

# Econométrica

*economic research and forecasts*



Informe Mensual  
Junio 2014 (segunda parte)

***“Insistimos:  
Nadie entra en Default  
por 3% del PBI”***

Por Ramiro Castiñeira

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)



# **Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

Lavalle 465, Piso 2 C1047AAI

Buenos Aires, Argentina

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

T: (+54 11) 4325-9443

---

# “Insistimos: Nadie entra en default por 3% del PBI”

Por Ramiro Castiñeira<sup>1</sup>

La Corte Suprema de los EE.UU. no aceptó tomar el caso de la deuda Argentina en default, lo que inmediatamente quedó firme el fallo del juez Griesa, que recordamos obliga a la Argentina a pagar cerca de USD 1.500 millones a fin de mes.

Según el Gobierno, toda la deuda en default que no entró en los canjes de deuda de 2005 y 2010 suma un total de USD 11.700 millones, entre capital e intereses a septiembre de 2013. No obstante, en el marco de la disputa judicial también informó que replicar el fallo del juez Griesa para toda la deuda Argentina en default, el monto total adeudado se incrementaría a un total de USD 15.000 millones<sup>2</sup>, principalmente por los intereses moratorios y punitivos, elevando lo adeudado un 28%, magnitud equivalente a 3% del PBI.

## Stock de Deuda Pública en Default

### Publicada por Mecon

en miles de millones de USD - al 9/2013

	Capital	Intereses	Total
Dólar	4,0	3,9	7,9
Euro	2,5	1,1	3,6
Pesos	0,1	0,0	0,1
Yen	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>6,6</b>	<b>5,1</b>	<b>11,7</b>

### Fallo Griesa

Supone igual fallo para todos

Fallo Griesa
10,1
4,7
0,1
0,1
<b>15,0</b>

Nota: Mecon no incluye intereses moratorios ni punitivos. Mientras que fallo Griesa si lo incluye.

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

El cuadro expone que dos tercios de la deuda en default (USD10MM), se encuentra bajo legislación americana y el tercio restante (USD5MM), bajo legislación inglesa. El fallo abre la

<sup>1</sup> [ramirocastineira@gmail.com](mailto:ramirocastineira@gmail.com) - (155) 109 1560 - @rcas1

<sup>2</sup> Estimaciones Privadas advierten que replicar el caso del Juez Griesa, lleva el total de la deuda a USD 20.000 millones, en vez de USD15.000 millones como estima el Gobierno.



puerta de manera inmediata a los USD 10.000 millones bajo ley NY, de los cuales 1.500 millones corresponden al actual fallo de inminente pago.

Una vez que la corte suprema anunció que no tomó el caso Argentino, el juez Griesa levantó el *stay* que mantenía en suspenso la sentencia y que por lo tanto obliga a la Argentina a pagar a más tardar a fin de Junio, fecha del próximo pago de intereses de la deuda ya reestructurada.

La primera respuesta del Gobierno no fue afortunada y hasta amenazó con no acatar el fallo y arrancar un nuevo canje de deuda para eludir el pago. El anuncio oficial generó un desplome de los títulos públicos y un fuerte incremento del tipo de cambio paralelo. La *muestra gratis* de las consecuencias de dicho camino abortó inmediatamente la primera reacción. A 7 días del pago de la sentencia, el Gobierno ahora solicitó al juez que reestablezca nuevamente el *stay* para discutir entre las partes la modalidad de pago de la sentencia.



## Amplio margen para pagar con Bonos.

El objetivo del *stay* es discutir con la contraparte la forma de pago, ya sin poner en duda el monto que establece el fallo. A la Argentina le interesa pagar en bonos para no afectar las menguadas reservas del BCRA. Es que si bien el fallo se limita a USD 1.500 millones, en sólo meses tendrá que atender demandas por los USD 8.500 millones restantes bajo ley NY. El elevado monto hace imposible pagar con reservas del BCRA, por lo que la colocación de deuda es casi la única alternativa.

Desde el otro lado, la parte querellante ya mostró predisposición a cobrar en bonos, algo lógico dado que permitiría ampliar aún más las ganancias, a las ya exorbitantes ganancias que le otorga el fallo. El elevado riesgo país de Argentina obliga a emitir bonos con elevadas tasas de interés.

