

OVERVIEW

Edición Nº 1161

21 de julio de 2014

TEMARIO

- Cuatro más cuatro
- Deuda pública: dónde estamos



Propietarios y Directores
Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín
Facundo Martínez Maino

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Cecilia Bastarrica
Soledad de Marco
Emilia Gavilán
Martín Orgoroso
María Sahores

Asistentes

Clara Argañaraz
Teresa Balestrini
Juan Buccafusca

RESUMIENDO

La macroeconomía argentina arrastra desde hace varios años cuatro problemas que no se van a solucionar durante este período de gobierno: **1) faltan dólares** en el mercado cambiario y las reservas caen salvo períodos transitorios; **2) no alcanzan los pesos** que recauda el Tesoro porque aumenta el déficit fiscal primario y el Banco Central emite crecientemente moneda para financiarlo; **3) hace tres años que la actividad económica no crece** y en 2014 está cayendo y **4) la inflación tiene un piso alto**, este año está en 38% anual a pesar de la caída de la actividad.

En medio de esta “macroeconomía de cuatro problemas”, saltó la **sentencia definitiva del pago de la deuda a los “holdouts”**. Si el gobierno termina “arreglando” una forma de pago a los “holdouts”, se retornaría a la hoja de ruta de los cuatro problemas, con chance de conseguir algo de dólares del exterior. Si no arregla, los problemas posiblemente se agudizarían y adelantarían en el tiempo. **Aun sin esperarse consecuencias terminales como las del default 2001 – 2002, sería un error garrafal subestimar los costos de una cesación de pagos en el actual contexto de debilidad macroeconómica.**

Complicado el intento de conseguir dólares del exterior por el conflicto de la deuda, **el gobierno explora la “conexión china”**: créditos para financiar obras de infraestructura y una línea swap en yuanes del Banco de China (¿para financiar importaciones o eventualmente convertir a dólares como refuerzo transitorio de las reservas?) Por el lado de los créditos para obras, se estima un ingreso de alrededor de US\$ 800 M en lo que resta del año. Paradójicamente, **China es por lejos el país con el que la Argentina presenta el mayor déficit comercial**: US\$ 5.000 M en 2013 y apunta a un número parecido en 2014. La “conexión china” sería en los hechos para mitigar el rojo bilateral con algún ingreso financiero.

En este marco de los cuatro problemas macro “de siempre” aparecen en el horizonte de la transición política – económica a 2015 **cuatro eventos** que harán sentir más el desafío. **Secuencialmente: 1)** el desenlace que depare en las próximas semanas el fallo de la deuda en EE.UU.; **2)** en la primavera – verano 2014, un **aluvión de emisión** monetaria para financiar al fisco superior a los \$ 120.000 M; **3)** en el otoño 2015, una merma en el ingreso de “agro – dólares” si se consolidara la caída del precio internacional de la **soja**; **4)** en la primavera 2015, el vencimiento del **Boden** por alrededor de US\$ 5.000 M (en un año en que vence deuda total por más de US\$ 10.000 M).

Un **aluvión de pesos** tan grande para financiar al fisco será muy difícil de absorber y **preanuncia un verano con más tensiones cambiarias e inflacionarias**. Si la próxima cosecha de **soja** se vendiera al precio que cotiza hoy la tonelada en el mercado de futuros (más de 100 dólares inferior al de mayo pasado), la merma de dólares de exportación sería superior a US\$ 4.000 M. **No habría sector exportador alternativo ni cepo importador capaz de compensar esta caída**. Lo que entrara eventualmente por financiamiento externo saldría por menores exportaciones. La combinación de menores divisas de soja y mayor déficit fiscal puede resultar nefasta. El cuarto de los eventos son **los vencimientos de deuda pública en dólares del año que viene**. En cabeza del Tesoro, superan los US\$ 10.000 M más alrededor de US\$ 1.500 M de deuda de las

provincias (casi todo Buenos Aires). El momento crítico será en octubre con el vencimiento del Boden. La transición estará signada inevitablemente por **los cuatro problemas macro** (reservas bajas, déficit fiscal, recesión e inflación), **más los cuatro eventos secuenciales**: la deuda (si hay arreglo o no en las próximas semanas / meses), el aluvión de pesos (en los meses finales de este año), el posible impacto negativo de la soja (pegando de lleno en el segundo trimestre del año que viene) y el pago del Boden 2015 (en octubre).

