

CASO SOROS
Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

CASO SOROS

FERNANDO RUBIO¹
Director
FERNCAPITAL S.A.
and
Invited Professor at the Graduated Business School
Universidad de Valparaíso, Chile.
Pasaje La Paz 1302, Viña del Mar, Chile.
Phone Fax (56) (32) 507507

EXTRACTO

El caso analiza al inversor internacional George Soros y su entorno. Se pretende mostrar una serie de operaciones financieras que reflejen sus estrategias de inversión. Adicionalmente, se pretende que los alumnos asuman la figura del Administrador de un HEDGE FUND, especializado en inversiones internacionales y arbitraje financiero, de manera que resuelvan problemas relacionados con el ámbito del rol del director financiero, del análisis financiero, de las estrategias de inversión y la valuación de empresas.

JEL Classification: G10, G15, G21, G32.

Keywords: George Soros, Quantum Fund, arbitraje financiero, estrategias de inversión, acciones, bonos, monedas.

PRELIMINAR

Última actualización en Julio de 2005

¹ Este caso fue preparado por el Profesor Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández especialmente para el curso Finanzas Internacionales de la Maestría en Administración de Negocios (MBA) en Universidades de Argentina, Bolivia, Chile y Guatemala, donde es Profesor Invitado. Todos los derechos reservados. Se aprecian comentarios y sugerencias. Por favor enviarlos a ferncapital@yahoo.com

CASO SOROS
Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

UNIVERSIDAD DE VALPARAISO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Y ADMINISTRATIVAS
ESCUELA INTERNACIONAL DE GRADUADOS

FINANZAS INTERNACIONALES
Año académico 2005
Profesor Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

CASO SOROS²
Preparado por Dr. © Fernando Rubio³

GEORGE SOROS

George Soros nació en Budapest, Hungría en 1930, en el seno de una familia judía que vivió el drama de la II Guerra Mundial. A los 17 años se escapó de la ocupación comunista y partió a Londres para asistir al London School of Economics (LSE). Durante esos años trabajó como mozo de ferrocarriles, vendedor de comercio y empleado de banco. En 1952 se licenció en la LSE (Historia económica) y comienza a trabajar como "arbitrador internacional", primero en Londres y luego desde 1956 en Nueva York. Se dice que en aquel momento, "decidí renunciar a la historia y dedicarme a ganar dinero".

En 1969, a la edad de 39 años y tras haber obtenido cuatro millones de dólares de algunos inversores, funda junto a Jim Rogers, Quantum Fund, un HEDGE FUND (HF) establecido en Curazao (Antillas Holandesas) y no registrado en la SEC.

El fondo ha logrado el record de obtener más de 30% anual compuesto en sus más de 35 años de existencia (1969-2004). Cuatrocientos setenta y tres millones a uno es la posibilidad de lograr ese retorno. Mil dólares invertidos en ese fondo en 1969 se convirtieron en US \$ 9.8 millones en 2004.

² **Advertencia:** Este caso ha sido preparado solo para proveer una instancia académica para la adecuada educación de los alumnos. La información aquí presentada ha sido compilada de buena fe. Esto es, a pesar que el autor ha realizado su mejor esfuerzo, no se pretende asegurar que tal información es completa, acertada o actualizada. Más aun, parte de la información ha sido intencionalmente alterada en ciertos aspectos claves de manera de acomodar la realidad a un adecuado ejercicio académico. Por ello, dado que lo descrito aquí no se ajusta necesariamente a la realidad, no puede deducirse mas allá de la instancia académica, si prácticas de la administración detalladas en este caso han sido eficaces o ineficaces, políticamente correctas o políticamente incorrectas, etc. Se desliga así a las personas e instituciones mencionadas, así como al autor, de cualquier problema de carácter legal, personal o valórico que pudiera eventualmente surgir.

³ Director de FERNCAPITAL S.A. Mas información en <http://www.geocities.com/ferncapital>

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

Quantum es un fondo de inversión situado en el paraíso fiscal de Curazao, que no estaba abierto ni a ciudadanos ni a residentes de USA. Los beneficios de los inversores no estaban sujetos a impuestos hasta que no fuesen repatriados. Soros y Rogers como gestores, se quedaban con el 15% de los beneficios. Operando desde Curazao, uno de los más importantes centros de lavado de dinero según la OECD, no solo se evita pagar impuestos sino también se esconde la identidad y la naturaleza de los inversores y de los negocios que el fondo realiza.

