

04 de Marzo de 2016

## La eterna normalización de la deuda

Pasaron casi 15 años desde la declaración del default en el Congreso Nacional, más de 10 años del primer canje y 22 meses desde que la Corte Suprema de Estados Unidos rechazó el pedido de apelación de nuestro país. Luego de tanta espera, en las últimas semanas el nuevo gobierno aceleró las negociaciones. El programa económico necesita financiamiento, tanto en pesos como en dólares. Claramente no había mucho tiempo que perder.

El equipo económico optó por políticas de shock en el frente cambiario, pero moderadas en materia fiscal, con lo cual quedan dos caminos. Continuamos monetizando el difícil fiscal o aprovechamos las todavía favorables condiciones crediticias internacionales y el bajo stock de deuda local para financiar el desajuste de las cuentas públicas. Si además el objetivo es bajar la inflación, el primer camino no es una alternativa viable.

Durante estos días se escuchan varias voces críticas de las medidas tomadas hasta el momento. La primera es que nuevamente tomaremos deuda para pagar gasto corriente, como en buena parte de la década del noventa. La segunda es que el nuevo gobierno de perfil más ortodoxo quiere reducir el gasto por medio de un tarifazo. La tercera es la gran devaluación. La cuarta es el aumento de la inflación del último trimestre. El debate siempre es enriquecedor, y creo que hay lugar a la crítica en las medidas tomadas hasta el momento. Por mencionar una, a mi juicio el Banco Central se confió en demasía en bajar rápidamente las tasas de las Lebacs luego de la suba inicial de diciembre, y el incremento del tipo de cambio en el último mes es en parte consecuencia de ello. Esta semana intentó descomprimir el dólar con una marcada alza de tasas de 6 p.p. Bienvenido que le brinde un poco de incertidumbre y volatilidad al tipo de cambio, pero los cambios abruptos en la tasa de referencia del mercado monetario claramente no son deseables.

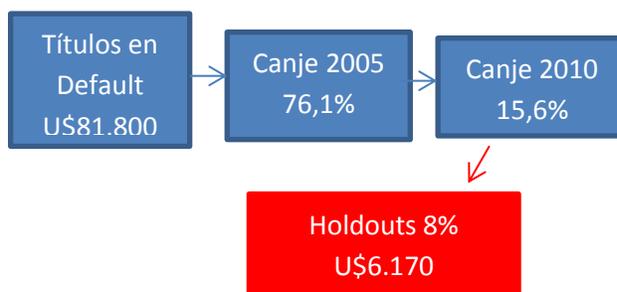
Ahora bien, las críticas deben contar como mínimo con un argumento lógico, sino seguimos en los sinsentidos de los fanatismos partidarios.

Es incoherente quejarse simultáneamente del ajuste de tarifas y del endeudamiento. Es incoherente quejarse simultáneamente del supuesto retorno a los noventa y de la corrección del tipo de cambio. Es incoherente quejarse simultáneamente del arreglo con los fondos buitres y de la falta de crédito. Es incoherente negarse a dar quorum en el Congreso para derogar la Ley Cerrojo y de Pago Soberano (a lo sumo proponer una salida alternativa) y acusar al nuevo Gobierno de querer recortar el gasto. Por suerte, también hay personas coherentes con opiniones valiosas, como economistas que hasta tan sólo unas semanas atrás eran los principales asesores económicos de Scioli (ver Blejer  [acá](#)  y Bein  [acá](#) ).

### Las condiciones del acuerdo

Antes de resumir la propuesta argentina, repasemos brevemente algunos datos del canje. Al momento de reestructurar la deuda, los títulos elegibles para el canje alcanzaban los U\$81.800 millones, compuestos por un mix de 152 bonos. La adhesión alcanzó el 76%. Unos años más tarde, en el segundo canje de 2010, entraron más U\$12.800 millones logrando una adhesión final del 92%.

Con lo cual, casi 8% de los tenedores por un total de U\$6.170 millones quedaron en default. Estos títulos continuaron negociándose en el mercado, generalmente de forma bilateral (*over the counter*). Acá aparecen los famosos fondos buitres a comprar deuda en default para poder litigar. Poco interesa quienes, cuando y a cuanto compraron estos títulos, lo único que importa es que los U\$6.170 quedaron impagos y sus cupones de intereses tampoco fueron cumplidos.