Con respecto a la deuda pública, el problema con los “holdouts” volvió a poner sobre el tapete **la sustentabilidad de la deuda pública de Argentina en los próximos años**. Hasta hace muy poco tiempo, **la visión del gobierno era que la deuda pública de Argentina había dejado de ser el gran problema heredado de los años 90**. En una **medición oficial extrema** que no solamente excluía la deuda en poder de BCRA y la Anses, sino que “ignoraba” la deuda con los organismos internacionales, el Club de París, Repsol, el cupón PBI y por supuesto los “holdouts”, apenas ascendía a US\$ 54.000 M, menos de la mitad que por ejemplo a fin de 2000 previo al default. Este tipo de medición “siempre estuvo mal”. Hoy es obvio que la realidad obligó a que gran parte de la deuda no reconocida se blanqueara. **Hay otra visión extrema que está en la vereda de enfrente: en vez de achicar el tamaño de la deuda pública lo agranda por demás**. Considera la totalidad de la deuda incluyendo incluso la que está en poder del BCRA y la Anses y que en los hechos no es una deuda que será efectivamente pagada. La deuda del BCRA es la contrapartida del impuesto inflacionario. Por su parte, los jubilados cobran sus haberes en función de la recaudación del sistema de reparto previsional, no tiene que ver con los bonos que posea la Anses en su cartera. Medida así, la deuda asciende a US\$ 245.000 M. **Si este fuera el tamaño de la “verdadera” deuda pública de Argentina, sería impagable y la cesación de pagos sería ineludible**.

Una medición “equilibrada” surge de considerar la totalidad de la deuda en poder del sector privado y excluir las tenencias del propio sector público. De esta forma, **el tamaño de la deuda actual es similar a la de fin de 2000, alrededor de US\$ 125.000 M**. Como porcentaje del PBI y de las exportaciones, es claramente más baja que en 2000. Esto pone de manifiesto que el país **estaría en mejores condiciones para pagar el flujo de los intereses de la deuda** (ya sea para una visión sector – externista exportadora como una visión fiscalista de superávit primario para pagar los intereses). **Sin embargo, cuando se compara el tamaño de la deuda respecto al nivel de las reservas del BCRA, 2014 y 2000 se asemejan “peligrosamente”**. Lo mismo podría concluirse en una comparación cualitativa de acceso a los mercados de capitales: era muy dificultoso en 2000 y lo es igualmente en 2014. En conclusión, **el pago o refinanciación del capital de la deuda luce igual de dificultoso hoy que a fin de 2000**. No hay suficientes reservas para cancelar al contado los vencimientos de capital ni acceso fluido a los mercados para refinanciarlos. **Sí hay una diferencia a favor de 2014**: el perfil de vencimientos es menos exigente (como consecuencia de la reestructuración de 2005 y 2010) y las tasas de interés internacionales son más bajas.

En conclusión, el tamaño de la deuda pública de Argentina no es inmanejable ni anticipo de un default seguro en 2015 – 2016, pero **será fundamental que en el corto plazo se recupere capacidad de pago (reservas) y acceso al financiamiento**. 2015 es muy exigente en este sentido.

LO MÁS IMPORTANTE

Cuatro más cuatro

La macroeconomía argentina arrastra desde hace varios años cuatro problemas que no se van a solucionar durante este período de gobierno: 1) faltan dólares en el mercado cambiario y las reservas caen salvo períodos transitorios; 2) no alcanzan los pesos que recauda el Tesoro porque aumenta el déficit fiscal primario y el Banco Central emite crecientemente moneda para financiarlo; 3) hace tres años que la actividad económica no crece y en 2014 está cayendo y 4) la inflación tiene un piso alto, este año está en 38% anual a pesar de la caída de la actividad. Son cuatro problemas anteriores e independientes al problema de la deuda pública en los tribunales de EE.UU. y el riesgo de una cesación de pagos selectiva.