Los HF son fondos de inversión organizados como sociedades privadas de responsabilidad limitada, normalmente en paraísos financieros y no ampliamente disponibles al público. Desarrollan estrategias de inversión basadas en arbitraje o seudo arbitraje aunque son libres de invertir, largo o corto, en múltiples activos y sus derivados, según le parezca al gestor de fondos. Al obtener retornos porcentuales pequeños por operación de arbitraje, es común que se apalanquen considerablemente para obtener altos retornos en términos monetarios. Tienen un retorno objetivo absoluto más que relativo al comportamiento de un índice que represente un tipo determinado de activo. Los administradores normalmente tienen su patrimonio invertido en el fondo. La mayoría de los administradores de HF tienen sustancial experiencia y reputación en los mercados de capital. Las comisiones por administración son de tipo fijo, normalmente 1% - 2% anual de los fondos administrados, mas una porción variable ligada al rendimiento del fondo (normalmente entre un 15% y 20% de las ganancias del fondo por sobre el objetivo) También existe una highwater mark. Requieren una notificación por adelantado (normalmente 3 meses) para retirar fondos. Con esto se limita la necesidad de tener que vender en forma apresurada. Sus clientes son, por lo general, personas de muy altos ingresos, fundaciones y fondos de pensiones.

«Nunca guardes toda tu riqueza en el país donde vives, porque es posible que suceda cualquier cosa, y usualmente sucede». Adam Smith

Aunque no existe una definición exacta de paraíso fiscal, en general, el término se refiere a un país, territorio o actividad que mediante la concesión de privilegios fiscales, opacidad, secreto bancario, etc. pretende atraer inversiones, constituir sociedades o acoger a personas acaudaladas. Generalmente se trata de pequeños países o regiones que cumplen alguna (o todas) de las siguientes características: Confidencialidad, secreto y anonimato respecto a la información de los dueños de las empresas (en muchos casos se permiten las acciones “al portador”), titulares de cuentas, etc.; Estabilidad política y en algunos casos un sistema de garantías mediante cláusulas de mantenimiento por un plazo determinado de las condiciones que se hubieran contratado anteriormente al cambio jurídico, o bien de traslado de la sede social y capital depositado en el paraíso fiscal.; Divisa fuerte; Existencia de regímenes fiscales distintos para nacionales y residentes extranjeros; Buena red de comunicaciones y en muchos casos se trata de lugares turísticos, de forma que el inversor extranjero aprovecha momentos de vacación para realizar gestiones, depositar dinero, etc.; Suficiente infraestructura jurídica, contable y fiscal, con un buen número de asesores, consultores, abogados, etc.

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

Curazao, isla frente a la costa de Venezuela, es miembro asociado de la Unión Europea, por lo tanto, muchos productos tienen libre acceso a este mercado. Las Antillas Holandesas, con Curazao como isla mayor, son parte autónoma del Reino de los Países Bajos. Por esto, en Curazao la legislación, el sistema jurídico y la prestación de servicios por parte del Gobierno, entre otras, se rigen por las normas Europeas. Curazao es el paraíso fiscal de las Antillas Holandesas. Gran cantidad de bancos, compañías de trust y oficinas de contaduría internacionales se encuentran representados en la isla. Las Islas Caimán es otro paraíso fiscal junto a Bahamas, Andorra, Belice, Gibraltar, la Isla de Man, Montecarlo, las Islas Vírgenes, etc. Por ejemplo, en las Islas Caimán conviven más de 18.000 empresas y 550 bancos de Estados Unidos. Los motivos son fáciles de imaginar. No se gravan las rentas, ni los beneficios generados en las islas, ni las ventas, ni las propiedades, ni las herencias. Mucha discreción a cambio de un razonable y modesto pago fijo.

Soros ha sido apodado «El hombre que derrumbó el Banco de Inglaterra», después de lanzar una operación de especulación sobre la libra esterlina en septiembre 1992. Durante ese mes se habían multiplicado las presiones de los especuladores sobre la libra esterlina; el gobierno conservador de John Major trató de defender sin éxito la paridad de la moneda Británica dentro del sistema Monetario Europeo (SME), gastándose en ese empeño unos US \$6.000 millones. En su contra estaban los bancos, fondos de pensiones y fondos de inversión que habían apostado grandes cantidades en contra de esa moneda. La esterlina acabó saliéndose del SME. Sorprendentemente Soros, conocido hasta ese entonces sólo en los mercados especializados, decidió contar sus operaciones, llamó a un periodista y le explicó que su fondo Quantum había arriesgado US \$10.000 millones en contra de la libra (realizó una venta corta) y había obtenido US \$1.000 millones de beneficios en apenas una jornada. "Debemos haber sido", declaró Soros, "el mayor factor individual del mercado".

