



**Las reservas actuales alcanzan para pagar deuda
hasta 2017. Es clave la negociación con los *holdouts***

Autores:

Nadin Argañaraz

Sofía Devalle

INFORME ECONÓMICO Nº 273

18 de Junio de 2014

Área de Análisis Macroeconómico

Juan Cruz Varela 2255 (5009) Ciudad de Córdoba
www.iaraf.org - Tel. (0351) 4815037 / 4825661 / 4824859- e-mail: contacto@iaraf.org
ISSN 2250-7329

Contenidos

I. Un breve repaso para entender el caso “holdouts”	3
II. ¿Qué alternativas hay de ahora en adelante?	4
III. Vencimientos de la deuda pública en situación de pago “normal”	5
IV. Capacidad de pago de la deuda	6
V. Reflexión final	8

Las reservas actuales alcanzan para pagar deuda hasta 2017.

Es clave la negociación con los *holdouts*

El fallo de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos de esta semana vuelve a poner en el tapete de la agenda política y económica el tema de la deuda pública y los denominados “holdouts”, o acreedores que no ingresaron a la reestructuración de la deuda argentina. Se plantea así un interrogante importante acerca de cuál será la postura del país frente a estos bonistas y cómo impactará la decisión en la economía del país, tanto en el corto como mediano plazo.

I. Un breve repaso para entender el caso “holdouts”.

Los “holdouts” representan al grupo de acreedores que no entraron en la reestructuración de la deuda argentina propuesta en los canjes del año 2005 y 2010. Actualmente, el monto de dicha deuda asciende a cerca de US\$ 12.000 millones, es decir, prácticamente un 6% del stock de deuda total del Sector Público Nacional que, según cifras de la Subsecretaría de Financiamiento de la Nación, a septiembre del 2013 era de unos US\$ 200.000 millones.

Un grupo de estos bonistas (integrado por los llamados “fondos buitres” NML, Aurelius y otros) inició acciones legales en la Justicia de los EEUU reclamando el cobro en efectivo del 100% del valor original, más intereses devengados. El juez Thomas Griessa falló en contra de la Argentina en el año 2012, obligándola a pagar US\$ 1.330 millones a estos acreedores. Además, el juez trabó un embargo de los fondos argentinos ante el Banco de Nueva York (BoNY), que es el agente de pago de los bonos argentinos que se encuentran actualmente en situación de pago normal en los Estados Unidos. Ante esta situación, Argentina apeló el fallo ante la Cámara de Apelaciones, quien otorgó una “suspensión” del embargo hasta tanto se definiera la situación. Luego de la ratificación del fallo del juez Griessa, la Argentina recurrió en mayo de este año a la Corte Suprema de Justicia de los EEUU, para que se expidiera acerca de este tema.

Lamentablemente, la Corte falló esta semana rechazando tomar el caso argentino, con lo cual se ha planteado para el país el peor de los escenarios posibles. Además, la Cámara de Apelaciones acaba de levantar la “suspensión” del embargo.

II. ¿Qué alternativas hay de ahora en adelante?

Ante esta situación, se plantean básicamente tres alternativas de acción, con implicancias sumamente relevantes (y distintas) en cada una:

1. Pagar en efectivo los US\$ 1.330 millones.

El interrogante asociado a esta alternativa es, teniendo en cuenta que la cifra de US\$ 1.330 millones no resulta de gran magnitud, ¿por qué no se afronta directamente el pago a dicho grupo de acreedores?

Un aspecto clave es que los restantes fondos que integran los holdouts poseen características similares a los de los acreedores en litigio (todos otorgados bajo legislación extranjera), con lo cual seguramente surgirían nuevas demandas por el monto restante. Vale decir que el problema vinculado a esta opción tiene que ver con los reclamos posteriores que podrían generarse a partir del pago, de montos sustancialmente más elevados que los US\$ 1.330 millones. En el próximo apartado se analizarán en detalle las implicancias de los montos en juego.