Ni el cepo de 2011 ni la devaluación de 2014 ni el permanente control de las importaciones revirtieron la situación del faltante de dólares, que no se revertirá con más cepo, con otra devaluación ni con más control de importaciones. La presión tributaria récord no alcanza para revertir el faltante de pesos del Tesoro porque el gasto está descontrolado y se apela al impuesto inflacionario. El PBI del trienio 2012 – 2014 está estancado producto de un “0, + 3, - 3” y no hay expectativas de reactivación (ni por el lado del consumo, ni de la exportación, ni de la inversión, ni con expansionismo / planes sectoriales del gobierno). La tasa de inflación muestra hoy un piso de 2% mensual y está erosionando el salario real, el tipo de cambio real y las tarifas públicas.

Para evitar sobresaltos cambiarios mayores por la falta de dólares y el bajo nivel de las reservas y no comprimir al extremo las importaciones (y por ende el nivel de actividad), **el gobierno intenta “a las apuradas” conseguir dólares del exterior.** Preparó el terreno arreglando la situación pendiente con Repsol y el Club de París y “acercándose” al FMI con nuevas estadísticas oficiales. Los únicos dólares ingresados por el momento fueron vía el endeudamiento de YPF e inversiones puntuales de Chevron. Pero el problema de la deuda con los “holdouts” frenó cualquier otra posibilidad.

Por su parte, para evitar que el abuso de la “maquineta” genere una aceleración inflacionaria, **el BCRA está absorbiendo casi la totalidad de los pesos que emite para el Tesoro colocando letras y endeudándose.** Sin embargo, es un mecanismo de absorción que tiene un límite, es finito. La

consecuencia no deseada es una fuerte contracción de la liquidez y el crédito, que políticamente es insoportable.

En medio de esta “macroeconomía de cuatro problemas”, saltó la sentencia definitiva del pago de la deuda a los “holdouts” con sus derivaciones judiciales y financieras. El lío con la deuda se metió como una cuña en el escenario macro original. **Si el gobierno termina “arreglando”** una forma de pago a los “holdouts”, se retornaría a la hoja de ruta de los cuatro problemas (reservas bajas, déficit fiscal, recesión e inflación), con la chance renovada de conseguir algo de dólares del exterior. Si no arregla, los problemas posiblemente se agudizarían y adelantarían en el tiempo.

Aun sin esperarse consecuencias terminales como las del default 2001 – 2002, sería un error garrafal subestimar los costos de una cesación de pagos, por más parcial e “inducida” que fuera, en el actual contexto de debilidad macroeconómica. Puede haber una transición confusa, gris de semanas o meses donde Argentina no cumple con el fallo pero sigue negociando: una especie de cesación de pagos parcial y temporal.

Complicado el intento de conseguir dólares del exterior por el conflicto de la deuda, **el gobierno explora la “conexión china”** (como en 2008 -2009): créditos para financiar obras de infraestructura y una línea swap en yuanes del Banco de China (¿para financiar importaciones o eventualmente convertir a dólares como refuerzo transitorio de las reservas?) El “swap” podría asimilarse parcialmente a los préstamos de corto plazo de bancos internacionales al BCRA. Por el lado de los créditos para obras, habrá que ver cuánto de lo convenido se concreta, en qué plazos y si será mayormente para financiar la compra de equipos e insumos o habrá también algo de dólares frescos. Se estima un ingreso de alrededor de US\$ 800 M en lo que resta del año.

Paradójicamente, **China es por lejos el país con el que la Argentina presenta el mayor déficit comercial:** US\$ 5.000 M en 2013 y apunta a un número parecido en 2014. La “conexión china” sería en los hechos para mitigar el rojo bilateral con algún ingreso financiero.

