

*www.econometrica.com.ar*



*Conozca  
nuestro blog!*



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

**INFORME  
ECONÓMICO  
ESPECIAL**

**“Una Propuesta para  
el Club de París y los  
“Hold-Outs” de la  
Deuda Externa”**

**por Mario Brodersohn**

**38**

*1970 - 2008*

*años dedicados al Análisis  
Macroeconómico*

**Informe Especial N° 383  
Enero 2008**

---

# **Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: [info@econometrica.com.ar](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Blog: [www.econometrica.com.ar/blog](http://www.econometrica.com.ar/blog)

(Clave de acceso I Trim 2008: 0303 )

---

Copyright © 2003

**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

# “Una Propuesta para el Club de París y los “Hold-Outs” de la Deuda Externa”

Por Mario Brodersohn<sup>1</sup>

## ¿PORQUE ES IMPORTANTE UN ARREGLO CON EL CLUB DE PARIS?

Desde hace seis años que el gobierno argentino mantiene impaga su deuda de 5.500 millones de dólares (capital más intereses atrasados) con los gobiernos que integran el Club de París. Seguir demorando un acuerdo con el Club de París tiene las siguientes consecuencias negativas:

- El “default” con el Club de París ha cerrado las puertas de financiamiento de los gobiernos que componen el Club de París: Europa, Japón y los Estados Unidos. Esta falta de financiamiento se siente con más intensidad en la actualidad porque se está dando precisamente en el momento en que el Gobierno argentino ha decidido cubrir el vacío de inversión que deja el sector privado. En efecto, el gobierno esta intensificado sus planes de inversión en las áreas de infraestructura privatizadas. El caso más reciente es el de las plantas generadoras de electricidad contratadas con Siemens. Es una inversión en torno a los 2.000 millones de dólares. Todo el financiamiento recayó en el gobierno argentino dado que no contó con financiamiento del gobierno alemán.

Esta misma realidad se extiende a las nuevas seis plantas generadoras de electricidad que se van a licitar dentro de pocos días así como al proyecto de gasoducto del Noroeste para traer gas desde Bolivia. Hasta ahora la fuente más importante de crédito internacional ha sido el gobierno de Venezuela. En el 2007 compro por 1.750 millones de dólares bonos emitidos por el gobierno argentino.

- El costo del financiamiento de Venezuela es mucho más alto que el del Club de París. La última absorción de bonos por 604 millones se hizo a 8 años y a una tasa de interés del 10,43% anual. Lo mismo sucedió en la última colocación de deuda en el mercado interno por 670 millones de dólares a 10 años y a una tasa del 10,34%. Estas tasas más que duplican la tasa de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años.
- En cambio, la tasa de interés del club de París es del 5.37 % anual, que es una tasa de interés sustancialmente más baja que todas estas otras formas de acceso al crédito internacional

## ¿CUALES SON LOS DESAFÍOS QUE ENFRENTA EL GOBIERNO PARA CERRAR UN ACUERDO CON EL CLUB DE PARIS?

Las negociaciones con el Club de París enfrentan dos grandes dificultades:

- Primero, el gobierno argentino se resiste a aceptar un acuerdo con el FMI, aún cuando las reglas de juego del Club de París señalan que sin ese acuerdo previo con el FMI no hay Club de París. Estados Unidos es un país clave en las negociaciones con el FMI y con el Club de París. Las

<sup>1</sup> [mbrodersohn@econometrica.com.ar](mailto:mbrodersohn@econometrica.com.ar)



recientes declaraciones del gobierno argentino sobre Estados Unidos en torno al caso Antononi Wilson han alejado aún más la posibilidad de cerrar un acuerdo.

- Segundo, acordar con el FMI puede ser una condición necesaria pero no suficiente para el Club de París. Es muy posible que se requiera, en especial por parte de los gobiernos europeos, que la Argentina presente una propuesta para tratar la situación de los acreedores que no aceptaron la propuesta de canje de la deuda externa.

## **EL CASO DE LOS TENEDORES DE DEUDA (HOLD-OUTS) QUE QUEDARON AFUERA DEL CANJE DE LA DEUDA EXTERNA.**

El Gobierno Argentino declaró a fines del 2001 el default de su deuda externa de 81.836 millones de dólares. De este total aceptaron entrar en el canje 62.318 millones de dólares y 20.182 millones no aceptaron entrar en el canje. Estos últimos, denominados “*hold-outs*”, están tramitando su cobro vía judicial en los Estados Unidos. Hasta ahora no han tendido éxito en sus demandas judiciales.

