



BID

Banco Interamericano
de Desarrollo

ARGENTINA

**ESTRATEGIA DE
REGULARIZACIÓN DE
LA DEUDA EXTERNA**

Diciembre 2015

La información contenida en este documento es confidencial en su integridad y debe ser utilizada únicamente para los fines solicitados. Esta información no debe ponerse a disposición del público o terceros particulares.

Recomendaciones

El análisis de esta nota sustenta las siguientes recomendaciones:

Principios Generales

Señalar que Argentina adherirá a los principios aprobados por el G-20 y la Asamblea General de la ONU para la reestructuración de la deuda soberana, e insistir en la reciprocidad de los *holdouts*.

Más allá de estos principios generales, proponer normas detalladas relativas a la confidencialidad de los datos y las discusiones y la naturaleza de todas las declaraciones públicas.

Organización y Coordinación

Iniciar negociaciones con los grupos organizados de acreedores: los demandantes de Nueva York (NY) y los tenedores minoristas italianos organizados en el comité llamado *Task Force Argentina* (TFA).

Las negociaciones podrían llevarse a cabo por separado o conjuntamente, en función de factores logísticos y los deseos de los acreedores. Habría una sola oferta de canje, que sería abierta a todos los tenedores de bonos en default y debería consistir en un menú de opciones, diseñado considerando las diferentes preferencias de varios grupos.

Aceptar el rol del *Special Master* designado por el juez Griesa, quien no cumple ninguna función especial como mediador o árbitro, pero cuya aceptación sería una señal de buena fe hacia el juez.

Contratar de inmediato una firma de contabilidad y auditoría bien calificada para llevar a cabo una verificación de los reclamos existentes.

Cuestiones de la Negociación

Tomar como base el valor de los reclamos que ha sido convalidado por la corte, sin intentar diferenciar entre valor nominal e intereses vencidos o cualquier otro enfoque que desafíe las decisiones de la corte o los términos del contrato.

Negociar una quita sobre dichos reclamos sobre la base de dos argumentos: las necesidades fiscales del gobierno argentino (tomando en consideración la probable depreciación del peso y una medida económicamente correcta del déficit fiscal), y la necesidad de llegar a un acuerdo que logre legitimidad política y apoyo del Congreso.

Es probable que el acuerdo final comprenda varias opciones: efectivo, bonos, e incluso "dinero fresco" provisto por algunos *holdouts*. Esto podría satisfacer a diferentes grupos de acreedores y ser útil para Argentina, evitando presiones de liquidez en una situación de bajas reservas internacionales.

Contratar a un asesor financiero para que actúe como intermediario en la negociación y proporcione asesoramiento imparcial. Un asesor independiente, compensado a través de una tarifa fija y no elegible para suscribir o intervenir en el mercado de bonos argentinos, estaría libre de los conflictos de interés que pueden afectar a grandes bancos de inversión para el asesoramiento financiero.

Introducción

Con la elección de un nuevo presidente argentino, ha llegado el momento de entrar en negociaciones con los acreedores para reestructurar los bonos restantes que no entraron en los canjes de 2005 o 2010, y así dar un paso crítico hacia la plena normalización de las relaciones de Argentina con la comunidad financiera internacional.

Los objetivos económicos y financieros de Argentina al entrar en negociaciones a la mayor brevedad posible dejando atrás el prolongado default, son claros:

- Progresar hacia el restablecimiento del acceso normal a los mercados para que el gobierno nacional pueda complementar las opciones de financiación existentes, y para contribuir a la financiación no monetaria del déficit fiscal;

- Obtener menores costos de financiamiento dado que su *spread* soberano se reduciría de manera significativa y se pondría en línea con los de otros países con fundamentos similares, con retroalimentación positiva para el costo del financiamiento del sector privado argentino;
- Lograr un levantamiento de la medida cautelar que ha impedido el servicio de nuevos bonos o de bonos emitidos en los canjes en 2005 y 2010 ("bonos de canje"), permitiendo que estos atrasos se paguen rápidamente;
- Abrir la puerta a mejoras significativas en las calificación de crédito de Argentina; evitar la aceleración de cualquier bono de canje;
- Contribuir a la recuperación de los actuales deprimidos niveles de la inversión extranjera directa a través de menores costos de financiamiento para los inversores y de una mejora en la percepción del clima de inversión;
- Concluir un canje en los términos más favorables posibles, difiriendo los pagos durante muchos años.

