



Una radiografía del endeudamiento argentino Implicancias del caso con *Holdouts*

*The current scenario of Argentine debt
Implications of the case with holdouts*

SOFÍA DEVALLE^{*,**}

^{*}Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba

^{**}Instituto Argentino de Análisis Fiscal

sdevalle@iaraf.org

RESUMEN

En los últimos meses ha vuelto a tomar notoriedad pública el tema de los holdouts (los tenedores de bonos argentinos que no aceptaron la reestructuración de deuda propuesta por el gobierno en 2005 y 2010), a raíz del fallo del Juez Federal en la Corte del Distrito en Estados Unidos por el Distrito Sur de Nueva York, Thomas Griesa, a favor de un grupo de acreedores de bonos que no entraron en las últimas dos reestructuraciones. En este marco, además de analizar las posibles implicancias que este fallo tiene sobre el sector privado en Argentina, resulta importante poner en contexto el problema de los holdouts. Para ello, se realiza a continuación una descripción del panorama del endeudamiento argentino, haciendo una reseña del pasado, presente y las perspectivas futuras.

Palabras clave: Política Fiscal, Argentina, Reestructuración de deuda.

Clasificación JEL: E62

ABSTRACT

In recent months he has retaken public attention the issue of the holdouts (the Argentine bondholders who did not accept the debt restructuring proposed by the government in 2005 and 2010), following the ruling of Federal Judge in the District Court in the United States by the Southern District of New York, Thomas Griesa, in favor of a group of creditors of bonds that did not enter the last two restructurings District. In this frame-



work in addition to analyzing the possible implications that this failure has on the private sector in Argentina, it is important to contextualize the problem of holdouts. To do this, then a description of the panorama of the Argentine debt is done, making a review of past, present and future prospects.

Key words: Fiscal Policy, Argentina, debt restructuring.

JEL Classification: E62

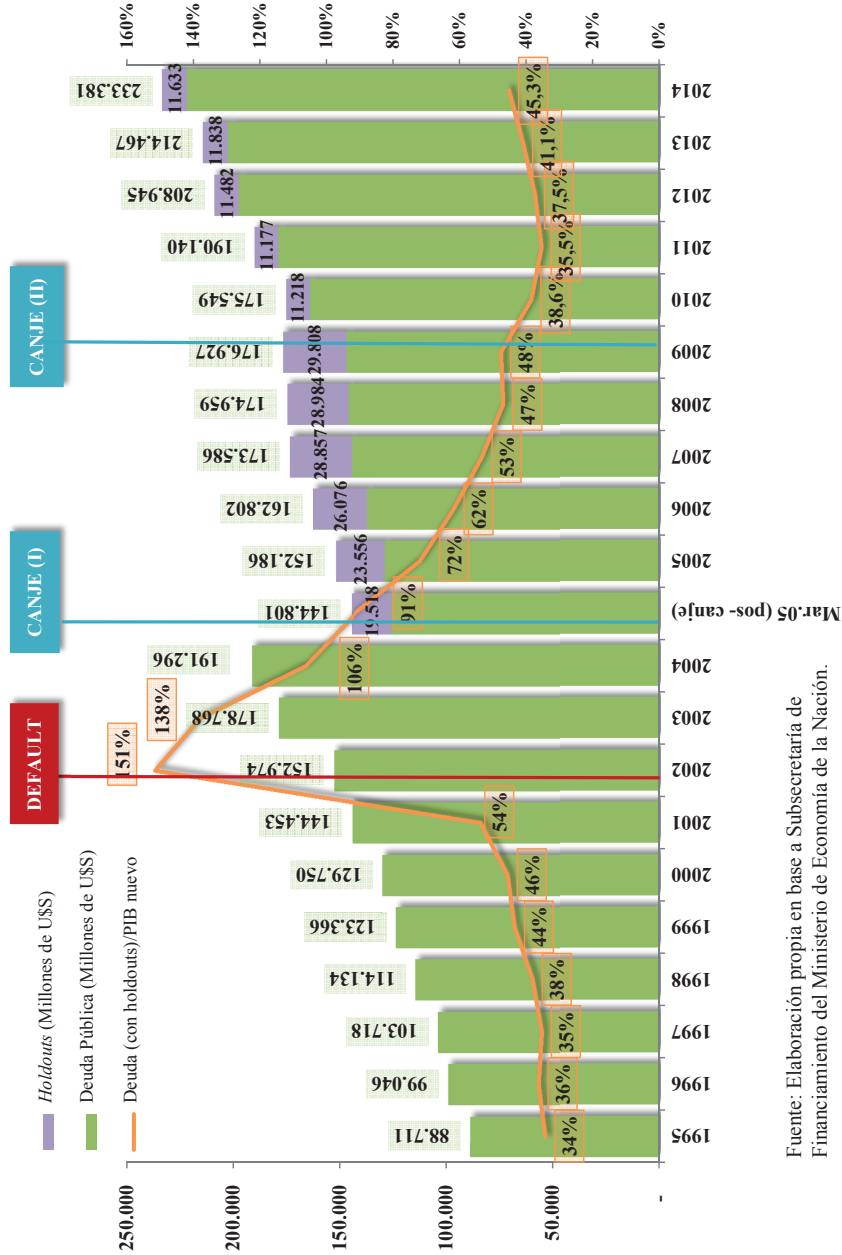
I. NIVEL DE DEUDA PÚBLICA: ¿CÓMO SE LLEGÓ A LA SITUACIÓN ACTUAL?