Con esto, Soros ha llegado a ser el paradigma del especulador. A pesar que también conoció fuertes pérdidas en la caída de la bolsa en 1987, en la crisis de Rusia en 1998 (donde perdió US \$1000 millones) y en la implosión de las especulaciones de bolsa sobre Internet, Soros ha sido el gran beneficiario de las crisis económica asiática que afectó sobre todo a Tailandia, Corea e Indonesia a partir del año 1997, hasta el punto que el primer ministro de Malasia, Mahathir Mohamed, le denunció por el artifice del desplome de las monedas locales. Esta creencia es falsa según Soros: "Sin la intervención de las autoridades monetarias, el sistema financiero internacional se habría derrumbado al menos en cuatro ocasiones en las últimas décadas: en 1982, 1987, 1994 y 1997". En cualquier caso, sus operaciones son muchas veces controvertidas y una muestra es que el 20 de diciembre 2002, fue condenado a pagar una multa de US \$2,2 millones por el Tribunal Correccional de París por delito financiero (información privilegiada), cuando intentó un ataque en la bolsa contra la Societe General, el banco francés.

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

Presidente y director a cargo de una multitud de asociaciones a las cuales él habría dedicado más de US \$300 millones, Soros sería uno de los más grandes filántropos de estos tiempos modernos. Su principal fundación, la Open Society Institute, presente en más de 50 países, toma nombre del proyecto filosófico de su maestro Karl Popper y pretende construir sociedades abiertas y libres. Sus principales programas tienden a la defensa de los derechos humanos, a la lucha contra la toxico-dependencia, a la formación de dirigentes políticos y, al desarrollo de la libertad de información. Estos objetivos de consenso, incluyen algunas campañas controversiales en defensa de los derechos de los homosexuales, la despenalización de las drogas y la instauración de programas de sustitución para los toxicómanos. Además, Soros ha creado o financia diversas asociaciones y fundaciones de mucha importancia y prestigio, como Human Rights Watch e International Crisis Group.

El salto del anonimato a la fama lo logró con la crisis de la libra esterlina. Tres meses después, Soros anunció en Londres la donación de US \$50 millones para ayuda humanitaria en Bosnia; US \$230 millones para la Universidad Europea Central, una universidad en inglés con sede en Budapest, que él había creado dos años antes; el compromiso de US \$250 millones para contribuir a la enseñanza de las humanidades en Rusia, y US \$100 millones para un programa de becas científicas en la antigua Unión Soviética.

Casado en dos ocasiones (un divorcio) tiene cinco hijos y vive en Nueva York. Soros practica la moral calvinista de la austeridad personal pese a su extrema riqueza. Su verdadero apellido es Schwartz, el que cambió por Soros. A pesar de su origen judío, siempre ha excluido a Israel y a las causas judías de sus operaciones filantrópicas.

Soros ha escrito ocho libros: “La alquimia de las finanzas” (1987), “La apertura del sistema soviético” (1990), “Suscribiendo la democracia” (1991), “Soros por Soros” (1995), “La crisis del capitalismo global” (1998), “La burbuja de la supremacía americana” (2004), “George Soros sobre globalización” (2002) y “Sociedad abierta” (2000). En todos ellos defiende una tesis a favor de una sociedad abierta y de la teoría de la reflexividad. Según esta, la comprensión de los ciudadanos, inherentemente imperfecta, ayuda a forjar la realidad en la que vivimos; el error inherente a la percepción humana afecta a los acontecimientos, que a su vez afectan a la percepción (con lo que establecen un círculo de causalidad o reflexividad). Quien más lo ha influido es el filósofo Karl Popper y, especialmente, su obra “La sociedad abierta y sus enemigos”. Popper no sólo tendrá ascendiente en cuanto a sus investigaciones, sino respecto a su método de trabajo. Soros afirmará su creencia sobre la imperfección de la comprensión que del mundo tienen las personas; nadie tiene acceso a la verdad definitiva, una sociedad perfecta es inalcanzable. Soros trabajará con el método de la prueba y el error, cuanto más severa sea la prueba, más valiosa será la hipótesis que sobreviva a ella.