Los tenedores de los bonos en default también tienen fuertes razones para negociar los términos de reestructuración de buena fe:

- Sus reclamos no han recibido pagos por casi 14 años y sin excepción los acreedores - sean los demandantes *pari passu*, el grupo de cerca de 50 mil titulares minoristas italianos litigando en el CIADI, los titulares con sentencias favorables al pago de deuda, o muchos que simplemente han estado esperando una oferta mejor que las realizadas en 2005 o 2010 - seguramente quieren convertir estos reclamos en activos productivos.
- Los titulares litigantes – ya sea que sus demandas estén consideradas en tribunales de Estados Unidos o europeos o en el CIADI – han solicitado durante estos años en varias ocasiones negociaciones sin condicionalidades con las autoridades argentinas. Si no negociaran de buena fe – incluso en materia del valor de recuperación versus reclamos nominales -, socavarían su credibilidad y reputación delante de los tribunales.

- En el caso de la medida cautelar dictada por el tribunal de NY, y confirmada en la apelación, si los demandantes no negociaran de buena fe se arriesgarían a su levantamiento. Como destacara el tribunal de apelaciones, la medida cautelar no es una consecuencia automática de violar el lenguaje de la cláusula *pari passu* en los viejos bonos, pero si un remedio "equitativo" dadas las hasta ahora "recalcitrantes" objeciones de Argentina en la negociación con los demandantes. El balance de equidad puede cambiar si cambia la percepción sobre cuál de las partes está actuando de manera recalcitrante.

Con respecto a la reestructuración de los antiguos bonos, ¿Cómo se afectan los intereses y los objetivos de los tenedores de los nuevos bonos que surgieron de los canjes anteriores?

- En primer lugar, la principal prioridad para los tenedores de bonos de canje es recibir sus intereses vencidos, cuyos pagos fueron bloqueados por la orden judicial de NY, y a partir de ahora mantener "productivos" los bonos de canje;
- Igualmente importante, los tenedores de bonos de canje quisieran ver un aumento del precio de sus bonos (*reducción de spreads*). El mercado ha demostrado claramente en los últimos años que los precios de estos bonos mejoran cuando las negociaciones con los tenedores de bonos viejos parecen más probables y viceversa;
- En resumen se puede argumentar, como lo ha hecho Argentina, que llegar a una solución con los tenedores de deuda en default (los viejos bonos) en mejores condiciones que con los tenedores de los nuevos bonos de canje es "injusto". Pero en la práctica, los tenedores de bonos de canje no han sostenido esa posición. Su interés fundamental, frecuentemente expresado, es ver levantada la orden judicial, y permitir que los precios de sus bonos suban más temprano que tarde, y esto excede cualquier preocupación acerca de la injusticia de un acuerdo. Por otra parte, en otros casos recientes de reestructuración de deuda soberana, los *holdouts* han obtenido mejores condiciones que los tenedores de bonos que aceptaron los términos de la reestructuración.

Claramente, la iniciativa de comenzar las negociaciones recaerá sobre la nueva administración política. Sin embargo, antes de proceder de una manera pública, se debe pensar cuidadosamente sobre una serie de cuestiones importantes para mejorar la probabilidad de una conclusión razonablemente rápida y ventajosa de las negociaciones.

Cuestiones a Considerar

1. Principios Generales y Código de Conducta

La forma, así como la sustancia, de la postura de negociación será importante, especialmente cuando se inicien los contactos. Sería un paso muy positivo para Argentina si como parte de su primera declaración oficial proponiendo entrar en negociaciones manifestara explícitamente que adherirá a los principios generalmente aceptados para las negociaciones de deuda soberana, e insistiera en la reciprocidad de los acreedores. Durante la última década todos los países soberanos han acordado adherirse a los Principios para Flujos de Capitales Estables y Justa Reestructuración de la Deuda, aprobados por el G20. Además, la Asamblea General de la ONU aprobó recientemente una resolución - con fuerte apoyo de Argentina - titulada Principios Básicos sobre los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana. Con respecto a las negociaciones de reestructuración, ambas declaraciones de principios se centran en los siguientes cuatro elementos clave:

- Buena fe por ambas partes en las negociaciones;
- Diálogo abierto y cooperación;
- Transparencia de datos y políticas en las discusiones;
- Trato justo (evitar la discriminación) para todos los acreedores.

