



La fragata “Libertad” partió la semana pasada desde el puerto de Buenos Aires. Fue una de las víctimas del enfrentamiento con los fondos buitres, al ser embargada en 2012 en Ghana por una demanda judicial de Paul Singer

## El país se embarca en otro ciclo de endeudamiento Cómo repagar la deuda

Mariano Boettner  
mboettner@diariobae.com

En un solo acto, el Gobierno dio por terminado el conflicto con los fondos buitres y le abrió la puerta a la Argentina de regreso al mercado de deuda internacional por 16.500 millones de dólares. El nuevo ciclo de endeudamiento, no obstante, incluirá en el corto plazo a provincias y a empresas. Los economistas debaten cómo deberían desarrollarse las distintas variables económicas argentinas para estar en condiciones de repagar su deuda o mantener un nivel de deuda sostenible, para que a largo término no se convierta en la ante-

sala de un nuevo default. ¿En qué se invertirán los nuevos fondos? ¿Cuánto deberían aumentar las exportaciones y la capacidad de generar divisas para mantener la solvencia? ¿Qué incentivos tienen los inversores para direccionar sus fondos a obras de infraestructura y no, por ejemplo, las atractivas letras del Banco Central?

Para los expertos consultados por Lunes, la nueva salida al mercado que encaró la semana pasada la Argentina tiene varias particularidades. Una es el bajo nivel de endeudamiento inicial, medido en comparación con el PBI. Otra es que el contexto financiero internacional si bien ayudó a que hubiera una de-

manda superlativa por títulos argentinos, ese mismo contexto no sería muy amigable para ayudar con el crecimiento, principalmente por una etapa de precios bajos de commodities. Y por último, que sin una expansión del superávit comercial no se podrá asegurar el repago de las deudas corrientes y las que se tomarán en el futuro próximo.

El economista Ariel Coremberg, del Instituto Interdisciplinario de Economía Política de la UBA y experto en medición del crecimiento, parte de una base principal al analizar la cuestión: “Argentina, en el largo plazo, creció muy poco. Hemos hecho una medición, y el crecimiento (respecto a la producción, recursos naturales y al

capital humano) a largo plazo fue, por ejemplo, del 2%. Cuando descontás el crecimiento de la población te queda que el crecimiento fue del 1%. Y para estar en condiciones de repagar la deuda necesitás que el país crezca sostenidamente en un 4%. Y para eso, a su vez, necesitás que las inversiones representen cerca de un 25% del producto bruto argentino, hoy estamos en el 15%”, explica.

Por su parte, Matías Kulfas, coautor junto a Martín Schorr del libro “La Deuda Externa Argentina. Diagnóstico y Lineamientos Propositivos para su Reestructuración”, consideró que “el monto del endeudamiento en sí es todavía relativamente pequeño. No es relevante eso sino

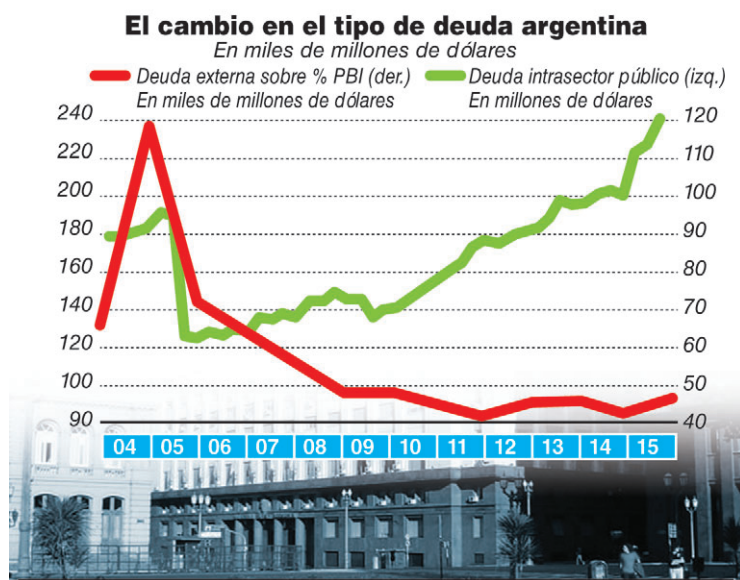
las perspectivas. Si el modelo de desarrollo al que apunta no se direcciona a cuidar el mercado interno y el trabajo industrial, eso pondrá un tope a la capacidad de repago. Endeudarse no puede decirse si está bien o mal de por sí, lo importante es saber para qué y qué condiciones de desarrollo se necesitan para garantizar el repago”.