El stock de deuda pública a diciembre del 2014 (según estadísticas oficiales de la Subsecretaría de Financiamiento de la Nación) asciende a unos US\$ 233.381 millones, de los cuales US\$ 11.633 millones corresponden a deuda no ingresada en los Canjes 2005 y 2010, es decir a los llamados *holdouts*. En términos relativos, el total de deuda representa actualmente un 45,3% del PIB.¹

Observando la trayectoria de la deuda 20 años hacia atrás, se aprecia que luego de crecer a un ritmo sostenido en el período 1993-2001, en diciembre del 2001 se declara la cesación de pagos, con un stock total cercano a los US\$ 144.500 millones. La deuda siguió creciendo, llegando a un pico máximo de US\$ 191.300 millones en diciembre de 2004, y en marzo del 2005 se llevó adelante el proceso de reestructuración de la deuda, en el cual se canjearon los títulos de deuda en default por nuevos títulos que implicaban una importante quita de capital y un alargamiento de los plazos. Se logró una adhesión al canje del 76% de los títulos en default, con una quita promedio del 65%. Los nuevos títulos que se otorgaron fueron los siguientes: Discount (que suponían una quita de la deuda original), Par (que no llevaban quita, pero sí una tasa menor y un plazo mayor que el anterior), y Bonos Cuasipar (que implicaban una quita menor que los bonos Discount, pero estaban todos nominados en \$, a diferencia de los Par y Discount -que había en Pesos, Dólares, Euros y Yenes-). Los nuevos bonos fueron emitidos en distintas monedas y bajo distintas legislaciones y se les agregó además, a modo de incentivo, el “Cupón PIB”, que consiste en un bono atado al crecimiento de la economía argentina y que se paga proporcionalmente al PIB

1. Considerando la nueva serie del PIB publicada en este año, con base año 2004.

**Gráfico 1: Evolución del Stock de deuda pública
(En millones de dólares y porcentaje del PIB)**



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

cuando la economía crece a un ritmo mayor al 3%. El monto de deuda que no aceptó ingresar al canje ascendía a US\$ 23.500 millones, que crecieron hasta casi unos US\$ 30.000 millones en 2009.

En el año 2010 se realizó una reapertura del Canje, tras el cual el monto de tenedores *holdouts* se redujo a los US\$ 11.200 millones, que son los que persisten actualmente y entre los cuales se encuentran los llamados “fondos buitres” que han iniciado acciones judiciales para poder cobrar sus acreencias a un valor del 100% de los montos originales.