2. Negarse a pagar los US\$ 1.330 millones.

Claramente esta alternativa resulta inviable desde todo punto de vista. Un nuevo default para la Argentina acarrearía múltiples efectos negativos sobre la economía en general. Traería aparejado un incremento en el riesgo país, y consecuentemente en la tasa de interés, imposibilitando tanto al sector público como al sector privado conseguir divisas, que actualmente ya son escasas y frenando aún más la marcha de la economía. En otras palabras, implicaría cerrar el país al mundo en momentos en los cuáles más se necesitan de inversiones extranjeras en capital e infraestructura. Además, el país volvería a quedar catalogado con una muy baja reputación institucional, difícil de remontar posteriormente.

3. Llegar a un arreglo de pago

Ante la situación planteada, y la imposibilidad por aplicar las dos alternativas anteriores, el país de un modo u otro debe apuntar a lograr un acuerdo ante el juez Griessa con los bonistas del fallo, de manera particular, y con el resto de los holdouts, de manera general.

Tal como se desprende del análisis a continuación, el arreglo debería apuntar a instrumentarse mediante un plan de pagos, puesto que el pago en efectivo resulta inviable por los montos implicados y el nivel de reservas actualmente disponible.

III. Vencimientos de la deuda pública en situación de pago “normal”

Es preciso tener en cuenta los compromisos que el país tenía ya asumidos y que, como bien han manifestado desde el gobierno en los últimos días, existe la voluntad plena por afrontarlos.

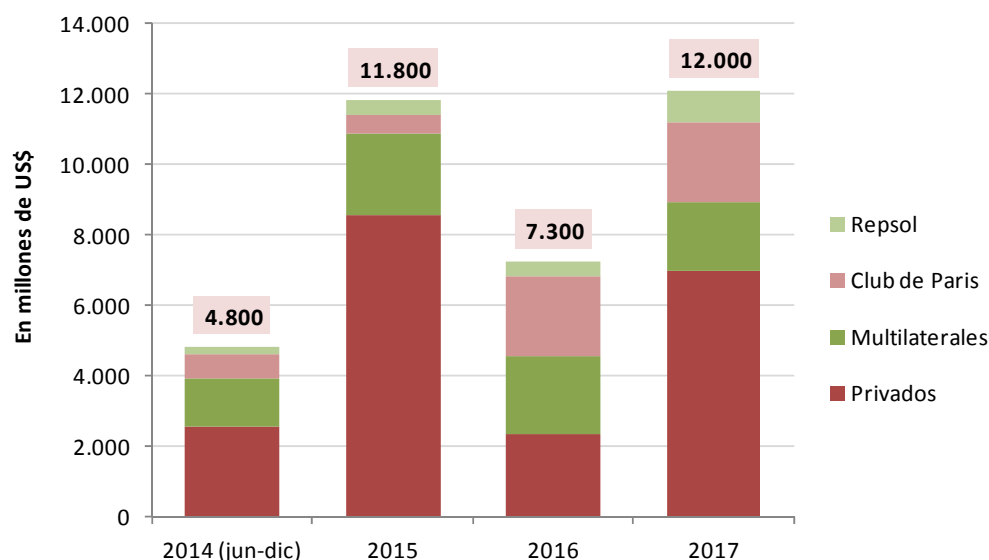
Tal como se expone en el siguiente gráfico, **durante lo que resta del 2014** (meses junio a diciembre), el gobierno necesitaría divisas para hacer frente a pagos por casi **US\$ 4.000 millones**, en concepto de amortización e intereses a organismos multilaterales (US\$ 1.400 millones) y acreedores privados (US\$ 2.600 millones). Además de estos vencimientos, hay que tener en cuenta que vence también deuda nominada en pesos por cerca de US\$ 5.300 millones, para los cuales se supone que es factible conseguir una refinanciación prácticamente total.

