



INFORME SOBRE DEUDA PÚBLICA ARGENTINA

ANÁLISIS E IMPLICANCIAS DE LA PROPUESTA DE ACUERDO CON LOS “FONDOS BUITRES”

MARZO 2016

ROSARIO, SANTA FE, ARGENTINA



Fundación
Pueblos del Sur

Zeballos 2089 - 2000 Rosario, Santa Fe, Argentina
Tel. +54-341-4249876 - fundacion@pueblosdelsur.org
www.pueblosdelsur.org



INFORME SOBRE DEUDA PÚBLICA EXTERNA ARGENTINA

ANÁLISIS E IMPLICANCIAS DE LA PROPUESTA DE ACUERDO CON LOS “FONDOS BUITRES”

Marzo de 2016

1. Introducción

En el año 2014, la Fundación Pueblos del Sur realizó un informe sobre el estado de situación de la deuda pública argentina, atendiendo al creciente interés general sobre la cuestión producto de los eventos desencadenados a partir de la decisión de la justicia norteamericana, respecto al conflicto con los denominados “fondos buitres”.

El conflicto tuvo un impacto no menor a escala global, ya que, en el marco de la crisis financiera internacional que afectó la capacidad de pago de muchos países (incluso algunos del grupo de países desarrollados), la estrategia de la Argentina frente a la tradicional conducta especulativa de los denominados “fondos buitres”, resultaba un caso testigo para la definición de la estrategia de renegociación y reestructuración de su respectiva deuda pública. Tal fue la expectativa generada que el mencionado informe fue material de consulta en países como Rusia, Colombia, Italia, entre los que se tiene conocimiento.

En el año 2015, la Fundación Pueblos del Sur realizó un nuevo informe con la actualización de las cifras de la Deuda Pública Argentina y la revisión del estado de las negociaciones con los *hold outs*, poniendo de relieve el proceso de desendeudamiento relativo que llevó a cabo la Argentina a lo largo de la última década. Allí se destacaba que, muy lejos de haberse cumplido los malos presagios vertidos por los denominados “fondos buitres” y sus lobistas, la Argentina había logrado superar las instancias más críticas que podían hacer tambalear las dos renegociaciones de deuda de 2005 y 2010, demostrando al mundo que el accionar de estos fondos especulativos no siempre puede avasallar la voluntad soberana de los pueblos.

En este contexto y dada la relevancia política de estas cuestiones a nivel nacional e internacional, el tema del conflicto con los denominados “fondos buitres” tuvo un lugar preponderante en la agenda de la campaña por la presidencia de la Nación Argentina, elección que se realizó en octubre y noviembre de 2015 (1era. y 2da. vuelta).

Ambos candidatos, Daniel Scioli (FPV) y Mauricio Macri (Cambiamos), dejaron clara sus respectivas posiciones sobre el tema: mientras el primero planteaba la necesidad de ponerle fin al conflicto, siguiendo, en términos generales, la estrategia del gobierno saliente, el segundo proponía un arreglo de acuerdo a las exigencias del Juez Griesa y con el antecedente de haber impulsado un importante endeudamiento durante su gestión a cargo del gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

A poco más de dos meses de la asunción del nuevo presidente, las expectativas se están cumpliendo confirmando el perfil pro mercado del nuevo gobierno. En efecto, el Poder Ejecutivo Nacional ha enviado al Congreso de la Nación el tratamiento legislativo de un conjunto de leyes que darían paso a un acuerdo con los *hold out* y al inicio de un proceso de endeudamiento externo que, de aprobarse, significará el fin de una estrategia nacional y el inicio de una nueva, sobre bases y concepciones políticas totalmente distintas.

Al ser un tema que reviste importancia estratégica para la Nación Argentina, el debate parlamentario no puede eludir un abordaje profundo sobre las consecuencias políticas y económicas de la aprobación de estas leyes desde el punto de vista del interés nacional; resulta crucial hacerlo desde una mirada que contemple el plano intertemporal y adhiera a la perspectiva del desarrollo sustentable teniendo en consideración las generaciones presentes y futuras. Ante este desafío, se hace inexorable identificar las condiciones a las que el pueblo argentino sujeta la necesidad de crecimiento económico, ya que como se conoce de la historia Argentina, crecer no siempre significa desarrollarse, ni mucho menos hacerlo con justicia social, inclusión y equidad distributiva.

Habida cuenta de que los Informes 2014 y 2015 sobre Deuda Pública realizados por la Fundación Pueblos del Sur, están a disposición en el sitio www.pueblosdelsur.org, el presente documento se enfoca en la propuesta de arreglo con los denominados “fondos buitres” y en las posibles consecuencias de su implementación, procurando aportar información y criterios para la toma de consciencia sobre el tema por parte de la comunidad, que, a través de sus representantes en el Congreso de la Nación, tienen a en sus manos una determinación que afectará los intereses del conjunto de los argentinos, por muchos años.

En el siguiente capítulo, se presentan los antecedentes sobre la posición del gobierno de Mauricio Macri respecto al conflicto con los denominados “fondos buitres”, y lo actuado desde su asunción al Poder Ejecutivo Nacional. En el capítulo tres, se analiza la propuesta de arreglo hecha por el gobierno argentino a los *hold out*, en base a la información disponible y de público conocimiento. En el acápite cuarto, se presentan algunas posibles implicancias económicas y financieras de esta decisión política, y en el quinto, se observa su efecto sobre la estructura temporal de pago de los compromisos de deuda que tendrá el país, procurando poner de relieve la proyección del requerimiento de divisas en caso de que se avance con la propuesta del gobierno y su política de endeudamiento externo. En el punto seis, se presentan algunas posibles consecuencias políticas y económicas del acuerdo y su propósito respecto al financiamiento de la economía, para terminar en el capítulo 7 con una síntesis de las principales conclusiones.

2. Antecedentes a partir de la gestión del gobierno de Mauricio Macri

Con anterioridad a la asunción de Mauricio Macri a la presidencia de la Nación, se conoce su voluntad por arribar a un rápido acuerdo con los *hold outs* con la finalidad de abrirse paso al financiamiento internacional; incluso, durante la campaña presidencial, el entonces candidato hizo pública esta intención con polémicas declaraciones a favor del acatamiento del fallo del juez Griesa.

En la actualidad se sabe de la existencia de un acuerdo previo a las elecciones, entre operadores del Pro y representantes de los fondos buitres, que apostaron a la victoria electoral del Mauricio Macri como mejor camino para alcanzar los objetivos que le dan sustento al litigio con Argentina. Podría especularse con los motivos de este hecho, pero valor recordar el nuevo contexto de negociación a partir del vencimiento de la cláusula RUFO¹ hasta el 31 de diciembre de 2014² y, el interés real que mostraban los representantes de los fondos litigantes ante la posibilidad de triunfo del candidato presidencial de la alianza Cambiemos.

