

Holdouts: las implicancias sobre la macro

Informe Mensual Junio

Jueves 03 de julio de 2014

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

Editorial

La corrida cambiaria de enero forzó al Gobierno a tomar medidas ortodoxas: devaluación, suba de tasas de interés y baja del salario real. Si bien resultaron exitosas para estabilizar las reservas y achicar la brecha cambiaria, el precio a pagar fue que la economía cayera en recesión. La principal apuesta del Gobierno para intentar reanimar la actividad económica era la normalización de las relaciones financieras con el resto del mundo. Así, podría conseguir financiamiento externo para disipar el principal factor de incertidumbre que presenta la macro (la escasez de reservas), liberar parcialmente el flujo importador y asegurarse una transición ordenada hasta dic-15. La decisión de la Corte Suprema de los EEUU, que tomó por sorpresa al Gobierno, obligó a un cambio de rumbo.

La aceleración de los tiempos judiciales fue consecuencia de los errores del gobierno una vez conocida la decisión. En lugar de moderar el discurso público y dar señales claras de voluntad negociadora, las primeras reacciones parecieron redoblar la apuesta: por cadena nacional la presidenta catalogó como una extorsión el fallo de la justicia, a la vez que el ministro Kicillof anunció un canje de la deuda reestructurada para cambiar el domicilio de pago. La reacción fue inmediata: al día siguiente el juez Griesa levantó la medida cautelar (“stay”) y los plazos se acortaron, situación que debilitó aún más la posición negociadora argentina.

Puesto ante la disyuntiva de un *default* inminente, al Gobierno no le queda otra alternativa que negociar desde una posición de evidente debilidad. La situación habría sido muy diferente si se hubiera entablado una negociación con los *holdouts* cuando la relación de fuerzas no era tan asimétrica. En última instancia, la estrategia del Gobierno de patear sistemáticamente para adelante los conflictos financieros heredados terminó costando muy cara. Pasó con el Club de París: el monto de la deuda que en 2008 se podría haber arreglado

por US\$ 6.000 M y con dos años de gracia, terminó totalizando US\$ 9.700 M a pagar en 5 años. Y volverá a pasar ahora con los *holdouts*.

El principal temor del Gobierno es que un eventual acuerdo pueda generar juicios de tenedores de deuda reestructurada como consecuencia de la cláusula RUFO, que rige hasta diciembre 14 y establece que toda mejor oferta realizada debe hacerse extensiva a aquellos que ingresaron a los canjes. Independientemente de que la invocación de la RUFO sea legalmente muy discutible, el surgimiento de nuevos litigios complicaría la aspiración del Gobierno de conseguir nuevo financiamiento. Lo cierto es que existen distintas alternativas para minimizar los riesgos judiciales. En primer lugar, si se convence a la contraparte de la voluntad negociadora argentina, Griesa podría reponer el *stay* y estirar los plazos del acuerdo hasta principios del año próximo. O bien puede apelarse a un tercero interesado que le compre el juicio a los *holdouts* y luego negocie con la Argentina.

El mejor escenario para todos los actores relevantes es llegar a un acuerdo y evitar el default. En caso contrario, además del impacto inmediato (salida de capitales, ampliación de la brecha cambiaria, presión sobre las reservas, etc), el Gobierno debería asumir el costo político de haber llegado al poder en cesación de pagos e irse en la misma situación doce años después. De hecho, aun asumiendo el peor escenario (el fallo de Griesa se hace extensivo a todos los *holdouts* con legislación norteamericana y a la deuda en default con legislación europea que tiene una demanda en el CIADI), el monto máximo de deuda a emitir sería de US\$ 22.700 M (4,4% del PBI): una cifra absolutamente manejable dado el bajo nivel de endeudamiento de nuestro país. El problema es que cuando las partes directamente involucradas juegan al límite y redoblan sistemáticamente la apuesta, no se puede descartar completamente que el resultado final termine siendo el menos conveniente.

Pagando los costos de una estrategia equivocada

La decisión de la Corte Suprema de los EEUU de no tomar el caso argentino obligó al Gobierno a tener que elegir entre lo malo y lo peor. Lo malo implicaba dar un giro de 180° con respecto a la férrea posición previa e iniciar una negociación con los *holdouts* en una situación de evidente debilidad. Lo peor era mantener la estrategia de no negociar con los *holdouts*, avanzar con un canje de la deuda reestructurada para cambiar el domicilio de pago (de muy difícil implementación) y asumir los costos políticos y económicos de entrar en desacato con la justicia norteamericana y deliberadamente llevar al país al *default*. Obviamente, **los costos políticos afectarían el legado histórico de un Gobierno que, luego de 12 años en el poder, no pudo resolver el problema del *default*.**

Si bien el sentido común y el interés de todos los actores involucrados (*holdouts*, gobierno argentino, mercados financieros, justicia norteamericana, tenedores de títulos reestructurados) **indicaban que lo más razonable era iniciar negociaciones, el empecinamiento previo del Gobierno en no negociar con los holdouts** (incluso cuando los sucesivos fallos de la justicia norteamericana permitían avizorar un escenario muy complejo) **hacía que no fuera obvia la decisión que finalmente tomaría el Gobierno.**

Mirando hacia atrás, **el pecado original de la posición argentina fue no haber abordado de forma integral el litigio con los *holdouts*.** Desde lo estrictamente legal, la posición irrestricta del Gobierno de no sentarse a negociar (“*no van a cobrar ni un dólar*”) no fue sólo discurso político para consumo interno sino también el núcleo de su “estrategia” judicial. Esta posición imposibilitó que la Argentina pu-

diera dejar en claro su voluntad de normalizar la situación, y demostrar que los términos de los canjes de 2005 y 2010 terminaron siendo bastante más beneficiosos que las valuaciones inicialmente realizadas.

