

Acuerdo con fondos buitres

Un análisis de sus costos y beneficios

En este informe:

- ¿Cómo evaluar el acuerdo? - pág. 3
- ¿Salimos del “veraz” de los mercados financieros internacionales?- pág. 4
- ¿Cuánto hay que pagar para cerrar el conflicto con los *holdouts*?- pág. 7
- Condiciones de sustentabilidad del acuerdo-pág. 8
- Conclusiones-pág. 13

INFORME ECONÓMICO ESPECIAL | NRO. I | MARZO 2016

Síntesis

En el presente informe se realiza una descripción de los principales elementos que deben considerarse para realizar un análisis libre de posiciones dogmáticas y moralistas, sobre la conveniencia o no para el país de un acuerdo con los fondos buitres y demás *holdouts*.

En primer lugar, las condiciones para que el acuerdo sea la llave al acceso a los mercados de deuda, y los riesgos de que nuevos litigios sepulten esa posibilidad. En segundo lugar, la cuantificación del costo económico del acuerdo (de u\$8.300 millones pre-acordados, extensible a u\$10.300-13.200 millones sumando al resto de los *holdouts*). En tercer lugar, las condiciones de acceso a nuevo financiamiento que potencialmente emergen del acuerdo (escenarios de tasas).

En cuarto lugar, el tipo de inversiones que deberían financiarse con créditos externos para hacer sustentable el repago de deudas y el recupero del pago a los buitres y demás *holdouts*. Teniendo en cuenta que las mismas deben orientarse a generar divisas (no alcanza con que se inviertan en infraestructura, mucho menos que se utilicen para gastos corrientes).

Por último, se presentan diversos escenarios de rendimiento en divisas y montos de dichas inversiones que tornan sustentable el horizonte de deuda post acuerdo.

DESTACADOS PRENSA

¿Fin de un conflicto, o inicio de nuevos juicios?

El acuerdo con los fondos buitres y demás *holdouts* podría ser el comienzo de una nueva oleada de juicios a nuestro país, esta vez, de parte de los bonistas que ingresaron a los canjes 2005 y 2010, por cifras que van de un piso de u\$70.000 millones a más de u\$200.000 millones.

Las posibilidades legales corren por dos carriles. Por un lado, por la aplicación de la cláusula RUFO que daba a quienes ingresaron a los canjes 2005 y 2010 el derecho a acceder a una futura oferta mejor. Si bien esta cláusula venció en diciembre de 2014, su aplicación podría ser restablecida si un juez interpreta que Argentina sólo pospuso el pago de una sentencia que estuvo firme cuando la cláusula no había vencido. Una interpretación bastante poco probable si se tiene en cuenta que en el medio hubo un cambio de gobierno y que la RUFO no debiera aplicarse al pago de sentencias, ya que no constituyen ofertas voluntarias.

Otra posibilidad es que las demandas se apoyen sobre el entramado legal que dio sustento a las reestructuraciones. Tanto las leyes que habilitaron los canjes 2005 y 2010, como la ley de Pago Soberano y los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana de la ONU, votados por 136 países y que Argentina hizo ley propia, señalan que “los términos y condiciones financieros que se ofrezcan” en futuras reestructuraciones de deuda no fueran “iguales ni mejores que los ofrecidos a los acreedores” que habían ingresado a los canjes anteriores.

La abolición de ese entramado legal (que fue declarado de interés público por la ley de Pago Soberano), solicitada por el ejecutivo al Congreso Nacional, no elimina el hecho de que fue el sustento de las reestructuraciones de 2005 y 2010 y que puede ser la base para potenciales demandas de parte de bonistas reestructurados.

Inversiones en infraestructura, no garantizan sustentabilidad del endeudamiento

El acuerdo con los fondos buitres y demás *holdouts* podría constituir la puerta de entrada a los mercados internacionales de colocaciones de deuda pública. La conveniencia o no de resolver dicho conflicto judicial, depende centralmente de que el rendimiento en divisas de los proyectos de inversión a financiar con el endeudamiento post canje, permitan cubrir los intereses de su financiamiento y recuperar el costo del acuerdo.

