

Econométrica

economic research and forecasts



Informe Mensual
Junio 2014

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

Por Ramiro Castiñeira

www.econometrica.com.ar



Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, Piso 2 C1047AAI

Buenos Aires, Argentina

www.econometrica.com.ar

T: (+54 11) 4325-9443

“Nadie entra en default por 3% del PBI”

Por Ramiro Castiñeira¹

A partir del 16 de junio la corte suprema de EE.UU. probablemente anuncie si toma o no el caso Argentino por la deuda actualmente en default. Si bien el fallo se limita a USD1.600 millones, sienta precedente por toda la deuda en default, equivalente a USD 16.000 millones entre capital, intereses y punitivos a la fecha. El monto equivale a 3,0% del PBI argentino, que tras la devaluación de enero es cercano a USD 500 mil millones este año, tanto en estimaciones del Gobierno como privadas.

Los escenarios para el 16 de Junio son tres:

- 1) Que la corte suprema americana decida no tomar el caso y por tanto quede firme el fallo del Juez Griesa.
- 2) Que tome el caso argentino y por tanto el acto por si mismo implica que en algo no concuerda con el fallo del juez Griesa, y
- 3) Que solicite la opinión del procurador del tesoro Americano, para luego decidir si toma o no el caso Argentino.

Los entendidos advierten que el escenario que tiene más probabilidad es el tercero. Es decir, que la corte solicite la opinión del Tesoro Americano antes de decidir si toma o no el caso Argentino, lo que permitiría dilatar los tiempos antes de una sentencia definitiva.

Quienes ponderan este escenario responde a la dos presentaciones (*“amicus curiae”*) que ya hizo el propio Gobierno Americano en la cámara de apelaciones, en apoyo explícito a la posición Argentina, alegando un “interés sustancial” por la correcta interpretación de la Ley de Inmunidad Soberana de los Estados Unidos.

Sobre ello, también es oficial la posición de Organismos Internacionales como el FMI y el Banco Mundial, que ya advirtieron que si no se revé la sentencia hoy en suspenso, puede socavar la posibilidad de éxito de cualquier reestructuración futura de deuda soberana de países emergentes, muchas de ellas bajo legislación Americana.

¹ ramirocastineira@gmail.com - (155) 109 1560 - @rcas1



Como si fuera poco, al margen de las apoyos explícitos de Brasil y México a la posición Argentina, también se sumaron las opiniones en igual sentido del Gobierno de Francia, del Gobierno Chino y la semana pasada del parlamento Inglés. Vale advertir que Inglaterra es socio estratégico de EE.UU., además de un centro financiero internacional, lo que costaría creer que no tengan fundadas argumentaciones para otorgar gratuito apoyo político a Argentina.

Sobre el margen se suma los recientes avances de Argentina por normalizar su relación con los mercados financieros, como ser el pago a Repsol, CIADI y Club de París, además de “cierta” normalización de las estadísticas públicas, para que Argentina no quede suspendida del FMI.

También se suma un bienvenido cambio en la estrategia de negociación de la deuda en default, que bien puede resumirse que pasó del “cero para los fondos buitres” a “pueden acceder al canje cuando lo deseen”. La oferta oficial implica que Argentina ofrece pagar 1% del PBI, por los 3% del PBI actualmente en default².

Por último, también existen opiniones de reconocidos economistas internacionales que apoyan la causa argentina, tal como Joseph Stiglitz y Nouriel Roubini, entre otros.

En definitiva, tantas opiniones de terceros países como de Organismos internacionales advirtiendo las implicancias del actual fallo del juez Griesa hoy suspenso, llevan a pensar que antes de tomar alguna decisión, previamente la corte suprema exija la opinión del procurador del tesoro Americano. Este escenario dilata los tiempos cerca de un año.

Ahora bien, también vale analizar los otros dos escenarios: que tome o no el caso, sin pedir la opinión al Gobierno Americano.

Respecto a si toma el caso, vale advertir que el escenario sería entendido favorable para la Argentina, dado que el hecho por si mismo implica que la corte suprema no comparte plenamente el fallo del juez Griesa. Y dado que el fallo casi no tiene margen para ser más duro para con Argentina (la sentencia implica pagar el 100% -capital, intereses y punitivos- en un plazo de 15 días), que la corte suprema tome el caso, ciertamente implica que reconsideraría algún aspecto del fallo, posiblemente en beneficio para Argentina. En el escenario que la corte suprema tome el caso, la sentencia definitiva llegaría después de mediados del 2015, mínimo.