El déficit bilateral con China es consecuencia de que **las exportaciones están estancadas** en alrededor de US\$ 6.000 M desde 2010 (como el total de exportaciones de Argentina) y que **las importaciones pegaron un salto** en 2011 y se estacionaron en torno a US\$ 11.000 M (ver cuadro 1).

Cuadro N° 1 DÉFICIT COMERCIAL RÉCORD CON CHINA

US\$ millones	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (e)
Saldo comercial	-893	-1.498	-4.105	-4.558	-5.033	-5.000
Exportaciones	3.950	6.180	6.507	5.336	6.358	6.000
Primarios	1.416	4.321	4.647	3.021	3.901	
MOA	2.132	1.030	1.232	1.580	1.565	
MOI	174	153	187	134	182	
Combustibles	228	677	441	601	709	
Importaciones	4.843	7.678	10.612	9.894	11.391	11.000
Bienes de capital	1.548	2.602	3.146	2.549	3.001	
Bienes intermedios	1.366	1.897	2.436	2.311	2.470	
Piezas y accesorios	736	1.505	2.803	3.277	4.028	
Bienes de consumo	1.193	1.674	2.227	1.757	1.892	

Fuente: **M&S Consultores** en base a INDEC

En este marco de los cuatro problemas macro “de siempre” aparecen en el horizonte de la transición política – económica a 2015 **cuatro eventos** que harán sentir más el desafío macro. **Secuencialmente: 1)** el desenlace que depare en las próximas semanas el fallo de la deuda en EE.UU.; **2)** en la primavera – verano 2014, un **aluvión de emisión** monetaria para financiar al fisco superior a los \$ 120.000 M; **3)** en el otoño 2015, una merma en el ingreso de “agro – dólares” si se consolidara la caída del precio internacional de la **soja**; **4)** en la primavera 2015, el vencimiento del **Boden** por alrededor de US\$ 5.000 M (en un año en que vence deuda total por más de US\$ 10.000 M).

Griesa, “maquinita”, soja y Boden

Además del desenlace sobre el fallo de la deuda, el segundo de los cuatro eventos que se vivirá en el próximo año y medio y que hará sentir a pleno los desbalances de la macroeconomía, es **la emisión de pesos que se registrará en primavera – verano**.

Como producto del descontrol fiscal verificado en los primeros cinco meses del año (los ingresos subiendo 35% anual y el gasto más de 41%), el déficit primario crece como una bola de nieve. Como mínimo, en 2014 terminará siendo el doble que en 2013, alrededor de \$ 150.000 M (ver cuadro 2).

Cuadro N° 2

CINCO MESES DE 2014: DÉFICIT FISCAL PRIMARIO EN FUERTE ASCENSO

	Cinco meses			
	2013		2014	
	Mill. \$	Var. % anual	Mill. \$	Var. % anual
Ingresos	256.673	28	346.820	35
Gasto primario	261.202	31	369.131	41
Resultado primario	-4.529		-22.311	x 5
Pagos de deuda en pesos	8.893	57	23.607	165
menos:				
- Renovación BONAR 14 en ene-14			10.000	
- Colocación BONAR 17			5.000	
Agujero fiscal total	13.422		30.918	x 2

Fuente: M&S Consultores en base a Ministerio de Economía

A raíz del desborde del gasto público (que crece claramente por encima de la tasa de inflación), para el segundo semestre (en especial el cuarto trimestre) **OVERVIEW** prevé una gigantesca emisión de pesos para financiar al Tesoro superior a \$ 120.000 M (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3

LA EMISIÓN MONETARIA PARA EL TESORO QUE SE VIENE

\$ millones

	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
2013	2.681	4.417	38.223	48.760	94.081
2014*	15.661	9.170	55.000	70 / 80.000	150.000 ó más

(*) : A partir del II trimestre datos estimados

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Semejante aluvión de pesos será muy difícil de absorber. Paradójicamente, la política monetaria más contractiva del BCRA se registró en el período de menor emisión de moneda para financiar al Tesoro. **El momento de mayor explosión de la “maquinita” se transitará con el BCRA ya más endeudado, con menos margen para absorber pesos.** Quedarán inevitablemente más pesos sueltos dando vuelta, lo que **preanuncia un verano con más tensiones cambiarias e inflacionarias.** Si se consiguiera financiamiento externo, podría moderarse la falta de dólares del mercado cambiario, dependiendo de cuánto se consiga y para qué. Pero aun así estaría la tensión “interna” por los pesos emitidos que en parte irán a comprar dólares formales e informales.

