

ARGENTINA

Crónica de un default anunciado

Madrid: 7 de octubre de 2014



CRÓNICA DE UN DEFAULT ANUNCIADO

- El fallo judicial en favor de los holdouts y la negativa de Argentina a llegar a un acuerdo con éstos ha producido un nuevo default de deuda que aleja las esperanzas del gobierno de retornar este mismo año a los mercados internacionales de capitales.
- La nueva Ley de Pago de la Deuda Externa aprobada este mismo mes, que persigue un nuevo canje para cambiar la jurisdicción de la deuda reestructurada, pone de manifiesto las escasas posibilidades de que se resuelva de forma definitiva el problema de los holdouts, incluso en 2015, una vez expire la cláusula RUFO.
- A pesar de los recientes acuerdos bilaterales con China, las crecientes necesidades de financiación y los graves problemas inflacionarios apuntan a que continuarán las restricciones de acceso a divisas y, antes o después, se producirá una nueva devaluación.
- El gobierno que salga de las elecciones de octubre de 2015 se enfrentará con un panorama económico extremadamente complicado.

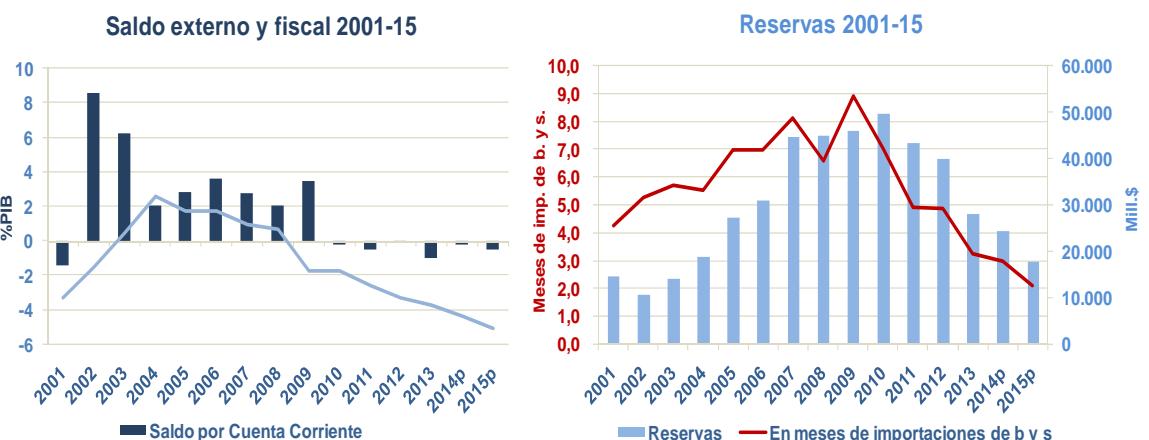
¿UN NUEVO DEFAULT?

Desde el pasado mes de agosto Argentina ha acaparado un buen número de titulares en todo el mundo. Poco más de una década después de la traumática crisis de 2001, Argentina volvía a impagar sus obligaciones exteriores. Rápidamente muchos economistas y el propio gobierno argentino han querido resaltar las diferencias entre uno y otro evento, enfatizando la naturaleza “técnica” o “legal” de este último default o incluso rechazando que debiera denominarse así en absoluto, ya que se ha producido a pesar de la voluntad y capacidad de Argentina para hacer frente a esta deuda⁽¹⁾. Este empeño del gobierno se debe al temor entre su población, que relaciona la debacle económica que vivió el país en 2001 con el default, a revivir aquellos años. En realidad, la profundidad de aquella crisis se debió más al corralito bancario y a la pesificación forzosa que siguió al default. Sin embargo, es necesario aclarar la frecuente confusión entre causas y consecuencias de un default de deuda externa para entender bien el actual caso argentino y sus efectos.

(1) Un default, tal y como se define para una emisión de bonos, es simplemente el impago del mismo pasados 30 días desde su vencimiento, independientemente de su naturaleza. En este caso las agencias de rating lo denominan “default selectivo”, ya que únicamente se ha producido sobre un tramo concreto de deuda, los bonos canjeados en 2005 y 2010 con jurisdicción en Nueva York (los bonos emitidos bajo jurisdicción europea no se han visto afectados).