En términos nominales, se aprecia que el nivel de endeudamiento actual es mayor aún que el pico máximo alcanzando en el 2004, antes del canje de deuda. Si bien en términos del PIB el porcentaje actual es sustancialmente más bajo que en ese año, dicho ratio se encuentra en niveles similares a los de fines de la década del noventa, período en el cual el endeudamiento ya empezaba a constituir un problema difícil de manejar.

Entonces, ¿cuáles son las diferencias entre el nivel de deuda actual y el del período previo al default, que hacen que hoy la deuda no aparente ser un problema grave para la economía? (o, al menos que sea un problema con características diferentes a las que históricamente enfrentó la economía Argentina).

La respuesta tiene que ver con la estructura y composición de la deuda, lo cual se analiza en los apartados a continuación.

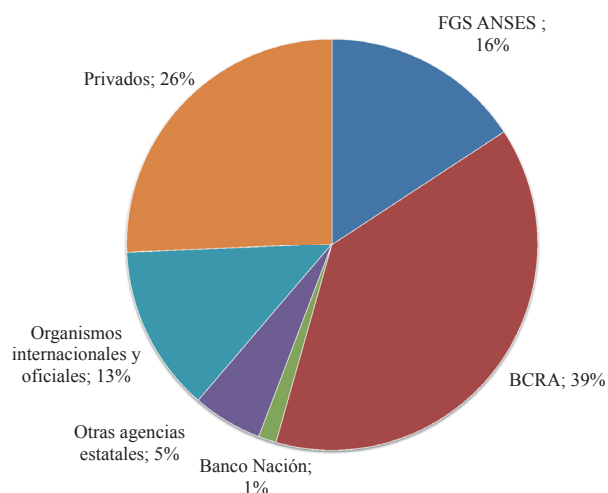
II. ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA:

¿A QUIÉN LE DEBE ACTUALMENTE EL ESTADO?

Analizando la estructura de la deuda pública según el tipo de acreedor, se aprecia que un 39% de la deuda del Sector Público Argentino está en manos del BCRA y un 16% en el Fondo de Garantía y Sustentabilidad de la ANSES. Otros organismos estatales y el Banco Nación se llevan un 6%. Los organismos internacionales participan con un 13% y el 26% restante corresponde a deuda con acreedores privados.

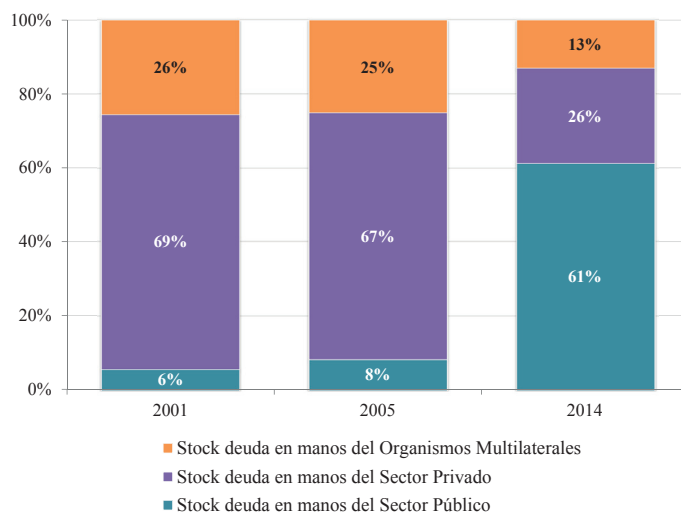
En definitiva, actualmente un 61% de la deuda se encuentra en manos del propio Estado; a diferencia del año 2001, en que la deuda con agencias estatales representaba solo el 6%, e inclusive del 2005, luego de la

Gráfico 2: Composición de la deuda por tipo de acreedor (2014)



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

Gráfico 3: Composición de la deuda por tipo de acreedor (2014 vs.2005 y 2001)



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

reestructuración cuando la deuda intra sector público era del 8%. En otras palabras, en una buena medida el Estado se debe a sí mismo.