Al respecto, si se utiliza el endeudamiento para financiar gastos corrientes y/o obras de infraestructura, no se garantiza capacidad de repago, ya que el compromiso financiero es en dólares y muchas obras de infraestructura no generan un mayor saldo externo. El endeudamiento en divisas debe financiar inversiones que incrementen las exportaciones y/o disminuyan las importaciones, es decir, inversiones que generen un mayor ingreso de dólares en la economía y que, por ende, pueden hacer sustentable la toma de deuda en divisas.

A tasas de fondeo post canje del 4%, esas inversiones deben tener rendimientos en dólares de entre el 11 y 6% anual para ser sustentables, en montos que van de los 25 a 75 mil millones de dólares. Con tasas de fondeo post canje, cercanas al 9%, el rendimiento en dólares de las inversiones para esos montos se encuentra entre el 15 y el 11%.

La existencia de semejantes proyectos de inversión en los montos y retornos en divisas que tornan sustentable el acuerdo con los fondos buitres, parece dudosa, aún en un escenario muy optimista en términos de tasas de fondeo post acuerdo. Especialmente en un contexto signado por la baja del precio internacional de las materias primas y la contracción de los mercados para las exportaciones industriales. De ahí, que el regreso a los mercados de deuda pareciera ser el comienzo de un proyecto insustentable de endeudamiento externo como el que ha vivido otras veces nuestro país.

ACUERDO CON FONDOS BUITRE.

Un análisis de sus costos y beneficios

Por Andrés Asiain y Estanislao Malic¹

1. ¿CÓMO EVALUAR EL ACUERDO?

El debate en torno al acuerdo con los fondos buitre suele estar impregnado de condimentos moralistas e ideológicos. Desde quienes se oponen al acuerdo, se lo suele condenar por implicar reconocer ganancias exorbitantes a actores deplorables del sistema financiero internacional, como son los fondos buitre, sus abogados, comisionistas. Desde quienes apoyan el acuerdo, se lo presenta como una condición para insertarnos en el mundo y generar confianza en los inversores internacionales.

Sin desmerecer dichas apreciaciones, en el presente informe intentamos realizar un análisis objetivo de los costos y beneficios económicos que podría traer para la economía del país, para que la sociedad y sus dirigentes puedan evaluar si el mismo es conveniente o no.

Parodiando la situación nacional frente al acuerdo con los fondos buitre y demás *holdouts*, con la situación de un empresario que debe evaluar pagar una cierta suma para salir del “veraz” y poder acceder a créditos en los circuitos financieros formales, vamos a preguntarnos:

¿Salimos del “veraz” de los mercados financieros internacionales con el proyecto de acuerdo con los fondos buitre que envió el ejecutivo al Congreso?

¿Cuánto hay que pagar para salir de ese “veraz”?

¿Qué líneas de financiamiento y a qué tasas se nos abrirían?

¿Qué tipo de inversiones y con qué rendimientos en dólares permitirían cubrir esos costes financieros y recuperar lo abonado a los buitres?

¹ Las opiniones vertidas en el presente informe son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen la de los demás integrantes del CESO. Agradecemos los comentarios de Sergio Arelovich y Rodrigo López.

2. ¿SALIMOS DEL “VERAZ” DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES?

El objetivo de resolver el conflicto con los fondos buitres es que el juez Griesa levante el bloqueo sobre los pagos a los bonistas que ingresaron a los canjes 2005 y 2010. Ese bloqueo no sólo amenaza con la posibilidad de una reversión de parte de la quita lograda en dichas reestructuraciones (ante un eventual pedido de aceleración²), sino que dificulta la colocación de nuevos bonos por elevados montos en los mercados financieros de deuda, ante el riesgo de que quienes los suscriben vean bloqueado su cobro por una nueva intervención de la justicia norteamericana³.