Desde el momento que se hizo efectivo el cambio de mandatario, el actual Secretario de Finanzas de la Nación, Luis Caputo, viajó regularmente a la ciudad de New York para comenzar a delinear la estrategia a seguir por el nuevo gobierno. En efecto, estos viajes fueron el punta pie para comenzar con las negociaciones formales con los denominados “fondos buitres”.

Una de las primeras determinaciones fue designar un nuevo estudio de abogados en Estados Unidos para que otorgue asesoramiento legal en relación al litigio con los fondos que adquirieron bonos *defaultados* por la cesación de pagos de 2001. El antiguo estudio de abogados -*Cleary, Gotlieb, Steen and Hamilton*- fue acusado, por el actual gobierno, de aprovecharse de la no resolución del conflicto para seguir percibiendo los honorarios por los servicios prestados. Por tal motivo, la firma neoyorkina *Cravath, Swaine and Moore* fue contratada por el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas para asesorar y representar al país en la negociación.

A principios del mes de febrero de 2016, el equipo económico mostró señales claras sobre el inminente acuerdo con todos los fondos litigantes -tanto los “fondos buitres” originales como los denominados *me too*-. Específicamente, el 3 de febrero, el ministro Alfonso Prat Gay anunció que el gobierno nacional **alcanzó un preacuerdo -que luego se ratificó- con los bonistas italianos -Giovanni Alemanni, Ambiente Ufficio SPA, Abaclat y otros-** representados por Task Force Argentina para liquidarles USD 1.350 millones en efectivo.

¹ Esta cláusula cumple la función de garantizar a los *hold in* de que todos aquellos acreedores que no aceptaron el canje no obtendrán una consideración ventajosa por sobre los términos ofertados a los adherentes bajo el riesgo de que hacerlo supondrá al Estado argentino el compromiso de ofrecer las mismas condiciones. También cumple con la función de disuadir maniobras especulativas por parte de los *hold outs* que consistirían en esperar una mejor tratativa en futuros canjes. Más información en: “Informe sobre deuda externa pública argentina” (edición 2015) publicado por la Fundación Pueblos del Sur, disponible en www.pueblosdelsur.org.

² Cabe destacar que en el gobierno de Cristina Fernández propuso la reapertura del canje con las mismas condiciones del 2010 -quitas alrededor del 70%- pero los fondos demandantes junto con el juez Griesa rechazaron la propuesta.

Este pago reconoce el 150% del capital original y representa el 30% de la demanda de los *hold outs* en los tribunales de New York³.

Asimismo, el 5 de febrero, el ministro de Hacienda y Finanzas Públicas **exhibió oficialmente una propuesta** (presentada y explicada posteriormente) **para aquellos tenedores de deuda que no entraron en las reestructuraciones de pasivos de 2005 y 2010** orquestadas por los gobiernos de Néstor Kirchner y Cristina Fernández, respectivamente. Por ende, una de los primeros labores del despacho *Cravath, Swaine and Moore* fue lograr que, a partir de la oferta presentada por el gobierno nacional, los fondos aceptaran las quitas impuestas y solicitaran al juez Griesa el levantamiento de la orden judicial que bloquea los mecanismos de pago de servicios de deuda pública externa a acreedores reestructurados *-holds in-*.

En primera instancia, los fondos buitres más duros, *Elliott Management* (que encabeza Paul Singer) y *Aurelius* (liderado por Mark Brodsky), se mostraron reticentes ante la propuesta realizada por el gabinete económico actual porque acusaban que la oferta estaba diseñada para perjudicarlos y captar el respaldo de los acreedores de menor trascendencia mediante pagos abultados⁴. Por ejemplo, podría ser el caso de los fondos precedidos por *Dart*, que no están incluidos dentro de la cláusula *pari passu* pero tienen una sentencia monetaria favorable de USD 725 millones (incluyendo intereses entre 1% y 2%, como devengan lo bonos del Tesoro estadounidense) que, mediante la aceptación de la oferta “base” de un 150% del valor nominal de los bonos, terminará recibiendo cerca de USD 850 millones.

Si bien la propuesta presentada a los fondos litigantes bajo la cautelar *pari passu* ofrece el pago de la deuda devengada hasta el momento menos una quita del 30% sobre el capital original que sigue asegurando una ganancia extraordinaria para los litigantes, estos presentaron quejas y solicitaron audiencias ante el conocido juez del distrito Sur de New York. Como se verá más adelante, esta actitud pareciera obedecer más a una estrategia político-discursiva que a una cuestión de conveniencia económica.

3. Propuesta formal a los *hold outs* (primeros litigantes y *me too*)

El 5 de febrero del corriente año, el equipo económico del ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, **presentó un ofrecimiento de reestructuración a todos los acreedores que no ingresaron en los canjes de deuda de 2005 y 2010**. En la propuesta se deslizaron dos tipos de ofertas: una para aquellos tenedores que tienen medidas cautelares *pari passu Injunctions* - cláusula de trato igualitario entre acreedores- por parte del Tribunal Federal del Distrito Sur de Nueva York (EEUU) -oferta *Pari Passu-*; y otra para aquellos que no están incluidos en la cláusula *pari passu* pero poseen una sentencia favorable que especifica el monto adeudado -oferta base-. Dichas ofertas expresan textualmente⁵:

³ Parte del 7,6% que quedó afuera de los canjes de 2005 y 2010 donde se reestructuró aproximadamente el 92,4% del total de los bonos *defaulteados* en la crisis económica del 2001.

⁴ En base a declaraciones del líder de *Aurelius*, Mark Brodsky.

⁵ Información extraída de “Propuesta de *Settlement*, 5 Febrero 2016” publicada en la página oficial del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas (www.economia.gob.ar).

1. **Oferta base**⁶: “(...) se propone la reestructuración de dichos títulos públicos mediante un pago equivalente al monto de capital original adeudado más un 50% de dicho monto de capital original”.
2. **Oferta *Pari Passu***: “(...) se basa en los siguientes términos: (i) con respecto a aquellos títulos públicos en relación a los cuales se haya emitido una sentencia monetaria con anterioridad al día 1 de Febrero de 2016, el 100% del monto original reconocido en dicha sentencia monetaria menos un descuento del 30%, y (ii) con respecto a aquellos títulos públicos en relación con los cuales no se haya emitido una sentencia monetaria con anterioridad al día 1 de Febrero de 2016, el valor devengado del reclamo menos un descuento del 30%. Ambos descuentos descritos en (i) y (ii) serán reducidos a 27,5% en aquellos acuerdos de reestructuración preliminares firmados hasta el 19 de febrero de 2016, inclusive.