En todos los casos en que se ha adherido a estos cuatro principios básicos, las negociaciones han concluido con éxito y celeridad.

Tendría sentido, dado el largo período de incumplimiento, litigio y controversia, ir más allá de estos principios básicos y proponer elementos adicionales, como parte de un Código de Conducta para las negociaciones. Tales puntos incluirían:

- Firma de acuerdos de confidencialidad por parte de todos los participantes de las negociaciones con respecto a cualquier dato proporcionado que no sea de dominio público;
- Acordar que las discusiones en sí y las propuestas concretas formuladas por ambas partes se mantendrán confidenciales, salvo que mutuamente se acuerde su divulgación pública;
- Los comunicados públicos periódicos sobre las negociaciones serían definidos y programados de mutuo acuerdo;
- Todas las partes acuerdan evitar ataques a la contraparte a través de la prensa o de manifestaciones públicas, incluyendo referirse a la contraparte mediante peyorativos como "deudor canalla", "buitres", etc.

Argentina podría tomar otras medidas para indicar su flexibilidad y voluntad de negociar de buena fe. Por ejemplo, conseguir que el Congreso derogue la Ley Cerrojo o que al menos apruebe una resolución autorizando el inicio de las negociaciones con los *holdouts*, enviaría una señal muy poderosa y positiva tanto a los tribunales como a los acreedores. También, como se menciona más adelante, Argentina haría bien en aceptar el rol del "Special Master" designado por el juez Griesa para facilitar el avance de la negociación. Pasos como estos no menoscabarían la capacidad de Argentina para negociar un acuerdo ventajoso, y proporcionarían todas las señales adecuadas para que el juez Griesa elimine la orden cautelar en algún momento.

2. Cuestiones de Organización y Coordinación

En términos generales hay tres grupos de tenedores de bonos no reestructurados: (1) los titulares de bonos que han iniciado litigios en NY, (2) los bonistas minoristas italianos que comenzaron un procedimiento de arbitraje en el CIADI, y (3) un grupo difuso de pequeños

propietarios, algunos de los cuales han presentado litigios en varias jurisdicciones, mientras que otros han permanecido al margen. Los reclamos de cada acreedor incluyen no sólo el importe nominal de los bonos en su poder, sino también todos los intereses vencidos, donde esta cantidad se calcula sobre la base de las normas estipuladas en la documentación del bono original más los intereses legales sobre juicios pendientes de pago. El valor nominal total de las obligaciones reestructuradas es alrededor de US\$6,2 mil millones y la cantidad total de intereses vencidos se estima aproximadamente por los participantes del mercado en 2 a 3 veces esta cantidad, lo que totalizaría una deuda de US\$18 a 24 miles de millones. Actualmente, los reclamos sostenidos por los acreedores de NY (los demandantes *pari passu* originales, además de los "me toos" que ahora están cubiertos por orden judicial del juez Griesa, o se espera que pronto lo estén) suman alrededor de US\$10 mil millones. El grupo italiano (organizados en un comité llamado *Task Force Argentina* o TFA) tiene reclamos por alrededor de US\$2 mil millones. Los reclamos totales de los titulares no organizados se conocen con menos precisión, pero se cree que se encuentran en alrededor de US\$6 a 12 mil millones. Se piensa que pocos en este grupo tienen individualmente grandes posiciones.

Debido a que los tenedores de la deuda en default son muy diversos en cuanto a su residencia, tamaño de sus tenencias, situación legal, y objetivos, no es una cuestión sencilla la decisión de si iniciar negociaciones formales con representantes de todos o sólo de algunos acreedores. Si las autoridades desean comenzar las negociaciones con más de un grupo, una pregunta estrechamente relacionada es si las negociaciones deben realizarse conjuntamente con todos en la misma mesa de negociación, o si deben realizarse en paralelo pero separadamente.