En orden secuencial, el tercer evento amplificador de los problemas macro preexistentes se puede registrar hacia el otoño de 2015. **Si la próxima cosecha de soja se vendiera al precio que cotiza hoy la tonelada en el mercado de futuros (más de 100 dólares inferior al de mayo pasado), la merma de dólares de exportación sería notoria, insustituible. No habría sector exportador alternativo ni cepto importador capaz de compensar esta caída.**

La caída de precios internacionales **algo impactará en las exportaciones del complejo soja del corriente año:** una caída de alrededor de 50 dólares sobre el porcentaje de cosecha remanente todavía no exportada (alrededor de 20 M de toneladas). Pero será una merma de magnitud acotada (alrededor de US\$ 1.000 M), **una mancha más al tigre de la caída total de exportaciones argentinas de 2014.**

El mayor impacto (si se mantuviera la baja de los precios) se daría el año que viene por una doble vía: posiblemente una menor área sembrada en áreas menos productivas y menos rentables y seguramente un menor valor de exportación de soja por la baja de la cotización. **Simulando en 2015 la misma cosecha que en 2014 y un ritmo de venta de los productores parecido al de este año, la caída de exportaciones del complejo soja podría superar US\$ 4.000 M.** Que los precios internacionales de los granos bajen en la transición del cambio de gobierno, puede agravar seriamente la falta de dólares. En un contexto así, lo que entrara eventualmente por financiamiento externo saldría por menores exportaciones y se estaría en foja cero (ver cuadro 4).

La caída del precio de la soja es al puente de financiamiento externo para no devaluar de nuevo lo que la bola de nieve del déficit fiscal es al puente de absorción monetaria del BCRA para que no se acelere de nuevo la inflación. Socavan ambos puentes, les “corren severamente el arco”. En la actual macroeconomía de falta de dólares y abuso de la “maquinita”, la combinación de menores divisas de soja y mayor déficit fiscal puede resultar nefasta. Sería inevitable otra devaluación y crecería la chance de una nominalización ascendente de las variables (tipo de cambio, inflación, salarios, tarifas).

Cuadro N° 4
PRECIO DE LA SOJA Y EXPORTACIONES

	2014 (e)	=	Simulación 2015		
			de mayo	actuales	futuros (may-15)
Producción de soja (M ton.)	55,6	=	55,6		
Cantidades exportadas del complejo soja* (M ton.)	45,0	=	45,0		
			A los precios		
Precio promedio complejo* (US\$ / ton.)	537		580	511	458
Valor exportado complejo* (US\$ M)	24.250		26.100	23.000	20.600

(*): Habas de soja, aceite, harinas y pellets y biodiesel

Fuente: **M&S Consultores** en base a MinAgri

El cuarto de los eventos que van a tensar la macro son los vencimientos de deuda pública en dólares del año que viene. En cabeza del Tesoro, superan los US\$ 10.000 M más alrededor de US\$ 1.500 M de deuda de las provincias (casi todo Buenos Aires). El momento crítico será en octubre con el vencimiento del Boden por alrededor de US\$ 5.000 M. Pagar la deuda pública con reservas sin que el BCRA compre dólares ya no es sostenible. En 2015, los pagos totales del Tesoro (sin contar los vencimientos de las provincias) se llevarían alrededor del 37% de las reservas.