Para un país, un default de deuda externa, aparte del golpe para su imagen, supone estrictamente que ya no puede financiarse con ahorro externo al verse aislado de los mercados de capitales internacionales y, por tanto, no es posible ningún consumo o inversión que no provenga de la renta nacional, lo que puede provocar evidentemente un significativo recorte de ambos y, por tanto, una fuerte contracción económica. A cambio, el país deja de tener que afrontar el servicio de su deuda externa. En este *trade off* la variable política y el golpe para la imagen son los que en realidad ocasionan el mayor perjuicio al país, ya que casi siempre en estos casos el servicio de la deuda supone el grueso de las necesidades de financiación por lo que el acceso a los capitales internacionales se destina con frecuencia a cubrirlo. Así pues, en la práctica, la restricción financiera internacional no provocaría una contracción económica; al contrario, a corto plazo, al dejar pagar sus obligaciones exteriores el país tiene mayor capacidad de financiar su consumo e inversión. Esto es, precisamente, lo que sucedió en Argentina a partir de 2001. El ahorro del servicio de la deuda junto a otros factores favoreció la posterior etapa de crecimiento. Sin embargo, desde entonces el país ha estado obligado a registrar superávits o al menos equilibrios externos para mantener esa dinámica, algo que, en un principio, con una demanda interna deprimida es relativamente fácil. Ahora bien, a pesar de los altos precios de las exportaciones argentinas durante el resto de la década, el fuerte incremento del gasto público y de la demanda interna han ido erosionando año tras año este superávit, lo que obliga de nuevo al gobierno a buscar financiación exterior o, en su defecto, a ver como se agotan sus reservas (más si, como es el caso en Argentina, se utilizan éstas para financiar directamente el déficit fiscal).



Fuente: Institute of International Finance

A la luz de lo anterior se pone de manifiesto una diferencia esencial entre este default selectivo y el anterior. Argentina ya se encontraba aislada de los mercados externos antes de este último default. Desde 2001 no había podido financiarse en el exterior a un coste razonable. El spread de su deuda se ha situado en la última década entre los 600 y los 1.100 puntos básicos. Así pues, este default, técnico o no, necesariamente no puede tener el mismo impacto, ya que el país sigue sufriendo los efectos del de 2001. Lo que sí hace es impedir o retrasar una eventual vuelta de Argentina a los mercados, algo que su gobierno ha intentado conseguir de forma apresurada en el último año y medio, síntoma por otro lado de la delicada situación financiera que atraviesa el país.



En efecto, de momento este default ha echado por tierra los denodados esfuerzos del ejecutivo argentino en el último año y medio por restablecer su imagen en el exterior. Cabe recordar que el país cerró en abril de 2014 un acuerdo con Repsol para compensar a la empresa española por la expropiación de YPF; en mayo firmó un acuerdo con el Club de París para el pago de la deuda bilateral oficial que también permanecía impagada desde 2001; e incluso ha llegado a una entente con el denostado FMI, publicando un nuevo índice de inflación más realista y evitando así la expulsión de la institución financiera internacional. Con todo ello preparaba el terreno para una eventual emisión de deuda, con el objetivo de aliviar la presión sobre las reservas de divisas, que había obligado a la devaluación del peso en enero. Por último, el enredo legal con los holdouts está echando por tierra las esperanzas que algunos habían puesto en que, por la necesidad de volver a los mercados y ante el deterioro económico, el gobierno estuviera abocado a una política económica más ortodoxa.

EL DEFAULT TÉCNICO: UN ENREDO LEGAL QUE AMENAZA FUTURAS REESTRUCTURACIONES DE DEUDA

El pasado 30 de julio se cumplieron los 30 días de gracia desde que venciera el último pago (539 mill.\$) de los bonos canjeados en 2005 y 2010 provenientes del default de 2001. El pago que debía llevar a cabo la entidad fiduciaria, el Banco NY Mellon, permanece bloqueado desde entonces por orden judicial.

El origen de este nuevo default “legal” es el controvertido fallo de Thomas Griesa, Juez Federal del Distrito Sur de Nueva York, a favor de los *holdouts*, los tenedores de bonos que en su día no acudieron al canje de deuda. Se trata, pues, de aquellos acreedores que no aceptaron los términos de la reestructuración, que impuso un 70% de quita a los bonistas. En realidad, esta victoria judicial la ha obtenido un tramo aun más pequeño de acreedores, ya que el principal demandante es NML Capital, un fondo “buitre” que aspira a lograr el pago íntegro de una parte de la deuda original que asciende hoy en día a unos 1.300 mill.\$ (el valor original era de 832 mill.\$ y fue adquirida por NML Capital por 49 mill.\$).

Además de para Argentina, el caso tiene importantes consecuencias para el sistema financiero mundial, ya que amenaza con enturbiar cualquier reestructuración de deuda soberana en el futuro. En efecto, la interpretación del juez Griesa de la cláusula *pari passu* (igualdad de trato), habitual en las emisiones de bonos, permitiría que los bonistas minoritarios pudieran paralizar en el futuro cualquier reestructuración. Existen métodos para solucionar este problema, como las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), que validan canjes de deuda siempre que se alcance un porcentaje de aprobación mayoritario, generalmente el 75%, pero que tienen también sus propios problemas legales y de aplicación práctica⁽²⁾. Por esta razón, son numerosos los economistas internacionales e incluso el propio FMI y el gobierno estadounidense, que han criticado la sentencia Griesa por dificultar las salidas de las crisis a países que incurran en un endeudamiento excesivo.