Por su parte, las necesidades para pagar deuda en moneda extranjera **durante el año 2015** ascienden a poco menos de **US\$ 11.000 millones**, mientras que en el **2016** se reducen a **US\$ 4.600 millones** (existe sin embargo en este año un vencimiento adicional de US\$ 9.530 millones con el BCRA, por la deuda asumida con la entidad a cambio de las reservas utilizadas para pagar al FMI en el año 2006, la cual se asume que será refinanciada en su totalidad) y vuelven a crecer en 2017 a **US\$ 9.000 millones**. Además, en los tres años existen vencimientos en moneda nacional por un promedio anual del orden de los US\$ 5.500 millones, que también se supone pueden ser refinanciados.

Pero además de estos vencimientos que forman parte de la deuda en “situación de pago normal” hay que agregarle los nuevos servicios generados por el arreglo con el **Club de París** y con los bonos otorgados a **Repsol** por la expropiación de YPF, todos ellos en moneda extranjera. En conjunto, se estima que ambos acuerdos implicarían pagos de unos US\$ 900 millones adicionales en 2014, y luego un promedio de US\$ 2.300 millones más por año en el período 2015-2017.

Cabe aclarar que en este perfil de vencimientos no se está teniendo en cuenta el pago de Cupón PIB. No se pagará en 2014 ni 2015 por el bajo crecimiento de los años previos, con lo cual el mismo recién podría tener que ser pagado en el año 2016, si es que en el 2015 la economía crece por encima del mínimo pautado.

**Gráfico 1: Perfil de vencimientos de la deuda pública en moneda extranjera
En situación de pago normal- Expresados en millones de dólares**



Fuente: Iaraf en base a Subsecretaría de Financiamiento del Ministerio de Economía de la Nación.

En definitiva, el **gobierno necesitaría divisas por US\$ 4.800 millones** en lo que queda del **2014**, **US\$ 11.800 millones** en **2015**, **US\$ 7.300 millones** en **2016** y **US\$ 12.000 millones** en **2017**.

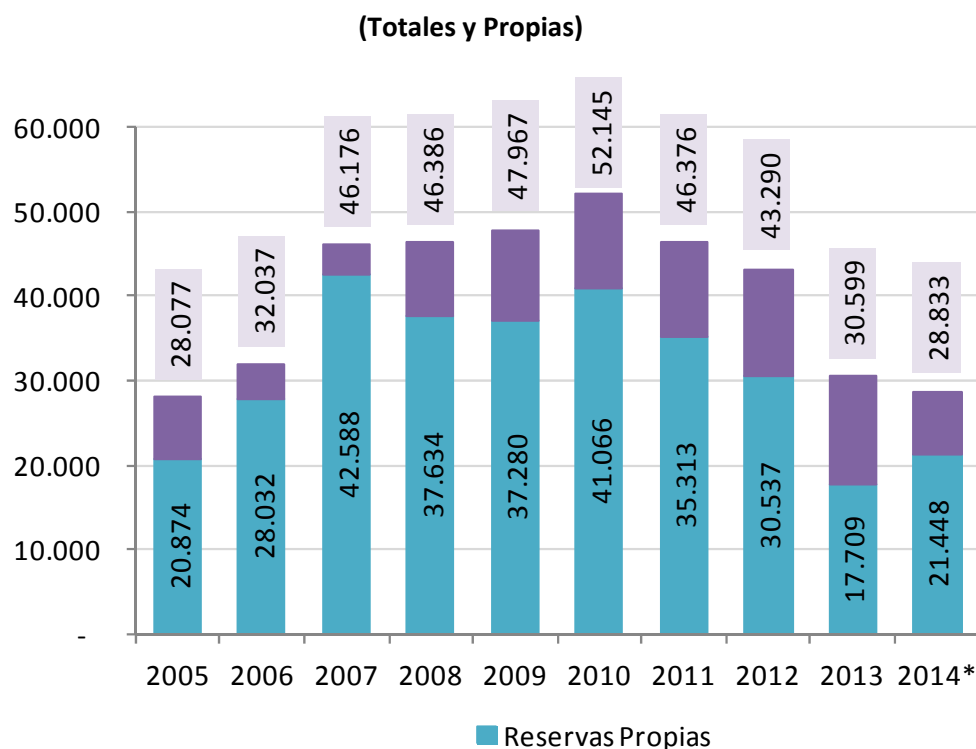
IV. Capacidad de pago de la deuda

Dada la actual restricción para conseguir financiamiento externo, es altamente probable que las anteriores necesidades de divisas tengan que ser afrontadas con reservas del BCRA.