Desagregando un poco más la estructura de la deuda pública según instrumento, se observa que prácticamente la mitad del stock actual está constituido por títulos públicos. El segundo instrumento de relevancia lo constituyen las Letras Intransferibles al BCRA, que son los títulos colocados en el Banco Central a los fines de poder utilizar las reservas para pagar la deuda y que actualmente llegan a representar un 24% del stock. En tercer lugar, se encuentran los préstamos de organismos multilaterales, que participan con un 13% del total.

Por su parte, y analizando más en detalle la composición de los títulos públicos, en primer lugar se aprecia que los bonos emitidos con la reestructuración de la deuda en default representan un 56% del stock total de títulos públicos (Par, Discount y Cuasi Par, en los distintos tipos de monedas y legislaciones bajo las cuales fueron emitidos). Otros títulos con un peso de importancia son los Bonar, en US\$ y en \$ (que son los títulos de deuda colocados luego del canje del 2005) representan en conjunto un 33% del stock total. Por su parte, de los diferentes Boden en \$ y en US\$ (emitidos luego del default, para compensar a bancos y ahorristas por la pesificación asimétrica), solo resta de ser pagado el Boden 2015 en US\$ (representa un 7% del stock total).

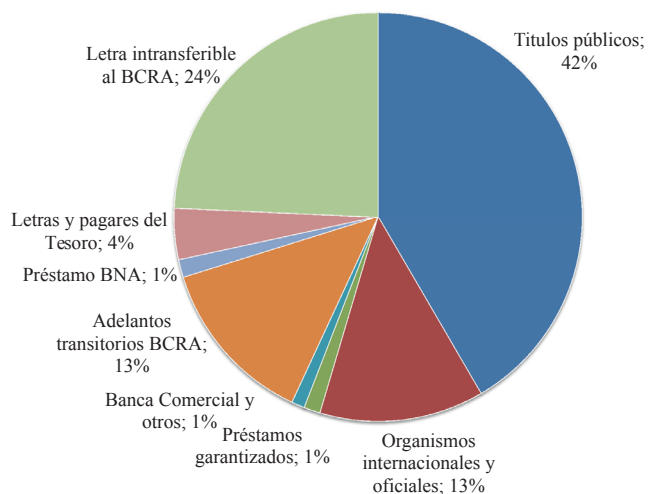
III. COMPOSICIÓN POR MONEDAS:

¿BENEFICIARÍA AL GOBIERNO UNA DEVALUACIÓN DEL PESO?

Teniendo en cuenta la composición del stock de deuda por monedas, se aprecia que actualmente un 35% de la deuda está nominada en \$, mientras que este porcentaje en el 2001 era de sólo el 3%, con lo cual podría decirse que se habría reducido el riesgo que implicaría sobre la capacidad de pago de la deuda una devaluación de la moneda nacional.

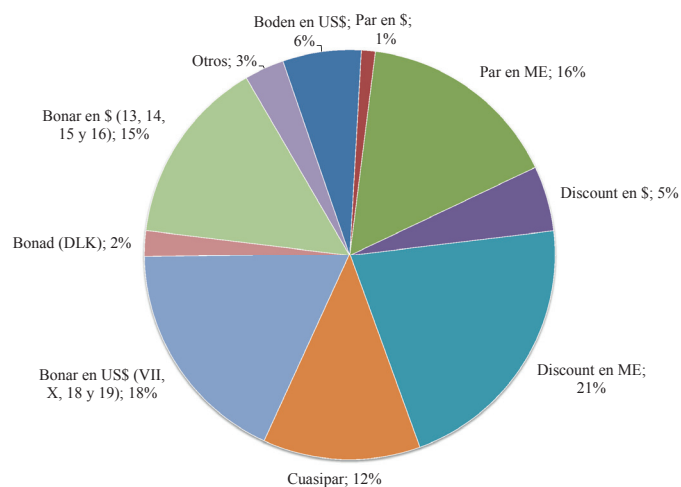
Sin embargo, analizando cuáles son los acreedores que poseen la deuda en pesos, se aprecia que prácticamente un 60% se trata de los propios organismos estatales, principalmente la ANSES y el BCRA. De este modo, si bien una devaluación terminaría diluyendo una parte de la deuda, más de la mitad de la misma es deuda con el propio Estado, con lo cual se reduciría el beneficio de la licuación, viéndose potencialmente perjudicados estos organismos estatales.