(2) Desde hace años las CACs se incluyen habitualmente en las emisiones de bonos. Sin embargo, sería necesario esperar un tiempo prolongando (se estima unos 10 años) hasta que todas las emisiones de bonos actuales incluyan CACs. Más importante aún, las CACs afectan únicamente a las emisiones de un mismo tipo y no al conjunto de la deuda de un país. Así, un único fondo podría hacerse con minorías de bloqueo del 25% en tramos de deuda relativamente pequeños.



En el otro extremo, algunos economistas defienden que Argentina es un caso excepcional por su férrea negativa a negociar con los *holdouts* y su actitud desafiante ante las decisiones judiciales de Griesa. Defienden, además, que facilitar las reestructuraciones de deuda con quitas como las efectuadas por Argentina no hace al sistema financiero más sólido, al contrario, encarecería y dificultaría el acceso a financiación a los países emergentes.

DISMINUYEN LAS POSIBILIDADES DE UNA SOLUCIÓN DEFINITIVA

Más allá del debate teórico, lo que es cierto es que Argentina se ha señalado por su discurso visceralmente contrario al sistema financiero internacional y al FMI, y ha sido especialmente hostil con los *holdouts* y los fondos buitre. Algo que puede sorprender si nos fijamos en el reducido monto que enfrenta en la demanda Griesa (1.600 mill.\$). Argentina podría cancelar fácilmente este importe, podría incluso tras una negociación asumir sin excesivos problemas el valor actual del 100% de los *holdouts* (estimado en cerca de 15.000 mill.\$ -4.000 mill.\$ de la deuda original-). Sin embargo, el ejecutivo se escuda para negarse a negociar en la existencia de la ya célebre cláusula RUFO (*Rights Upon Future Offers* o Derechos sobre Futuras Ofertas).

La cláusula RUFO, incluida en los bonos canjeados en 2005 y 2010, obliga en principio a Argentina a igualar cualquier oferta hecha sobre los *holdouts* que mejore las condiciones de pago de dichos bonos. Así pues, de plegarse a la sentencia, o de negociar una solución que implice condiciones superiores, el gobierno podría recibir demandas por valor de más de 150.000 mill.\$ (el valor actual estimado de las quitas que tuvieron que aceptar los bonistas). Los fondos buitre, en cambio, siempre han sostenido que esta cláusula no era impedimento, ya que solo podría activarse en caso de que las mejoras fuesen “voluntarias”, y ésta se produce por obligación legal. Sin embargo, ya sea por táctica política o por convicción, el gobierno ha esgrimido una y otra vez la Cláusula RUFO en su negativa a negociar.

LAS CIFRAS DEL DEFAULT

- 93.000 mill.\$: deuda impagada por Argentina en el default de 2001.
- 539 mill.\$: deuda impagada por el bloqueo ordenado por el Juez Griesa.
- 93%: porcentaje de bonistas que acudieron al canje en 2005 y 2010.
- 70%: quita asumida por los bonistas que acudieron al canje.
- 1.600 mill.\$: valor actual de los bonos en la demanda Griesa.
- 15.000 mill.\$: valor actual estimado de los bonos que no acudieron al canje.
- 150.000 mill.\$: valor estimado actual de los bonos canjeados al 100% de su valor original (sin quita).
- 29.000 mill.\$: Monto vivo de la deuda canjeada potencialmente afectado por la sentencia.
- 565.000 mill.\$: PIB argentino en 2013.
- 250.000 mill.\$: deuda pública estimada en 2013.
- 24.000 mill.\$: déficit público esperado en 2014.
- 26.000 mill.\$: reservas de divisas argentinas a agosto 2014.



La cláusula expira en 2015, por lo que muchos analistas albergan la esperanza de que finalmente se llegue a una solución pactada con los *holdouts* el año que viene y el país pueda así normalizar su situación en los mercados antes de llegar a las elecciones de octubre. Sin embargo, estas esperanzas también pueden verse defraudadas. El gobierno, cuya popularidad había caído en picado por los problemas económicos, el descontrol de la inflación y los crecientes controles de divisas, ha visto como su apoyo en la calle está remontando gracias a la simpatía que en Argentina despierta su lucha contra los fondos “buitre”, que permite revivir la retórica peronista de la lucha del gobierno contra el enemigo exterior. En este sentido, no se puede subestimar la capacidad de Argentina para manejarse en condiciones financieras extremadamente difíciles si la alternativa pasa por renunciar al discurso político, y hay que tener en cuenta que cualquier acuerdo que se firme en 2015 que no pueda ser anunciado como una victoria sobre los fondos “buitre” dañaría la retórica oficial y las posibilidades del candidato justicialista en octubre. Más importante aun es la respuesta que ha adoptado el gobierno con la aprobación en septiembre de la Ley de Pago de la Deuda Externa, que apuesta por un cambio de jurisdicción de los bonos canjeados para así esquivar el bloqueo del pago en Nueva York. La Ley significa que la firme negativa a negociar posiblemente continúe una vez expirada la cláusula RUFO.