Como síntesis final, la transición estará signada inevitablemente por los cuatro problemas macro (reservas bajas, déficit fiscal, recesión e inflación), **más los cuatro eventos secuenciales que harán que los problemas se sientan “más o mucho más”**: la deuda (si hay arreglo o no en las próximas semanas / meses), el aluvión de pesos (en los meses finales de este año), el posible impacto negativo de la soja (pegando de lleno en el segundo trimestre del año que viene) y el pago del Boden 2015 (en octubre). **Es un “cuatro más cuatro” que habrá que monitorear muy de cerca.**

Deuda pública: dónde estamos

El problema con los “holdouts” volvió a poner sobre el tapete la sustentabilidad de la deuda pública de Argentina en los próximos años: 2015 como última escala de la actual administración y 2016 – 2019 durante el cuatrienio del gobierno que viene. Los arreglos de las deudas pendientes con Repsol y el Club de París y su impacto sobre el flujo de pagos futuro también alimentaron esta inquietud.

Hasta hace muy poco tiempo (justamente hasta que se empezó a blanquear deuda no reconocida), la visión del gobierno era que la deuda pública de Argentina había desaparecido como restricción macroeconómica. Había dejado de ser el gran problema heredado de los años 90 que terminó en la cesación de pagos.

En una **medición oficial extrema** que no solamente excluía la deuda en poder de BCRA y la Anses, sino que “ignoraba” la deuda con los organismos internacionales, el Club de París, Repsol, el cupón PBI y por supuesto los “holdouts”, apenas ascendía a US\$ 54.000 M, menos de la mitad que por ejemplo a fin de 2000 previo al default. En una **medición súper – extrema**, medida como porcentaje del PBI y comparada contra el fatídico 2002, el gobierno contrastaba un 166% de aquel peor momento con apenas un “irreal” 13%. El gobierno lo presentaba como el “éxito” del desendeudamiento, la disminución y transformación drástica de la carga de la deuda.

Estas mediciones oficiales minimizadoras nunca fueron relevantes porque no contabilizaban la totalidad de la deuda de Argentina. Siempre “estuvieron mal”. Hoy es obvio que la realidad obligó a que gran parte de la deuda no reconocida se blanqueara. Restan los “holdouts”, que van por el mismo camino.

Hay otra visión extrema alternativa que está en la vereda de enfrente: en vez de achicar el tamaño de la deuda pública lo agranda por demás. Considera la totalidad de la deuda incluyendo incluso la que está en poder del BCRA y la Anses y que en los hechos no es una deuda que será efectivamente pagada.

La deuda del BCRA es la contrapartida del impuesto inflacionario. El Tesoro no capitalizará al BCRA. Por su parte, los jubilados cobran sus haberes en función de la recaudación del sistema de reparto previsional, no tiene que ver con los bonos que posea la Anses en su cartera (los pagos y cobros son meras operaciones contables). Medida así, la deuda asciende a US\$ 245.000 M. **Si este fuera el tamaño de la “verdadera” deuda pública de Argentina, sería impagable y la cesación de pagos sería ineludible.**

Una medición “equilibrada”, realista, surge de es considerar la totalidad de la deuda en poder del sector privado (contando toda la deuda) y excluir la

tenencia de bonos, letras y pagarés dentro del propio sector público (el BCRA y la Anses). De esta forma, el tamaño de **la deuda actual es similar a la de fin de 2000, alrededor de US\$ 125.000 M** (ver cuadro 5).

Cuadro N° 5 TRES VISIONES SOBRE LA DEUDA PÚBLICA

US\$ M		dic-2000	2014	
Visión oficial: se redujo a menos de la mitad	deuda contabilizada en poder del sector privado (excluye deuda intra-sector público y Organismos Internacionales)	128.000	54.000	↓
En el otro extremo: se duplicó	deuda total incluyendo ítems no contabilizados en la estadística oficial ⁽¹⁾	128.000	245.700	↑
Visión equilibrada: está igual que antes	deuda en poder del sector privado incluyendo ítems no contabilizados en la estadística oficial ⁽¹⁾	126.500	124.000	=
	⇒ en % del PBI:	45	23	Mejor
	⇒ en % de las expo:	380	150	Mejor
	⇒ en % de las reservas:	295	310	Igual
	⇒ en "acceso a los mercados"	Difícil	Difícil	Igual

(1): Holdouts, Cupón PBI, bonos YPF, punitorios del Club de París

Fuente: M&S Consultores

Que la deuda pública medida en forma realista ronde US\$ 125.000 M, parecida a la de fin de 2000 previa al default de 2002, ¿qué implica?, ¿es alta o baja?, ¿es o no manejable?