Ahora bien, una vez tomada la decisión de no negociar con los *holdouts* y si se quería llegar a buen puerto, resultaba imprescindible priorizar la relación política con los EEUU, normalizar el resto de las cuestiones financieras pendientes que había generado el *default* para demostrar la buena voluntad del país, y cerrar todos los resquicios legales por donde se pudieran filtrar los reclamos de los *holdouts*.

La Argentina hizo exactamente lo contrario en todos los frentes. Desde la realización de la Cumbre de las Américas en Mar del Plata en noviembre de 2005 en la cual Kirchner maltrató en público al presidente Bush, la relación política con los EEUU se fue deteriorando progresivamente. Este distanciamiento incluyó, por mencionar algunos hitos, el episodio del canciller Timerman decomisando material sensible de un avión militar estadounidense en febrero de 2011, la firma del memorando de entendimiento con Irán en enero de 2013, y, más recientemente, el apoyo diplomático a Rusia por la anexión de la península de Crimea (contrariando la posición de los EEUU). Además de aprovechar cada tribuna internacional (como por ejemplo las reuniones del G20) para aleccionar en materia económica a los países desarrollados luego de la crisis financiera de 2008.

En términos de la relación financiera con el resto del mundo, **no sólo permaneció en *default* con los países del Club de París** (después de innumerables idas y vueltas), **sino que también expropió desordenadamente a la principal empresa de la Argentina sin brindar ninguna certeza con respecto al mecanismo indemniza-**

torio aduciendo un supuesto pasivo ambiental, y demoró el pago de las sentencias en el marco del CIADI. Por si ello no fuera suficiente, desde 2007 dinamitó la credibilidad de las estadísticas oficiales, afectando el pago de los títulos públicos que actualizaban por CER.

Por último, **desde la estrategia legal el efecto combinado de cerrar toda puerta a una negociación con los litigantes y la vigencia de la denominada Ley Cerrojo** (que mantenía cerrada la posibilidad de que ingresaran al canje) **fue semejante a negarle entidad a los holdouts. Precisamente éste fue el resquicio legal que encontró el Fondo NML para argumentar la violación de la cláusula de “trato igualitario”** (*pari passu*) **existente en los títulos defaultados.** Esta cláusula, concebida originalmente para negar la posibilidad de una subordinación de una deuda en relación a otra, impide cualquier modificación en las condiciones de emisión sin el consentimiento del acreedor.

El argumento legal es sencillo: como aquellos que entraron al canje de forma voluntaria están recibiendo los pagos de acuerdo a las nuevas condiciones establecidas en los bonos reestructurados, Argentina estaría violando el “trato igualitario” en la medida en que los holdouts no sólo no están recibiendo ningún pago, sino que tienen vedada la posibilidad de ingresar al canje (por la Ley Cerrojo) y el Gobierno ha manifestado reiteradamente, discursiva y judicialmente, que no está dispuesta negociar. Es decir, es una especie de subordinación de deuda (la reestructurada vs la que se encuentra en manos de los *holdouts*, pese a que ambas tenían las mismas condiciones originales) **pero llevada al extremo de negarle entidad.**

La denominada Ley Cerrojo¹ le prohibía al Estado Nacional la reapertura del canje y “*efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada, respecto de los bonos*” con los tenedores de títulos en *default* que no hayan ingresado al canje. Fue sancionada de forma *express* en febrero de 2005 (su tratamiento demandó apenas 6 días), con el propósito de maximizar el porcentaje de aceptación del canje señalizando explícitamente que no iban a existir “segundas oportunidades”. De hecho, **el apuro se debió a que en el prospecto de los nuevos títulos presentados ante la SEC se establecía que los “acuerdos” (settlements) que el Gobierno argentino eventualmente realizara en el futuro con aquellos que no entraran al canje, no necesariamente debían hacerse extensivos a aquellos que sí entraran**². Por el obvio incentivo que esta cláusula generaba para no entrar al canje de 2005 a la espera de una mejor oferta, es que el Gobierno debió sancionar de apuro la Ley Cerrojo.

Para poder llevar cabo el segundo canje en 2010, fue necesario suspender por un año la vigencia de la Ley Cerrojo (hasta el 31 de diciembre de 2010). Si bien la Ley Cerrojo fue una herramienta que permitió elevar los porcentajes de adhesión a los canjes (76,1% en 2005 y un 68,3% en 2010, calculado sobre la deuda remanente en *default*), **no es menos cierto que mantener su vigencia incluso después de cerrados los canjes fue un error de magnitud, ya que no**

Aceptación global del canje

En millones de US\$

	Canje 2005	Canje 2010	Total
Deuda elegible	81.836	19.518	81.836
Deuda canjeada	62.318	13.298	75.616
En %	76,1%	68,1%	92,4%

Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas.

¹ Ley N°26.017, sancionada el 9 de febrero de 2005.