En el caso que todos los **tenedores denominados *Pari Passu* acepten la propuesta**, el Ministerio de Hacienda **estima que el pago ascenderá a USD 6.500 millones**, aproximadamente. No obstante, hay que tener en cuenta que, según declaraciones de Daniel Pollack, existe un 15% de bonistas denominados *me too* y que están bajo la cláusula *pari passu* que no pre-acordaron con el gobierno, lo cual dejaría un interrogante respecto a posibles conflictos posteriores.

Vale aclarar que, cualquier sea el monto final del acuerdo, el pago a los fondos buitres implicará la emisión de títulos públicos que serán colocados en los mercados de capitales para conseguir financiamiento en plazas internacionales, ya que la forma de pago definida en la propuesta para liquidar la deuda y sus costos, es en efectivo.

Proceso de renegociación de deuda: análisis comparativo de las propuestas

En la presente sección, se presenta en términos generales una comparación entre las diferentes propuestas a los tenedores de bonos en *default* que surgieron desde la crisis económica del año 2001 hasta la actualidad -inminente acuerdo con los *hold outs*-. El balance incluye las diferentes propuestas surtidas por los gobiernos nacionales vigentes y por los representantes de los fondos especulativos. Por tal motivo, se realiza un repaso a través de la cronología de las diferentes ofertas.

En 2001, Adolfo Rodríguez Saá, en su fugaz mandato presidencial, declaró frente a la Asamblea Legislativa en el Congreso de la Nación la suspensión del pago del 62% de la deuda pública externa, el monto *defaulteado* asciende a USD 81.800 millones.

En marzo de **2005**, el gobierno de Néstor Kirchner con Roberto Lavagna como ministro de Economía concretó **la primera oportunidad de canje de deuda con un quita nominal de alrededor de 65,6%**. Este proceso logró la **adhesión del 76% de los bonos en *default***. A pesar de los esfuerzos nacionales, aquellos fondos que no aceptaron la propuesta de canje incrementaron la presión contra el Gobierno Nacional a través de una larga lista de pedidos de embargos ante tribunales internacionales. El grueso de las demandas se radicó en New York, específicamente en el Tribunal del Distrito Sur bajo la amparo del juez Griesa, dado que parte de los bonos fueron emitidos bajo legislación estadounidense.

⁶ Un claro ejemplo es el caso, anteriormente nombrado, sobre los fondos precedidos por Dart.

A causa de esta presión, en **2010**, Argentina, bajo el mandato de Cristina Fernández de Kirchner, **reabrió el proceso de reestructuración de deuda**. El canje logró una **adhesión del 66% de parte de tenedores de títulos en default con una quita total del 75,6%**. La operación recogió unos USD 12.000 millones entre inversores institucionales y minoristas, sobre un total de USD 18.300 millones que se pusieron en juego en esta segunda etapa. **Gracias al resultado de ambos canjes, el país logró reestructurar el 92,4% de los 81.800 millones de dólares declarados en cesación de pagos en 2001.**

Sin embargo, a pesar de los esfuerzos del país, un 7,6% de los bonos en *default* quedaron fuera de ambos procesos de reestructuración de deuda soberana. Estos bonistas son los ya nombrados “fondos buitres. Cabe destacar que a lo largo de todo el conflicto, estos acreedores realizaron dos propuestas al país. La primera implicaba una quita del 15% y bonos a largo plazo como forma de pago. La segunda también involucraba un pago con bonos a largo plazo pero esta vez con una quita del 30%. Ambas propuestas fueron rechazadas por el gobierno comandado por Cristina Fernández de Kirchner, en el marco de una negociación que rechazó la base del planteo especulativo de los fondos buitres.

Tabla 1. Comparación entre propuestas de pago a "Fondos Buitres"					
	Procesos de reestructuración de deuda soberana - canjes 2005 y 2010-	Propuesta de los "Fondos Buitres" al ex gobierno de CFK		Propuesta del actual gobierno nacional a los "Fondos Buitres"	
		Primera	Segunda	Oferta <i>pari passu</i>	Oferta base
% promedio de quita	Entre 65% y 75%	15%	30%	30% con posibilidad de descender a 27,5%	Sin quita sobre capital
Propuesta de pago por dólar de deuda	Entre USD 0,35 y 0,25 x Dólar de deuda	USD 0,85 x Dólar de deuda	USD 0,70 x Dólar de deuda	USD 0,70 o 72,5 x Dólar de deuda	USD 1,5 x Dólar de deuda
	Correspondiente al capital nominal del bono reconocido	Correspondiente al monto original emitido en la sentencia monetaria favorable			Correspondiente al monto de capital original adeudado
Forma de pago	Emisión de nuevos bonos con quita de capital, mayores plazos y menores tasas	Emisión de bonos a largo plazo		En efectivo y al contado. Implicancia: emisión de bonos para ser colocados en plazas internacionales	

Fuente: Elaboración propia en base a informes del ex Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (actualmente Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas) y declaraciones de ex ministros.

En efecto, se puede observar de forma innegable que la oferta del actual gobierno nacional brinda mejores condiciones a los fondos especulativos, incluso, teniendo en cuenta la que los propios demandantes plasmaron al anterior mandato.

4. Posibles implicancias de la propuesta del gobierno

Para que el arreglo con los fondos especuladores siga su curso y se logre su concreción definitiva, la propuesta presentada por el gobierno tiene que pasar los fueros del Congreso Nacional.

Asimismo, si bien la oferta argentina tuvo el visto bueno del mediador Daniel Pollack – lógicamente inducido por el pago argentino de sus honorarios que ascendían a USD 300.000- y del juez Griesa, estos se pusieron rígidos en su posición con relación a la aceptación de la propuesta. Tanto el *Special Manager* como el juez responsable de la demanda, le reclaman al país que cumpla con dos condiciones: la derogación Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano.

¿Qué es la ley Cerrojo?

Según ley 26.017/2005, el Poder Ejecutivo Nacional no podrá reabrir el proceso de reestructuración de pasivos *defaulteados* para aquellos bonos que no se hayan presentado en el proceso de canje de 2005. El objetivo de esta ley era atraer la mayor cantidad de deuda en *default*. Bajo la misma línea de desendeudamiento, en 2009, el por entonces ministro de Economía, Amado Boudou, impulsó una ley que suspendía la vigencia de la ley Cerrojo entre el 10 de diciembre de 2009 y el 31 de diciembre del 2010. El objetivo era reabrir el proceso de canje donde se alcanzó el 92% de regularización del total de la deuda *defaulteada*.