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

En un inicio, Soros tenía las grandes y generales ideas y era el operador, mientras que Rogers hacía la selección de países y era el analista de acciones. En 1987, después de una seria pérdida, Soros estableció una nueva estructura en su organización. Puso a cargo de las transacciones a Stanley Druckenmiller y dividió el análisis en un grupo de administradores: uno para arbitraje de riesgo, otro para arbitraje de opciones, otro para las ventas cortas, otro para las inversiones en USA, otro para Europa y otro para Japón, mientras que contrataba un asesor personal para analizar la macroeconomía internacional general. Cada grupo administra su propio libro de transacciones independientemente, mientras que Soros y Druckenmiller incrementan el volumen de las transacciones si estas parecen buenas. También cumplen el papel de “tirar del gatillo” si las transacciones le parecen malas. En la actualidad, progresivamente Soros se ha retirado del día a día para dedicarse a las Fundaciones de Beneficencia que maneja y financia, dejando a Druckenmiller a cargo.

Se estima que actualmente, Soros Fund Management LLC administra 7 fondos con un capital conjunto de US \$13.000 millones, de los cuales el más conocido es Quantum. Rogers y Soros poseerían una importante participación. Se calcula la fortuna de Soros en más de US \$7000 millones.

ENTREMED INC. Y LA COMPRA DE ACCIONES

Recientemente, uno de los grupos administradores estaba analizando aumentar su pequeña posición en ENTREMED Inc. (ENMD: <http://finance.yahoo.com/q/mh?s=ENMD>) a través del ejercicio de un poder de compra que había sido otorgado a Quantum dos años atrás.

En concreto, el eventual trato consiste en la venta, por parte de varios de los principales accionistas institucionales de la empresa, de un paquete correspondiente al 10% de las acciones de ENTREMED a un precio igual a US \$ 3 por acción. Ese precio representa un premio importante respecto al último cierre de US \$2.35. ¿Por qué Soros estaría interesado en un trato así? Tales accionistas argumentan el que se tomaría control de la sociedad y que los últimos avances científicos logrados por el equipo investigador de ENTREMED son promisorios.

ENTREMED Inc. es una compañía bio-farmacéutica que desarrolla a través de pruebas clínicas candidatos terapéuticos principalmente para el tratamiento del cáncer. Al 16 de junio de 2004, Panzem, su candidato principal de la droga, estaba en ensayos clínicos para el cáncer, así como en el descubrimiento y el desarrollo pre-clínico para indicaciones fuera de la oncología. Este es un metabólico de estrógeno natural; tiene múltiples mecanismos de acción; inhibe la angio-génesis, la formación de micro-tubulos, HIF 1a y la actividad osteoclástica; e induce apoptosis (la muerte de la célula). Además, la compañía diseña compuestos químicos nuevos para inhibir el crecimiento del tumor y las actividades de angio-génesis. Específicamente, modifica la estructura química de 2-methoxyestradiol en

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

varias posiciones, además sintetiza moléculas con combinaciones de estas modificaciones. Otros objetivos terapéuticos de ENTREMED incluyen:

- El receptor-2 activado por proteínas, que es una célula receptora de superficie que activa los procesos inflamatorios, y juega un papel crítico en el crecimiento del tumor y la formación de vasos sanguíneos nuevos en los modelos pre-clínicos; y,
- Un fragmento de péptido de inhibidores del crecimiento del tejido, una proteína anti coagulante natural que bloquea el crecimiento del tumor y la angiogénesis en modelos en-vivo.

La compañía tiene la alianza estratégica con Allergan. ENTREMED se incorporó en 1991 y tiene sede en Rockville, Maryland.

El administrador de Soros sabe que debe investigar y hacer la debida diligencia a objeto de presentarle un informe ejecutivo sobre el tema a Soros y Drukenmiller. En este sentido, a objeto de tomar una decisión de compra o rechazo de esta, el administrador se propone a realizar:

1. Un análisis desde el punto de vista de la Teoría Financiera Moderna
2. Un análisis desde el punto de vista del Análisis Fundamental
3. Un análisis desde el punto de vista del Análisis Técnico
4. Un análisis desde el punto de vista de la Teoría de Opciones Reales

Ver información adicional en el archivo Caso entremed.xls

ARGENTINA Y LA ESTRATEGIA DE DIFERENCIAL DE CREDITO

Recientemente, otro de los grupos administradores estaba analizando realizar un arbitraje de diferencial de crédito con bonos de la Republica Argentina o en cualquier otro país latinoamericano. La estrategia de Soros es partir con una pequeña posición y, si las cosas trabajan, aumentarla. En palabras de Druckenmiller, Soros le ha enseñado que llegado el caso “hay que ir hasta la yugular”.