² En realidad, el prospecto establecía que “*el Gobierno argentino se reserva el derecho, en su absoluta discreción, de comprar, canjear, ofrecer de comprar o canjear, o alcanzar un acuerdo con respecto a cualquier Deuda Elegible que no sea canjeada en esta Oferta*”. El punto es que más adelante establece que “*los términos de cualquiera de esas compras, canjes, ofertas o acuerdos pueden diferir con respecto a los términos de esta Oferta*”, pero que “*los tenedores de los títulos reestructurados tienen el derecho de participar en cualquier compra voluntaria, canje, oferta de compra o canje extensivo a los tenedores de Deuda Elegible no canjeada en esta Oferta*”. Es decir, excluye a los tenedores de títulos reestructurados del derecho a participar en el caso de eventuales “acuerdos” (*settlements*). Ver página S60 del prospecto del Canje de 2005.

reportaba ningún beneficio y complicaba la estrategia judicial.

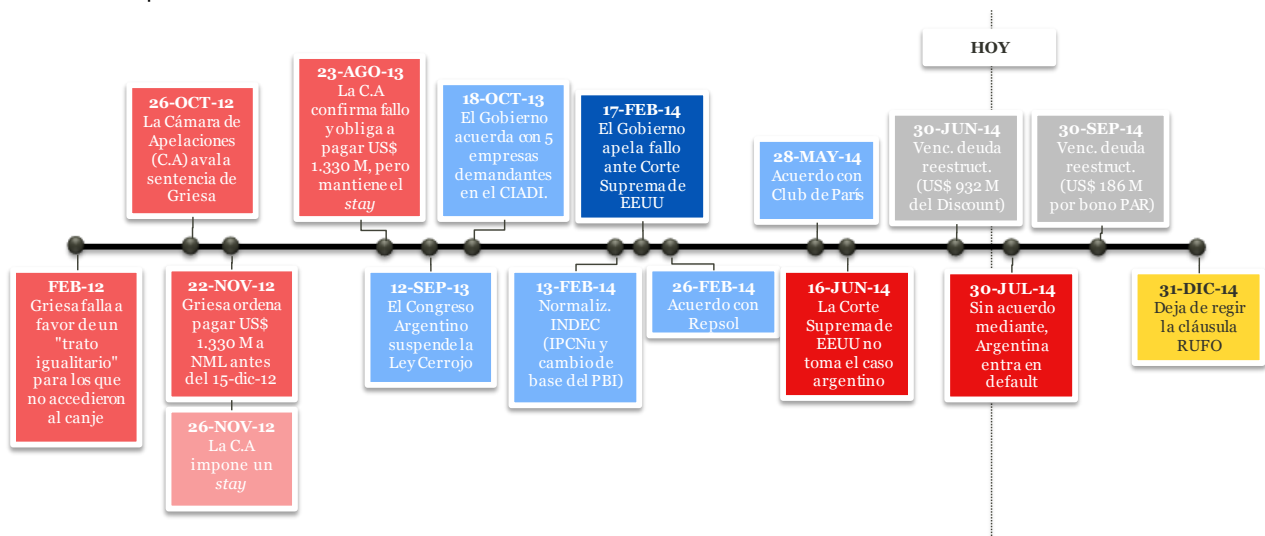
Aun cuando no era obvia la decisión final que iba a tomar la justicia norteamericana, **lo cierto es que después de la decisión de la Cámara de Apelaciones de fines de 2012 avalando la particular interpretación del *pari passu* de Griesa, el frente judicial se que complicó notablemente. Ante este escenario, el Gobierno debió extremar los recaudos, fortalecer el frente político y explorar soluciones alternativas considerando la posibilidad de una negociación cuando la relación de fuerzas entre las partes era todavía más equilibrada.** Pero no fue el caso: el Gobierno sólo aceptó modificar el empecinamiento previo cuando el fallo de la Corte Suprema de los EEUU se volvió inminente. Así, en menos de 8 meses pagó los fallos del CIADI con sentencia firme, normalizó el INDEC, arregló el pago de la indemnización con Repsol y acordó con el Club de París. Pero los esfuerzos en tiempo de descuento no fueron suficientes para que la Corte Suprema tomara el caso argentino o al menos estirara los plazos.

El error más reciente en la estrategia judicial fue una vez conocida la decisión de la Corte Suprema de no tomar el caso argentino. Todavía sorprendido por el impacto, **las primeras reacciones del Gobierno parecían redoblar (una vez más) la apuesta y priorizar el relato doméstico:** el mismo lunes 16 la presidenta usó la cadena nacional para catalogar como una extorsión la decisión de la justicia norteamericana, y al día siguiente el ministro Kicillof, luego de encendidas críticas a Griesa, anunció un supuesto canje de apuro de la deuda reestructurada para cambiar el domicilio de pago y poner a salvo los pagos de los embargos del juez. Esta posibilidad había sido expresamente prohibida por Griesa, e implicaba poner al país borde del *default* de forma deliberada. **La consecuencia fue inmedia-**

ta: el miércoles el juez Griesa resolvió levantar la medida cautelar (“stay”), y los plazos se aceleraron notablemente.

Aun desde una posición de dureza, si la posición del Gobierno hubiera sido la de aceptar el fallo y no dejar dudas con respecto a su voluntad negociadora, era factible que el juez mantuviera el *stay*. Esto hubiera permitido salvar el pago del Discount del 30 de junio y el Gobierno habría ganado otros tres meses para explorar distintas soluciones (la “fecha límite” se corría al 30 de octubre³). Contrariamente a lo que parece ser la percepción del Gobierno, el acortamiento de los plazos y la amenaza inminente de un *default* juega claramente en contra de la posición argentina.