¿Qué es la ley de Pago Soberano?

Según la ley 26.984/2014, la norma “tiene por objeto implementar instrumentos legales que permitan el cobro de los servicios correspondientes al cien por ciento de los Títulos emitidos en el marco de la Reestructuración de Deuda Soberana 2005-2010 (...), ante la ilegítima e ilegal obstrucción de los mecanismos de cobro de los fondos pagados por la República Argentina con fecha 26 de junio de 2014, dispuesta por órdenes judiciales dictadas por la Corte de Distrito Sur de la Ciudad de Nueva York”. Por ello, “en virtud de la pública y notoria incapacidad de actuar del Bank of New York Mellon como Agente Fiduciario del Convenio de Fideicomiso 2005-2010 (...) autorízase a la autoridad de aplicación de la presente ley a adoptar las medidas necesarias para remover al Bank of New York Mellon como Agente Fiduciario y a designar, en su reemplazo, a Nación Fideicomisos S.A.”.

A través del pedido del juez Griesa, se podría considerar que tanto los encargados judiciales como los litigantes esperan un “prueba fehaciente” por parte del gobierno de Mauricio Macri para la credibilidad al acuerdo. También se especula que los fondos podrían pedir que se liquide de forma anticipada parte de la deuda a pagar para demostrar la voluntad de pago del país.

La idea del gobierno de Macri es que, una vez lograda la aprobación del pago de la deuda a los “fondos buitres”, se emitan, en principio, bonos por UDS 15.000 millones donde se incluye el pago a los fondos buitres más duros -*Elliot Management* y *Aurelius*-, fondos de menor envergadura -*Dart*-, bonistas italianos -*Giovanni Alemanni*, *Ambiente Ufficio SPA*, *Abaclat* y otros-, me too, servicios de deuda a bonistas reestructurados y demás costos.

Cabe destacar que todavía no se conoce detalladamente el total de deuda a pagar ni los montos específicos de cada uno de los demandantes. A los USD 15.000 de deuda que el gobierno prevé emitir para arreglar con el 85% de los fondos especulativos, habría que añadir el potencial costo de arreglo con los que quedaron fuera del mismo.

Tabla 2. Montos aproximados de la deuda a renegociada en base a pre-acuerdos -en millones de USD-		
NML Capital LTD	4.653 ⁷	
Aurelius Capital Mastar LTD		
ACP Master LTD		
Aurelius Fund II LLC		
Aurelius Capital Partners LP		
Blue Angel Capital I LLC		
Olifant Fund LTD		
FYI LTD		
FFI Opportunities Fund LTD		
Bonistas italianos	Giovanni Alemanni	1.350
	Ambiente Ufficio SPA	
	Ablacat	
	Demás	
Resto de los <i>hold outs</i>	6.322	
MONTO APROXIMADO A PAGAR A LOS FONDOS CON PREACUERDOS	12.325	
MONTO APROXIMADO PENDIENTE DE ACUERDO	2.175	
MONTO APROXIMADO TOTAL EN CONFLICTO	14.500	

Fuente: Declaraciones oficiales del equipo económico nacional y estimaciones propias.

A groso modo, se podría suponer una referencia de pago mediante la siguiente conjetura: si se calcula el 7,6% de la deuda declarada en *default* en 2001, da como resultado un capital de USD 6.200 millones; si a ese capital se le aplica la quita propuesta por el gobierno del 30% y se le adhieren los intereses acumulados del 7% -supuesto en base a condiciones actuales del mercado - hasta el 14 de abril de 2016⁸, se obtiene un monto de USD 14.500 millones, aproximadamente,

⁷ “(...) la República Argentina pagará, y las Partes Demandantes aceptarán, 75% del monto de sus reclamos de US\$ 5.891.000.000 afirmados en el Tribunal de Distrito de los Estados Unidos para el Distrito Sur de Nueva York sobre los bonos argentinos en cesación de pagos incluso, todo interés legal aplicable a cada uno de dichos reclamos al 29 de febrero de 2016, cuyo pago por tanto será igual a US\$4.418.250.000. La República Argentina también pagará interés sobre los reclamos de US\$ 5.891.000.000 que devengará a la tasa de 2% por año desde el 1 de marzo de 2016 hasta la fecha de pago si el pago se realiza el 14 de abril del 2016 o antes. Si el pago no se realiza para esa fecha, los intereses continuarán corriendo desde y luego esa fecha sobre los reclamos completos a la tasa de interés legal aplicable a cada uno de esos reclamos”. Borrador del acuerdo entre principales Fondos Buitres y la República Argentina al 26 de febrero de 2016.

⁸ Fecha límite que tiene el Estado Nacional para concretar el pago a los litigantes, en caso contrario, se derrumba el acuerdo.

cuyo 15% asciende a USD 2.175 millones (esto supone mismas condiciones que las logradas en el presente acuerdo). Sumando a los USD 15.000 millones del acuerdo previsto, el costo estimado total del arreglo de los *hold outs*, la cifra a desembolsar ascendería a USD 17.175 millones.

El equipo económico solamente se ha limitado a declarar que el monto adeudado a los fondos buitres ascendía a USD 9.000 millones y que través de la propuesta presentada se logró una quita del 25% sobre el capital -promedio entre todos los demandantes-. Esta fórmula sitúa al capital de la deuda en USD 6.500 millones, aproximadamente. Sin embargo, hay que mantener la cautela porque el monto no coincide ni está especificado para cada uno de los preacuerdos entre los diferentes fondos usureros, tal como se mencionó anteriormente.

Efectos sobre la capacidad de pago

Alfonso Prat Gay anunció que el arreglo al que se llegue con los acreedores que no entraron en el canje será pagado en efectivo pero no con Reservas Internacionales (como acostumbraba los dos anteriores gobiernos nacionales), ni con bonos, sino a través de la emisión de títulos públicos para ser colocados en el mercado de capitales. El ministro supone sin una explícita justificación que esto “aportará un beneficio adicional de ahorro de entre 20 y 25%”.