Respecto al peor escenario, que sería que la corte suprema de EE.UU. directamente no tome el caso Argentino, el fallo del Juez Griesa quedaría firme con una sentencia definitiva que obliga a pagar USD1.600 millones antes del 30 de junio, fecha en que Argentina tiene que girar USD 160 millones por pago de intereses de la deuda ya reestructurada.

² Ver “[La Reapertura del canje, más vale tarde que nunca](#)”, por Ramiro Castiñeira. Econométrica Sep-13



De enviar sólo los USD 160 millones correspondientes al pago del Bono descuento ley NY, sin enviar USD 1.600 para pagar el fallo, Argentina inmediatamente entraría en default, dado que tendrá prioridad de cobro el fallo firme, mecanismo que permite hacer efectiva la sentencia. Dicho de otro modo, los primeros en cobrar en NY serán los fondos buitres, y luego quienes tengan títulos Argentinos.

Vale advertir que aún en este caso, Argentina puede pedirle al juez Griesa una breve instancia de negociación, pero sólo para evaluar la metodología de pago de la sentencia. Al respecto, bancos de inversión americanos ya ofrecieron comprar deuda Argentina por cerca de USD5.000 millones de darse este escenario, para que el Gobierno Argentino disponga de dinero para hacer frente al pago de la sentencia, sin por ello afectar las reservas del BCRA. Operación muy similar al reciente pago a Repsol.

El mercado no espera un default

Los precios de los bonos argentinos más cortos, como el Global 2017, ley NY, con una paridad cercana a USD 90 sobre 100, advierten que nadie espera un inminente default. Un bono Argentino de corto plazo no podría cotizar tan alto si el mercado pondría en duda su pago.

Ello es así porque aún con un fallo en contra, por más injusto que sea, Argentina sería la más perjudicada con un nuevo default, dado que echaría por la borda todo el esfuerzo la última década por salir del default, con exitosas negociaciones que terminaron a favor del Gobierno Argentino.

En efecto, con los canjes de 2005 y 2010, el pago a FMI, CIADI y Club de París, ya renegoció toda la deuda del penoso default del 2001. Se pasó de tener 110 mil millones de deuda en default en dic-2001, a tener sólo 16.000 millones en la actualidad, equivalente al 3% del PBI.

Todas las negociaciones permitieron ir regularizando la deuda en términos muy favorables para el país, algo que queda en evidencia ante el notable desendeudamiento obtenido. En números, aún incluyendo la reciente deuda por CIADI, Repsol y Club de París, la deuda pública con privados y organismos internacionales es del 17,3% del PBI. De los cuales 11,6% es contra privados (sólo 9% del PBI en moneda extranjera) y 5,7% del PBI se adeuda a Organismos internacionales.

“Nadie entra en default por 3% del PBI”

Por Ramiro Castiñeira



Deuda Bruta y Neta

en miles de millones de USD y % del PBI

Estimación propia tras CIADI, Repsol y Club de París.

| | Jun-14 | |
|-----------------------------------|--------------|--------------|
| | Stock | % PBI |
| Total Deuda Bruta | 207,6 | 41,7% |
| a. Total Deuda NETA | 85,9 | 17,3% |
| Sector Privado | 57,5 | 11,6% |
| en USD | 45,0 | 9,0% |
| en \$ | 12,5 | 2,5% |
| con CER | 8,6 | 1,7% |
| sin CER | 3,9 | 0,8% |
| Org. Internacionales | 28,4 | 5,7% |
| FMI BM BID etc | 18,7 | 3,8% |
| Club de París y otros | 9,7 | 1,9% |
| b. Intra Sector Público | 121,7 | 24,5% |
| BCRA | 69,0 | 13,9% |
| ANSES | 35,0 | 7,0% |
| Bco. Nación y Otros | 17,7 | 3,6% |
| Pendiente de renegociación | 16,0 | 3,2% |

Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

ANEXO:

El bajo nivel de endeudamiento exige menor esfuerzo económico para el pago de intereses. De hecho, en 2014 se necesitan sólo USD 3.900 millones, equivalente a sólo 0,8% del PBI para afrontar todos los intereses de la deuda pública, que incluye las recientes negociaciones con el CIADI, Repsol y Club de París.