Cronología del conflicto con los *holdouts* 2002-2014



Mirando retrospectivamente todo el proceso, la aspiración del Gobierno fue patear lo máximo posible el litigio judicial con los *holdouts* para que fuera otra administración la que tuviera cargar con los costos políti-

³ 30 días después del próximo vencimiento de deuda reestructurada (el pago de intereses del bono Par del 30/09/14).

cos de un arreglo. En su visión, el frente judicial no depa-
raba mayores riesgos y la inmunidad soberana aseguraba
que, en el caso eventual de un fallo negativo, no se pudiera
ejecutar dada la falta de activos embargables. **Además de
intrincado y discutible, también es cierto que el fallo
de Griesa es inédito.**

**Lo que no hay que perder de vista es que la posición
Argentina también ha sido inédita.** Por lo pronto, en
todos los ejemplos relevantes del pasado, los países termina-
ron negociando con aquellos que no entraron a la reestructu-
ración. **La Argentina no sólo no encaró ninguna ne-
gociación, sino que siempre que no iban a cobrar ni
un dólar.** Por si ello no fuera suficiente, mantuvo abiertas
las cuestiones financieras heredadas del colapso de la Con-
vertibilidad (Club de París, CIADI), desmanteló la credibili-
dad del INDEC, expropió Repsol sin dar ninguna señal de
pago indemnizatorio y se alejó políticamente de los EEUU.

**En última instancia, la estrategia de dilatar las ne-
gociaciones que llevó a cabo el kirchnerismo ter-
minó saliendo más cara.** Pasó con el Club de París, que
podría haberse arreglado en 2008 por un monto de US\$
6.000 M y dos años de gracia, y se terminó acordando de
apuro seis años después reconociendo un valor de deuda
mucho mayor (US\$ 9.700 M) y sin período de gracia. **Y
también sucedió en el caso de los holdouts:** si se
hubiera negociado cuando la relación de fuerzas era más
equilibrada por la incertidumbre referida a la decisión que
finalmente tomaría la justicia norteamericana, se podría
haber acordado en términos relativamente similares a los
alcanzados en los canjes. **Ahora, con un fallo firme de la
justicia norteamericana y la amenaza de un default
inminente, la relación de fuerzas es asimétrica y el
margen de maniobra del gobierno argentino mucho
menor.**

La quita y el cupón

Antes de analizar el impacto de distintas alternativas de arreglo con los *holdouts* sobre las necesidades financieras de los próximos años, vale la pena hacer un breve repaso de los canjes realizados en 2005 y 2010. Para intentar regularizar la deuda que se encontraba en *default*, el primer canje ofreció 3 bonos: el DISCOUNT (con una quita nominal del 66,3% y un cupón del 8,28% anual⁴), el PAR (sin quita nominal, pero con un cupón del 3,31% y vencimiento en 2038) y el CUASIPAR (quita nominal del 30,1%, pensado especialmente para las AFJP)⁵. **Sobre un stock total de deuda en *default* de US\$ 81.836 M⁶, el canje de 2005 logró una adhesión del 76,1%.**

El Gobierno machacó hasta el cansancio con que se había logrado una “histórica quita del 65,6%”, calculada como el cociente entre el monto nominal de los nuevos títulos emitidos (US\$ 35.261 M) y el total de la deuda en *default* (capital más intereses, US\$ 102.566 M). **Si bien es innegable que el canje de deuda resultó muy beneficioso en términos del valor presente de la deuda pública argentina** (ya que extendió notablemente los plazos, postergó el pago de amortizaciones hasta el año 2024 y bajó la tasa de interés promedio), **lo cierto es que lo que terminaron recibiendo los acreedores fue mucho mayor a la valorización que se realizó al momento del canje.**

Emisión de deuda por canjes 2005 y 2010

En millones de US\$

Canje 2005	35.261
Par 2038	15.000
Discount 2033	11.932
Cuasi-Par 2045	8.329
Canje 2010	7.047
Par 2038	3.439
Discount 2033	2.657
Global 2017	950
Total	42.308

Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

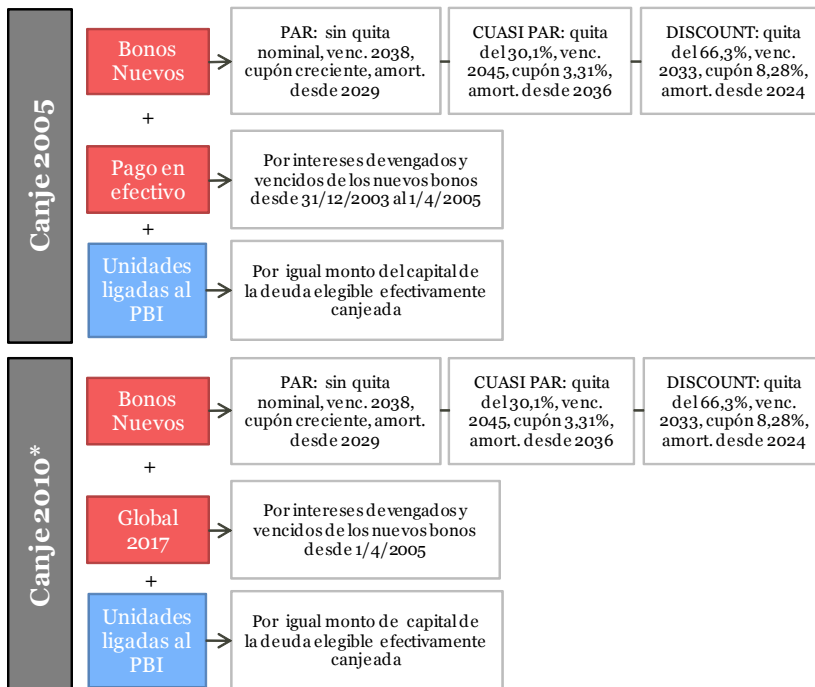
⁴ El vencimiento del bono Discount es en 2003.

