

# Asignación Universal para Holdouts

**Por Guillermo Bellingi**

**Analizamos en esta nota la propuesta argentina para acordar con los tenedores de títulos que no entraron en ninguno de los procesos de canje en 2005 y en 2010 para tratar de clarificar cuánto se paga a los grupos de tenedores en juicio y cómo esta clase de arreglos pueden repercutir en la situación de nuestra economía en un horizonte cercano.**

## Introducción

Una alta prioridad del gobierno nacional es la negociación con los fondos buitres amparados por el juez Griesa. En estos días se ha vuelto a ofrecer un mecanismo de pago para la deuda que no entró a los canjes de 2005 y 2010. Para avanzar, fue necesario derogar la Ley Cerrojo, dado que no podía ofrecerse una mejora para quienes no entraron en aquellos canjes.

Más allá del amplio margen con que los legisladores aprobaron los acuerdos sin análisis individual de los mismos, la negociación implica a distintos tenedores, en distintas condiciones y por tanto el análisis se complejiza. Existen tenedores con sentencia a favor, otros que aún no la tienen y dentro de los que tienen sentencia hay casos donde se fijó el monto que se debe pagar y otros en los que aún no existe tal monto.

Con ese panorama, podemos repasar en sus rasgos generales la negociación y lo ofrecido a algunos de esos tenedores y los montos involucrados.

Para hacer un análisis se supone deberíamos tener datos ciertos, por ejemplo, el número exacto a valor nominal del monto pendiente de solución, las tasas de interés involucradas y el valor actual con algún criterio de actualización, como podría ser la tasa aplicada judicialmente.

Sin embargo, el monto original en dólares de los reclamos que se transformaron en acuerdo no está disponible. Tampoco el monto de los intereses, la fecha de cálculo de ellos, etc. Así se hace complicado establecer con cierta certeza cuál es el verdadero porcentaje de quita y la comparación con algunos criterios objetivos que nos permitan concluir si el nuevo acuerdo es un éxito o no. En realidad, siempre es un éxito... la cuestión es para qué parte de las dos involucradas en el conflicto.

En el articulado de la ley que aprobó los acuerdos, también se autoriza la emisión de nueva deuda "hasta el monto que sea necesario" (luego fijado en us\$12.500 millones), "a realizar nuevos acuerdos en los términos y condiciones necesarios" y otras libertades para fijar comisiones, plazos, mecanismos de colocación y tasas. También se vuelve a hablar de "emisión de bonos en el mercado de capitales a tasas ligadas al riesgo país." Es decir, tasas que finalmente serán fijadas por los socios de los tenedores, que son las agencias

calificadoras.

Recuérdese en este punto que uno de los bonos todavía en default, el FRAN, tenía atada la tasa de interés al riesgo país, circunstancia que lo transformó en una bola de nieve a partir de diciembre de 2001.

### Cómo acordamos qué con quiénes

Tomando como fecha de corte finales del mes de marzo, se ha acordado con holdouts por un total de us\$7,5 mil millones. En ese monto se incluyen también ahorristas italianos agrupados e individuales.

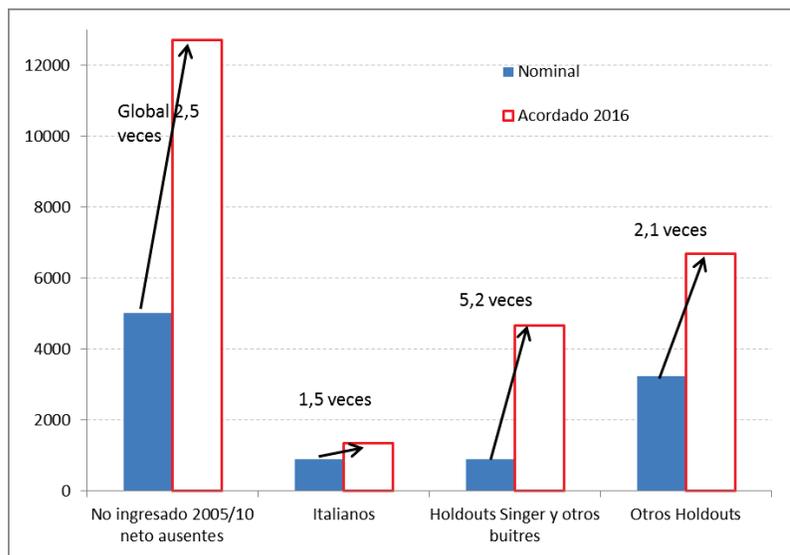
El monto total de financiamiento que el Ejecutivo calculaba inicialmente necesitar era de us\$20.000.000.000, que se componían de us\$12.000 millones para cerrar con juicios en EE.UU.; us\$5.000 millones para acordar títulos con jurisdicciones en Italia, Alemania y Japón y us\$3.000 millones para bonos cuyos tenedores no han dado señales de interesarse en reclamar y ya no podrían hacerlo dado el plazo fatal colocado por Griesa. Todos esos montos incluyen intereses, punitivos, capital y algún otro gasto que se presente.