Desde el Gobierno ya aclararon que la colocación de bonos de la semana pasada será la única que se hará en el mercado internacional este año y que sólo se acudirán durante 2016 al mercado interno. No obstante, provincias y empresas tomarán deuda en los próximos meses por unos 7.000 millones de dólares.

### Margen, superávit y solvencia

Para los expertos consultados una de las ventajas de la situación actual en la que el país se embarca a un nuevo ciclo en el mercado de capitales internacional es el bajo nivel de deuda externa en comparación con el PBI, y que eso otorga un margen importante para endeudarse. “La condición de solvencia es mantener constante el ratio deuda/PBI. La evolución sostenible de la deuda depende entonces del crecimiento del PBI: si crece mucho podemos tomar más deuda. Hay que pagar con recursos propios (o sea superávit primario) la cantidad de intereses necesarios para que el ratio deuda sobre producto no suba indefinidamente. Como nuestro ratio ahora es relativamente bajo, hay algún margen, no muchísimo, para que suba el monto de deuda. Pero en unos años ya hay que comenzar a tener un nivel de superávit primario que permita pagar la cantidad de intereses tal que no suba el ratio deuda/producto”, afirma el economista de la Universidad Torcuato Di Tella, Juan José Cruces. Para Coremberg, sin embargo, “hay que tener cuidado con los cocientes. Con el numerador debería ir el total de la deuda pública además de la privada. Lo que tuvimos en los últimos 10 años es una sustitución de deuda externa por interna. El problema sería ahora hacer lo contrario”.

En ese sentido, el ministro de Hacienda y Finanzas, Alfonso Prat Gay, dijo la semana pasada que el calendario de vencimientos tiende a bajar desde el presente año hasta 2018.



Fuente: Bloomberg

BAE Negocios

Para Miguel Kiguel, director de Econviews, la necesidad de alcanzar el superávit es relativo considerando que “los países que lo tienen en el mundo se cuentan con los dedos de una mano” y que para eso los países tienen la posibilidad de refinanciarlas. ¿Cómo se podría refinanciar esas deudas? “Eso dependerá de que el mercado crea que el país tiene capacidad fiscal, indicadores ma-

croeconómicos razonables. Argentina tiene ventajas. Desde punto de vista de deuda en términos netos, sacando sector privado, deuda es baja, del 18% del PBI, o menos. Eso lo pone por debajo de muchos, es un buen crédito, seguro y de bajo riesgo”.

#### “Fierros” o Lebac

Una pregunta que sobrevuela entre los economistas es cómo la nueva cantidad de fondos que ingresarán al país serán utilizados para la inversión productiva, qué porción se destinará a la obtención de rentabilidad en el mercado financiero local (mientras las letras del Banco Central rinden 38% anual) y qué otra engrosará el número de divisas fugadas del país, que se calcula que sería de hasta casi 400.000 millones de dólares. “Es muy probable que por una cuestión de ventajas compe-

**Se calcula que el país deberá crecer al 4% y duplicar las exportaciones**

## La agenda posdefault

Con bom-  
bos y pla-  
tillos el go-

**Leonardo Chialva**  
Socio - Delphos Investment

nuevos proyec-  
tos bajo el am-  
paro de una

bierno anunció el logro de ponerle punto final al litigio con los holdouts. Para ello necesitó hacer la emisión de deuda más grande de la historia de nuestro país. Y fue tanto el interés que despertó en el mundo financiero (exagerado por órdenes “engordadas”) que encima pudo reducir en 50 puntos básicos el costo inicial estimado.

Este hito es clave para la agenda económica que tiene pensada Macri, ya que todo el plan se basa en lograr acceder a los mercados para financiar un déficit fiscal que entonces podrá ir reduciéndose gradualmente.