Gráfico 4: Composición de la deuda, según instrumento



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

Gráfico 5: Composición de los títulos públicos



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

IV. VENCIMIENTOS FUTUROS:

LA NECESIDAD DE DÓLARES SE PROFUNDIZA EN 2015

El horizonte de pago de los servicios de deuda a futuro es bastante extenso. Concretamente, hasta el año 2045 el gobierno nacional debe afrontar vencimientos de títulos públicos, tanto en moneda local como extranjera.²

Centrando el análisis en un plazo más inmediato, se aprecia que en el período 2015-2017, los vencimientos de deuda por pagos de amortización e interés promedian los US\$ 26.000 millones, con una mayor importancia de vencimientos en moneda extranjera en todos los casos

A su vez, de los vencimientos de deuda en dólares, los que marcarían la verdadera necesidad de divisas para poder afrontarlos son los que corresponden a acreedores privados, puesto que se considera que los vencimientos con los propios organismos estatales (como el BCRA) se refinanciarían en su totalidad, mientras que aquellos con organismos multilaterales si bien se pagan en su totalidad, lo usual es que luego se obtengan préstamos por montos similares a los que vencían.

Los vencimientos en moneda extranjera, netos del Sector Público, ascienden a un total de US\$ 12.300 millones en el 2015, US\$ 7.800 millones en 2016 y 13.116 millones en 2017.

En consecuencia, la necesidad de divisas para el pago de la deuda en los próximos años sería de casi US\$ 8.400 millones en el 2015, se reducirían a unos US\$ 2.800 millones en el 2016 y ascenderían a US\$ 9.200 millones en 2017. Claramente, estas cifras podrían verse modificadas en caso de alcanzarse algún tipo de acuerdo con los *holdouts*, dependiendo de las características que tenga el acuerdo.

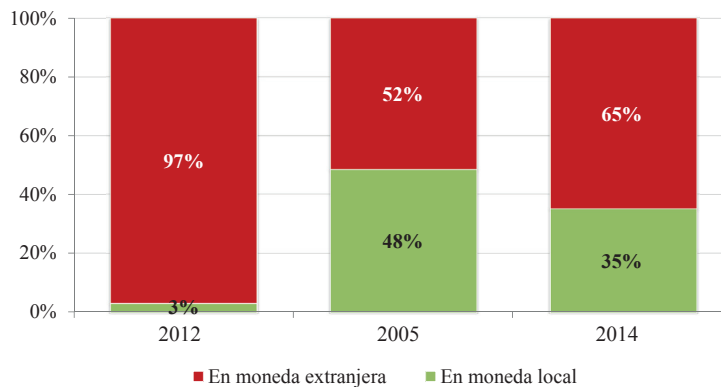
V. CASO HOLDOUTS: EL PANORAMA PODRÍA OSCURECERSE

V.a ¿Qué está pasando con los *holdouts*?

El frente con los bonistas que no aceptaron ingresar al canje de deuda se complica a partir del fallo del juez de los EEUU, Thomas Griessa, en noviembre de 2012 que obligó a la Argentina a pagar US\$ 1.330 millones a un fondo de acreedores (NML, Aurelius y un grupo minorista).