Lo que se tiene acordado es con un conjunto de holdouts encolumnados tras Singer (buitres pésimos), otro grupo de fondos (buitres malos) y un conjunto de italianos que aceptaron rápidamente la oferta base, es decir, el monto original (us\$ 900 millones según información oficial) multiplicado por 1,5 (us\$1.350 millones).

El último grupo con que se acordó es el correspondiente a Singer, a quien su monto original nominal se le multiplicó por más de 5. Habrá que ver, con este antecedente, cómo se presentan el resto de los reclamos a la hora de acordar.

Tomando en consideración los acuerdos que el Ejecutivo envió al congreso y otras fuentes de información de los canjes de 2005 y 2010 podemos construir una imagen de la deuda original y sus transformaciones por tenedor.

**Gráfico N°1**  
**Monto original de tenencia y valor de la propuesta argentina. Millones de dólares**



Fuente: Datos oficiales de Ministerio Economía y proyecto ley marzo 2016

Nótese que aquellos más beneficiados son los que compraron los títulos en 2008 (buitres pésimos), luego del primer canje y que no quisieron entrar en el segundo. Muy lejos de ser el seguro de retiro de un plomero de Alabama, la intención única era hacer juicios en la jurisdicción alegremente cedida por los astros del endeudamiento, para cobrar multiplicando por cincuenta los valores pagados en el mercado entre 2008 y 2009 (algunos bonos fueron adquiridos a diez centavos por dólar nominal).

### Cuadro N°1 Comparativo de canjes de deuda. Valores en millones de dólares

Fuente: Datos oficiales de Ministerio Economía y proyecto ley marzo 2016

	Totales Canjes 2005 y 2010	Propuesta 2016*
Deuda Elegible	81.636,0	6.523,0
Deuda Canjeada	75.268,4	5.023,0
% de Aceptación	92,2%	77,0%
Deuda no ingresada canjes	6.367,6	1.500,0
Deuda Nueva emitida	43.091,0	12.500,0
Variación absoluta de deuda	-32.177,4	6.155,5
Valor reconocido cada us\$100	57,25	248,9
Pago en efectivo	645,0	6.500,0

\* Propuesta 2016 considerando no quedan acreedores válidos limitado a us\$12.500M

El proyecto originalmente enviado al Congreso tenía una previsión de emisión de deuda por us\$20.000 millones, luego compactada a us\$12.500 millones. La posible explicación puede tener dos fuentes: bien se sobreestimó inicialmente para luego hacer un cálculo más aproximado a la realidad, o bien se pretende avanzar en dos o más etapas, colocando deuda ahora para los acuerdos ya alcanzados y admitir nuevo endeudamiento a futuro para los que se logren.

En caso que realmente se pueda acordar por un monto próximo a los us\$12.500 millones, el valor reconocido por cada us\$100 nominales se transforma globalmente en us\$248,9 (ver cuadro).