En concreto, y más allá de los discursos sobre insertarnos en el mundo y la confianza de los inversores, el objetivo central del acuerdo con los fondos buitres es volver a acceder a los mercados financieros de créditos para la colocación de deuda externa pública. Al respecto, la pregunta central es, ¿salimos del “veraz” de los mercados financieros internacionales?

Para que ello sea cierto, hay que analizar si el actual acuerdo nos libra de nuevos conflictos judiciales que podrían volver a cerrarnos los mercados de financieros de deuda, o incrementen aún más el costo de mantenerlos abiertos. Los posibles juicios podrían venir desde dos frentes: 1) los holdouts que no entren en este acuerdo; 2) los bonistas reestructurados en los canjes 2005 y 2010.

² La cláusula de aceleración figura en los bonos entregados tras las reestructuraciones anteriores y permite que el 25% de los bonistas de una determinada serie exijan el pago inmediato de todo el capital, ante un incumplimiento de pago del deudor. Su aplicación igualmente daría lugar a un conflicto judicial, ya que Argentina (deudor) realiza los pagos, pero los bonistas (acreedores) no acceden al dinero por la interrupción de la cadena de pagos por un tercero (Griesa).

³ El bloqueo no es total, como demostraron las colocaciones de bonos 2024 y 2020 en 2015, bajo legislación local y sistema de pagos local, con una ingeniería y rapidez en las colocaciones que evitó intervenciones judiciales.

- 1) Respecto a los fondos buitres y bonistas que no ingresaron a la oferta Argentina hasta el 29 de febrero del presente año, no existen cifras precisas de qué porcentaje y monto representa. Según Prat Gay, serían el 15% de quienes no ingresaron a los canjes 2005 y 2010 los que permanecerían fuera del acuerdo, sin embargo, ese porcentaje es contradictorio con sus propias cifras de los montos que implica cerrar el conflicto y el de los acuerdos alcanzados, siendo una estimación más precisa la del 40% de los holdouts. Esa imprecisión, más la parte de la deuda que prescribe judicialmente, hacen difícil estimar el monto potencial de esas demandas que se ubicaría desde un piso de 2.033 millones de dólares a un techo de aproximadamente 4.863 millones de dólares.
- 2) Más costosa sería la posibilidad de que los bonistas que ingresaron al canje inicien acciones al sentirse discriminados en relación a la reciente oferta a los fondos buitres y bonistas holdouts. Los bonistas que ingresaron a los canjes 2005 y 2010 detentaban títulos por aproximadamente 75.180 millones de dólares, de un total de 81.836 millones de dólares que habían entrado en cesación de pago en el marco de la crisis de la Convertibilidad. Tras la reestructuración, recibieron títulos por 40.820 millones de dólares, más cupones atados al PBI.

El valor de las potenciales demandas es difícil de estimar, ya que por un lado habría que evaluar los beneficios obtenidos por la tenencia de los bonos desde el momento de la reestructuración, incluidos los cupones PBI. A modo aproximado, en 2016 recién estarían recuperando el valor nominal de sus tenencias originales. Sin embargo, los canjes 2005 y 2010 no reconocieron los intereses caídos durante el período de cesación de pagos, intereses que si fueron reconocidos por el fallo Griesa y la reciente oferta Argentina.

De esta manera, sin tomar en cuenta costas judiciales ni posibles punitivos, las demandas potenciales de los bonistas que

ingresaron a los canjes 2005 y 2010, tienen un piso de 70.000 millones de dólares pero hay quienes la estiman cercana a los 200.000 millones de dólares (o incluso cifras mayores).

Es claro que estamos ante montos que por su magnitud son inhibitorios ya que vuelven insostenibles las cuentas externas de nuestra economía. Es decir, el escenario de juicios por parte de los acreedores que ingresaron a los canjes 2005 y 2010 es un escenario que deriva en una nueva cesación de pagos de la deuda.

La pregunta entonces es si existen posibilidades legales de que los bonistas que ingresaron a los canjes 2005 y 2010 accionen contra Argentina y puedan obtener un fallo favorable.