A modo de ejemplo, para el reciente pago a Repsol, el Gobierno emitió un bono con vencimiento en el 2024 y con una tasa de interés de 8,75% anual. Como si fuera poco, los precios de los títulos públicos a entregar tienen la posibilidad cierta de mejorar de manera inmediata ante el anuncio de un acuerdo con los holdouts, lo que posibilita a los acreedores rápidas ganancias de capital.

En números, actualmente el riesgo país es de 669 puntos básicos. Sólo con el supuesto que descienda doscientos puntos básicos tras anunciar el acuerdo y dejar atrás el default, genera ganancias de capital de 28,5% para el Bono Par. Y si baja 400 puntos con el tiempo, la mejora en el precio del Bono más largo de Argentina llega a 68% en dólares.

La combinación de altas tasas de interés, sumado a la posibilidad de alza en los precios de los títulos públicos a entregar, hace que los holdouts se muestren muy dispuestos a aceptar más

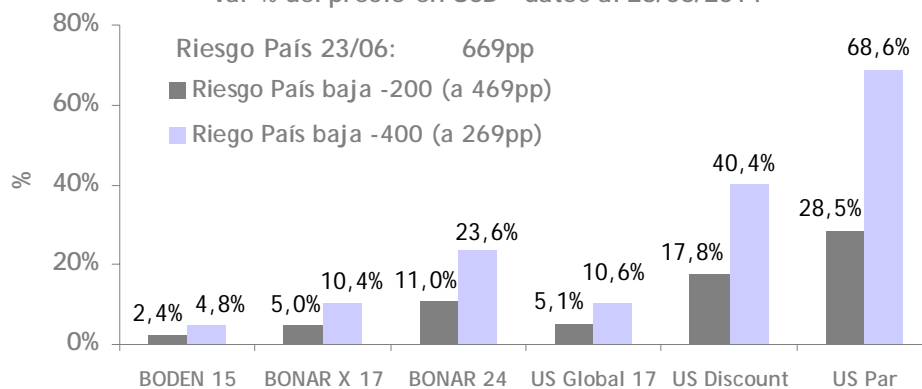




bonos que efectivo, y mientras más largos los bonos mejor, dado que tienen mayor potencial al alza.

### Variación de los Bonos ante Baja del Riesgo País

var % del precio en USD - datos al 23/06/2014



Fuente: Econométrica S.A

En suma, descreemos que Argentina no acate el fallo. Con o sin *stay* nos resistimos a creer que Argentina tire por la borda los éxitos obtenidos con los canjes de deuda de 2005 y 2010 y el notorio desendeudamiento logrado.

Aun pagando el fallo, por más injusto que sea, permite poner punto final al default del 2001 y aún así tener un bajo nivel de endeudamiento público. En % del PBI sería 45% bruto y 20% neto (sólo con acreedores privados y Organismos internacionales), ya con el 100% de la deuda renegociada.

En este escenario no sólo ganan los fondos buitres, sino también la Argentina, donde deja atrás el default con una exitosa negociación de la deuda que inició en 2005. Simple, si al 93% se le hizo una quita importante y sólo al 7% restante se le paga el 100% luego de 13 años y acatando un fallo, el resultado general termina siendo ampliamente beneficioso para la Argentina.

El juez Griesa ya advirtió que su fallo no otorga derecho alguno a quienes aceptaron el canje de deuda en su momento, no sólo porque quienes ingresaron al canje de deuda lo hicieron de manera voluntaria, sino también porque la cláusula RUFO no se gatilla si Argentina acata la orden del juez, dado que si no lo hace quedaría en desacato y además entraría en default.

La actual posición de Argentina es difícil. Lo mejor sería que el Juez le conceda el *stay* para abrir una ventana de negociación hasta fin de año, momento que vence la cláusula Rufo y Argentina acata el fallo sin arriesgar en absoluto los éxitos del canje. Pero aún si el Juez no otorga el *stay*, Argentina no tiene más opción que acatar y pagar, porque si no lo hace entra inmediatamente en default y ahí sí cae la exitosa negociación de 2005 y 2010.