### ¿Cómo lograr que los números digan lo que cada uno quiere?

Hay una serie de trabajos de economistas varios que, mediante hipótesis sobre el uso de los pagos hechos a quienes ingresaron a los canjes anteriores, presentan la propuesta actual de canje con los holdouts igual o más beneficiosa que las de 2005 y 2010. Utilizan para ello supuestos sobre tasas de retorno, reinversión en títulos, tasas de descuento a la vez que ignoran contextos de toma de decisiones y computan el "cupón PBI". En este último caso, podrían estar distorsionando el cálculo dado que en buena medida, la evolución del PIB tras el canje podría responder a los efectos fiscales del propio canje, al aliviar el peso de los pagos.

Pero lo gracioso de ese ejercicio teórico es el hecho de negar en el cálculo de la negociación y quita, los intereses atrasados. Por interés o negligencia se omite incluir en los cálculos que en el canje del año 2005 no se reconocieron los intereses corridos desde la declaración del default hasta el 31-12-2003, nada menos que us\$21.000 millones.

Siguiendo esta tradición negadora, se presenta la quita conseguida sobre el monto congelado del capital y se la actualiza a tasas y rendimientos del cupón PBI de manera que el valor actual de la propuesta de 2005 es igual a la que hace hoy el Gobierno, "más una propina".

Si computamos los intereses no reconocidos en 2005 como parte de la deuda negociada, la quita lograda para el canje global 2005-2010 se eleva a 55% del total.

### El juego de las diferencias

§ En el canje 2005-2010 se negó el reconocimiento de más de 20.000 millones de dólares de intereses, en la propuesta 2016 el monto reconocido de intereses supera a la deuda original.

§ En el canje 2005-2010 se pagaron en efectivo us\$645 millones, en la propuesta 2016 se prevé pagar más de diez veces ese monto en efectivo, es decir, todo.

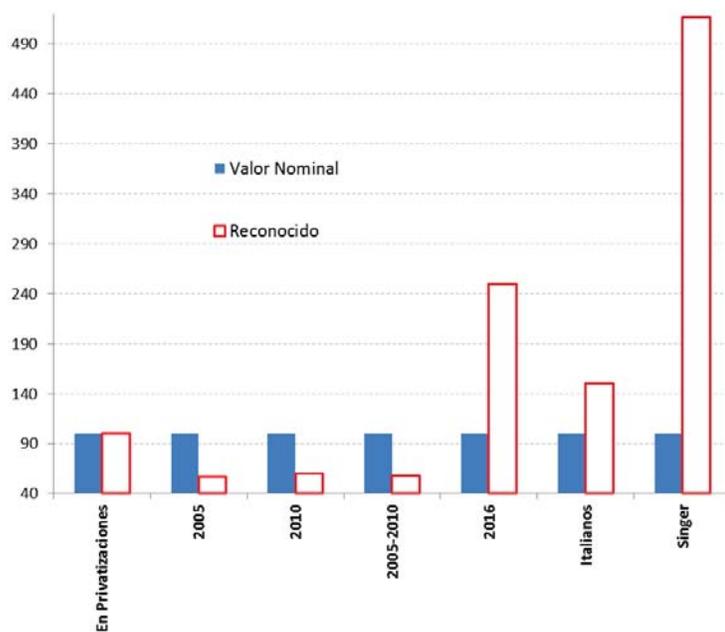
§ En el canje 2005-2010 se incrementó a más de un tercio la participación de la deuda en pesos, en la propuesta 2016 se emite la totalidad de nueva deuda en dólares.

§ En el canje 2005-2010 se reconocieron us\$57 por cada us\$100 de valor nominal, en la propuesta 2016 se reconocen entre un mínimo de us\$220 y us\$ 315 por cada us\$100 de valor nominal (según cuánta deuda finalmente se emita).

§ Luego del canje 2005-2010 la deuda se redujo entre un 55% y un 42% (según computemos o no los intereses no reconocidos como parte del total), luego de aplicar la propuesta 2016 la deuda se incrementa en más de 100%.

Más allá de estas diferencias hay que reconocer la vocación de cumplimiento, ya que el que generó la deuda es el que la paga. No sólo por la coincidencia ideológica entre la generación que nos sobre endeudó en 1998-2001 y la actual, sino incluso por la coincidencia de personas, como los titulares de Banco Central y Banco Nación.