Sobre estos montos impagos comienzan a correr los punitivos, que representan el costo de oportunidad de los flujos adeudados. Para tener

# RESUMEN ECONÓMICO

una dimensión, el fallo inicial de Griesa bajo la cláusula Pari Passu implica el pago de U\$1.383 millones para afrontar un principal de sólo U\$428 millones, lo que representa multiplicar el capital por 3,23 debido al atraso. Visto de otra forma, esto implica haber invertido los U\$428 millones al 8,57% anual (TIR) por los 14 años desde el default.

Otros fondos se fueron sumando *-me too-* al fallo original, con lo cual la sentencia total alcanzaría aproximadamente los U\$9.000 millones según las mismas fuentes oficiales. Los cálculos de indexación son muy heterogéneos dependiendo los títulos originales que tenga cada demandante. Por ejemplo, los títulos a tasa flotante denominados Global FRANs devengaron muchísimos intereses dado que la tasa era acumulable.

En el acuerdo de esta semana con los cuatro grandes fondos (los más “malos”: NML, Blue Angel, Aurelius y Bracebrige), la Argentina acordó pagar U\$4.660 millones, logrando una quita del 26% sobre la sentencia de U\$6.300. A esto hay que sumarle los acuerdos logrados hasta la semana pasada, también con cautelares a favor de los tenedores. Por otro lado, los famosos bonistas italianos (sin cautelar) acordaron un cobro de U\$1.350 millones por unos U\$900 en default, lo que implica U\$1,50 por cada dólar de capital impago.

En el cuadro a continuación hay un pantallazo global de cuantos dólares le costaría al país cerrar con el 100% de los holdouts, que como mencionamos, representa un capital original de U\$6.170 millones. Como todavía la información no es del todo clara y oficialmente lo único que tenemos al día de hoy son las declaraciones del ministro, una conferencia de prensa y este [documento publicado](#) en los últimos días, en el cuadro figura una estimación propia bastante rudimentaria. Todavía falta negociar con una buena parte de los acreedores y ver cuanta deuda prescribe por no existir reclamos.

|                              | Capital Original | Reclamo | Acuerdo (potencial) |
|------------------------------|------------------|---------|---------------------|
| <b>Deuda en dólares</b>      | <b>3974</b>      |         |                     |
| Pari Passu                   | 428              | 1.383   | 1.023               |
| Me Too's                     | 1.994            | 4.469   | 3.307               |
| Resto NY                     | 1.552            | 5.013   | 3.710               |
| <b>Deuda en euro y yenes</b> | <b>2.111</b>     |         |                     |
| Bonistas Italianos           | 900              |         | 1.350               |
| Resto en Euros y Yenes       | 1.211            |         | 2.422               |
| <b>Deuda en pesos</b>        | <b>88</b>        |         | 176                 |
| <b>Total</b>                 | <b>6.173</b>     |         | <b>11.988</b>       |

Datos en millones de dólares.

En resumen, más que bienvenido cerrar definitivamente este capítulo de nuestra historia. El arreglo permitirá construir un puente por medio de un financiamiento más accesible mientras se corrige gradualmente el desajuste fiscal. Más aún, el financiamiento externo de largo plazo será fundamental para mejorar la atrasada infraestructura de nuestro país y mejorar la competitividad, y también pondrá en igualdad de condiciones a nuestras empresas que compiten en el mercado internacional. Espero que hayamos aprendido algo de las últimas décadas y que esta vez la deuda no sea para pagar gastos corrientes y mantener los insostenibles periodos de atrasos cambiarios.

Un tema que quedará para otro *Resumen*, es el tamaño de la emisión. Al arreglo con los holdouts hay que sumarle la emisión de deuda para cerrar el programa financiero, con lo cual podríamos estar hablando tranquilamente de un total U\$25.000 millones. Si bien actualmente nuestros bonos tienen una efímera participación en los fondos emergentes y hay mucho espacio para crecer, el monto no es menor. Tema que dejamos pendiente.