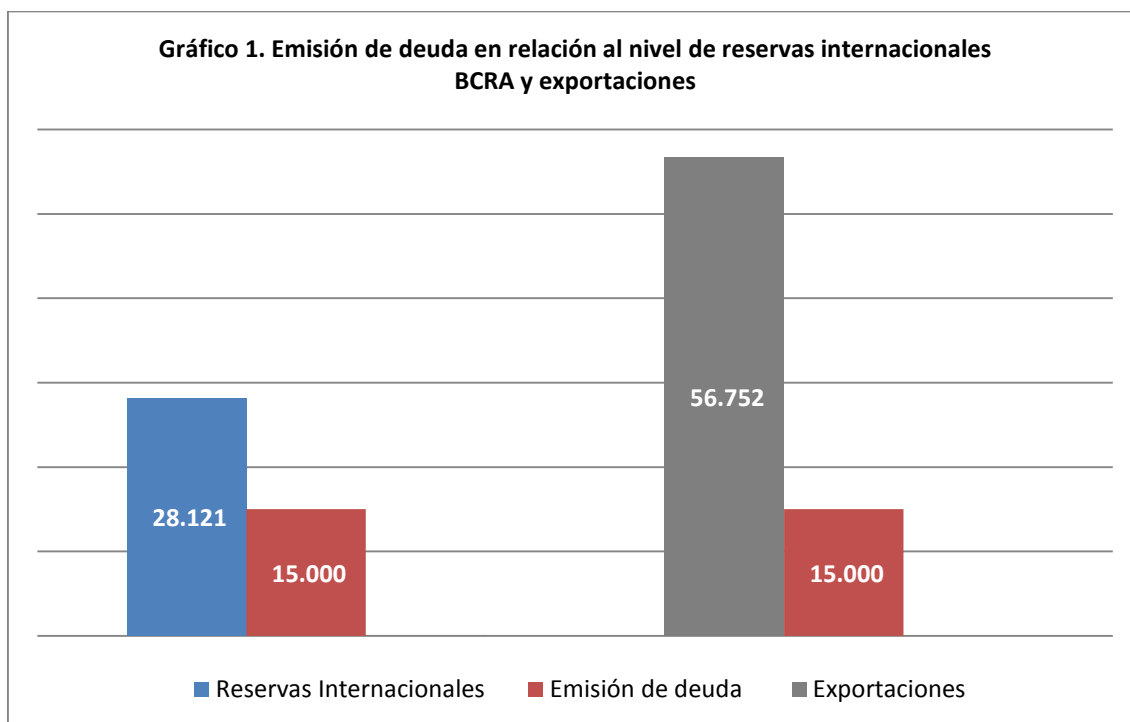
Tal como muestra el Gráfico 1, aunque el gobierno quisiera pagar el total de la deuda con fondos de las Reservas Internacionales del Banco Central no estaría en condiciones de hacerlo dado que el monto para solucionar el problema con el 85% de bonos en posesión de los fondos litigantes asciende a, aproximadamente, el 50% del nivel de las mismas.

Tabla 3. Comparación entre el nivel de reservas internacionales y la emisión de deuda externa			
	Millones de USD	% sobre nivel de reservas	% sobre nivel de exportaciones
Nivel de reservas internacionales(1)	28.121	100	-
Nivel de exportaciones(2)	56.752	-	100
Emisión de deuda externa	15.000	53,3	26,4

Nota 1: Nivel de reservas internacionales al 3 de marzo de 2016.

Nota 2: Anual acumulado de exportaciones para 2015.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y el INDEC.



Fuente: Banco Central de la República Argentina e INDEC.

Además cabe reiterar que USD 15.000 millones es el monto inicial a emitir, pero en rigor de verdad todavía no se conoce cuál es el tope máximo del nivel de deuda pública externa que pretende el gobierno de Mauricio Macri, sea para disponer de fondos líquidos como para arreglar con potenciales bonistas litigantes.

No obstante, el problema con el incremento desmedido de la deuda externa no se circunscribe únicamente a la evaluación sobre si el monto pagado a los Fondos Buitre es justo y equitativo para todos los acreedores, sino que una vez resuelto el conflicto y emitidos los bonos la inquietud refiera **a la estrategia argentina a seguir con el fin de generar las divisas necesarias para afrontar los servicios de deuda sin ir en contra de los intereses sociales y económicos de su población.** Obviamente, teniendo en cuenta que de la primera etapa de endeudamiento -emisión de USD 15.000 millones- no se invierte ningún flujo de capitales al desarrollo productivo del país.

5. Estructura temporal de vencimientos sobre potenciales bonos a emitir

En esta sección se ilustrará un escenario hipotético de cómo se modificaría el perfil anual de vencimientos de deudas en moneda extranjera con relación a los últimos anuncios en materia de endeudamiento externo. Cabe señalar que el análisis no se centrará en la cuestión sobre si es ventajoso o no para el país el hecho de alcanzar la resolución de una deuda con otra⁹, sino que este se ajustará a cómo quedaría la estructura de vencimientos de servicios de deuda considerando el aumento a causa de los intereses a devengar que implicará la nueva emisión de pasivos externos.

⁹ Es decir, se emitirá deuda para saldar otra deuda. Sin embargo, no hay que soslayar el hecho de que por esta vía no ingresará al sistema productivo ninguna de las divisas recaudadas. Por lo que esto pospone la entrada efectiva de divisas a una segunda instancia de endeudamiento.

Para ello se realiza un análisis general del estado del perfil de vencimientos de deuda al finalizar el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, a fin de comprender la situación de la que se parte en vistas al nuevo proceso de endeudamiento. Posteriormente, se recurrirá a un artificio hipotético para contemplar el efecto de esta primera emisión de pasivos para 2016 sobre el total de intereses a pagar.

Perfil de vencimiento actual

Para el año 2016, el monto de deuda a pagar del sector público nacional asciende a USD 55.128 millones, según la última información disponible en el Ministerio de Hacienda y Finanzas públicas (ex Ministerio de Economía). Desagregando este valor, se evidencia que **el subtotal de deuda pública a liquidar en moneda extranjera es de USD 19.052 millones**, lo que representa el mayor monto de compromisos anuales del período 1/10/2016 - 31/12/2089 -Tabla 4-.

Sin embargo, si se supone que se renegocia el importe del capital para dicho año, los servicios de deuda a pagar (entiéndase, como intereses a pagar) serían de USD 4.452 millones. Hay que destacar que este nivel de pagos no incluye los intereses a devengar correspondientes al préstamo "REPO" de USD 5.000 millones y a los USD 13.700 millones emitidos en bonos (BONAR 22, BONAR 25 y BONAR 27) en razón del canje de las Letras Intransferibles del Tesoro Nacional, ni el capital a liquidar por dicho préstamo que vence antes de que finalice el año.