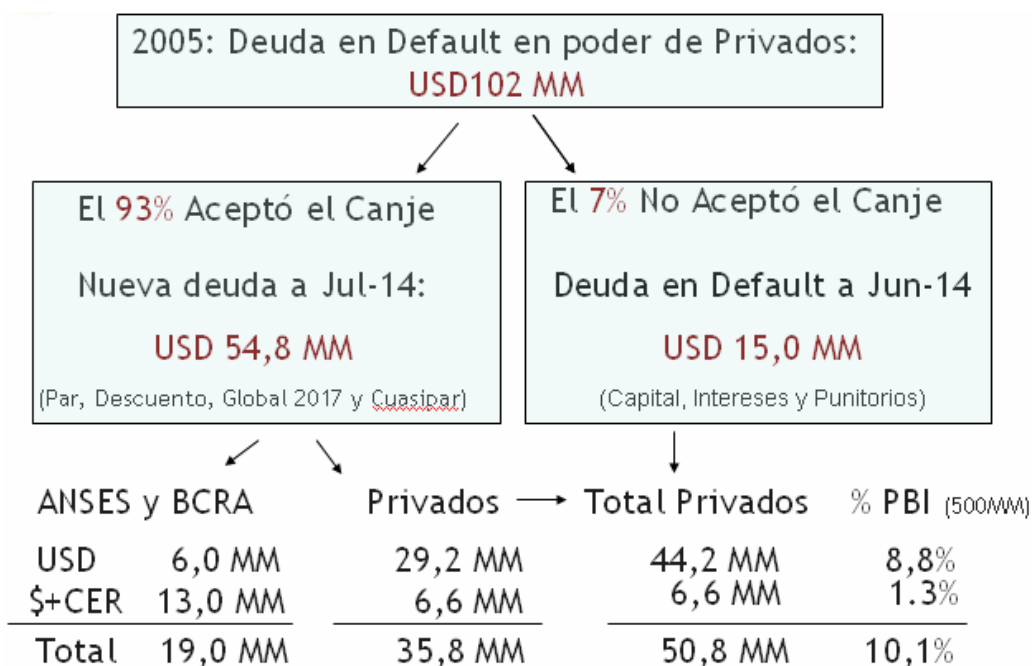


## La historia de la negociación, en números:

- En 2005 se inician las negociaciones el stock de deuda pública en default que en ese entonces sumaba USD 102 mil millones entre capital e intereses no pagados.
- El 93% de la deuda pública en default acepta ingresar al canje de manera voluntaria. A la fecha, los bonos que se entregaron en el canje 2005 y su reapertura en 2010 equivalen a USD 54.800 millones, entre los bonos Par, Descuento, Cuasipar y Global 2017, considerando todas las monedas y legislaciones emitidas.
- De los 54.800 millones de nuevos títulos públicos, cerca de USD 19.000 millones están en entes públicos, principalmente en poder del ANSES, y en menor proporción en BCRA y otras entidades públicas.
- Ello implica que sólo USD 35.800 millones están en poder del sector privado, de los cuales USD 29.200 millones están emitidos en moneda extranjera.

### Resumen de la Negociación de la Deuda entre 2005-2014

en miles de millones de USD



Fuente: Econométrica S.A



- El 7% restante no aceptó el canje, el fallo del Juez Griesa le otorga un derecho a cobro de USD 15.000 millones entre capital, intereses y punitivos a la fecha. De suponer que se pague a toda la deuda en default con nuevos bonos, el stock de nueva la deuda pública se incrementa en igual proporción.
- De ser así, mientras que en 2005 la deuda en default sumaba 102 mil millones, aún acatando el fallo del juez Griesa para la totalidad de la deuda en default, el total de la nueva deuda pública sumaría casi USD 70.000 millones, de los cuales sólo USD 50.800 millones estarían en manos del sector privado (USD 35.800 por canje 2005/2010 y USD 15.000 por fallo).

En suma, todo el proceso de renegociación de la deuda pública en 2005, 2010, sumado a la estatización de las AFJP y el pago con reservas del BCRA, permitió bajar sensiblemente el stock de deuda pública en manos privadas.

De hecho, aún acatando el fallo del juez Griesa y extendiéndolo para todos los acreedores todavía con títulos en default, la deuda pública en default que superó los 100 mil millones en 2005, en 2014 quedaría en USD 50.800 millones.