**Gráfico N°2.**  
**Comparativo de valor nominal de la deuda en cesación y el valor reconocido para el canje. Cada us\$100 de capital nominal**



Fuente: Datos oficiales de Ministerio Economía y proyecto ley marzo 2016

### Se termina el problema de la deuda?

Dentro de las posibles formas de ver la negociación llevada adelante con los holdouts, está la de pensar que es la forma de dejar finalmente atrás los problemas para poder volver a ser “un país normal”. Sin embargo, se trata de una visión optimista, demasiado a la luz de los acontecimientos que se dieron alrededor, justamente, del tema de la deuda.

La primera gran victoria que Griesa le adjudicó a los holdouts fue, justamente, reconocer que habían recibido un trato discriminatorio frente a los demás tenedores de bonos argentinos. La violación del trato igualitario para todos los tenedores, en la que Argentina habría incurrido al seguir pagando a los que entraron a los canjes y negar todo pago a ellos, fue el motor que trabó la continuidad de los pagos al 93%.

Así, Argentina tuvo prohibido continuar con los pagos regularizados hasta tanto encontrara una solución al tema de los buitres que enjuiciaban en los tribunales de Nueva York.

Si llegáramos a avalar el acuerdo con los buitres, reclamaría el 93% que accedió al canje?. No podrían argumentar que ellos han sido tratados de manera discriminatoria respecto de este 7%?.

La respuesta apresurada del gobierno, tratando de cerrar la aceptación de los acuerdos alcanzados a las corridas y diciendo a todo que si, es que no hay margen para que el 93% haga reclamos, porque caducó el 31 de diciembre de 2014. Pero esa respuesta esconde el desconocimiento innegable de las posibilidades que los jueces tienen, que además se agrandan cuando hay tantos miles de millones de por medio.

Quedamos así liberados a la voluntad de un universo grande, cual el del 93% que entró a los canjes de 2005 – 2010 y, con que al menos una parte de ellos se presente, nuevamente a sufrir las decisiones de algún otro juez, o el mismo, al que le toque decidir sobre esos derechos.

En principio, al analizar los montos acordados con los holdouts, no caben dudas que se los está tratando mucho mejor que a los que entraron a los canjes, con lo cual parece difícil que no aparezcan reclamos por ese trato desigual. Más aun teniendo en cuenta que puede ser visto como una apuesta, en la que por el simple costo de lograr un buen abogado presentando la demanda, se pueden obtener millones o miles de millones dólares. Entretanto se sigue cobrando normalmente y sólo se perderán algunos miles de dólares en honorarios.

Un pequeño ejercicio nos da una idea muy aproximada del monto que se podría tener que pagar en esta hipótesis.

Suponiendo que se actualiza la deuda original de la misma manera que el promedio de los holdouts (lo que se les ha reconocido en los acuerdos que avaló el Congreso) y se le resta un monto, también actualizado, equivalente a los pagos que si recibieron durante estos años (desde 2005 ó 2010 según sea la fecha de ingreso al canje) estamos en el orden de los us\$225.000 millones.

Para Argentina es un costo demasiado elevado como para ser descartado “por corazonada” y no negociar firmemente con los holdouts.

Es decir que, lejos de solucionar el problema de la deuda, dejamos la puerta abierta para un mayor nivel de conflicto con juicios que podrían incrementar el endeudamiento en us\$225.000 millones simplemente con un fallo judicial.

Quienes piensen que tal posibilidad no ocurrirá porque ahora tenemos a los amigos políticamente correctos, recuerde que la declaración de la ONU sobre reestructuraciones de deuda tuvo el voto negativo de ese “amigo”.

### Hay arreglo. No hay más reclamos. Festejamos?

Supongamos, para no negar la posibilidad de ocurrencia, que los acuerdos alcanzados con los holdouts se perfeccionan y no se presenta ni uno solo del 93% restante a reclamar algo, entonces?

Pues en ese caso Argentina sale a colocar al menos us\$12.500 millones de una vez y con urgencia para conseguir el efectivo que permita pagarle a los holdouts al contado. Nuestra posición no tiene fuerza para negociar la tasa de interés, estamos urgidos y todo el mundo lo sabe.