Las consideraciones claves incluyen:

- La logística de organizar cualquier negociación que incluya al tercer grupo (difuso y todavía sin organización homogénea) no debería ser subestimada ya que podría dar lugar a un largo retraso en el comienzo de las negociaciones.
- Además, la experiencia en otros casos –más recientemente la exitosa reestructuración de Ucrania que se llevó a cabo con un comité integrado por sólo

cuatro grandes tenedores- sugiere que los pequeños tenedores están dispuestos a seguir el liderazgo de los tenedores más grandes siempre y cuando sientan que no son objeto de discriminación en las opciones de reestructuración acordadas.

- Dada la conocida "dureza" de los litigantes de NY, es aún más probable que este tercer grupo disperso se encuentre satisfecho en dejarlos tomar el liderazgo en la negociación, sujeto a que reciban la misma oferta de canje. Adicionalmente, en la práctica, sería dificultoso para cualquier *holdout* de este tercer grupo llevar a cabo una batalla legal exitosa para bloquear una futura emisión internacional, y muy probablemente también prohibitivamente caro.
- En cualquier caso, es fundamental que se llegue a un acuerdo con el grupo de NY con el fin de levantar la medida cautelar y poner fin a la prohibición de pago de los intereses devengados de los bonos emitidos en la reestructuración. Sin embargo, la orden judicial podría ser levantada aún antes de un acuerdo si el juez Griesa se persuadiera de que Argentina está negociando de buena fe y de manera consistente con la capacidad de pago del país, mientras los demandantes no lo están.

Por lo tanto, parece razonable que Argentina se centre inicialmente en iniciar negociaciones con los grupos de NY y TFA. Ambos están bien organizados y tienen experiencia en negociación, lo que minimizará los riesgos logísticos. Al mismo tiempo, las autoridades deberían facilitar algún tipo de diálogo con cualquier otro grupo significativo de acreedores. Si un número significativo (por ejemplo con reclamos superiores a US\$2 mil millones de dólares) de miembros de este grupo diverso de acreedores quisieran formar parte de la negociación, sería contraproducente negarse. En cambio, debería comunicárseles que para su adecuada representación deben organizarse en un grupo definido (comité) que resulte ampliamente representativo de esta clase.

Persiste la pregunta de si debe haber una única negociación que incluya a Argentina y a los acreedores de NY y TFA, o dos negociaciones separadas pero paralelas. Se pueden hacer argumentos, en su mayoría especulativos, a favor de uno u otro enfoque. Ambas opciones podrían, probablemente, resultar adecuadas desde la perspectiva argentina. Bajo esta circunstancia, sería razonable para las autoridades respetar la voluntad de los acreedores.

Si ambas partes prefieren una negociación individual, Argentina debería estar de acuerdo. Sin embargo, si prefieren negociaciones separadas se requerirán arreglos especiales para compartir información esencial sobre el progreso de las otras negociaciones para asegurar la equidad entre acreedores.

Tanto si las negociaciones se llevan a cabo de manera conjunta o en paralelo, es importante tener en cuenta que pueden haber diferentes preferencias entre los acreedores, que Argentina debe manejar adecuadamente. Los tenedores minoristas han mostrado una preferencia por el pago en efectivo, por ejemplo, mientras que los inversores institucionales pueden ser indiferentes entre efectivo y bonos, porque su foco está en el valor presente neto. Por lo tanto, una oferta de canje podría incluir un menú de opciones adaptadas a las preferencias de los diferentes grupos. Es posible que, a pesar de este enfoque no discriminatorio, algunos tenedores acepten un acuerdo, mientras que otros continúen negándose. Dependiendo de las circunstancias, puede ser razonable cerrar un acuerdo con algunos tenedores y seguir negociando diferentes términos con los demás. Pero, por supuesto, es esencial continuar la negociación hasta que se llegue a acuerdos con todos los *holdouts*, porque la orden cautelar, o el riesgo de una nueva orden, se mantendrá hasta que todos los reclamos hayan sido resueltos.