Por supuesto, sobre ellos hay que sumar todos los bonos que se emitieron para salir de la convertibilidad y todavía perduran en el mercado, aunque algunos de ellos ya se pagaron como el emblemático “Boden 2012” para pagar a todos los que quedaron dentro del “Corralito”.

De esta manera, bajo el supuesto que esté 100% renegociada bajo los criterios del Juez Griesa, el total de la deuda pública sumará un total de USD 222.600 millones, de los cuales USD 72,5 millones está en manos del sector privado, equivalente a 14,6% del PBI.

## Deuda Pública Bruta y Neta

en miles de millones de USD y % del PBI

Estimación propia tras CIADI, Repsol, Club de París y Fallo Griesa

	Jun-14	
	Stock	% PBI
<b>Total Deuda Bruta</b>	<b>222,6</b>	<b>44,7%</b>
<b>a. Total Deuda NETA</b>	<b>100,9</b>	<b>20,3%</b>
<b>Sector Privado</b>	<b>72,5</b>	<b>14,6%</b>
En moneda Extranjera	60,0	12,1%
Performing	45,0	9,0%
Fallo Griesa ley NY	10,0	2,0%
Pendiente ley Europea	5,0	1,0%
En moneda local	12,5	2,5%
con CER	8,6	1,7%
sin CER	3,9	0,8%
<b>Org. Internacionales</b>	<b>28,4</b>	<b>5,7%</b>
FMI BM BID etc	18,7	3,8%
Club de París	9,7	1,9%
<b>b. Intra Sector Público</b>	<b>121,7</b>	<b>24,5%</b>
BCRA	69,0	13,9%
ANSES	35,0	7,0%
Bco. Nación y Otros	17,7	3,6%

Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon



## Anexo.

### La Deuda Pública 1976-2014.

La deuda pública tuvo un rol protagónico las últimas décadas, financiando un nivel de consumo que a los argentinos nos hacía creer del primer mundo, pese a que la industria desaparecía, el desempleo aumentaba y la pobreza escalaba. La realidad no demoraba en llegar y tras los períodos de fuerte endeudamiento, Argentina entró en default el último año de la dictadura y el último año de la convertibilidad.

Las dilatadas negociaciones de la deuda en los '80 hicieron perder una década de crecimiento a toda la región, asfixiada por falta de refinanciación de la flamante deuda asumida. Recién a inicios de los '90 con la reconversión de los préstamos impagos en nuevos títulos públicos (Plan Brady), se logra destrabar la situación, no sin antes reconocer el 100% de la deuda asumida y además sin poner en riesgo el sistema financiero americano, principales objetivos del proceso de negociación.

En los 90 arranca otra etapa de fuerte endeudamiento pasa sostener la convertibilidad, que culmina de la peor manera en 2001. En 2005 comienzan las negociaciones por toda la deuda en default, prosigue en 2010 y recientemente se logran avances en 2014, al cerrar CIADI, Club de París y el Fallo del Juez Griesa por el remante todavía en default. Las renegociaciones de deuda, la estatización de las AFJP y el pago de la deuda con reservas, lograron un fuerte desendeudamiento de 90 mil millones a la fecha, aún cuando se emitan títulos por 15.000 millones por acatar el fallo del Juez Griesa.

#### Deuda Pública Neta 1976 - 2014

Excluye deuda IntraSector Público  
en miles de millones USD

	USD	
<b>Stock en 1976</b>	<b>5,2</b>	
(+) Dictadura (incluye estatización deuda privada)	27	Deuda se eleva en: <b>185,8</b>
(+) Negociación Deuda '80 y Plan Brady*	32	
(+) Convertibilidad y su crisis	127	
<b>Stock Dic-2004</b>	<b>191,0</b>	
(-) Canje de Deuda 2005/10	-36	Deuda disminuye en: <b>-90,1</b>
(-) Estatización AFJP 2008	-34	
(-) Pagos con Reservas BCRA	-46	
(+) Fallo Griesa	15	
(+) Nueva Deuda y Capitalización (Intereses y Cer)	11	
<b>Stock Jun-14</b>	<b>100,9</b>	
Privados 100% renegociado	72,5	
Organismos Internacionales	28,4	

\*En un contexto de tasas internacionales de dos dígitos, aún cuando se logró una quita sobre el capital, la deuda se eleva por los intereses devengados en mora.

Fuente: Econométrica S.A