Comprar un diferencial de crédito es una estrategia de convergencia en el sentido que cree que un factor de mercado (por ejemplo, la volatilidad de un activo) es demasiado alto o demasiado bajo y, por tanto, convergerá a niveles más normales. Para beneficiarse de dicha estrategia, se debe comprar el activo sub valorado y vender el correspondiente activo sobre valorado.

El caso particular de “invertir” en comprar un diferencial de crédito, implica hacer una venta corta de un futuro de un bono del Tesoro de USA mientras se “va largo” en el bono que tiene un rendimiento mas alto. Usando esta estrategia de “semi arbitraje” el inversor puede hacer una ganancia si la diferencia en rendimiento entre el futuro del bono del Tesoro de USA y el bono de mas alto rendimiento se mantiene o disminuye.

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

Hay muchas formas de medir el riesgo país, esto es, en términos simples, la referencia para los inversores respecto al dinero que prestan a los gobiernos les será devuelto. Una de las más utilizadas es el diferencial de interés entre un bono soberano (el bono de mejor calidad crediticia del país, normalmente el del Tesoro de ese país) y el bono del Tesoro de USA de similar vencimiento.

El grupo administrador presentó hace un tiempo (el 5 de octubre del 2001) a Druckenmiller un informe que contenía los siguientes puntos generales sobre la situación de Argentina y sus vecinos:

INFORME CONFIDENCIAL: El diferencial para Argentina alcanzó a comienzos de octubre de 2001 el mayor nivel relativo al resto de las naciones agrupadas en el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) del JP Morgan Chase.

Diferenciales soberanos (en puntos base): 2001					
País	10-sep	28-sep	1-oct	2-oct	3-oct
EMBI promedio	893	1003	1018	1038	1047
Argentina	1487	1615	1652	1712	1766
Ecuador	1414	1516	1541	1561	1556
Brasil	969	1165	1183	1203	1212
Perú	605	669	671	696	680
Colombia	575	626	630	636	631
Panamá	395	479	483	490	493
México	350	431	436	440	433
Chile	180	210	200	213	213

El incremento registrado en el riesgo país argentino habría respondido a la desconfianza que persiste en los inversores respecto a la capacidad de recuperación de la economía argentina y el pago de su deuda externa pública (US \$132 mil millones), tras la mantención de las políticas de convertibilidad y déficit cero, inquietud que se ha visto acentuada tras informarse de una menor recaudación impositiva de 14% en septiembre respecto a igual mes de 2000. En resumen, Argentina tiene un endeudamiento que la obliga a pagar entre US \$12 a US \$14 mil millones anualmente contra ingresos de US \$50 mil millones, mientras que tienen un déficit muy cercano a cero, lo que es insostenible en el tiempo. Además, su economía tuvo un crecimiento negativo del -0.5% en el segundo trimestre de este año. "Pensábamos que la iniciativa de déficit cero era una apuesta que valía la pena tomar, pero parece que la apuesta se perdió" comentó Michael Gavin, jefe de estudios de UBS Warburg.

Una caída de Argentina provocaría graves efectos en cadena, empezando por Brasil, la mayor economía de Ibero América. Brasil tiene un déficit de cuenta corriente de alrededor del 5% de su PBI. Además, pagos de intereses equivalentes al 10% del PBI. Hasta ahora dicho déficit se había logrado financiar con inversión extranjera pero esta caerá desde US \$30 mil millones en 2000 a US \$18 mil millones este año. Para Brasil, su posición externa se debilita a causa de

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

la depreciación de su moneda, lo que tiene implicaciones fiscales para la sustentabilidad de su deuda. Además, el 24% de sus exportaciones van a USA (en comparación al 10% argentino) lo que en una economía más proteccionista como se prevé se verán perjudicadas. Se espera que Brasil crezca 1,3% este año, con el último trimestre y el primero del siguiente con un crecimiento de 0%.

