



¿Qué impacto puede tener la decisión de la Corte Suprema de los EE.UU con los -holdouts- sobre el mercado de granos argentino? - 19 de Junio de 2014

 Economía

# ¿Qué impacto puede tener la decisión de la Corte Suprema de los EE.UU con los -holdouts- sobre el mercado de granos argentino?

Julio Calzada

El lunes de esta semana, la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos adoptó la decisión de no dar curso a la apelación solicitada por la República Argentina en el pedido de intervenir en la demanda que un grupo de Fondos de Inversión ejecuta contra nuestro país, por el no pago de títulos de la deuda pública nacional que habían sido "defaulteados" en el año 2002. De esta forma, dejó firme el fallo emitido en su oportunidad por el Juez Thomas Griesa, el cual había sido confirmado por la Cámara de Apelaciones de New York.

Esta decisión implica la obligación para el Gobierno Argentino de pagar en efectivo -en el corto plazo- aproximadamente U\$S 1.330 millones a dichos Fondos de Inversión por estos bonos "defaulteados" luego de la salida del Plan de convertibilidad. También implica la posibilidad de que otros tenedores similares reclamen idéntico tratamiento por unos 15.000 millones de dólares adicionales, ya que todos ellos son acreedores de nuestro país que no aceptaron los términos propuestos en las dos reestructuraciones de la deuda pública realizadas en el año 2005 y 2010. El fallo inicial del Juez Griesa obliga además a los agentes de pago -el Bank of New York- y a las agencias de clearing a retener los fondos destinados a la deuda reestructurada si Argentina incumple con la sentencia.

Ante esta situación, el Gobierno Nacional expresó que no acataría el fallo de la Justicia de Estados Unidos que obliga a pagar a los fondos buitre el 100% de su reclamo en efectivo, porque esto llevaría al país al default; y que se analizarían alternativas con el Juez Griesa para llegar a un arreglo con los "holdouts". Mientras tanto, y en caso de que no haya acuerdo, el país instrumentaría un canje voluntario de bonos para cambiar la jurisdicción de la deuda reestructurada con el objeto de efectivizar pagos en Buenos Aires y evitar así posibles embargos. El Gobierno afirmó además que concentrará sus esfuerzos en garantizar el pago de los u\$S 900 millones de la deuda reestructurada que vencen el próximo lunes 30 de Junio.

Lo sucedido esta semana implica la posibilidad cierta de que el Gobierno Argentino tenga que hacer frente a nuevos compromisos de pago en dólares estadounidenses, afectando las ya menguadas reservas del Banco Central de la República Argentina. Si bien Argentina puede ingresar en una renegociación con estos fondos para cancelar la deuda con nuevos bonos, es difícil saber si esta estrategia podrá o no tener éxito; y si necesitará efectuar pagos parciales en moneda extranjera para lograr el acuerdo con estos acreedores.

Viendo la gran cantidad de opiniones que han surgido esta semana sobre el tema, a continuación haremos prospectiva y analizaremos -sintéticamente- cuáles podrían ser algunos de los efectos e impactos de esta medida sobre la economía argentina y, específicamente, sobre el mercado de granos argentino en el corto, mediano y largo plazo.

Pág 1





¿Qué impacto puede tener la decisión de la Corte Suprema de los EE.UU con los -holdouts- sobre el mercado de granos argentino? - 19 de Junio de 2014

a) Probables efectos sobre las reservas del Banco Central, el tipo de cambio y las expectativas de devaluación.

Si bien no es fácil hacer futurología con la economía argentina, brindaremos algunos escenarios posibles. El primero de ellos podría ser un escenario "de alguna manera" positivo. Supongamos el caso de que el Gobierno Argentino inicie un proceso de renegociación con los "holdouts" y logre un acuerdo que defina un programa racional de cumplimiento de sus obligaciones en el tiempo. Este acuerdo podría implicar el pago de esta deuda con nuevos títulos y también en efectivo, pero por montos racionales en cuanto al pago "cash" en divisas. De esta forma podría llegar a afectarse lo menos posible el stock de reservas del Banco Central y el resultado sería que el mercado cambiario argentino alcanzaría una mayor estabilidad, pudiendo llegar a reducirse la actual brecha cambiaria que ha superado el 50% en los últimos días.

En este supuesto, se moderarían las expectativas de devaluación del dólar oficial y se acelerarían las ventas de granos en el próximo semestre y el año próximo. Las señales de inicio de una negociación con los "holdouts" podrían ser importantes para generar expectativas favorables en el mercado cambiario y una mayor estabilidad en el tipo de cambio. Los plazos que pueda demandar esta negociación son un interrogante. La posible negativa a negociar por parte de los "holdouts", también, habida cuenta de que tienen un fallo favorable y pueden llegar a embargar bienes del Gobierno Nacional. Hay un ingrediente adicional que puede ayudar a la estrategia argentina: A partir de Enero del 2015 se abre la posibilidad de sentarse a negociar con los "holdouts" otorgando mejores condiciones financieras que las ofrecidas por la República Argentina a los tenedores de títulos defaulteados en los canjes I y II del 2005 y 2010, respectivamente. Es porque finaliza la vigencia de la cláusula que establecía la obligación argentina de igualar a los bonistas originales que aceptaron la restructuración de deuda (el 93% del total), aquellas mejores condiciones que se pudieran ofrecer a los que entraran más tarde en sucesivas restructuraciones o renegociaciones. Algunos especialistas sostienen que para nuestro país la clave es llegar a Enero del 2015 y renegociar con los "holdouts", cerrando definitivamente esta demanda. Esto no evita el hecho de que nuestro país tenga que hacer frente en el futuro a nuevos compromisos de deuda pública externa por U\$S 15.000 millones de dólares, con el peso que esto significa.