El 54% de los acreedores que quedaron afuera del canje de la deuda son inversores del Reino Unido y Alemania. No es clara la participación de inversores de Estados Unidos dado que en esta categoría pueden figurar inversores europeos o latinoamericanos que operan con los bancos de inversión de Estados Unidos. Por esta razón, suponemos que los “*hold-outs*” no es un tema de gran preocupación para el gobierno de los Estados Unidos pero si lo será para los gobiernos europeos.

## **PROPUESTAS PARA VOLVER A OBTENER EL FINANCIAMIENTO DE LOS GOBIERNOS QUE INTEGRAN EL CLUB DE PARIS**

### **1. Club de París**

Dada la negativa del gobierno de negociar con el FMI no deja otra alternativa, si queremos un acuerdo con el Club de París, que pagar al contado los 5.500 millones de dólares adeudados. Esta propuesta es similar a la utilizada para cancelar la deuda con el FMI, con la diferencia de que en el caso del FMI pagamos por anticipado deuda a vencer en los años siguientes y en el caso del Club de París se trata de deuda que ya esta vencida.

Las reservas internacionales ascienden a 45.722 millones de dólares. Para el 2008 estimamos un superávit en dólares del sector privado de 11.600 millones. El Banco Central no tiene otra alternativa que comprar ese excedente de dólares privados para evitar una caída en el precio del dólar. El Ministro de Economía acaba de anunciar que espera en el 2008 tener un excedente fiscal de 10.000 millones de pesos que le permitirá comprar 3.100 millones de dólares. Los restantes 8.500 millones tienen que ser comprados por el Banco Central con emisión monetaria, que a su vez van a ser absorbidas con la colocación de títulos públicos.

Las reservas internacionales están colocadas en Bonos del Tesoro de Estados Unidos a treinta años, que actualmente rinden un 4,5% anual<sup>2</sup>. Esta tasa de rendimiento es inferior a la tasa de interés del 5,37 % anual de los préstamos del Club de París, por lo que es más rentable cancelar la deuda con el Club de París que aumentar las reservas internacionales para comprar Bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

## **2. Los “hold-outs” que no entraron en el canje de la deuda**

El pago al contado de la deuda con el Club de París elimina la restricción que impone acordar con el FMI pero no elimina la demanda de una propuesta del gobierno argentino sobre los “hold-outs”.

El gobierno a comienzos del 2005 sancionó un decreto llamado “cerrojo”. Su finalidad fue anunciar a los acreedores que ésta era su única y última propuesta de canje de deuda. No es nada claro si el gobierno con el decreto “cerrojo” tiene o no flexibilidad para realizar una nueva propuesta a los “hold-outs”. Entendemos que el mencionado “cerrojo” impide que el gobierno presente una propuesta a los “hold-outs” más favorable que la realizada originalmente en febrero del 2005. Pero no excluye la alternativa de una nueva propuesta en términos menos favorables para los acreedores que no aceptaron la oferta de canje inicial de la deuda.

En cierta forma el proyecto de ley de Presupuesto para el 2008 abre esta alternativa cuando en los considerandos de la ley menciona *“Para lo que resta del año 2007 y durante el 2008 el Estado Nacional podrá continuar con los objetivos centrales de la política de financiamiento llevados a cabo hasta el presente. Dichos objetivos consisten en continuar con la **normalización** (el subrayado es nuestro) de los servicios de la deuda pública a fin de compatibilizar el costo de los servicios de la misma con las reales posibilidades de pago y reducir la deuda pública en términos del PBI...”*

Bajo esta perspectiva una propuesta a los “hold-outs” podría incluir algunos de los siguientes lineamientos:

- Se ofrecerán en canje bonos descuentos en dólares pero con una quita del 70% de su valor nominal en lugar del 66% del canje inicial. De esta forma, se reduce la deuda original con los “hold-outs” de 20.182 millones a 6.000 millones. No se incluye en la oferta bonos indexados por CER pero podría quedar abierta la alternativa, dada la preponderancia de europeos, de bonos en euros. La tasa de interés y el periodo de gracia para comenzar a amortizar el capital serían similares a los establecidos en la versión original pero comenzarían a regir a partir de la vigencia de los nuevos bonos descuento, esto es, el 2008. En otros términos, durante los próximos 5 años pagaríamos una renta anual de 238 millones de dólares, capitalizaríamos la diferencia y tendríamos un periodo de gracia de 20 años para comenzar a pagar el capital.
- Se extiende a los nuevos bonos el principio de no incluir en el total de la deuda los intereses por los atrasos incurridos. El canje de la deuda fue anunciado en febrero pero concretado en junio del 2005. En ese entonces se aceptó que la fecha de emisión del bono descuento fuese enero del 2004. De esta forma, junto con la entrega de los nuevos bonos que reemplazaron los viejos