Ahora deberán encarar los siguientes puntos de la agenda, que serán más tangibles para los ciudadanos argentinos. Y entre ellos sobresale la necesidad de fortalecer a una alicaída economía. Con el consumo un tanto rezagado, necesitarán de la inversión. Y hacia allí apuntarán los cañones. Lo primero será buscar dinamizar la inversión en energía e infraestructura usando una fórmula exitosa a nivel global, conocida como 3Ps (Public Private Partnership). Esto se refiere a una alianza público privada que libere las fuerzas de este último sector para encarar

normativa que ponga en resguardo los elevados niveles de inversión necesarios. El gobierno anterior dio algunos pasos en esta dirección en materia de energía renovable y empresas hidroeléctricas. Pero lo hizo mal, apurado y muy caro para el Estado. Habrá que corregir esos errores y sentar las bases para que se potencie una herramienta que podría dinamizar muy fuerte a la economía a partir de 2017.

La credibilidad en el gobierno es alta. Se percibe un ánimo empresarial favorable para invertir en la economía real. Ya lo demostraron los inversores financieros. Ahora será el turno de empresarios y emprendedores. Pero el gobierno no tiene el camino allanado, sino que deberá renovar periódicamente esa confianza mandando las señales adecuadas, en particular cumpliendo con su promesa de recortar gradualmente el déficit fiscal. El fracaso en este aspecto ya produjo en el pasado la caída de programas económicos que inicialmente generaron entusiasmo. Esperemos haber aprendido de los errores y entonces poder adentrarnos en un periodo de 20 años de crecimiento sostenido.

Algunas de las más frecuentes observaciones sobre el default y el “juicio del siglo” que me han sido planteadas, como así también algunas que debieran haberse planteado pero que quedaron en el tintero.

**1. ¿Qué consecuencias jurídicas dejará el default argentino?** Primero, la medida cautelar que, sin ningún antecedente, decretó el Juez Griesa convirtiendo la anodina cláusula del pari passu – que simplemente propone la igualdad jurídica entre tenedores de bonos – en una prohibición del pago a algunos bonistas (los reestructurados) en tanto no se le pagaran a todos. De aquí en más, todos los soberanos indudablemente rechazarán esa interpretación del pari passu o eliminarán totalmente dichas cláusulas, como ha hecho la Argentina en sus más recientes ofrecimientos. La segunda consecuencia jurídica de nota será la proliferación de cláusulas de acción colectiva (CACs, en sigla en inglés), que dificultan el accionar de holdouts permitiendo la reestructuración de la totalidad de bonos emitidos con el consentimiento de mayorías no prohibitivas, como por ejemplo 50% de cada serie o 2/3 partes u ocasionalmente del 75% del total del capital emitido, como en el caso de los más recientes bonos argentinos.

**2. ¿Se hubiera podido arreglar antes con los holdouts?** Por supuesto, pero no se quiso. El gobierno K nunca propuso tratar el tema como una disputa

jurídica o comercial, sino como una causa ideológica o política.

El gobierno K no dejó de negociar por divergencias comerciales o aún por la famosa cláusula RUFO, sino a todas luces porque el slogan “Patria o buitres” era políticamente útil y no daba cabida a ninguna solución transada. El tema se solucionó rápidamente cuando el gobierno Macri decidió encarar la disputa como una divergencia comercial y no ideológica.

**3. ¿Se cometieron errores en el manejo jurídico del caso contra los holdouts?** No, por lo menos no en temas críticos. Y no soy un “tordo” defendiendo a otros. Ejemplo concreto: de cara a la revisión de la orden del juez Griesa con respecto a la operación de la cautelar, la Corte de Apelaciones invitó a la Argentina a que presentara su interpretación alternativa – pero la Argentina nunca atinó a presentar nada. Inevitablemente, la corte de apelación aceptó la postura de los holdouts con las consecuencias draconianas que todos conocemos - el default y el desacato de la Argentina. Esto no fue error de los abogados, sino una consigna sin duda establecida por cliente de no transar. Hay muchos otros ejemplos similares. Y convengamos que no es jurídicamente prudente insultar y desafiar inútil-

## Apuntes al borde del estrado

**Marco Schnabl\***  
Socio Skadden Arps (Nueva York)

mente al juez, aun si la política interna lo justifica. El gobierno que lo hace, mal puede quejarse de las consecuencias jurídicas. Eso tampoco fue error de los abogados.