⁵ Adicionalmente, se pagaron en efectivo los intereses corridos de los nuevos bonos desde el 31/12/2003 (fecha de emisión) hasta el 01/04/2005 (cuando se realizó el canje).

⁶ En caso de incluirse los intereses corridos según las condiciones originales, el total de la deuda en *default* (capital más intereses) ascendía a US\$ 102.566 M.

Ofertas del Canje 2005 y 2010

Por cada US\$ 100 nominal de deuda en default.

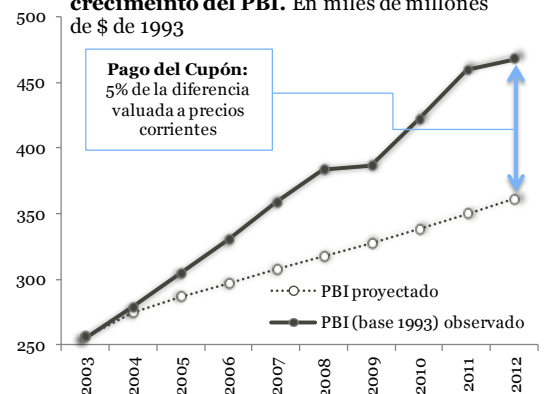


Fuente: LCG

*No se reconocieron los pagos correspondientes a las Unidades ligadas al PBI entre 2006 y 2009.

La causa de esta brecha fue el cupón del PBI: con el propósito de aumentar el porcentaje de aceptación del canje, el Gobierno agregó este novedoso instrumento financiero que iba a pagar en la medida en que el PBI creciera por encima de determinado valor umbral⁷. Adicionalmente, **su metodología de cálculo hacía que el valor a pagar fuera acumulativo**: cuanto más crecimiento se acumulara en los primeros años, mayores iban a ser los pagos inmediatamente posteriores a realizar⁸. **El problema es que este instrumento, que en su momento no fue muy valorado por el mercado por la incertidumbre que generaba la**

Pagos del Cupón en función del crecimiento del PBI. En miles de millones de \$ de 1993



Fuente: LCG en base a INDEC

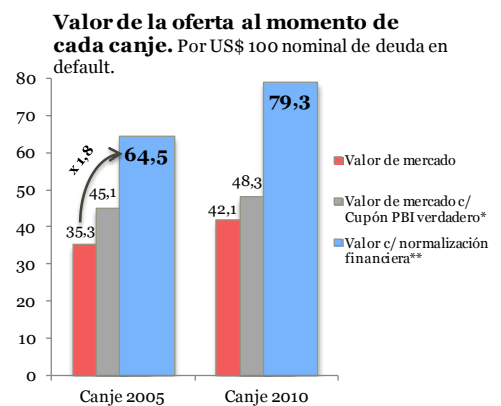
⁷ Dicho valor umbral era de 4,26% en 2005, descendiendo progresivamente hasta converger a 3,0% en 2015.

⁸ Si bien el monto nominal a pagar por el Cupón del PBI es el mismo, el costo en valor presente es mayor si los pagos son más elevados en los primeros años.

evolución macro argentina y las dificultades para valuarlo, terminó resultando muy oneroso: se comprometieron pagos por un monto máximo de US\$ 36.280 M⁹, y casi 1/3 de dicho monto (US\$ 12.150) ya se ha cancelado en los primeros diez años de vigencia.

Esta diferencia entre la estimación inicial y lo efectivamente percibido se observa claramente al analizar el valor del canje en 2005 bajo distintos escenarios. De acuerdo a los precios de mercado una vez realizado el canje, el valor de mercado de la oferta era de US\$ 35,3 por cada US\$ 100 de deuda en *default* (lo que implicaba una quita del 65%). Sin embargo, si se toma el flujo verdadero de pagos del cupón del PBI¹⁰ y se lo descuenta a la tasa existente en 2005, el valor de mercado de la oferta en aquel año se eleva a US\$ 45,1. Pero si en lugar de utilizar los valores de mercado de 2005 se descuenta todo el flujo de pagos (el del Discount más el “verdadero” del Cupón del PBI) utilizando una tasa de “normalización financiera” de 7,23% (como el rendimiento promedio que mostró el bono Discount en los meses de abr-may de 2007), se observa que en realidad el valor de la oferta de 2005 fue de US\$ 64,5 por cada US\$ 100 de deuda canjeada. Este valor es prácticamente el doble del que surge de tomar las cotizaciones de mercado *post canje*.