<sup>2</sup> Parte de las reservas están en euros y en oro por lo que su rendimiento depende de la devaluación del dólar en relación al euro y del aumento de precio del oro. Sin embargo, dada la volatilidad en el largo plazo de las monedas internacionales, en el rendimiento de las reservas internacionales no tomamos en cuenta estas variaciones.

bonos en “default” se pagaron intereses atrasados por todo el año 2004 y el primer semestre del 2005. Ello significó un pago cash inicial de alrededor de 1.000 millones de dólares. Tomando en cuenta esta alternativa, no descartamos la posibilidad de que el gobierno quiera negociar con los acreedores un incentivo adicional en términos de reconocimiento parcial de atrasos de intereses siempre y cuando ese pago adicional vaya unido a cupos crecientes de aceptación del canje de la deuda por los “hold-outs”.

- En la oferta inicial de febrero del 2005 existió un incentivo adicional que no fue muy valorado en ese momento por los acreedores pero que hoy en día tienen un alto rendimiento. En efecto, se entregaron gratuitamente bonos atados al crecimiento futuro del PBI. En la actualidad tienen un precio de mercado de casi 12 dólares cuando fue valuado en 1 dólar en el momento en que se hizo el canje de la deuda en junio del 2005. Otra forma de ver la ventaja adicional que generan los bonos crecimiento es tener en cuenta que en sus primeros cuatro años de vigencia pagarían cupones por un total de 4.500 millones de dólares, esto es, estaríamos devolviendo a los acreedores en cuatro años con el bono crecimiento un 15 % de la quita inicial de 30.000 millones.
- En la propuesta para los “hold-outs” no se incluye la entrega de bonos atados al crecimiento del PBI.

## **EL 2008 ASOMA CON UN NUEVO CONTEXTO ECONOMICO INTERNACIONAL**

Hace pocos días Paul Krugman escribió<sup>3</sup> que la actual crisis bancaria en los Estados Unidos no es una crisis de liquidez sino de solvencia. Krugman señala que la salida de la burbuja inmobiliaria será dolorosa porque viene unida a una caída en los precios de los inmuebles que podría llegar al 30%. En este caso la solvencia de las entidades financieras estaría seriamente comprometida. El problema es que cuando un país atraviesa una crisis de solvencia bancaria es muy poco lo que puede hacer el Fondo de la Reserva Federal con su política monetaria.

Esta crisis financiera puede arrastrar inevitablemente a que Estados Unidos ingrese en el 2008 a una etapa económica recesiva. Si se cumple este pronóstico será la primera vez desde hace más de una década y media que la economía americana enfrentaría tres trimestres consecutivos de crecimiento nulo o negativo. En esos quince años la economía de los Estados Unidos fue el motor más importante de crecimiento mundial dada su elevada participación en el PBI mundial. EL PBI de EE.UU. es cinco veces más alto que el de China.

¿Podrán los países latinoamericanos aislarse del shock externo que provocará en la economía global la contracción en la demanda de consumo de los Estados Unidos?

México puede sufrir más que otros países porque tiene una economía estrechamente ligada a los Estados Unidos. Brasil también puede verse afectada. En el 2007 Brasil ingresaron capitales externos por 90.000 millones de dólares, realidad que será distinta con una economía recesiva en los Estados Unidos.

---

<sup>3</sup> Ver: *“After the Money’s Gone”* by Paul Krugman, The New York Times, December 14, 2007



El impacto en la Argentina no es nada claro aun cuando puede afectar el precio de los “*commodities*”. Por suerte, la economía argentina en la actualidad es mucho mas sólida que en el 2001. El tipo de cambio no esta atrasado, hay superávit fiscal, superávit comercial externo y las reservas internacionales son muy altas. Sin embargo, el riesgo país de la Argentina duplica el de Brasil y Uruguay, a pesar de que tiene indicadores fiscales y externos tan o más favorables que los de esos países.