Al día 16 de junio de 2014, el stock total de reservas del BCRA ascendía a US\$ 28.833 millones. Sin embargo, no todas ellas son propias del BCRA, sino que hay una parte que constituyen encajes por depósitos en dólares en los bancos, además de préstamos de bancos centrales u organismos de otros países. De este modo, si se *netean* esos otros pasivos, se tiene que las **reservas propias del BCRA**, que constituirían la verdadera capacidad

de pago para afrontar los vencimientos de deuda, ascienden (al 07 de junio del 2014) a **US\$ 21. 448 millones.**

Gráfico 2: Evolución de las reservas del BCRA. En millones de US\$



Fuente: Iaraf en base a BCRA.

Frente a este panorama, se puede asumir un **escenario** en el cual el flujo marginal de divisas durante los próximos años es cero (es decir, las divisas obtenidas fundamentalmente por la balanza comercial deben ser destinadas al pago del déficit de la balanza energética, entre otras cosas), con lo cual las **reservas se mantienen en el nivel actual** y es necesario usar ese stock para ir afrontando los pagos de deuda.

En este contexto, el stock total actual de reservas alcanzaría para pagar los vencimientos durante lo que queda de este año y dos años más. Vale decir que las mismas alcanzarían para cubrir la totalidad de los vencimientos de hasta el 2016, y un 41% de los del año 2017. De considerarse solo las reservas propias, el panorama evidentemente empeora, alcanzando el stock para cubrir solo hasta el año 2015, y un 66% de las del año 2016.

La anterior situación puede sintetizarse en el siguiente cuadro, en el cual se expone la *relación que hay entre el stock actual de reservas del BCRA (totales y propias) y los vencimientos acumulados de deuda a cada año*. Lo relevante de este cociente es si resulta **mayor o menor que uno**. Si el resultado es mayor que 1, significa que el stock total de reservas alcanza para cubrir la totalidad de los vencimientos acumulados hasta ese año, mientras que cuando pasa a ser inferior a uno, implica que ya no alcanzan las reservas para todos los vencimientos acumulados. Del cuadro se corrobora lo expuesto anteriormente, que las reservas totales alcanzarían a cubrir los servicios de deuda hasta el año 2016 y una parte del 2017, mientras que se reduce al 2015 y parte del 2016 si se consideran las reservas propias.

Cuadro 1: Relación entre el stock de reservas del BCRA y los vencimientos acumulados de deuda

Relación Reservas/ Vencimientos acumulados	Reservas totales	Reservas propias
Vencimientos 2014	6,0	4,5
Vencimientos 2014-2015	1,7	1,3
Vencimientos 2014-2016	1,2	0,9
Vencimientos 2014-2017	0,8	0,6

Una alternativa sería lograr acuerdos con los organismos multilaterales del crédito, que permitan obtener nuevos préstamos por montos similares a los vencimientos. Bajo este escenario, la situación se alivia un año más en cada caso.

V. Reflexión final

Ante el panorama actual de los *holdouts*, las cifras expuestas anteriormente evidencian que la escasez de divisas es preocupante. Sólo teniendo en cuenta los vencimientos que se encuentran actualmente en situación de pago normal, se aprecia que el stock actual de reservas del BCRA alcanzarían para cubrir las necesidades derivadas de la deuda por unos tres o cuatro años más, dependiendo si se logran conseguir acuerdos con organismos internacionales.

Vale decir que es clave que el gobierno llegue a un acuerdo con los *holdouts*. Más allá de cuál sea la decisión adoptada para enfrentar este problema, la cuestión de fondo es que con

este fallo se ha sincerado un aspecto relevante del endeudamiento público argentino, que es el tratamiento hacia los *holdouts*. De esta manera, comienza a contabilizarse una parte de la deuda que durante 9 años se mantuvo al margen, pero que evidentemente no debería haber sido así.