En 2015 y 2017, los vencimientos del Boden 2015 y luego del Bonar y Global en 2017 respectivamente, elevan el servicio de la deuda pública. Pero para 2018 vuelve nuevamente a cerca de 4.500 millones por varios años, menos de un 1% del PBI. Sobre ello se sumaría el pago del cupón PBI, que en 2017 podría ser de USD 1.900 millones adicionales en moneda extranjera.

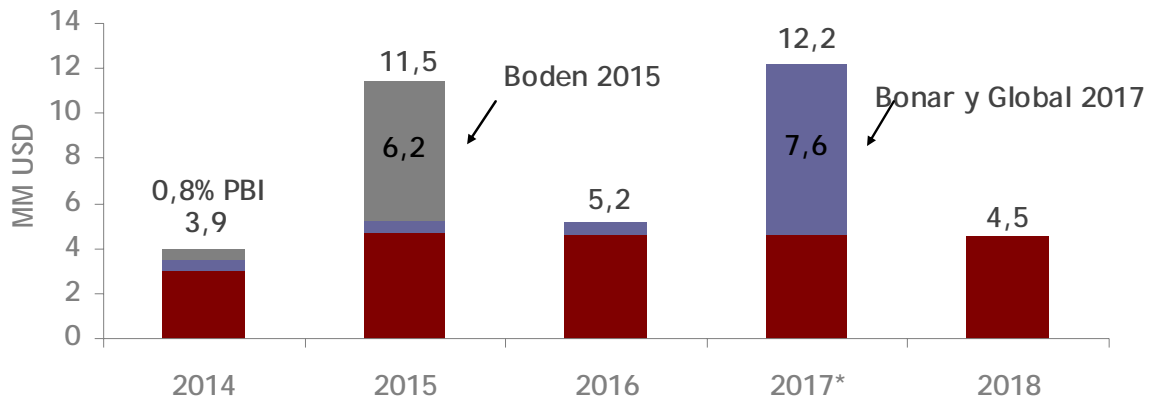
“Nadie entra en default por 3% del PBI”

Por Ramiro Castiñeira



Servicio de la deuda Pública en USD

en MM de USD - Neta de ANSES y BCRA



Fuente: Estimación Econométrica S.A en base al MECON

*Posible Cupón PBI x 1.9

Para tomar dimensión de la baja exigencia que implica el actual servicio de la deuda, vale advertir que este año Brasil pagará 5,0% del PBI en intereses de la deuda pública, además de afrontar vencimientos de capital por arriba de 12% del PBI. En 2001 Argentina pagaba 4% del PBI en intereses y otros 4% del PBI en capital. Los guarismos reflejan el inmenso esfuerzo que hizo Argentina para quitarse de encima toda la opresión que le generó la deuda externa que tomó la dictadura y la convertibilidad.

En suma, nadie entra en default por una deuda de 3% del PBI, y menos cuando el Gobierno ya ofrece pagar 1% del PBI, que implicaría que los fondos buitres acepten replicar el canje. Por lo que la distancia entre las partes es de sólo 2% del PBI. El mayor logro de este Gobierno fue el desendeudamiento, al igual que el mercado, no creo en un default que nos lleve a foja cero.



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 sin poner en riesgo el sistema financiero americano, principal objetivo de todo el proceso de negociación.

En los 90 arranca otra etapa de fuerte endeudamiento para 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 con el Club de París. Las renegociaciones y el pago de la deuda con reservas, lograron un fuerte desendeudamiento de casi 90 mil millones a la fecha, disminuyendo la presión que genera sobre la economía el pago de la deuda pública. El resto de la historia está en los diarios y posiblemente el 16 de junio se escriba un nuevo capítulo.

Deuda Pública Neta 1976 - 2014

Excluye deuda IntraSector Público
en miles de millones USD

| | USD | |
|--|--------------|---------------------------------------|
| Stock en 1976 | 5,2 | |
| (+) Dictadura | 27 | } Deuda se eleva en: 185,1 |
| (+) Negociación Deuda '80 y Plan Brady* | 32 | |
| (+) Convertibilidad y su crisis | 127 | |
| Stock en 2004 | 191,0 | |
| (-) Canje de Deuda 2005/10 | -36 | } Deuda disminuye en: -89,1 |
| (-) Estatización AFJP 2008 | -34 | |
| (-) Pagos con Reservas BCRA | -46 | |
| (+) Nueva Deuda y Capitalización (Intereses y Cer) | 27 | |
| Stock Jun-14 | 101,9 | |
| en default | 16 | |
| Performing (privados y Org. Int). | 86 | |

*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