**4. Griesa y los hold outs – aliados de la economía argentina?** Indudablemente la Argentina no pudo endeudarse en los mercados internacionales de capitales por una década, con efectos nocivos que muchos han observado. Pero cómo hubiera utilizado el gobierno K el financiamiento internacional si este hubiera estado a su alcance? Se lo hubiera utilizado productiva y prudentemente, o malgastado o algo peor? Si se supone lo segundo – un supuesto muy razonable de cara a los datos empíricos de corrupción y despilfarro durante la “década ganada” que nos asaltan a diario – entonces quizás el juez y los fondos buitre bien pudieron haber sido, sin proponérselo, los pocos aliados de la economía argentina en la última década.

**5. ¿Y ahora qué? – la salida del default es la panacea?** No lo es – le da un poco de tiempo al gobierno. Permite consumir ahorros extranjeros para solventar el “gradualismo” del ajuste, en vez de recurrir al ahorro interno, a la presión impositiva, o peor aún a la inflación. Post default, inversores priva-

dos renuentes a invertir también estarán mejor dispuestos a hacerlo. Pero nuestro perenne enemigo es el dirigismo, el estatismo, el papel asfixiante del estado sobre la economía, la ausencia de un estado de derecho, y la corrupción que todo eso inevitablemente causa – no es la ausencia de financiamiento internacional (mucho menos cuando los argentinos mismos nos hemos “guardado” 400 mil millones de dólares debajo del “colchón”). Sin que eso cambie, esta nueva y exitosa ronda de financiamientos será sólo el preludio de un nuevo default, como tantos otros. Un juez norteamericano observó con justificada ironía que desde el siglo XIX la Argentina ha exportado principalmente jurisprudencia del default soberano, no carne o cereales. Tenemos el record mundial de inflación en los últimos setenta años, precisamente las décadas en las que se han impuesto políticas redistributivas y populistas que empobrecieron a generaciones de aquellos que supuestamente eran los beneficiarios de esas políticas. La salida del default ofrece un espacio al gobierno para dejar atrás algo de esos males. El financiamiento internacional ayuda, pero la enfermedad que nos aqueja y su cura son totalmente criollas, no vienen prestadas de afuera.

\*Asesoró a la Anses en su defensa contra los holdouts en 2009/10 cuando éstos intentaron infructuosamente hacerse de los fondos del sistema jubilatorio argentino

titivas la inversión se oriente al sector de manufacturas de origen agropecuario, y sectores de servicios. La infraestructura ferroviaria es una muestra del atraso que tenemos. Con buena infraestructura se pueden bajar los costos de producción. Necesitamos un boom productivo para todos los exportables. La clave es que la inversión se oriente a los transables (exportables más los que compiten con importaciones) y lo importante es que crezca el volumen de exportaciones, no el valor", opina Coremberg.

Para Kulfas, "la demanda de divisas por parte de empresas grandes y medianas para acumulación es algo que va a seguir existiendo. Y otra porción de ese ahorro se va a ir al exterior. El alimento de esa divisa va a ser la deuda". Además, trazó una comparativa con la década del 90, cuando al país entró una importante cantidad de inversiones externas. "Si bien es necesario generar el sector primario, no genera tantos empleos. Hay una mirada ingenua de que con condiciones de mercado mejores y más amigable es suficiente. En los 90 hubo un aluvión pero resultó mal. El empleo comenzó a reducirse, con una política orientada que redujo el empleo y la industria, con menos consumo, menos recaudación de impuestos. Achicamos la recaudación y así se puede repagar menos. "El boom de exportaciones durante el Gobierno anterior fue más

**El ratio deuda-PBI es bajo y da un margen aun mayor para tomar deuda**

por precios que por volumen. Las exportaciones pasaron de u\$s 25.000 millones a 50.000 o 70.000 millones con el boom de la soja, cayó el precio ahora no nos compran como antes. Hay que duplicar el número de exportaciones", dijo Coremberg.



## La deuda externa y los molinos de viento

No hay profesión más fácil de atacar que la de los políticos. Los comentaristas exponen críticas a las decisiones tomadas en el pasado y en el presente desconociendo las circunstancias del caso que llevaron a sus actores a tomar ciertas decisiones, como en el caso de la deuda externa.