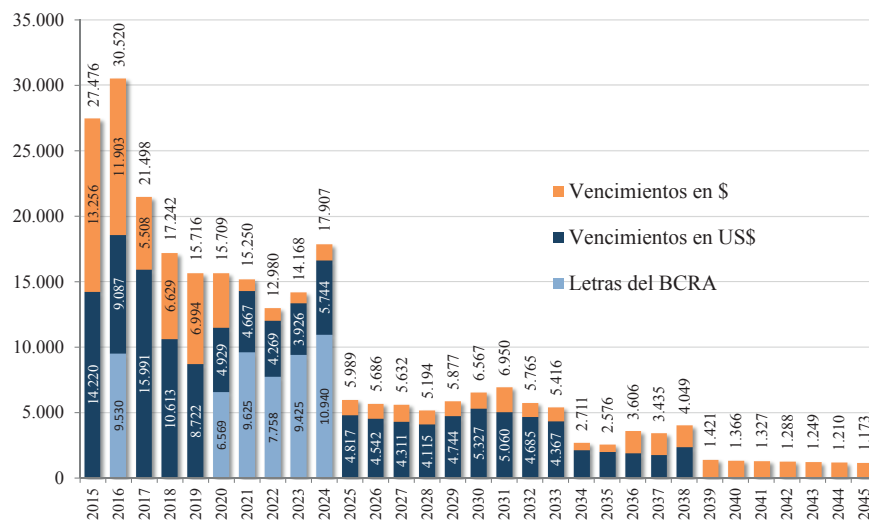
20. Existe también un bono colocado en el BCRA que se terminaría de pagar en el 2089, pero su importancia resulta bastante marginal.

Gráfico 7: Servicios futuros de amortización e interés (datos en millones de US\$)



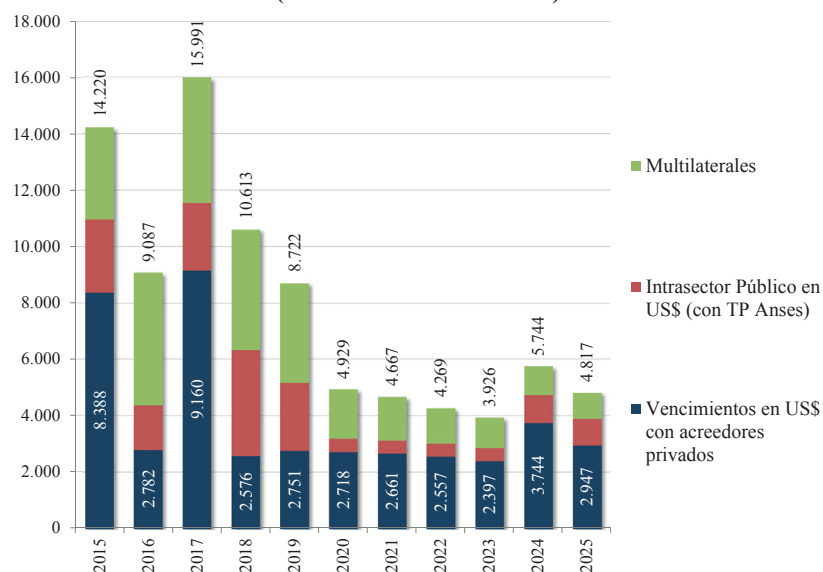
Fuente: Elaboración propia en base a Subsecretaría de Financiamiento del Ministerio de Economía de la Nación.

Gráfico 8: Servicios futuros de amortización e interés, en moneda extranjera (datos en millones de US\$)



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

Gráfico 8: Servicios futuros de amortización e interés, en moneda extranjera (datos en millones de US\$)



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

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.

En marzo de 2013, la Argentina presentó una nueva oferta de canje a los *holdouts*, bajo condiciones similares a las otorgadas en los canjes del 2005 y 2010. Dicha oferta fue rechazada por el grupo de bonistas, que no aceptan una quita y reestructuración de la deuda sino que reclaman se les pague en efectivo el 100% del valor original, más los intereses devengados.

A comienzos del 2014, Argentina apeló el fallo del Juez Griessa ante la Cámara de Apelaciones, quien otorgó una “suspensión” del embargo hasta tanto se definiera la situación.

Luego del rechazo por parte de la Cámara de Apelaciones, ratificando el fallo de Griessa, la Argentina se presentó ante la Corte Suprema de Jus-

ticia de los EEUU para que se expidiera acerca de este tema. Sin embargo, en junio de 2014 el máximo tribunal no aceptó la apelación de la Argentina, dejando en firme las decisiones que ordenaban al gobierno pagarle a los *holdouts* los US\$ 1.330 millones.