Hay otra cuestión organizativa que involucra a los acreedores de NY. El Juez Griesa ha nombrado a un *Special Master* para facilitar la negociación. A pesar de que este auxiliar judicial no tiene ningún papel formal en la mediación, y mucho menos en dictar una solución, Argentina se ha opuesto largamente a la presencia de un *Special Master* y, en particular, ha acusado al actual *Special Master* de parcialidad. Hay una razón de peso para que las autoridades entrantes reconsideren esta objeción. Guste o no, en el caso de ruptura de las negociaciones, queda a discreción del Juez Griesa reexaminar el "balance de equidad" que subyace a su medida cautelar. Si él decide que la ruptura se debe a la posición de Argentina, sin duda el fallo seguirá vigente, pero si llega a la conclusión que es debido a la falta de buena fe por los acreedores, se sentirá libre para levantar la medida cautelar. Está claro que en la toma de cualquiera de estas decisiones en el futuro, el juez se basará en gran medida en la información proporcionada por el auxiliar judicial. Por lo tanto, en este punto, es conveniente para Argentina que la conducción de las

negociaciones continúe bajo la rúbrica del *Special Master*. Esto no acotaría el poder de negociación de Argentina de ninguna manera significativa, pero serviría mucho para demostrar al juez Griesa que Argentina está haciendo concesiones y mostrando buena fe en el proceso de negociación.

Una cuestión organizativa final es la cuantificación de los reclamos. Es, por supuesto, importante para todas las partes tener una buena estimación de la cuantía total de los reclamos, ya que será un dato importante para acordar una oferta de canje que incluya adecuadamente la cuestión de capacidad de pago. Además, la ejecución de cualquier acuerdo requiere que los reclamos de cada acreedor sean verificados independientemente. Sería lo más conveniente para Argentina comenzar ese proceso tan pronto como sea posible mediante la contratación de una firma auditora altamente calificada para llevar a cabo el proceso de verificación e informar a los acreedores cómo proceder para validar sus reclamos. Si el proceso de verificación comenzara sólo después de concluir las negociaciones, esto conduciría a importantes retrasos en la concreción de cualquier canje. El agente de verificación emitiría periódicamente informes sobre los montos conciliados y el volumen agregado asociado al reclamo, pero no daría a conocer a ninguna de las partes los montos reclamados por acreedores individuales.

3. Cuestiones de la negociación

Es prematuro formular o pronosticar exactamente el resultado de las negociaciones, en particular con respecto a los términos económicos - es decir, en qué medida Argentina mejorará su oferta anterior de reabrir el canje de 2010 y cuánto estarán dispuestos los acreedores a ajustar a la baja su demanda de reembolso total de sus créditos. Sin embargo, hay varias decisiones generales sobre las direcciones que deben ser consideradas antes de comenzar las negociaciones. Específicamente:

- Argentina tendrá que estar en condiciones de oponerse a cualquier propuesta de los acreedores que estime inasequible. Para ello será necesario un modelo fiscal explícito, que se comparta con los acreedores. El Juez Griesa ha sido sensible a los argumentos sobre la capacidad de pago, pero no los encontró lo

suficientemente persuasivos durante el caso *pari passu*. Es importante que las autoridades preparen un modelo fiscal de este tipo tan pronto como sea posible.

- En cuanto a términos económicos, las negociaciones deben centrarse exclusivamente en llegar a un acuerdo mutuo sobre un menú de opciones - que además de los nuevos bonos a largo plazo podría incluir algún componente limitado de pago en efectivo y de dinero fresco – para que los acreedores puedan optar al momento de canjear sus reclamos. Las quitas –nominal y VPN- para cada opción del menú se impondrían por igual para todos los reclamos, sin diferenciar entre valor nominal original y los intereses vencidos. Sería un error estratégico para Argentina tratar de negociar diferentes quitas para valor nominal original e intereses vencidos. Es casi seguro que será un esfuerzo inútil que sólo consumiría tiempo dado que todos los reclamos tienen igual estatus legal. Además tal esfuerzo sería visto como una interferencia en la equidad entre los distintos acreedores. Por supuesto, todos los reclamos tendrán que ser validados de forma independiente como parte del proceso de la oferta durante o antes del período del canje.
- Algunos de los acreedores NY han indicado que, como parte de un acuerdo, estarían de acuerdo en la compra de nuevos bonos ("dinero fresco"). Claramente este es un aspecto que se puede considerar en la elaboración del menú de opciones para el canje. Otros acreedores podrían no estar interesados en ofrecer la opción de dinero fresco, pero podrían estar dispuestos a aceptar una oferta de menor valor presente con menos bonos y más efectivo (o incluso sólo efectivo en el caso de los pequeños inversores).
- La opción de dinero fresco tendrá que ser coordinada con planes más amplios para volver a acceder a los mercados internacionales. Esto sugiere la conveniencia de que las autoridades comiencen a discutir con los bancos de inversión posibles alternativas para la emisión de bonos, una vez que se levante la orden judicial de la corte de NY.