El elevado riesgo país de la Argentina pasa a ser entonces en un claro indicador de su baja credibilidad internacional, que se debe, entre otros factores, al elevado costo que esta pagando por el manipuleo de los índices de precios. Aquí es donde entra a jugar la oportunidad de mejorar la credibilidad internacional saliendo del “*default*” con el Club de París y ofreciendo una nueva opción a los “*hold-outs*” a fin de salir de la trampa de que nuestro único acceso a los mercados financieros internacionales es Venezuela. En síntesis, el gobierno argentino debería prepararse para enfrentar con mayor prudencia la nueva realidad internacional que se anticipa para el 2008.

## **CONCLUSIONES**

Hace seis años que anunciamos el “*default*” con el Club de Paris. Frente a esta realidad, el Ministro de Economía declaró que el Club de París “*es un tema importante y no un tema urgente*”. No coincidimos con el Ministro. Un tema importante requiere una solución urgente, demorarla no es gratuito, tiene costos económicos y políticos.

Las negociaciones con el Club de París están estancadas por la negativa del gobierno argentino de aceptar sus reglas de juego que requieren un acuerdo previo con el FMI. Esta negativa nos conduce, si queremos cerrar trato con el Club de Paris, a pagar al contado el total de esa deuda de 5.500 millones de dólares. Esta propuesta nos abre las puertas al financiamiento de los gobiernos que componen el Club de París que tiene un costo anual del 5,37%. Este costo es sustancialmente inferior al 10,43% que pagamos cuando recurrimos a colocar bonos en el gobierno de Venezuela.

Pero avanzar en las negociaciones requerirán, además, plantear una alternativa para los acreedores que no aceptaron el canje inicial de la deuda. Esta alternativa la van a plantear los gobiernos de los países europeos que son los más afectados por su elevada participación en los “*hold-outs*” de la deuda.

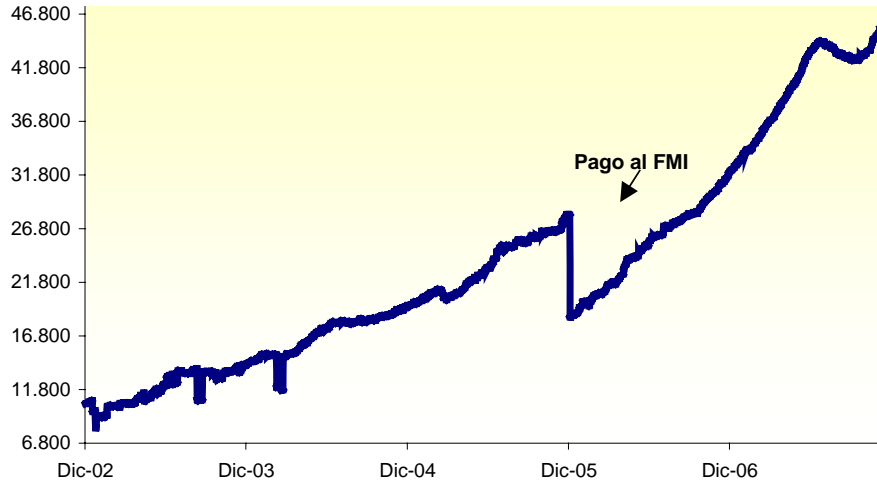
Si el canje se realiza en bonos descuento en dólares se reduce la deuda de 20.182 millones de dólares a 6.000 millones, tendrían un periodo de gracia en el pago del capital de 20 años a contar desde el 2008.

No resolver el tema de los “*hold-outs*” también tiene consecuencias económicas negativas. En efecto, para evitar que los fondos buitres traben embargo sobre nuestras reservas internacionales, el Banco Central se ve obligado a colocarlas en instituciones que son inembargables, por ejemplo, el Banco de Arreglos Internacionales, lo cual nos lleva a invertir las en activos financieros de baja rentabilidad como los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. En el pasado la rentabilidad de las reservas internacionales no era un tema de preocupación financiera. Hoy en día no es así porque tenemos reservas cercanas a los 46.000 millones de dólares. Si excluimos el oro, nos quedan 44.600 millones

de reservas disponibles. Cada punto porcentual de menor rentabilidad implica un costo perdido de oportunidad de 446 millones de dólares.

## **Evolución de Reservas y Pasivos del BCRA**

en millones de dólares - Pasivos expresado a tipo de cambio del periodo



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

El superávit externo del sector privado en el 2008 sería de 11.600 millones de dólares, superávit que tiene que ser comprado por el Banco Central para evitar que caiga la cotización del peso. Por lo tanto, las reservas internacionales seguirán aumentando en el 2008 aún después de pagar al contado la deuda con el Club de París de 5.500 millones de dólares.