En este escenario, los servicios de deuda disminuyen significativamente a partir del año 2017. El total es de USD 25.651 millones de los cuales USD 16.268 millones son por deuda en moneda extranjera. Suponiendo una renegociación del capital de la deuda, el monto mínimo a pagar en concepto de intereses sería de USD 3.993 millones.

No obstante, se podría estimar que el flujo para el 2017 añade una carga adicional de pago, ya que el endeudamiento propuesto para 2016 se realiza con el objetivo de pagar otra deuda. Por tal motivo, no se debería esperar ingreso de divisas a la estructura productiva del país para fomentar su desarrollo, lo cual afectaría la capacidad de la economía para generar medios de pagos genuinos que permitan cumplir con las obligaciones de deuda, sin necesidad de recurrir al círculo vicioso de endeudamiento externo.

Por lo tanto, la perspectiva es alarmante. En el marco del arreglo con los fondos buitres, **la salida a los mercados de capitales no se vislumbra como una vía de crecimiento**, sino más bien **como un derrotero para financiar obligaciones de deudas que, a causa del REPO y la solución con los fondos buitres, se habrá incrementado a un monto superior a USD 20.000 millones** -si se supone que el gobierno liquida el préstamo correctamente y los bancos no harán uso de los bonos en garantía, caso contrario, los servicios a pagar aumentarían considerablemente-.

Para el año 2018 y 2019, el promedio de deudas a pagar es de 10.174,5 millones de dólares. De los mismos, USD 3.336 millones sería la media de intereses a liquidar.

La Tabla 4 ilustra el perfil anual de vencimientos de deuda -capital e intereses- del sector público nacional en moneda extranjera, previo a los procesos de endeudamiento propuestos por el gobierno de Mauricio Macri.

Tabla 4. Perfil anual de vencimientos de deuda en moneda extranjera al finalizar el mandato de CFK (En millones de U\$S)			
	Capital	Intereses	Total de deuda a pagar
2016	14.600	4.452	19.052
2017	12.275	3.993	16.268
2018	7.336	3.572	10.907
2019	6.342	3.100	9.442
2020	9.352	2.863	12.215
2021	12.268	2.719	14.987
2022	10.105	2.579	12.684
2023	11.513	2.452	13.965
2024	14.914	2.290	17.204
2025	13.471	2.058	15.529
2026	2.738	1.875	4.613
2027	2.682	1.694	4.376
2028	2.653	1.515	4.168
2029-89 (1)	27.655	6.425	34.080
Total	147.904	41.585	179.960

Notas: (1) A partir del año 2047 el total de servicios corresponde al Bono del Tesoro consolidado 2089.

Fuente: Ex Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación.

Especulaciones acerca de su financiamiento

En esta sección se realiza un análisis ilustrativo acerca de cómo se modificaría el perfil anual de vencimientos de servicios de deuda pública nacional en moneda extranjera (Tabla 4) teniendo en cuenta los intereses a devengar correspondientes al préstamo en forma “REPO” de los bancos internacionales, a los bonos emitidos a causa del canje de las Letras Intransferibles del Tesoro Nacional en posesión del BCRA y a los bonos emitidos para pago a los fondos buitres.

Si bien las condiciones de endeudamiento para asumir el compromiso de pago a los *hold outs* y demás servicios de deuda no han sido reveladas, a partir de las operatorias recientes pueden extraerse algunas modalidades de cómo será la estructura de los nuevos bonos a emitir. Por tal motivo, para la estimación se tomarán en consideración el diseño del BONAR 22 (7,75%), BONAR 25 (7,875%) y BONAR 27 (7,875%) con sus respectivas tasas y la proporción de emisión de cada bono sobre el monto total de títulos públicos canjeados (si bien la expectativa del gobierno es que con el arreglo puedan bajar las tasas pagadas por el país, no hay garantías de ellos, ni tampoco certeza acerca del nuevo costo del endeudamiento para la Argentina).

Tabla 5. Estimación del perfil anual de vencimientos de servicios de deuda del sector público nacional en moneda extranjera a partir de las operaciones de Mauricio Macri
(En millones de U\$S)

	Intereses ya asumidos en el gobierno de CFK	Intereses agregados en el gobierno de MM	Total de servicios de deuda	% de aumento con respecto al escenario pasado
2016	4.452	2.499	6.950	56
2017	3.993	2.540	6.533	64
2018	3.572	2.540	6.112	71
2019	3.100	2.540	5.640	82
2020	2.863	2.540	5.403	89
2021	2.719	2.540	5.259	93
2022	2.579	2.156	4.735	84
2023	2.452	1.711	4.163	70
2024	2.290	1.711	4.001	75
2025	2.058	1.321	3.379	64
2026	1.875	868	2.743	46
2027	1.694	467	2.161	28
2028	1.515	-	1.515	-
2029-89 (1)	6.425	-	6.425	-
Total	41.585	23.432	65.018	56

Notas: (1) A partir del año 2047 el total de servicios corresponde al Bono del Tesoro consolidado 2089.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del ex Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y estimaciones propias.

La Tabla 5 ilustra la estimación de los intereses que se agregarían en un escenario de endeudamiento por un monto aproximado de USD 20.000 millones por el pago del arreglo con el 85% de los Fondos Buitres, de los servicios de deuda ya asumidos para 2016 -USD 4.452 millones-.

Tal como se ilustra, el nuevo escenario de pagos de servicios de deuda aumenta un 56% en relación al anterior. No obstante, hay que tener en cuenta que este monto no incluye el capital a liquidar a fin de año por los USD 5.000 millones por los préstamos del banco extranjeros. Esto complica significativa el nivel de compromiso de pago para el 2016 teniendo en cuenta, como ya se mencionó, que del flujo de endeudamiento no se dirige ningún margen de divisas al desarrollo del sistema productivo del país.

Tampoco hay que pasar por alto que en los años 2022, 2025 y 2027 se le agregan a los compromisos de pagos las liquidaciones de capitales correspondientes a la estructura supuesta con respecto a la emisión de deuda por USD 20.000 millones en 2016.

6. Posibles consecuencias del acuerdo y su propósito respecto al endeudamiento

Tal como se expone, el gobierno de Mauricio Macri ofreció a los denominado “fondos buitres” mejores condiciones que las ofrecidas por el gobierno de Cristina Fernández. Incluso, como ya se mencionó anteriormente, el equipo económico propone pagar a algunos fondos (como ser el caso de Dart) el 100% de lo que reclamaban ante el tribunal de Griesa.