- Todos los soberanos que han reestructurado con éxito han contratado asesores financieros para asistirlos. Los asesores financieros cumplen varias funciones útiles. Pueden ser intermediarios entre el país y los acreedores, lo que permitiría intercambios preliminares antes de la negociación directa entre las contrapartes, facilitando la exploración de variantes hipotéticas antes de discutirlos de modo directo. Por lo general, los asesores pueden ser muy útiles para dar a las autoridades opiniones objetivas sobre lo que es y no es factible, cómo leer a la otra parte, etc. Sin embargo, los mejores asesores financieros han sido aquellos que han demostrado ser independientes – esto es, sin conexiones con los grandes bancos de inversión y sin competir por el “manejo” del canje o por una nueva emisión de bonos. Este enfoque - la contratación de asesores financieros independientes a los que se les paga una remuneración fija - fue utilizado con éxito por Grecia y Ucrania.
- Al contrario de lo que es típico en los casos de reestructuración de la deuda, es difícil para Argentina argumentar a favor de una quita sobre la base de la capacidad de pago o solvencia. El valor total de los reclamos asciende a aproximadamente el 4% del PIB (al tipo de cambio actual) y es difícil argumentar que tal cantidad podría hacer una diferencia sustantiva en un análisis de sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, hay un argumento muy creíble que se relaciona con la incapacidad práctica del gobierno de implementar un acuerdo que no implique una quita debido a la necesidad de obtener la aprobación del Congreso y crear legitimidad política para el acuerdo. El ejercicio en la siguiente sección, que debe ser considerado como meramente ilustrativo, trata de argumentar el caso de una quita teniendo en cuenta los siguientes elementos:
 - El tipo de cambio actual está claramente sobrevaluado y la depreciación real que será necesaria reducirá sustancialmente el PIB de Argentina en términos de dólares estadounidenses.
 - El déficit fiscal se ha elevado a niveles peligrosos y esto, junto con el punto anterior, hace que la sostenibilidad de la deuda soberana se mantenga sólo con escasos márgenes.

- La situación política requiere que el ajuste fiscal vaya de la mano con una quita en los reclamos que han sido asentados.
- El ejercicio es un ejemplo de la justificación que Argentina puede usar para respaldar sus ofertas en la mesa de negociación (que probablemente deberían ser comunicadas a través del asesor financiero). Cabe señalar además que la ingeniería financiera de la oferta será extremadamente importante. La oferta consistirá en gran medida en bonos a largo plazo, y a los *holdouts* les preocupará sólo el valor de mercado de los bonos, que dependerán del *spread* que la deuda de Argentina tenga en un escenario post-acuerdo. Estos *spreads* son, por tanto, un parámetro clave que Argentina tiene que considerar cuidadosamente en el diseño de una estrategia de negociación. También es fundamental que el paquete financiero o el menú que se acuerde sea diseñado de tal manera que se pueda presentar favorablemente en el contexto nacional.

4. Un ejemplo de Análisis de Sustentabilidad de Deuda

- Hay que destacar que esta es sólo una primera pasada a esta difícil cuestión, y que debe ser vista sólo como ilustrativa de cómo Argentina puede presentar su caso en un marco de negociación. Las principales hipótesis se detallan en las tablas siguientes. Describen un escenario de ajuste fiscal relativamente gradual y un ajuste del tipo de cambio real concentrado en el corto plazo (alcanzando un nivel que puede considerarse como de equilibrio de inmediato). Los valores de las tasas de crecimiento y de interés proyectadas pueden verse tal vez como algo conservadores. El caso base supone el pago total a *holdouts* con bonos, y el pleno reconocimiento de la deuda con los jubilados litigantes en Argentina por el ajuste por inflación de sus pensiones (estimado en US\$10 mil millones), algo que sería requerido como punto básico de equidad.