A mediados de 2014, la Argentina entró entonces en un período al que se puede denominar “Default Técnico”, puesto que si bien el país depositó en el BCRA en la cuenta a nombre del BoNY los recursos para pagar a los bonistas reestructurados, la Justicia norteamericana frenó el pago de dicha deuda, hasta tanto no se llegue a un acuerdo con los *holdouts*.

V.b ¿Por qué se llegó a esta situación?

Dos interrogantes que surgen son:

1) Siendo 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?

Debido a 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.

2) Considerando que el monto total de los *holdouts* no llega a representar un 10% del stock total de la deuda pública, por qué no se intenta llegar a un acuerdo, ofreciendo una propuesta más en línea con lo que los acreedores solicitan?

Diversas cláusulas le impiden actualmente al gobierno ofrecer una mejor propuesta.

La primera es la Ley Cerrojo, que imposibilita al gobierno realizar una nueva apertura del Canje de deuda ya realizado. De todas formas, esta ley puede llegar a ser suspendida (tal como ocurrió en el año 2010), o directamente derogada, si el Congreso así lo decide.

La segunda es la cláusula del *Pari Passu*, que figura en la mayor parte de las emisiones de deuda soberana y que implica “un trato igualitario para aquellos bonistas de un país que entren o no entren a un canje de deuda pública”.

Por otro lado, los bonistas que accedieron a los Canjes del 2005 y 2010 acordaron con el gobierno la cláusula RUFO (Right Upon Future Offer), que implica el derecho a una mejor oferta para ellos si el gobierno mejorara las condiciones propuestas a alguno de los bonistas que no ingresaron a los canjes. De todas formas, esta cláusula vence el 31 de diciembre del 2014, con lo cual luego de esa fecha, caería la vigencia y no existiría fundamento legal para pedir una compensación similar en caso de existir acuerdo.

En esencia, la situación actual argentina para negociar con los *holdouts* se encuentra bastante condicionada por los canjes del 2005 y 2010.

V.c. Implicancias del litigio actual con los *holdouts*

La falta de resolución del litigio con los *holdouts* posee implicancias altamente negativas para el país, a pesar que el monto en cuestión no representa un porcentaje elevado del nivel de endeudamiento actual de la Argentina. De hecho, el sector privado no resulta para nada ajeno a esta cuestión, además de la imposibilidad que tiene el sector público argentino en todos sus niveles para acceder a financiamiento internacional a tasas razonables.

El actual escenario al que se ve expuesto el país, luego de la negativa por parte de la Corte Suprema de EEUU a analizar el caso de Argentina, podría impactar sobre múltiples variables de la economía, con efectos que se pueden sintetizar de la siguiente manera:

- Caída en el precio de los títulos públicos.
- Aumento en las tasas de interés.
- Incremento del riesgo país.
- Freno adicional en el nivel de actividad económica.
- Imposibilidad para el sector privado de tomar financiamiento en el exterior.
- Necesidad de incrementar el financiamiento del BCRA al sector público Nacional.

VI. REFLEXIÓN FINAL

De lo expuesto en los párrafos anteriores, se aprecia que Argentina se encuentra actualmente frente a una situación sumamente delicada en materia de deuda pública, no tanto por su nivel de endeudamiento actual y los vencimientos futuros en concepto de amortización e interés (que a diferencia de otras épocas de la historia del país, resultan ahora bastante “manejables”), sino por el frente abierto con los *holdouts*, los acreedores que no aceptaron entrar en la reestructuración de la deuda ofrecida por el gobierno argentino.

Resulta necesario seguir de cerca lo que suceda con el caso *holdouts* en los próximos meses. De ahora en más, se vislumbran básicamente dos escenarios posibles: o la Argentina realiza un drástico cambio en su política de deuda externa y evidencia una verdadera voluntad de acuerdo, presentando una nueva oferta que resulte atractiva, lo cual le permitiría volver a insertarse en los mercados financieros internacionales; o se sigue con la estrategia actual de no encarar una solución de fondo, con las consecuencias mencionadas anteriormente, algunas de las cuales ya se están comenzando a vislumbrar y que no resultan nada favorables para el crecimiento sostenido del país.