En efecto, el legislativo argentino aprobó el pasado 10 de septiembre la Ley de Pago Soberano de la Deuda Externa. La norma permitirá el cambio de jurisdicción de los bonos canjeados a Buenos Aires y el cambio del banco fiduciario del New York Mellon al Nación Fideicomiso SA, subsidiaria del Banco Central argentino. Argentina pretende así evitar un nuevo impago de la deuda reestructurada de cerca de 200 mill.\$ el próximo 30 de septiembre. Sin embargo, para ello será necesario que los bonistas acepten un nuevo canje. La operación se complica por la existencia de algunos fondos que tienen obligación legal de mantener su jurisdicción bajo ley anglosajona o en países desarrollados, con lo que, en una nueva vuelta de tuerca, asomaría la sombra de un nuevo tipo de *holdouts*. La Ley contempla la posibilidad de que los bonos tengan jurisdicción en Francia, con lo que el gobierno argentino cree posible evitar este problema. Independientemente de si tiene éxito o no el nuevo canje, la Ley no cerrará la enorme brecha de confianza que separa a Argentina de la comunidad financiera.

PERSPECTIVAS

El gobierno argentino parece consciente de las dificultades con las que se enfrenta para reabrir la financiación internacional y está buscando en otros gobiernos lo que ahora ve difícil conseguir en los mercados. Así se entienden los numerosos acuerdos firmados entre Argentina y China con motivo de la visita del presidente chino Xi Jinping el pasado 18 de julio y que suponen un balón de oxígeno para las cuentas del país. Se han firmado hasta 20 convenios bilaterales que ayudarán al gobierno de Cristina Fernández a atravesar la delicada situación económica actual. Entre otros, el mandatario chino se ha comprometido a que su país preste 4.700 mill.\$ para la construcción de dos presas hidroeléctricas y 2.500 mill.\$ para mejorar la línea ferroviaria Belgrano-Cargas. China concederá igualmente un crédito swap de intercambio de divisas por un importe de 11.000 mill.\$ a un plazo de tres años. Esta última operación representa más de un tercio de las actuales reservas de divisas del país.



Sin embargo, a pesar de los acuerdos bilaterales que se puedan firmar o incluso si Argentina logra un arreglo en 2015 con los *holdouts*, los problemas de fondo de la economía argentina no se resolverán sin un cambio drástico de política económica y cierta dosis de buena suerte. El acceso a financiación solo puede alargar y seguramente agravar el necesario proceso de ajuste. A falta del mismo, el escenario más probable es un progresivo deterioro del cuadro macroeconómico. Se estima que la contracción del PIB puede llegar al 2% este año. Además, en dicho escenario cabe esperar nuevas medidas de restricción a las importaciones y al uso de divisas, aunque finalmente se haga inevitable una nueva devaluación. Se está materializando así un escenario similar al venezolano, de espiral inflacionaria y devaluaciones, lo que conlleva un grave riesgo de transferencia y convertibilidad. Con la Ley de Abastecimiento, aprobada también este mes de septiembre, el gobierno pone de manifiesto incluso que está dispuesto a tomar medidas drásticas de intervencionismo en la producción, que no harán sino agravar las distorsiones productivas. En concreto, la norma permite al gobierno en caso de necesidad obligar a las empresas (se deja fuera a las Pymes) a producir determinados productos; también puede limitar sus márgenes de beneficio y fijar los precios de venta.

Habrá que esperar de momento hasta después de las elecciones de octubre de 2015. ¿Podrá el nuevo gobierno llevar a cabo un cambio drástico de la actual política económica? Actualmente dos hombres, Daniel Scioli y Sergio Massa, lideran las encuestas. Ambos son peronistas y, aunque el segundo sea ahora "anti-kichnerista", ambos han servido bajo gobiernos de Cristina Fernández, lo que no parece muy propicio para un cambio drástico. En cualquier caso, el nuevo Presidente se enfrentará con un panorama económico extremadamente complejo. Los mercados ya especulan con una nueva devaluación para después de las elecciones, lo que será muy difícil de manejar políticamente para el nuevo gobierno.