Las posibilidades legales corren centralmente por dos carriles. Por un lado, por la aplicación de la cláusula RUFO que daba a quienes ingresaron a los canjes 2005 y 2010 el derecho a acceder a una futura oferta mejor. Si bien esta cláusula venció en diciembre de 2014, su aplicación podría ser restablecida si un juez interpreta que Argentina sólo pospuso el pago de una sentencia que estuvo firme cuando la cláusula no había vencido. Una interpretación bastante poco probable si se tiene en cuenta que en el medio hubo un cambio de gobierno y que la RUFO no debiera aplicarse al pago de sentencias, ya que no constituyen ofertas voluntarias.

Otra posibilidad es que las demandas se apoyen sobre el entramado legal que dió sustento a las reestructuraciones. Tanto las leyes que habilitaron los canjes 2005 y 2010, como la ley de Pago Soberano y los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana de la ONU, votados por 136 países y que Argentina hizo ley propia, señalan que “los términos y condiciones financieros que se ofrezcan” en futuras reestructuraciones de deuda no fueran “iguales ni mejores que los ofrecidos a los acreedores” que habían ingresado a los canjes anteriores.

La abolición de ese entramado legal (que fue declarado de interés público por la ley de Pago Soberano), solicitada por el ejecutivo al Congreso

Nacional, no elimina el hecho de que fue el sustento de las reestructuraciones de 2005 y 2010 y que puede ser la base para potenciales demandas de parte de bonistas reestructurados.

En definitiva, no es posible afirmar que el presente acuerdo sea la salida del “veraz” de los mercados financieros internacionales, o la entrada a una nueva oleada de juicios que derive en una nueva cesación de deuda⁴. La última palabra en la materia la tendrá algún juez extranjero, y la arbitraria interpretación de la cláusula “pari passu” por parte de Griesa, sienta un mal precedente al respecto.

3. ¿CUÁNTO HAY QUE PAGAR PARA CERRAR EL CONFLICTO CON LOS HOLDOUT?

Estimar cuánto es el monto a pagar para terminar de acordar con todos los bonistas que no ingresaron a los canjes 2005 y 2010, no es tarea sencilla dada las impresiones de la información que dejó trascender el ejecutivo respecto a los acuerdos alcanzados y la falta de información sobre holdout que no iniciaron acciones.

Sin embargo, en base a documentación parcial y trascendidos de la prensa puede reconstruirse el monto de los acuerdos alcanzados, y por diferencia aproximar los restantes tal como se realiza en el próximo cuadro.

De esa manera, la cifra para reestructurar la deuda en manos de quienes no ingresaron a los canjes 2005 y 2010, ronda entre los 10.342 y 13.172 millones de dólares, a partir del ofrecimiento realizado por la gestión Macri. Ese monto se corresponde con la emisión de deuda para cerrar los acuerdos anunciada por Prat Gay que rondaba entre los 12.000 y 15.000 millones de dólares, pero incluye pagos a holdouts que aún no aceptaron la oferta argentina. Al respecto, hay quienes señalan que la diferencia entre la emisión de deuda y el pago de los acuerdos alcanzados, será utilizada para cubrir el déficit fiscal de 2016. Sin embargo, a los fines de estimar el

⁴ El representante de bonistas italianos que ingresaron a los canjes anteriores Tullio Zembo, anunció que buscará en la justicia internacional obtener el mismo trato de los representados por Nicola Stock.

recupero de ese endeudamiento, poco importa si parte se desvía a cubrir gastos corrientes en lugar de cancelar deuda con holdouts.

