	3/8/2003
Intereses	Libor semestral	Libor semestral	2 % anual sobre saldos ajustados, pagaderos por semestre
Destinado a	Tenedores de depósitos originalmente en U\$S, actualmente reprogramados	<ul style="list-style-type: none">▪ Personas físicas de 75 años o más▪ Personas físicas con saldos reprogramados en concepto de indemnización▪ Personas físicas que estén en riesgo de vida, de salud	Todos los casos

		o integridad física.	
--	--	----------------------	--

Quienes opten por mantener los depósitos reprogramados, recibirán el CEDRO (Certificado de Depósitos Reprogramados). Sus tenedores podrán:

- Venderlo en la bolsa y los mercados de valores autorizados al efecto
- Canjearlo por un bono del estado nacional (BODEN)
- Cancelar deudas con bancos
- Suscribir nuevas acciones y obligaciones negociables

La pregunta que se hicieron los ahorristas – y que se volverían a hacer si apareciera una nueva oferta de canje – es si les conviene mantener sus depósitos dentro de la reprogramación del “corralón financiero” u optar por un menú de bonos del Gobierno. Más allá de la bajísima aceptación que tuvo el canje propuesto por el Gobierno corresponde realizar una serie de conjeturas en torno a las condiciones que deberían cumplirse para que las opciones sean realmente “competitivas”²

Si optó por alguno de los bonos propuestos en el canje, o decide optar en el futuro si es que vuelve a ofrecerse un nuevo canje, en principio conserva la moneda de origen de su depósito (dólares estadounidenses) aceptando una promesa de pago de un Estado en cesación de pagos. Surgen inmediatamente muchas preguntas:

- ¿Si el ahorrista aceptó bonos, y éstos cotizan debajo de la par, cuál debería ser el precio para que sea indistinto tener un bono en dólares o un depósito reprogramado?
- ¿Fue una buena idea aceptar un bono de un Estado en cesación de pagos?
- ¿Cuál debería ser el ajuste mensual por el CER para que al final de un período de 5 años el ahorrista vuelva a tener la misma cantidad de dólares que tenía antes?

Para las primeras dos pregunta debe tenerse en cuenta que si el bono puede venderse en el mercado de capitales, obteniendo a cambio dinero efectivo. El depósito reprogramado se vendía hasta hace poco tiempo en el mercado aproximadamente por el 75/80% de su valor. Para calcular el valor equivalente que tendría en dólares estadounidenses, sólo debemos dividir el valor de mercado del depósito reprogramado por la cotización actual del dólar (unos \$3,70 por dólar al 1/7/2002) obteniendo fácilmente la paridad de equilibrio:

$$100 \times (140) \times (1,3046) \times (1,01) = 184,47$$

$$\text{Valor obtenido en el mercado: } 184,47 \times 0,75 = 138,35$$

$$\text{Paridad de equilibrio} = \frac{\text{Valor de mercado del depósito reprogramado}}{\text{Valor de 100 dólares}} = \frac{138,35}{370} = 0,37 \text{ o } 37\%$$

² López Dumrauf, Guillermo. “Plan Bono, reparto de pérdidas”. Diario BAE, mayo de 2002.

Debe tenerse en cuenta que el ahorrista recibe títulos de un Estado en cesación de pagos, y no parece que esa condición cambie en el corto o mediano plazo. Por otra parte, es posible que los CEDROS coticen con descuentos mayores que los que se practicaron sobre los depósitos a plazo fijo, creando un incentivo para quien quiera cancelar una deuda con el Estado y sean tomados por éste a su valor nominal. Con respecto a las tasas de interés que devengan los títulos, los BODEN tendrán una tasa Libor que se estima subirá en el corto plazo y los CEDROS pagarán una tasa del 2 % anual. Si bien parece que los BODEN llevarían una ventaja al tener los flujos de caja ajustados por tasas realistas frente al 2 % fijo de los CEDROS, en los mercados de capitales las inversiones “compiten” y los precios reflejarán adecuadamente estas circunstancias minimizando las oportunidades de arbitraje.

Para contestar la tercera pregunta, debemos pensar en dos cosas: la evolución del precio del dólar y del coeficiente CER. Puesto que los depósitos en dólares fueron transformados a pesos a razón de \$1,40 por dólar y luego se le aplica el CER, con una tasa de interés del 2 % anual capitalizable semestralmente, podemos despejar el ajuste mensual promedio por el CER que debería tener el depósito para que iguale un valor hipotético para el dólar dentro de 5 años. Suponiendo que el depósito original fue de U\$S 100 dólares, fue pesificado y el CER acumula 6 meses, quedando 54 para completar un período de 5 años, tenemos:

$$100 \times (1,40) \times (1 + \text{CER acumulado}) \times (1+g)^{54} \times (1.01)^{10} = \text{valor hipotético de U\$S 100 a 5 años}$$

$$100 \times (1,40) \times (1,3046) \times (1.01)^{10} \times (1+g)^{54} = \text{valor hipotético de U\$S 100 a 5 años}$$

A continuación se muestra cual sería el ajuste mensual requerido para igualar diferentes cotizaciones del dólar a 5 años, contados desde la fecha de la pesificación:

Cotización dólar	Ajuste mensual requerido
4	1,28%
5	1,70%
6	2,05%
7	2,34%
8	2,59%
9	2,81%
10	3,02%

Conclusiones

El eclecticismo es también un modo de juzgar u obrar que adopta un temperamento intermedio, en vez de seguir soluciones extremas o bien definidas. Es así como el Gobierno ha adoptado, con varias marchas y contramarchas, posiciones que seguramente volverán a modificarse, pues una regulación siempre lleva a otra.

El todo siempre es la suma de las partes, de forma tal que si se establece un beneficio para algunos sólo se consigue perjudicando a otros. Cuando no se adoptan soluciones ortodoxas, el papel del árbitro se resume a un toma y daca que no posiblemente no deje satisfecho a ninguno de los comensales, siendo que en este caso los comensales se sientan a una mesa donde el menú sólo ofrece opciones acerca de cómo se reparten las pérdidas.

Referencias bibliográficas

- *Decreto 214/02, PEN: creación del CER*
- *Decreto 410/02, PEN: operaciones no incluidas en el decreto 214/02*
- *Decreto 762/02, PEN: creación del CVS*
- *Decreto 1242/02, PEN: reglamentación y alcances del CVS*
- *Decreto 905/02, PEN: plan bono optativo*
- *Murioni-Trossero, Manual de Cálculo Financiero, Buenos Aires, Macchi Grupo Editor, 2° edición, 1993.*
- *Cissel, Cissel y Flaspohler, Matemáticas Financieras, México, Compañía Editorial Continental, 2° edición, décima reimpresión, 1998.*
- *Banco Central de la República Argentina, Subgerencia de Estadísticas Monetarias y Financieras*