Para el caso de Chile, el Director de Standard & Poor`s , David Brees destaca la fortaleza de sus bancos y la flotación del tipo de cambio vigente, de modo que la debilidad de su moneda no afectará sustancialmente su posición fiscal o su perfil de deuda externa. Sin embargo, Chile es vulnerable ante la desaceleración de la economía global. Un tercio del PBI proviene de las exportaciones, el porcentaje más alto de cualquiera de los principales países latinoamericanos, lo que deja a Chile muy vulnerable a la caída en la demanda internacional. Chile es especialmente sensible al precio del cobre, su principal exportación, que ha caído cerca de 28% este año. El Banco Central chileno ha reducido su pronóstico de crecimiento económico para 2002 a entre 3% y 4% desde el 5% previsto anteriormente. S&P bajó las perspectivas de Brasil mientras mantuvo las de Chile.

El crecimiento previsto este año para la zona antes del 11 de septiembre era de apenas 1% promedio, ahora se sitúa cercano al 0%. Con el precio de sus principales exportaciones (commodities) bajando mientras que el precio del petróleo eventualmente subiendo. Si bien Argentina exporta este producto, el impacto en las exportaciones es de solo un 1,4%.

País	Paridad por dólar		Índices accionarios	
	Septiembre	Año	Septiembre	Año
Argentina	0.00	0.16	-11.91	-48.52
Ecuador	0.00	0.00	0.00	11.03
Brasil	1.91	39.54	-3.78	-32.94
Perú	-0.16	-1.42	-1.71	-0.93
Colombia	0.15	4.57	-0.72	
México	0.10	-1.03	0.07	-4.33
Chile	0.91	21.90	-1.32	-2.51

La tabla anterior presenta los cambios porcentuales de los tipos de cambio y los índices accionarios de los países de la región para el mes de septiembre y acumulado hasta el mes de septiembre del 2001. FIN DEL INFORME CONFIDENCIAL.

En ese entonces, Druckenmiller notó que tanto para Argentina así como para las otras naciones latinoamericanas, dicho riesgo país también aumentó, después de los acontecimientos del 11 de septiembre, aunque no en el mismo porcentaje. Por lo que también consideró arbitrar con los bonos de otros países. Druckenmiller sabía, por experiencia propia, que los inversores "corren hacia la calidad" después de las crisis y en consecuencia los diferenciales aumentan para todos los papeles de menor calidad crediticia. Una cifra mayor a 1000 puntos base solamente se ha

CASO SOROS

Dr. © Fernando Daniel Rubio Fernández

dado en dos ocasiones: justo después de que Rusia fallara al pagar su deuda externa en 1998 y, luego de la devaluación brasileña en enero de 1999.

Al momento de hacer su análisis, el riesgo país de Argentina sobrepasaba los 3400 puntos básicos lo que significaba que Argentina sólo podía tomar nueva deuda en los mercados internacionales de capital a 34% por sobre lo que rentan los bonos del tesoro de USA. Por su parte, el Ministro de Economía de Argentina declaraba un canje unilateral de deuda por el cual se obligaba a los tenedores de bonos a cambiar los bonos originales por otros nuevos que tendrían una tasa de interés sustancialmente menor: “Las alternativas al canje son peores para todos. La declaración de cesación de pagos es la vía utilizada por Rusia en 1998 y Ecuador en 1999” declaró el Ministro. La operación busca evitar que el Estado Argentino caiga en un incumplimiento de pagos de su deuda de US \$ 132 mil millones, lo que eventualmente desencadenaría una crisis dentro de los mercados emergentes como la provocada por la moratoria rusa, que antecedió a la crisis asiática. El riesgo país de Argentina es 4 veces el que tenía Rusia antes de caer en cesación de pagos. La clasificadora internacional de riesgo FITCH bajó la calificación de la deuda Argentina a “cese de pagos técnico”.

Después de mucho meditarlo, Soros y Druckenmiller decidieron eliminar en esa oportunidad su pequeña posición para arbitrar bonos argentinos y bonos de USA.

Luego en agosto del 2002 Druckenmiller, por su propia cuenta, consiguió una presentación realizada por el Centro de Economía Internacional de Argentina y actualizó las tasas de riesgo país, según el siguiente cuadro:

Diferenciales soberanos (en puntos base) según EMBI+ de JP Morgan		
País	3-oct-2001	20-ago-2002
EMBI promedio	1047	886
Argentina	1766	6430
Ecuador	1556	1707
Brasil	1212	1630
Perú	680	774
Colombia	631	898
Panamá	493	---
México	433	360
Chile	213	170

De igual manera, decidió en esa segunda oportunidad que la situación no ameritaba una inversión. Sin embargo, hoy en día tanto él como Soros piensan que una posible posición amerita ser evaluada nuevamente. Para tomar una decisión, han pedido al grupo administrador que elabore un informe ejecutivo actualizado.