Fondo buitre y demás holdouts	u\$ millones
Brecher (*)	418
Capital MarketsFinancialServices (*)	110
LightwaterCorp, Old Castle Holdings, VR Capital, Procella Holdings y Capital Ventures International (*)	455
Montreux Partners (*)	284
EM Limited (*)	848
NML Capital y Aurelius	4.653
BN Paribas, OMG, Ragazzoni, Romano, Valenti, Ymus y Thyrión	190
Bonistas italianos (*)	1.350
Total acuerdos aprox.	8.309
Quedan afuera aprox. (**)	2.033-4.863

(*) basado en trascendidos a la prensa; en el caso Brecher se estimó una quita del 27,5% sobre la demanda colectiva. (**) Quedaron afuera títulos por valor nominal de 2.155 millones aproximadamente, que asumiendo 800 prescriban judicialmente y valorizados al 150% dan u\$2.033 millones (escenario de mínima), y sin prescripciones judiciales y valorizados al 226% abonados en promedio a quienes obtuvieron el fallo Griesa y me too, dan u\$4.863 millones (escenario de máxima).

4. CONDICIONES DE SUSTENTABILIDAD DEL ACUERDO

Una vez calculado el costo de cerrar el conflicto con los fondos buitre y demás holdouts, y asumiendo que nuevos juicios no bloqueen el acceso a los mercados financieros internacionales de deuda, resta preguntarse bajo qué condiciones y usos el potencial endeudamiento que se abre a nuestro país, genera condiciones de repago tanto de los intereses de esos nuevos créditos como del costo de acceso al mismo (pago a los fondos buitre y demás holdouts).

Siguiendo la metáfora con el empresario que paga para salir del “veraz” y acceder a líneas de créditos formales, la pregunta central es sí el uso de los nuevos créditos le brindan una tasa de retorno que le permita cancelarlos y

recuperar lo que tuvo que pagar para salir del "veraz". Si los proyectos de inversión no permiten ese recupero, para el empresario se vuelve una mejor decisión económica seguir en el "veraz", aún cuando le cierre el acceso al crédito en los mercados formales de préstamos.

Volviendo a la situación de la economía nacional, el endeudamiento externo que se proyecta para cancelar el conflicto es de 12.000 millones de dólares y el de máxima de 15.000 millones. Tomaremos el escenario de mínima que constituye el más favorable para que sea sustentable el acuerdo, y es el más mencionado en las actuales negociaciones que se llevan adelante en el Congreso Nacional.

Las condiciones de colocación de esa deuda serían a 10 años⁵ con tasas que en un escenario muy optimista rondaría el 7% anual⁶. De esa manera, se comprometen pagos por 1.662 millones de dólares anuales a lo largo de 10 años entre intereses y amortizaciones, lo que implica desenvolvar en una década 16.620 millones de dólares para que se reabra el mercado financiero internacional para colocaciones de deuda pública.

Las condiciones potenciales de colocación de los bonos que se abren tras el acuerdo son materia de especulación. Inicialmente, es probable que se ubiquen entre el 7 y 8% para colocación a 10 años. El escenario hacia adelante va desde posiciones utópicas de sectores afines a la actual gestión que ubican un futuro acceso a tasas del 4%, a posiciones pesimistas que ven un incremento de las tasas proyectando una política de tasas al alza por la FED de EEUU y el aumento del riesgo país a medida que nuestra economía aumente el stock de su deuda externa y agrave el déficit de cuenta corriente por la carga de sus intereses.

⁵ La colocación de 3 bonos a 5, 10 y 15 años, que también se menciona como posibilidad, no cambia la esencia del análisis sino que tan sólo la complejiza.

⁶ A pesar de que Argentina resuelva el litigio considerado, no accederá en el corto plazo a la categoría de *investment grade* otorgado por las calificadoras de riesgo. Por su parte, el contexto de flujos de capital se están retrayendo de Latinoamérica, que ve disminuir el precio de sus materias primas de exportación y reducirse los mercados para sus exportaciones industriales. En esa situación, Argentina presenta una inflación elevada y déficit fiscal y de cuenta corriente, una historia larga de cesaciones de pagos y un gobierno que no tiene mayoría parlamentaria ni historial de gobernabilidad. El punto a favor es el bajo nivel de endeudamiento externo heredado. Sin embargo, no parece ser suficiente para colocar bruscamente 12.000 millones de dólares en los mercados de deuda a bajas tasas.