El apuro del gobierno por llegar a una pronta resolución del conflicto tiene un principal y casi exclusivo motivo: disponer lo antes posible de un mayor margen para el financiamiento externo, suponiendo que luego del arreglo con los *hold out*, el mercado internacional de créditos será más beneficioso para con la Argentina respecto a las condiciones crediticias. Más allá de que esto no es una garantía (porque los inversores también miran otros aspectos de la economía nacional a la hora de prestar dinero), la posición del gobierno actual es extrema, llegando a sostener que el endeudamiento externo es un requisito para lograr crecimiento económico.

Desafortunadamente, la ciudadanía no está contando con la información suficiente para considerar los efectos directos e indirectos asociados a esta concepción del crecimiento económico; por el contrario, se destaca sin sostenida argumentación que con el arreglo “viene el crecimiento” mientras se soslayan los costos que presupone el arreglo y la intención de endeudamiento del gobierno argentino. Al mismo tiempo, se niega absolutamente la posibilidad de una política de crecimiento autónoma del endeudamiento externo, a pesar de que la historia Argentina muestra claramente que una estrategia de desarrollo sostenible, con justicia distributiva y equidad en la inclusión de todos sus componentes, se puede lograr sin necesidad de abusar del mecanismo de endeudamiento externo.

Está claro que, tanto en el campo privado como público, el apalancamiento (financiamiento de la inversión) es un elemento clave para la promoción de la inversión y la actividad económico, pero ello no implica necesariamente que el endeudamiento tenga que ser externo y bajo las condiciones impuestas por acreedores internacionales que pretenden ganancias especulativas fuera de toda lógica comercial y sin contemplar las consecuencias sociales de sus imposiciones. Lamentablemente, se ha tiranizado con clara intencionalidad, el uso del ahorro interno y los recursos públicos, para financiar el desarrollo (infraestructura, vivienda, servicios, política social y sanitaria, etc.) y es muy común escuchar que, por ejemplo, la inflación es un resultado de ello.

Sin embargo, y más allá de cualquier posición ideológica, el financiamiento doméstico es posible y le ha dado grandes resultados a la Argentina a lo largo de toda su historia. Con lo cual, cabe poner en duda que el desarrollo económico argentino depende de las proyecciones de endeudamiento externo que está proponiendo el actual gobierno de Mauricio Macri.

De aprobarse el conjunto de leyes elevadas al Congreso por el Poder Ejecutivo Nacional, la emisión de deuda para arreglar la situación con los *holds out* podría superar los USD 15.000 millones (operación comparable con el “megacanje” y “blindaje”), lo que implica **generar una deuda que servirá para pagar otra deuda en efectivo y no para invertir en la productividad del país**. Este hecho retoma la conducta que Argentina tuvo en otros momentos de su historia, de pagar deuda con más deuda, aumentando el costo fiscal y el requerimiento intertemporal de divisas para afrontar los pagos respectivos.

No debe descuidarse la situación del 92,4% de los acreedores reestructurados que apostaron al país de buena fe aceptando quitas de más del 70% en los canjes del 2005 y 2010. A fines ilustrativos de la magnitud del acuerdo con los denominado “fondos buitres” y de potencial tratamiento inequitativo con los tenedores de bonos, vale aclarar que el monto que se le pagará a los bonistas que no ingresaron a los canjes equivale a la mitad de lo que se le pago al resto de los sí se presentaron ante la propuesta argentina (USD15.000 millones versus USD30.000 millones, aproximadamente). Esto podría provocar que los tenedores reestructurados tomen acciones judiciales contra la Argentina argumentando un trato injusto e inequitativo hacia el total de los bonistas, cuestiones que ya se están haciendo barajando entre los operadores internacionales.

Además, es muy importante destacar que el arreglo sobre el cual se está estipulando la emisión de deuda, sólo incluye el 85% de los *holds outs*. Por tal motivo, sólo bastaría con que uno de los fondos que puedan quedar afuera del acuerdo, inicie un proceso conflictivo semejante al que Argentina se enfrentó durante más de 10 años, para poner en duda la solución definitiva mediante el pre-acuerdo celebrado por el equipo económico del gobierno. Es decir que la suma considerada actualmente para el arreglo podría verse incrementada con la presión de resolver rápidamente el total del conflicto, accediendo a las exigencias de los especuladores fundamentados en el éxito de la acción judicial de Griesa. Esto, desde luego, significaría persistir en un trato desigual entre la totalidad de tenedores de bonos en cesación de pagos por la crisis del 2001. Esta situación podría ocurrir ya que se desconoce si el juez Griesa, una vez que se levante la ley Cerrojo, solamente “suspenderá” el bloqueo o dejará sin efecto la sentencia sobre la cláusula *Pari Passu*.

También hay que tener en cuenta que no solamente está en juego el aumento de la deuda pública externa por causa de la emisión de USD 15.000 millones para pagar el arreglo parcial del conflicto con los “fondos buitres”, sino que también debe incluirse el préstamo de los bancos internacionales -HSBC, Santander, Citi, UBS, BBVA, JP Morgan y Deutsche Bank- por USD 5.000 millones por el que se canjearon (“dieron en garantía) bonos por USD 13.000 millones, los cuales serán ejecutados sino se paga el préstamo inicial. Esta situación elevaría la deuda externa contraída por el gobierno de Mauricio Macri en mucho más de USD 20.000 millones, lo significa un deterioro sustantivo de los indicadores de sustentabilidad de la deuda externa argentina, que cubriría la casi totalidad de Reservas Internacionales del país.

Asimismo, no hay que olvidar que el objetivo de una pronta resolución del conflicto con los fondos especulativos es que el gobierno de Cambiemos pretenda buscar financiamiento internacional, por lo que el margen de deuda seguirá aumento sin un techo delimitado.

Específicamente, podría decirse que al 31 de diciembre del 2014 el nivel de deuda externa del sector público fue estimado en USD 67.275 millones¹⁰, lo que representa el 13% del PBI. Entonces, este grado de endeudamiento externo, bajo en comparación a cualquier otra economía emergente, que fue alcanzado en 12 años de trabajo incesante va a sufrir un aumento de alrededor del 37% en cuestión de solamente 3 meses.

Tampoco hay que pasar por alto el escenario de recesión económica en el que se está sumergiendo la nación argentina: el costo del tipo de cambio no encuentra su nivel de equilibrio, las grandes empresas exportadoras especulan con su liquidación de divisas, se beneficia a la

¹⁰ Datos obtenidos de boletines oficiales publicados por el Ministerio de Economía.

concentración económica, aumenta el nivel de importaciones, entre otras cuestiones; en detrimento del incremento en la tasa de desempleo, el aumento de la inflación, ajustes impositivos y baja en la productividad nacional (como principales consecuencias).