La tasa no será baja y atada al riesgo país, con lo que podrá ajustarse en el futuro. Teniendo en cuenta que la economía se prepara para un 2016 recesivo y con déficit fiscal, el riesgo país no tardará en subir. Además, los que califican son los mismos que compran y/o aconsejan comprar nuestros bonos, así que tanto mejor para ellos cuanto peor para nosotros. No olvidemos que son los mismos que calificaban con triple A a las hipotecas subprime en 2007 para evitar pérdidas millonarias de sus aliados banqueros.

Pero saliendo del costo de los dólares, podemos suponer también qué ocurrirá sin subir la tasa. Es más, supongamos que la tasa de los bonos nuevos es “apenas” de 7%. Cómo se garantiza el repago?

La teoría que nos gobierna dice que con la salida del default vendrán las inversiones y con ellas el crecimiento económico y del empleo y la reducción de la pobreza. La coyuntura mundial no alimenta que vengan grandes capitales para invertir en Argentina. Desde el desinfe chino los capitales buscan zonas seguras para sus inversiones reales, aunque pueden dejar margen para la especulativa en Sudamérica. Tampoco ayuda la situación en Brasil, dado que esas inversiones no mirarán sólo a nosotros sino como integrantes de una región.

Así que, yendo por partes, podemos tener algo de inversión especulativa que comprará deuda y algo de inversión marginal en algunos sectores económicos específicos.

La parte especulativa ha gozado en los últimos meses de la eliminación de restricciones para el ingreso y para la salida, además del desmantelamiento de la Unidad de Información Financiera, ahora en manos de los bancos que se encargan de los movimientos.

Esos ingresos mudarán en salida abrupta cuando el ánimo lo indique.

En cuanto a los sectores económicos que podrían verse beneficiados con ingresos para invertir, el gobierno ha dado claras señales de influir en precios relativos para ver dónde tienen que dirigirse. La eliminación de las retenciones a la minería, la reducción y eliminación de retenciones a granos y otros productos del agro mejora la rentabilidad de éstos. A la vez reduce aranceles a las importaciones industriales y quita amortiguadores de protección para la industria local, mientras amenaza con apertura mayor de las importaciones.

Es decir, la minería y el agro son los sectores que reciben mejoras, mientras la industria es amenazada por las importaciones. Similarmente, quitarle las retenciones a los productos sin manufacturar (cuero, por ejemplo) aumenta el precio interno que tienen que pagar los que lo manufacturan (calzado) con lo cual se incrementan los costos de la industria.

En síntesis, se prioriza la rentabilidad de la producción primaria, explotadora de recursos naturales y con riesgo ambiental.

No vamos a reiterarlo aquí porque ya lo hemos explicado (por qué no somos Australia) pero ese modelo de atraer inversiones no genera crecimiento para incluir a la totalidad del pueblo trabajador, sólo cierra como modelo con alto desempleo, mayor endeudamiento

para pagar la deuda y crisis explosiva recurrente.

### **Conclusiones**

A las puertas de un nuevo ciclo de endeudamiento explosivo para financiar la fuga de capitales de los sectores de mayores ingresos, principales beneficiarios de las primeras medidas de política económica del nuevo gobierno, resumimos los principales aspectos del canje de deuda que se avecina.

La negociación con los holdouts, la devaluación, reducción (incluso a cero) de retenciones a las exportaciones, la eliminación de controles tributarios para comprar dólares, la desarticulación de áreas antilavado en BCRA y UIF, junto a la emisión de nueva deuda externa, no son maniobras aisladas entre sí, sino parte de un mecanismo que nos volverá a mostrar dóciles ante la concentración de la riqueza, la fuga de capitales, el endeudamiento nacional y los negocios financieros.

Como en los viejos y conocidos episodios de nuestro endeudamiento (Nacionalización de deuda privada, Plan Brady, Blindaje, Megacanje) preparémonos para festejar mediáticamente un nuevo éxito de los creadores de la deuda. En una negociación en la que nuestro único rol fue aceptar las condiciones, terminaremos multiplicando el valor original de nuestra deuda externa para poder ingresar en un círculo de mayor endeudamiento, mayores pagos de intereses, mayor fuga de capitales, recesión, devaluación e inflación. A disfrutar del éxito.