Para simular la sustentabilidad del endeudamiento externo, construiremos dos escenarios posibles en cuanto al acceso al financiamiento internacional. Un escenario, donde la realidad financiera se acerca a la tasa de financiamiento externo al 4% anual para bonos a 10 años. Un escenario, pesimista pero no carente de realismo, que ubica las tasas de acceso al financiamiento internacional en el 9% para los próximos 10 años.

La sustentabilidad del endeudamiento externo dependerán en primer lugar, del uso que se le dé al mismo. Si se utiliza para gastos corrientes no generará condiciones para cubrir los intereses y, mucho menos, para recuperar el costo de reapertura de los mercados de deuda (pago a buitres y demás holdouts). Tampoco su utilización para realizar obras de infraestructura garantiza capacidad de repago, ya que el compromiso financiero es en dólares y muchas obras de infraestructura no generan un mayor saldo externo.

A modo de ejemplo, la realización de una ruta puede reducir el saldo externo, si no implica mejora de competitividad de exportaciones e importaciones e impulsa la compra de automóviles y gasto de combustibles que incrementan la demanda de autopartes y acentúan el déficit energético. De la misma manera, la urbanización de una villa o asentamiento puede mejorar el bienestar de la población, pero no incrementa las exportaciones ni reduce las importaciones y, por lo tanto, no genera condiciones de repago de deudas en divisas.

Por eso, trabajaremos sobre escenarios donde la toma de créditos externos post acuerdo con buitres y demás holdouts, se utiliza para financiar inversiones que incrementen las exportaciones y/o disminuyan las importaciones. Es decir, inversiones que generan un mayor ingreso de dólares en la economía y que, por ende, pueden hacer sustentable la toma de deuda en divisas.

Ahora bien, la utilización del crédito externo para financiar inversiones que amplíen nuestro saldo comercial es una condición necesaria pero no suficiente de sustentabilidad. Resta ver, si la ampliación del saldo externo es suficiente para hacer frente a los intereses que devengan los créditos

(asumimos que se refinancia el capital⁷) y recuperar el costo de reapertura de los mercados de deuda (pago a buitres y demás holdouts).

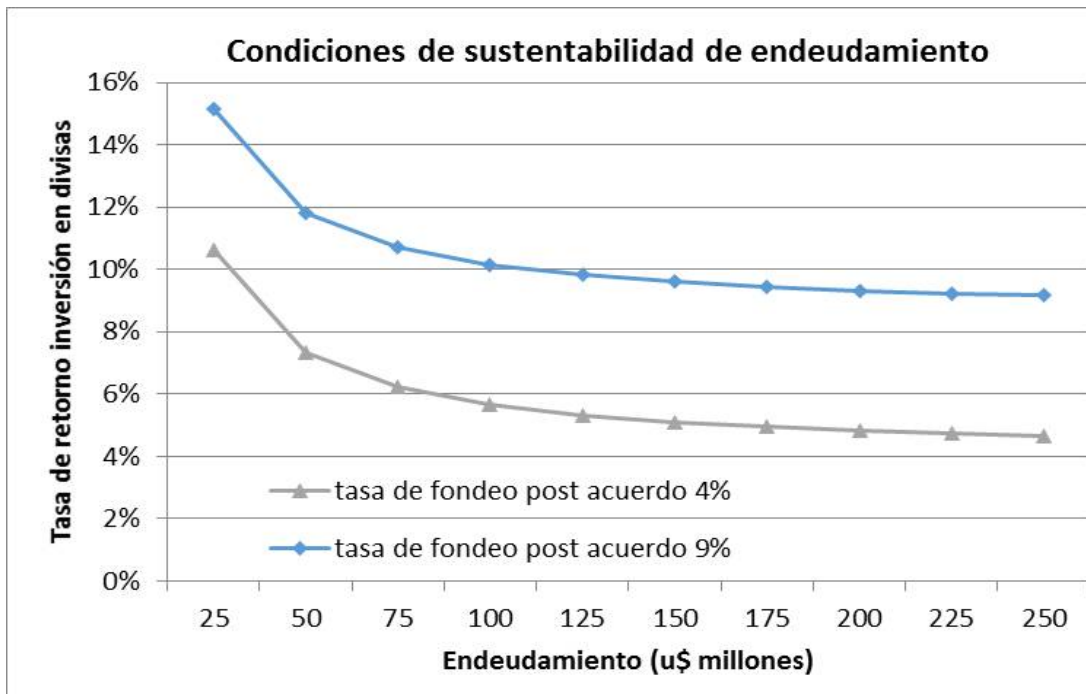
La posibilidad de realizar inversiones que generen un saldo externo que vuelva sustentable el horizonte de deuda en divisas post acuerdo buitre y demás holdouts, dependerá de dos variables: el monto de las inversiones (y, por ende, de la deuda externa contraída) y su tasa de retorno en divisas (ampliación de exportaciones y/o reducción de importaciones). Así, una inversión más reducida pero con un elevado retorno en divisas puede tener la misma capacidad de repago de deudas que inversiones muy elevadas pero con menor retorno.