Algo similar surge si se analiza el valor del canje de 2010, que permitió canjear un 16,3% adicional de la deuda en *default* (capital) y elevó el porcentaje de regularización al 92,4%. Como “castigo” por no haber entrado a la primera oferta, en esta oportunidad se entregó un



Fuente: LCG
 * Asume flujo de pagos del Cupón PBI estimado por LCG (desde 2014 en adelante) descontado a la TIR promedio del Discount 2033 en diciembre 2005 (9,75%).
 ** Asume flujo de pagos descontado al 7,23% (TIR promedio del Discount 2033 en los meses de mar-abr/2007).

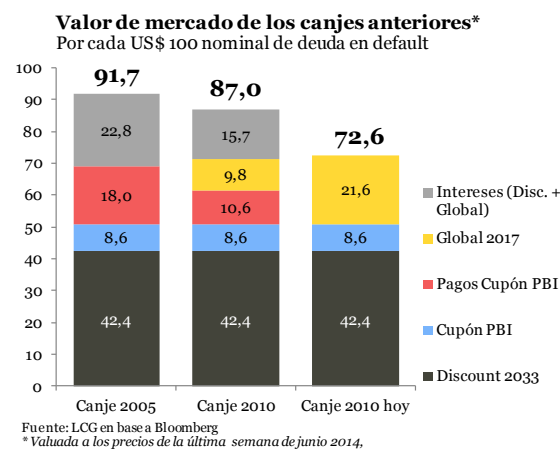
⁹ Si los canjes hubieran tenido 100% de aceptación, el monto total comprometido hubiera sido de US\$ 39.280 M.

¹⁰ El “flujo verdadero” de pagos del PBI toma los valores efectivamente pagados durante el período 2005-13, y hacia adelante asume conservadoramente que se crece alternativamente al 0% y 4% anual.

nuevo bono (Global 17) por los intereses corridos de los nuevos bonos entre 2003 y 2009 (no hubo pagos en efectivo) y, si bien se entregaron también los cupones del PBI, no se reconocieron los pagos realizados por éstos entre 2005 y 2009. **Tomando el valor de mercado post canje de 2010 de los títulos entregados, la oferta fue de US\$ 42,1 por cada US\$ 100 de deuda en *default*.** Pero si se incluye el verdadero pago del Cupón del PBI y se descuenta todo el flujo de pagos utilizando la “tasa de normalización financiera”, **el valor de la oferta se eleva a US\$ 79,3¹¹.**

Otra forma de ver que los términos de los canjes terminaron siendo bastante más beneficiosos que la percepción inicial (y que el discurso del Gobierno), es considerar cuánto terminó recibiendo cada tenedor de deuda en *default* que ingresó a los canjes: **aquel que ingresó en el canje de 2005 recibió a hoy US\$ 91,7 por cada US\$ 100 de deuda en *default*, a la vez que el que entró en el canje de 2010 percibió US\$ 87** (en ambos casos se consideran los pagos efectivamente percibidos¹² y los valores de mercado de los títulos en cuestión).

A pesar de los indudables beneficios que trajo aparejada la renegociación de la deuda, lo cierto es que al final del día Argentina terminó pagando bastante más de lo que se estimaba en un primer momento. Precisamente, este es el argumento que la Argentina se vio imposibilitada de utilizar en la discusión legal como consecuencia de la estrategia adoptada de negarle la entidad a los *holdouts*, y que habría permitido una solución menos onerosa de la que finalmente va a tener lugar.



¹¹ Obviamente, las quitas implícitas no son directamente comparables porque sólo se toma el *stock* de capital de deuda en default (sin considerar los intereses corridos).

¹² Se toman directamente los pagos realizados a valor nominal en cada momento del tiempo, sin imputar ninguna tasa de interés asociada.

Las alternativas de negociación

Para plantear posibles escenarios de negociación y su impacto sobre las necesidades de financiamiento de los próximos años, primeramente se deben separar las implicancias legales del acuerdo de los términos financieros del eventual acuerdo. **El aspecto que más preocupa al Gobierno son las posibles demandas judiciales de tenedores de deuda reestructurada que planteen el incumplimiento de la cláusula RUFO (*Rights Upon Future Offers*), que rige hasta diciembre de 2014 y plantea que toda mejor oferta debe hacerse extensiva a aquellos que entraron a los canjes anteriores.**

Si bien implicaría entrar en discusiones legales y exponerse al riesgo de la apertura de nuevos juicios (lo que complicaría el retorno al financiamiento externo), lo cierto es que **hay distintas razones por las cuales se puede salvar esta cuestión.** Por lo pronto, **el prospecto establece claramente que la RUFO rige sólo si la “Argentina voluntariamente realiza una oferta de compra o canje”, por lo que no aplicaría en el caso del cumplimiento de una sentencia judicial.** De hecho, un eventual arreglo para cumplir con una decisión de la justicia podría enmarcarse dentro de lo que se establece en el prospecto respecto al “*settlement*”, que explicamos detalladamente más arriba.