Se critica que en la emisión original no se hubieran introducido la cláusulas de acción colectiva cuando ellas conspiraban contra la exitosa colocación de deuda. Se afirma que apenas planteado inicialmente el juicio de los fondos buitres se debería haber negociado con ellos y pagado como si por el mero mágico hecho de negociar antes de una sentencia un pago mejor al de los bonistas reestructurados hubiera eliminado la aplicación de la RUFO. Se critica que se haya introducido la cláusula RUFO en las reestructuraciones, cuando la misma era obviamente un aliciente importante para la aceptación de la oferta de canje.

Hoy se festeja el éxito de la colocación de deuda y la vuelta de Argentina al mercado internacional de deuda. La euforia reina en Wall Street y en Argentina. ¿Qué pasará en el futuro si los fondos a obtener en el exterior no se invierten adecuadamente y Argentina dentro de diez años vuelve al default? Es cierto que el Gobierno necesita

**Carlos E. Alfaro**

Socio Alfaro Abogados / Presidente  
Argentine-American Chamber of  
Commerce New York

fondos para financiarse. Para ello puede imprimir pesos, aumentar los impuestos o endeudarse en el mercado internacional. Hemos optado en la historia de Argentina por los tres métodos. Y en alguna medida, en todos los casos fracasamos. Quiere decir que el error no está exclusivamente en el método empleado sino en el destino dado a los fondos así obtenidos.

Hoy Argentina se enfrenta a una inflación más alta de la esperada. Combatirla con métodos ortodoxos va a generar un desempleo inmediato de consecuencias predecibles. Argentina tiene una composición social y de estructuras intermedias que no permiten un ajuste ortodoxo. Hay un poder político, económico y social que son los sindicatos imposible de eliminar.

No es prudente imitar a Don Quijote y luchar contra los Molinos de Viento. Ese fue quizás el error de Cristina en luchar contra los fondos "buitres", o como muchos dicen en Estados Unidos, el error de Bernie Sanders en luchar contra "Wall Street".

Si asumimos entonces que el error ha estado tanto en los gobiernos militares como democráticos, en haber permitido que los fondos obtenidos por

colocación de deuda en el exterior se usaran para gastos de todo tipo menos los productivos, quizás exista una luz al final del túnel.

El Gobierno debe dedicar la mayor parte de la deuda a una ambiciosa y rápida implementación de obras de infraestructura "que impulsen el desarrollo económico de los sectores más productivos y exportadores del país". Tiene que convertir al país en un lugar de inversión atractivo por su capacidad exportadora de productos procesados e industriales.

Durante la etapa de desarrollo de las obras de infraestructura podrá mantener el desempleo en niveles aceptables y en la etapa posterior asegurar la inversión de capitales nacionales y extranjeros que mantengan ese nivel de empleo, mejoren naturalmente el nivel de salarios y retengan a las nuevas generaciones.

Solo esto le permitirá al país repagar la deuda externa que ahora va contraer. De lo contrario vamos a ver nuevamente la misma película del default por la cual a la Argentina se la ha llamado "incumplidor serial".

Mauricio Macri parece haber visualizado estas metas y por naturaleza demostrado ser un hombre practico no aferrado a doctrinas que suenan como a cantos de sirenas. Hay esperanza, hay una luz al final del túnel.

Finalmente parece que Argentina logró salir del default. Con la confirmación de la Cámara de Apelaciones de la decisión del juez Griesa de dejar sin efecto las órdenes pari passu se despejó la última incertidumbre judicial pendiente. Desde el ámbito financiero, Argentina accedió, después de quince años, al mercado de capitales internacionales por u\$s16.500 millones.

El costo de los acuerdos, suponiendo que todos los holdouts firmen, ascendería a unos u\$s12.500 millones; con lo cual el monto emitido le permitirá al gobierno pagar además toda la deuda vencida con los holdouts, unos u\$s 2.500 millones, y aun incrementar las reservas en unos miles de millones.

La confirmación de la Cámara resultó además esencial, por un lado, para confirmar que los acuerdos ya firmados se ejecutarían -inclusive el acuerdo con NML y Aurelius que podía haber sido rescindido en virtud del vencimiento del plazo- y, por otro, porque permitirá generar los incentivos necesarios para acercar a los que aún no firmaron. La certeza de que ningún tenedor obtendrá una orden pari passu que vuelva a restringir el normal servicio de la deuda reestructurada funcionará como elemento de presión suficiente para cerrar los reclamos aun abiertos.