7. Síntesis y conclusiones

La República Argentina se encuentra en un momento histórico de su vida política y económica en la que tiene que decidir respecto a un asunto estratégico que, sin duda alguna, afecta y afectará la situación económica actual y de las futuras generaciones.

En el **año del Bicentenario de la Independencia Argentina**, el Congreso tiene en sus manos la decisión de pensar como una Nación libre, o con la vieja idea de que cualquier destino posible está ligado a los intereses foráneos, y condicionado por la especulación financiera internacional.

El gobierno de Mauricio Macri ha elevado al Congreso de la Nación un paquete de leyes que dan sustento jurídico e institucional a la propuesta que fuera pre acordada con algunos de los denominados "fondos buitres", lo que implica también la autorización para una emisión de deuda externa por montos que significan un verdadero cambio de estrategia nacional respecto al endeudamiento público, su composición y criterio de negociación. Por lo tanto, ahora son los legisladores, representantes del pueblo argentino, los que tienen en sus manos el tratamiento y resolución de este tema, y la responsabilidad de velar por los intereses de la Patria.

Al tratarse de una cuestión de Estado, podría incurrirse en un gravísimo error si este cambio de estrategia se vislumbra simplemente como una diferenciación respecto al gobierno anterior, o como una condición necesaria para el crecimiento económico. **Lo que está en juego en verdad es el orden de los recursos de una comunidad y sus prioridades de gasto.** Por eso, al considerar la propuesta del Poder Ejecutivo Nacional y llegado el momento de la votación en ambas cámaras legislativas, no sólo debe considerarse el impacto económico y fiscal del arreglo con los denominado "fondos buitres", sino también el potencial costo asociado a futuros conflictos con otros bonistas (reestructurados y *hold outs* sin arreglo) y a las consecuencias de una política de endeudamiento que, según el propio gobierno de Macri, se habilita gracias a un arreglo con los *hold outs*.

El pueblo argentino debe tomar consciencia de que, muy lejos de significar una condición inexorable para el crecimiento de la economía argentina, el nivel de endeudamiento propuesto por el presidente Mauricio Macri pone en riesgo la posición soberana de la Argentina frente a los mercados financiero mundiales y condiciona las futuras decisiones en materia de afectación de los recursos públicos, incluso para las próximas generaciones.

Esta amenaza se presenta fundamentalmente, en el marco de las medidas impulsadas por el actual gobierno respecto a la desregulación y liberalización del mercado cambiario y de la economía en general. En efecto, sin regulaciones efectivas que controlen la conducta especulativa de los agentes, no hay garantías de que el ingreso de divisas para inversión producto del endeudamiento público externo, termine fugándose y siendo capturado por los sectores que concentran el poder económico y financiero, lo que, como ha ocurrida en otros momentos de la historia argentina, termina siendo pagado por el conjunto de los argentinos a través de las devaluaciones, la inflación, el ajuste fiscal y la refinanciación usuraria de la deuda pública.

En contraposición a lo que algunos sostienen, hay una alternativa de crecimiento por fuera del endeudamiento masivo y la concesión de ganancias especulativas a costa del esfuerzo de los argentinos. Es posible un país en el que los esfuerzos económicos son repartidos progresivamente (aporta más el que más tiene y gana) en base a valores diferentes a los del mercado; es decir que, muy lejos de proponer una economía en la que cada uno se salva como puede y gana todo lo que puede, la sustentabilidad política y social está puesta en la consideración de que todos los argentinos somos responsables de generar las oportunidades para que cada uno alcance una vida digna de trabajo y vocación de servicio.

En la base de estas propuestas, se observa con mucha preocupación que el modelo de país pensado detrás de estas negociaciones y medidas del gobierno nacional, socializan los costos de la concentración de la riqueza. De hecho, si el país necesita recursos para obras de infraestructura, educación, salud, tecnología, etc. el gobierno tiene la opción política de financiarlo con recursos internos en base a una estructura impositiva más progresiva y mediante el ahorro interno, como ha ocurrido en los últimos años en los que el país tenía restringido el acceso a los mercados internacionales de crédito, y aun así lograr tasas de desempleo de un dígito y un avance importante en materia de desarrollo e inclusión social.

Sin embargo, transcurrido tres meses de gestión del presidente Mauricio Macri, se observa que esta opción es contraria al esquema de mercado propuesto, en el que se favorece a los sectores más acaudalados, en detrimento de los asalariados y los más desposeídos (ejemplos claros de ello es la eliminación de las retenciones a la minería, la baja de impuestos a ciertos bienes de lujo, devoluciones impositivas, eliminación de subsidios, aumentos de tarifas, etc.).

Por ello, vale resaltar que:

1. El arreglo con los denominados "fondos buitres" no es una solución única y definitiva a los problemas de financiamiento de la economía Argentina, ya que ello depende de la actitud que tengan el mercado mundial de capitales respecto de la solución global del país respecto al 100% de su deuda reestructurada y a su solvencia de pago en el futuro inmediato.
2. Ofrecer a algunos *hold outs* un arreglo más ventajoso que el ofrecido en los canjes 2005 y 2010 por la República Argentina, habilita una posibilidad real de que otros acreedores (reestructurados o no) litiguen con el país, iniciando un nuevo conflicto jurídico que, no sólo implicará más costos para el país, sino que, además, obstruiría el acceso a los mercados de crédito (objetivo central de la necesidad de acordar con los denominados "fondos buitres").
3. Es falso que la única chance de que la economía crezca es mediante este acuerdo escrupuloso con los fondos especulativos, y que así como ha demostrado a lo largo de su historia, la Argentina puede ser políticamente soberana e independiente económica (con los costos y el esfuerzo que ello implique) atendiendo a un criterio de justicia distributiva en el que, antes de engrosar el bolsillo de algunos pocos, debe priorizarse las necesidades básicas de todos los argentinos.

El debate de fondo que no puede ser postergado es: cómo pueden subsistir la Nación Argentina si algunos de sus miembros viven a espaldas del resto o, pero aun, a costillas de los más débiles. Tal vez, el bicentenario de la Independencia Argentina, sea otra posibilidad histórica de eludir los discursos sectoriales y personalistas, para enfocarnos en esa comunidad en la que todos son artífices de un destino común, y ninguno preso de la ambición de nadie.



Fundación
Pueblos del Sur

Zeballos 2089 - 2000 Rosario, Santa Fe, Argentina
Tel. +54-341-4249876 - fundacion@pueblosdelsur.org
www.pueblosdelsur.org