Como porcentaje del PBI y de las exportaciones totales, la deuda pública actual es claramente más baja que en 2000. El primer indicador daba 45% en aquel momento versus 23% en 2014 y el segundo 380% y 150% respectivamente. Esto pone de manifiesto que el país **está más capacitado y en mejores condiciones para pagar el flujo de los intereses de la deuda** (ya sea para una visión sector – externista exportadora como una visión fiscalista de superávit primario para pagar los intereses).

Sin embargo, cuando se compara el tamaño de la deuda respecto al nivel de las reservas del BCRA, 2014 y 2000 se asemejan “peligrosamente”. Lo mismo podría concluirse en una comparación cualitativa de posibilidad de acceder a los mercados de capitales para financiar los vencimientos de capital: era muy dificultoso en 2000 y lo es igualmente en 2014. En conclusión, **el pago o**

refinanciación del capital de la deuda luce igual de dificultoso hoy que a fin de 2000. No hay suficientes reservas para cancelar al contado los vencimientos de capital ni acceso fluido a los mercados para refinanciarlos. Se ha perdido una década sin resolver este problema como han hecho otros países de la región. **Hay una diferencia a favor:** el perfil de vencimientos es hoy menos exigente y las tasas de interés internacionales son más bajas.

El reconocimiento de la deuda con Repsol y el Club de París engrosa los pagos de los próximos años. Otro tanto sucedería ante un eventual arreglo de pago con la totalidad de los “holdouts” (no solamente con los involucrados puntuales en el actual fallo del Juez Griesa). Una simulación de **OVERVIEW** (incluyendo algún tipo de arreglo con la totalidad de los “holdouts”, involucrados o no en el fallo) calcula los vencimientos de deuda en dólares 2014 – 2019 en alrededor de US\$ 50.000 M. Previo a los acuerdos con Repsol y el Club de París y sin contar un arreglo con los “holdouts”, el monto no superaba US\$ 30.000 M (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6

Los pagos en dólares después de los arreglos con Repsol y el Club de París

En millones de dólares - Incluye capital e intereses - Excluye deuda intra - sector público

Año	Vencimientos según deuda pública al 30/09/2013 (1)	Paquete del arreglo con Repsol	Acuerdo con el Club de París (2)	Holdouts (3)	TOTAL
2014	4.442	303	747	0	5.492
2015	8.718	762	772	550	10.802
2016	4.056	423	1.485	1.380	7.344
2017	5.743	923	1.435	1.890	9.991
2018	3.412	388	2.440	1.800	8.040
2019	3.200	388	2.373	2.000	7.961
Total 2014 -2019	29.571	3.187	9.252	7.620	49.630

(1) No incluye los vencimientos del cupón atado al PBI:

- ☞ en 2014 y 2015 serán cero
- ☞ en 2016 serán cero ó US\$ 2.500 M

(2) Suponiendo que Argentina realiza pagos mínimos en 2016 y 2017 y mayores los años siguientes

(3) Supone que se entregan bonos "tipo" Bonar 2024; en 2014 a los acreedores del juicio Griesa y entre 2015 y 2016 al resto.

Fuente: **M&S Consultores** en base a Mecon y estimaciones propias

En conclusión, el tamaño de la deuda pública de Argentina no es inmanejable ni anticipo de un default seguro en 2015 – 2016, pero **será fundamental que en el corto plazo se recupere capacidad de pago (reservas) y acceso al financiamiento.** 2015 es muy exigente en este sentido.

Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com