En segundo lugar, **si la Argentina convence a la contraparte de su buena voluntad para llegar a un acuerdo se podrían estirar los plazos** (por ejemplo, si Griesa repone nuevamente el “*stay*” para poner a salvo los próximos pagos) **e implementar el acuerdo recién en 2015.** Obviamente, el principal obstáculo de esta alternativa es qué “garantía” de cumplimiento está en condiciones de ofrecer el Gobierno para convencer a los *holdouts* y al juez Griesa. Y en tercer lugar, **una posibilidad más “aséptica”**

en términos legales es que una tercera parte interesada (banco internacional de primera línea, consorcio de bancos locales, etc) **le compre el juicio a los *holdouts* y posteriormente, ya sin la amenaza del default inminente, negocie un arreglo con el Gobierno argentino**¹³. En este caso, **la complejidad viene por el escaso tiempo disponible y la garantía que la Argentina podría ofrecer para el cumplimiento del preacuerdo con el tercero interesado** (compleja si se trata de un banco internacional de primera línea, más factible en caso de un consorcio de bancos locales). **En todo caso, y aun con los riesgos legales asociados, hay distintas alternativas para saltar los inconvenientes asociados a la cláusula RUFO.**

Yendo a los términos financieros de un eventual acuerdo, planteamos tres escenarios alternativos para el pago de la sentencia de US\$ 1.500 M (sobre un valor nominal de títulos en *default* de US\$ 428 M): **1) replicar las condiciones del Canje de 2010, 2) “Canje 2010 Plus”** (se entrega un bono Global 17 por los intereses corridos del Discount desde 2003 –que se capitalizan a una tasa del 7,23% anual- y se reconocen en *cash* todos los pagos realizados por el Cupón PBI desde 2005 y también capitalizados a una tasa del 7,23% anual), **y 3) “Solución Repsol”** (se reconocen los US\$ 1.500 M de la sentencia y se emiten títulos replicando la estructura del acuerdo con Repsol).

¹³ Pese a las diferencias sería similar a lo que sucedió con Repsol, que previamente al acuerdo con la Argentina ya tenía acordada con un banco de inversión (Morgan Stanley) la compra de buena parte de los títulos que iba a recibir.

Posibles ofertas al fondo NML Capital

Por US\$ 428 nominal de deuda defaulteada

	Emisión de deuda (US\$ M)	Discount 2033	Global 2017	Bonar X 2017	Bonar 2024	Cupón PBI (unidades)	Pagos en efectivo (US\$)	Valor de mercado* (US\$ M)	Valor de mercado descontado al 7,23%** (US\$ M)
Condiciones del Canje 2010 (1)	294	202	92	0	0	428	0	305	385
Canje 2010 plus (2)	330	202	128	0	0	428	99	438	523
"Solución" Repsol (3)	1.500	477	0	136	886	0	0	1.376	1.597

Fuente: LCG

(1) *Iguals condiciones del Canje 2010: Discount 2033 (c/ quita nominal del 67,3% por cada US\$ 100 VN defaulteado), Global 2017 (por intereses devengados por el Discount desde 2003 hasta hoy) y unidades de Cupón PBI (100 unidades por c/ US\$ 100 VN defaulteado).*

(2) *Se ofrece Discount 2033 (c/ quita nominal del 67,3% por cada US\$ 100 VN defaulteado), Global 2017 (por intereses devengados por el Discount desde 2003 hasta hoy y capitalizados a una tasa del 7,2% anual), unidades de Cupón PBI (100 unidades por c/ US\$ 100 VN defaulteado) y el cobro en efectivo del total de pagos del Cupón PBI desde 2006 capitalizados a una tasa del 7,2% anual.*

(3) *Emisión de deuda con una estructura similar a la acordada con Repsol: Bonar 2024 (59%); Bonar X 2017 (32%) y Discount 2033 (9%).*

* Valor de mercado a los precios de la última semana de jun-2014.

** 7,23% se refiere a la TIR promedio del Discount 2033 en los meses de mar-abr/2007.

Obviamente, después de la decisión de la Corte Suprema las chances de la primera alternativa son nulas, pero resulta útil para poner en contexto **el mayor costo que el Gobierno deberá pagar por no haber negociado con los holdouts cuando la relación de fuerzas era mucho más equilibrada. En el escenario intermedio se emitiría deuda por un valor nominal de US\$ 330 M más el pago de US\$ 99 M en efectivo y la entrega del Cupón del PBI, mientras que la alternativa que hoy resulta más probable (replicar Repsol) implicaría una emisión de deuda por US\$ 1.500 M. En términos de las cotizaciones actuales de mercado (afectadas por el riesgo de default), la solución Repsol costaría más del triple que en el Canje 2010 “Plus” (US\$ 1.376 M vs US\$ 438)¹⁴. Como con el Club de París, haber pateado pa-**

¹⁴ De hecho, si se imputa la tasa de “normalización financiera” del 7,23% el valor de mercado de la “Solución” Repsol ascendería a US\$ 1.597 M, lo que pone en evidencia el *upside* existente en caso de que se solucione el problema de los *holdouts*.

ra adelante la resolución del conflicto trajo aparejados sus costos.

Más allá de los errores del pasado, **se vuelve relevante cuantificar el impacto macro de máxima de la decisión de la Corte Suprema de los EEUU.** Por lo pronto, el 60% de la deuda en *default* se encuentra bajo legislación norteamericana (US\$ 3.974 M) y, en un plazo relativamente rápido la sentencia de Griesa se hará extensiva a todos los tenedores de esta deuda en *default*. Así, **a los US\$ 1.500 M de la sentencia de la demanda de NML hay que sumarle US\$ 12.428 M del resto de los holdouts con legislación NY (haciendo un total de US\$ 13.928 M).** Adicionalmente, **existe deuda en default con legislación europea con una demanda en el CIADI,** cuyo fallo es inminente y resulta ejecutable en los tribunales de Nueva York. **Si se le aplica el mismo criterio que impuso Griesa en materia de intereses atrasados y punitivos,** el monto máximo asociado al pago de los *holdouts* podría ascender a US\$ 22.700 M.