Dinámica de la Deuda Soberana con pago a holdouts sin descuento

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento del PIB real	0.2%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%
Tasa de interés nominal doméstica	20.4%	36.0%	27.4%	25.1%	21.7%	14.7%	14.7%
Superávit primario	-4.5%	-2.5%	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%
Tasa de interés nominal externa	3.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Depreciación real	-12.0%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Deuda Total del Gobierno (en USD mil mill.)	262.6	254.1	280.4	309.6	343.4	370.2	396.6
PIB USD	591.3	402.8	416.4	434.0	453.7	476.7	500.8
Ratio Deuda/PIB	44.4%	63.1%	67.3%	71.3%	75.7%	77.7%	79.2%

Fuente: Elaboración propia

- El escenario alternativo presentado aquí abajo supone una quita del 50% en el acuerdo con los *holdouts*.

Dinámica de la Deuda Soberana con pago a holdouts con 50% de descuento

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento del PIB real	0.2%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%
Tasa de interés nominal doméstica	20.4%	36.0%	27.4%	25.1%	21.7%	14.7%	14.7%
Superávit primario	-4.5%	-2.5%	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%
Tasa de interés nominal externa	3.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Depreciación real	-12.0%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Deuda Total del Gobierno (en USD mil mill.)	252.5	244.8	270.4	298.8	331.5	357.5	383.0
PIB USD	591.3	402.8	416.4	434.0	453.7	476.7	500.8
Ratio Deuda/PIB	42.7%	60.8%	64.9%	68.9%	73.1%	75.0%	76.5%

Fuente: Elaboración propia

- Dos hechos se evidencian a partir del ejercicio anterior. En primer lugar, bajo supuestos algo pesimistas pero razonables, la deuda soberana de Argentina puede entrar en un camino insostenible, explosivo. En segundo lugar, incluso una gran quita en los reclamos de los *holdouts* no modificaría la trayectoria de la deuda lo suficiente para volverla sostenible. Por lo tanto, será necesario un esfuerzo fiscal más fuerte. El problema es si es posible obtener la legitimidad política necesaria y el apoyo del Congreso para un ajuste fiscal difícil si no hay concesiones paralelas hechas por los *holdouts*, dada la sensibilidad política de este tema en la Argentina de hoy.
- El siguiente escenario considera, además de la quita en la deuda con los *holdouts*, un ajuste fiscal primario más sustancial y concentrado en el corto plazo, que permite alcanzar un nivel de deuda que parece más manejable y menos riesgoso.

Dinámica de la Deuda Soberana con pago a holdouts con 50% de descuento y ajuste fiscal de mayor magnitud

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento del PIB real	0.2%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%
Tasa de interés nominal doméstica	20.4%	36.0%	27.4%	25.1%	21.7%	14.7%	14.7%
Superávit primario	-4.5%	-2.0%	-0.5%	0.5%	1.5%	2.5%	3.5%
Tasa de interés nominal externa	3.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Depreciación real	-12.0%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Deuda Total del Gobierno (en USD mil mill.)	252.5	242.8	262.0	281.0	300.8	310.3	314.8
PBI USD	591.3	402.8	416.4	434.0	453.7	476.7	500.8
Ratio Deuda/PIB	42.7%	60.3%	62.9%	64.8%	66.3%	65.1%	62.9%

Fuente: Elaboración propia

* * *

La posibilidad de poner fin a la larga litigación sobre la deuda impaga y obtener acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones atractivas se presentará en forma inmediata a la nueva administración de gobierno. La recompensa a una negociación exitosa será seguramente muy alta. Pero el camino está minado de riesgos tácticos, legales y políticos. Esta breve nota trata de presentar consideraciones que permitan iniciar el diseño de una estrategia que sortee esos riesgos de manera efectiva.