Con respecto a los tenedores holdouts, el pago de los acuerdos firmados habilitará a Argentina y al BONY, fiduciario de dichos bonos, a cancelar los servicios pendientes. Hasta el momento no he-

## Bajas probabilidades de nuevos juicios

**Matías Isasa**  
Abogado experto en deuda

mos tenido conocimiento de que ninguno de estos tenedores hubiera acelerado sus bonos, por lo cual, de cancelarse los servicios adeudados la situación estará regularizada.

Mucho se discutió en el pasado acerca de los posibles riesgos de nuevos litigios que pudieran iniciar los tenedores holdouts o los holdouts que no acordaron a partir de la firma de estos acuerdos de pago. Este riesgo por el momento no se ha materializado. Como dije en mi exposición ante las Comisiones de Presupuesto y Hacienda y de Economía del Senado, las probabilidades son bajas y sustancialmente menos relevantes que las consecuencias que se hubieran visto en caso de no haber acordado con los holdouts y, consecuentemente, no regularizar la deuda con los holdouts.

Hubo mérito del gobierno en lograr que tanto el special master Pollack como el Juez Griesa entendieran que el perfeccionamiento de los acuerdos debía suponer el levantamiento automático de todas las órdenes pari passu. Para lograr ese objetivo fue clave la estrategia de dividir a los acreedores, iniciativa que seguramente nació de Lee Buchheit, socio del estudio Cleary Gottlieb. Lo que se buscó fue alcanzar una masa sustancial de acuerdos con otros acreedores relevantes, como la TFA italiana, antes de

encarar la negociación con los fondos más agresivos. Así Argentina logró revertir la visión que Griesa y Pollack, actores fundamentales en el proceso, tenían de Argentina y demostrar convincentemente su vocación de acordar y, sobre todo, que lo que estaba ofreciendo resultaba una propuesta transaccional razonable. Hasta ese momento, Argentina solamente se había limitado a ofrecer a los holdouts la oferta del canje 2010 y lo cierto es que los tenedores que obtuvieron las órdenes pari passu tenían un activo adicional de aquellos que participaron en los canjes: la posibilidad de impedir que Argentina pudiera continuar sirviendo su deuda reestructurada. Por ello, una vez que estas órdenes quedaron firmes en junio de 2014, seguir ofreciéndoles a estos tenedores una propuesta similar a la del canje 2010 ni siquiera podía considerarse un trato igualitario.

Esta opinión no debe entenderse como una defensa de los demandantes. Nada más alejado de mi visión sobre cómo deberían desarrollarse los procesos de reestructuraciones de deuda soberanas y regularse el accionar de los fondos buitres. Sin duda existe un problema sistémico centrado en las deficiencias regulatorias a partir de las cuales pueden darse estas situaciones, en las que tenedores que ad-

quieran sus bonos a valores irrisorios logran sentencias firmes por valores astronómicamente superiores. Por ejemplo, si estimamos que NML compró todas sus tenencias al 30% del valor facial, el rendimiento obtenido con el acuerdo sería de 1175%. El problema reside en que los demandantes puedan comprar títulos en default y demandar el pago del valor facial sin que los tribunales intervinientes consideren la situación macroeconómica del deudor, generalmente asociada a crisis económicas, financieras y, en muchos casos, políticas. La preeminencia del principio del respeto de los contratos o pacta sunt servanda, es llevado hasta extremos en los que los costos globales para las sociedades involucradas resultan sustancialmente superiores a los beneficios económicos que obtienen unos pocos acreedores.

La comunidad financiera internacional debería seguir avanzando en regulaciones que limiten este tipo de abuso. Dado el fracaso de las propuestas de tratados internacionales, una línea de trabajo es la adoptada por Bélgica a través de la "Ley Contra las Actividades de los Fondos Buitres". Esta norma establece que "si un acreedor persigue una ventaja ilegítima a través de la recompra de un préstamo contraído por, o una reclamo contra, un Estado, sus derechos respecto de ese Estado se limitarán al precio que se haya pagado en la recompra de dicho préstamo o reclamo". Sería deseable que más países centrales adopten este tipo de medidas.