Todas las posibilidades de combinaciones entre monto de inversiones (deuda externa) y retorno en divisas, que vuelven sustentable el horizonte de deuda post acuerdo en un plazo de 10 años⁸, se presentan sintetizadas en el próximo gráfico bajo los escenarios de financiamiento al 4% (piso) y de financiamiento al 9% (techo). Entre esos dos escenarios, se ubican una enorme cantidad de escenarios intermedios de rendimientos en divisas y montos de inversión y endeudamiento.

La lectura del gráfico es de la siguiente manera. Comenzando por el **escenario utópico de acceso a tasas de fondeo del 4% post acuerdo** (línea gris). Si con la toma de créditos externos por 25.000 millones de dólares se financian inversiones con un retorno en divisas muy elevado (del 11% anual, es decir, de u\$2.750 millones por año), se logra ir cancelando los intereses de ese crédito (u\$1.000 millones) y recuperar el costo del acuerdo con los fondos buitre en un período de 10 años (u\$1.662 millones anuales).

⁷ Dado que asumimos créditos que se utilizan para inversiones productivas, la deuda tiene como contrapartida un activo fijo, y el refinanciamiento de su capital no afecta su sustentabilidad. No sucede lo mismo para la emisión de deuda para cerrar el conflicto con *holdout*, que no tiene contrapartida de ningún activo físico. De ahí, que el capital de esa deuda deba ser amortizado para hacer sustentable el acuerdo.

⁸ Plazos más largos facilitan la amortización del costo de acceso a los mercados de deuda, sin embargo, en una economía con la volatilidad de la Argentina, no son un horizonte plausible para analizar la conveniencia de operaciones financieras de corto plazo.



Si la tasa de retorno en divisas de los proyectos de inversión es del 7%, ya el monto de las inversiones con ese retorno y, por ende, de la deuda externa a tomar se duplican y alcanzan los 50.000 millones de dólares en 10 años. Si el retorno promedio en divisas de las inversiones productivas es de entre el 6 y el 5 %, ya el volúmen de inversiones con ese rinde promedio debe ampliarse fuertemente pasando de un endeudamiento de entre 75.000 millones y 200.000 millones de dólares en 10 años, cuya magnitud de por sí, vuelve difícil el mantenimiento de las tasas de fondeo al 4%.

Pasando al **escenario de financiamiento post acuerdo pesimista pero no carente de realismo del 9% anual a 10 años** (línea celeste). Para que el acceso a créditos permita repagar intereses y recuperar el costo del acuerdo con buitres y demás holdout, sólo asumiendo rendimientos en divisas extraordinarios (del 16%), las inversiones necesarias y, por ende, la deuda externa contraída sería de 25.000 millones en 10 años.

Si las inversiones financiadas con deuda externa alcanza 50.000 millones de dólares, deberían tener un rendimiento mínimo del 12% en dólares para tornar el horizonte de deuda sustentable. Cuando la tasa de retorno en dólares de los proyectos de inversión se acerca al 10%, los

montos de inversiones (deuda externa) necesarios para hacer sustentable la dinámica de deuda crecen exponencialmente.