¿Implica esta cifra un riesgo en términos del endeudamiento público y de las necesidades de financiamiento? Por lo pronto, US\$ 22.700 representan el 4,4% del PBI. Aun después del acuerdo con Repsol y el arreglo con el Club de París, **si como hipótesis de máxima se emite deuda por el total de dicho monto el stock total de deuda pública se elevaría al 44,5% del PBI,** un porcentaje que se encuentra por debajo del que tienen otros países de la región. **Pero si se excluye la deuda con Organismos Internacionales y aquella parte intra-sector público** (cuya renovación no depende de las condiciones de mercado), **el cociente entre la deuda comercial y el PBI sería de sólo 15,7%.**

El perfil de vencimientos netos en moneda extranjera para los próximos años también sería absolutamente manejable. Obviamente, pondría algo más de

Stock de deuda pública no ingresada al canje*
En millones de US\$

	Capital	En % del total	Total s/ fallo Griesa
Legislación local	103	2%	
Pesos	103	2%	
Legislación extranjera	6.536	98%	22.709
Dólar	3.974	60%	13.929
NML Capital	428	6%	1.500
Euro	2.505	38%	8.780
Yen	35	1%	
Otro	22	0%	
Total	6.640	100%	22.709

Fuente: LCG en base a Mecon

* No reconoce intereses moratorios ni punitivos

Deuda del sector público nacional

En miles de millones de US\$

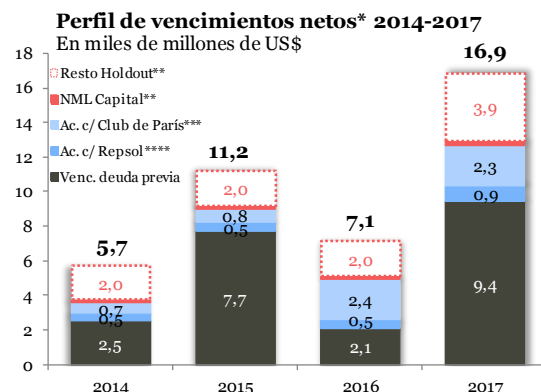
	US\$ MM	En % del total	En % del PBI
Deuda comercial	81,7	35%	15,7%
Performing	59,0	25%	11,3%
Acuerdo Repsol	5,0	2%	1,0%
Holdouts (s/ fallo Griesa)	22,7	10%	4,4%
Org. internacionales	28,8	12%	5,5%
Banco Mundial, BID y otros	19,1	8%	3,7%
Club de París	9,7	4%	1,9%
Intra sector público	121,7	52%	23,3%
TOTAL	232,2	100%	44,5%

Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas y estimaciones propias.

presión en 2015 (US\$ 11.200 M, afectados principalmente por el vencimiento del Boden 15) **y en 2017** (elevando los vencimientos a US\$ 16.900 M). Más allá de que estas cifras suenan impactantes en relación al stock actual de reservas internacionales, **lo cierto es que medidas en términos del PBI (2,2% y 3,4%, respectivamente) no representan un problema de magnitud, máxime en un escenario en el cual se terminaría de normalizar la relación financiera con el resto del mundo y la Argentina podría volver a emitir deuda para refinanciar los vencimientos.** Tan sólo para ponerlo en contexto, los servicios de la deuda representaban el 8% del PBI en 2001, y actualmente en Brasil rondan el 10% del PBI.

Ya sea mirado desde esta perspectiva o teniendo en cuenta el impacto que un eventual default tendría sobre la economía argentina (en términos de salida de capitales, ampliación de la brecha cambiaria, presión sobre las reservas, mayores tasas de interés y una recesión más pronunciada), **lo lógico es que el Gobierno termine llegando a un acuerdo.** Máxime porque además de una transición más incierta, el Gobierno debería asumir el costo político de haber llegado al poder en default e irse doce años después en la misma situación, con el impacto que esto tendría sobre su legado histórico.

Más allá de los errores estratégicos cometidos en el pasado, las sobreactuaciones actuales (como el giro de los fondos al Bank of New York para “cargar la responsabilidad” de un eventual default sobre Griesa) **deben interpretarse teniendo en cuenta que el Gobierno se encuentra en una negociación contrarreloj en la cual intenta pagar el menor costo posible. El mejor escenario para todas las partes involucradas** (Gobierno, holdouts, tenedores de deuda reestructurada, justicia norteamericana, mercados financieros, etc) **es que haya una negociación. El problema es que cuando las partes directamente**



Fuente: LCG

* Deuda neta de Organismos Internacionales e intra sector público.

** Se asume un acuerdo con las mismas condiciones que llevado a cabo con Repsol.

*** Se considera un plan de pagos de US\$ 9.700 M a 5 años con un interés del 3% anual. Los primeros pagos ascienden a US\$ 650 en jul-14 y US\$ 550 en may-15 (más intereses).

**** Sólo se asume la emisión del paquete inicial.

involucradas juegan al límite y redoblan sistemáticamente la apuesta, no se puede descartar completamente que el resultado final termine siendo el menos conveniente.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.