Es de destacar, nuevamente, que estos cálculos se realizan considerando que todo el nuevo endeudamiento, producto del potencial acceso al mercado de capitales por parte de Argentina, tendría que ser destinado a financiar proyectos que permitan un aumento de las exportaciones o reducción de las importaciones.

5. CONCLUSIONES

En el presente informe se presentó los elementos existentes para evaluar con objetividad la conveniencia o no del acuerdo con los fondos buitres y demás *holdouts* para los intereses de nuestro país.

La misma depende de la posible existencia de juicios que prosperen de parte de los bonistas que ingresaron a los canjes 2005 y 2010, que tornarían inviable las proyecciones de deuda y generarían una nueva situación de cesación de pagos.

En el caso de que ese tipo de demandas no prosperen judicialmente, la conveniencia del acuerdo depende de analizar el uso que se dará a la toma de créditos externos una vez resuelto el conflicto.

Una condición necesaria es que sea utilizado para financiar inversiones que amplíen nuestra capacidad exportadora o sustituyan importaciones, de lo contrario y aun cuando se invierta en infraestructura y no en gastos corrientes, no se genera capacidad de repago de las deudas ni se recupera el costo de retorno a los mercados financieros (pago a buitres y demás *holdouts*).

Asumiendo que el endeudamiento post canje se destine a inversiones que amplían el saldo comercial externo de la economía, la sustentabilidad del endeudamiento dependerá de las tasas de fondeo, la tasa de retorno en divisas de las inversiones y el monto de las mismas.

A tasas de fondeo post canje del 4%, esas inversiones deben tener rendimientos en dólares de entre el 11 y 6% anual para ser sustentables,

en montos que van de los 25 a 75 mil millones de dólares. Con tasas de fondeo post canje, cercanas al 9%, el rendimiento en dólares de las inversiones para esos montos se encuentra entre el 15 y el 11%, respectivamente.

La existencia de semejantes proyectos de inversión en los montos y retornos en divisas que tornan sustentable el acuerdo con los fondos buitres, parece dudosa, aún en un escenario muy optimista en términos de tasas de fondeo post acuerdo. Especialmente en un contexto signado por la baja del precio internacional de las materias primas y la contracción de los mercados para las exportaciones industriales.

Por eso, la pregunta central es, ¿cuáles son los proyectos de inversión y las tasas de retornos en divisas que tiene analizados el poder ejecutivo para haber realizado una propuesta de acuerdo con los fondos buitres y demás *holdouts*?

Sin un análisis detallado de tales proyectos de inversión, todo el debate se vuelve abstracto y ganan fuerza los planteos que ven en el programa del ejecutivo, el comienzo de un proyecto insustentable de endeudamiento externo como el que ha vivido otras veces nuestro país.

INFORME ECONÓMICO ESPECIAL

NRO. I | MARZO 2016

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowski

CONTENIDOS DEL INFORME

Andrés Asiain

Estanislao Malic

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Angel Sabatini, Ariel Cunioli, Carina Fernández, Cecilia Maloberti, Christian Busto, Diego Martín, Diego Caviglia, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Federico Castelli, Gabriel Calvi, Javier Lewkowicz, Jorge Zappino, Juan Cruz Contreras, Juan José Nardi, Laura Di Bella, Leonardo Llorente, Lorena Paponet, Lorena Putero, Luciana Sañudo, Lucía Pereyra, Mahuén Gallo, Pilar Monteagudo, María Alejandra Sfeir, María Laura Iribas, Mariano Kestelboim, Mariela Molina, Martín Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Norberto Crovetto, Pablo García, Rodrigo López, Sabrina Iacobellis, Sebastián Demicheli, Valeria D' Angelo y Valeria Mutuberría.

cesos

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

www.ceso.com.ar

[/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)

[@cesoargentina](https://twitter.com/cesoargentina)