Pero imaginemos ahora un escenario negativo. Sería el caso en donde el gobierno argentino tuviera que afrontar -en el corto y mediano plazo- nuevas obligaciones de pago en dólares y se quedara con un menor stock de reservas en el BCRA. Viendo la desaceleración actual de la economía podría complicarse este escenario con las posibles dificultades para financiar con recursos genuinos el gasto público y la necesidad de hacer frente al déficit fiscal con emisión monetaria. Este supuesto podría implicar el incremento en la tasa de devaluación futura del tipo de cambio oficial y en las expectativas de devaluación, como así también un aumento en el dólar informal y la brecha cambiaria. Es preciso tener en cuenta que cuanto mayor es la brecha cambiaria, decae el incentivo del agro para vender rápidamente su producción y liquidar dólares. Primero porque se debe pagar más pesos para volver a dolarizarse o para comprar los insumos para la próxima campaña. Y en segundo lugar, porque la mayor expectativa de devaluación puede generar retención de mercadería a la espera de mejores precios, traccionados por el aumento esperado en el tipo de cambio oficial nominal. Este escenario que conlleva a una mayor tasa de inflación esperada podría impactar negativamente sobre el precio de los insumos y afectar la rentabilidad del productor agropecuario por el aumento de los costos medidos en dólares estadounidenses. En una nota reciente del Informativo Semanal, hemos visto el crecimiento de los costos en dólares de sembrar trigo, desde hace 11 años a esta parte.

También podría darse un tercer escenario donde Argentina no llegue a un acuerdo con los "holdouts", no le pague a los mismos e intente instrumentar un canje voluntario de bonos para cambiar la jurisdicción de la deuda





¿Qué impacto puede tener la decisión de la Corte Suprema de los EE.UU con los -holdouts- sobre el mercado de granos argentino? - 19 de Junio de 2014

reestructurada. En la opinión de especialistas, es una alternativa compleja y difícil de alcanzar a nivel técnico y jurídico y que habrá que ver el impacto macroeconómico que puede llegar a tener. Preferimos pensar que es posible para Argentina no llegar a esta instancia. Lo ideal sería alcanzar una solución consensuada con los &quot;holdouts&quot;.

En el medio de estos tres escenarios, hay un amplio abanico de esquemas alternativos, todos factibles. Incluso el segundo escenario -algo pesimista- podría moderarse si los recursos tributarios pudieran hacer frente -con normalidad- al gasto público, sin necesidad de emitir moneda y realimentar el proceso inflacionario. Veremos lo que sucede finalmente en la realidad.

b) Probables efectos en el precio de los granos a nivel doméstico.

En el mercado internacional de granos, Argentina es un país tomador de precios. Los precios de referencia a nivel mundial de la soja, maíz y trigo están atados -principalmente- a las cotizaciones del Mercado de Futuros de Chicago. La medida dispuesta por la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos -lógicamente- no tiene ningún efecto sobre los precios internacionales de los productos que exporta Argentina. Como vimos en el punto anterior, es en la tasa de inflación esperada y las expectativas de devaluación, en el tipo de cambio oficial, en los niveles de reserva del Banco Central de la República Argentina y en el valor del dólar informal, etc. donde realmente puede impactar la medida de la Corte Suprema. Estos factores influyen sobre el precio final en pesos que recibirá el productor argentino por sus ventas de cereales y oleaginosas, tal como lo destacamos anteriormente, aparte de los factores propios del mercado doméstico de granos. Con esto último nos referimos a todo lo que afecte la fluidez de las transacciones de acuerdo con las necesidades de compradores y vendedores. En este punto pueden considerarse desde la apertura o cierre de las exportaciones hasta medidas de control o fiscalización que demoren o traben los negocios o hagan más onerosos los costos fijos de cualquiera de las partes.

c) Probables efectos sobre la presión tributaria argentina al campo.

Lógicamente, el aumento de la deuda pública externa que surge por el fallo Griesa generará compromisos futuros adicionales (servicios de intereses y capital) y, por ende, la necesidad de maximizar la recaudación tributaria nacional para que el Tesoro pueda adquirir genuinamente los dólares necesarios para cumplir con estas obligaciones. Este es el camino natural que debe tomar cualquier Estado Nacional con políticas macroeconómicas serias: la preservación de los superávits gemelos, tanto fiscal como comercial.

Los acuerdos recientes con las empresas privadas que demandaron vía el CIADI, el de REPSOL por la estatización de YPF, el del Club de París y ahora los &quot;Holdouts&quot; implican un aumento de la deuda pública nacional y la necesidad de ejecutar importantes pagos futuros, que demandarán equilibrio en las cuentas públicas nacionales.

Pensar en bajas de impuestos para el agro y el resto del sector privado emerge como algo difícil, en un escenario de estas características con mayores compromisos externos. En este punto resulta necesario empezar a trabajar sobre la eficiencia y eficacia del Gasto Público en Nación, provincias y Municipios para propender a un superávit fiscal que evite mayores presiones tributarias sobre el sector privado de la economía.

En los últimos años, luego de la crisis del año 2001, se observa en Argentina un muy fuerte crecimiento de la presión fiscal sobre el sector que paga efectivamente sus impuestos. Mientras en 1993 la presión tributaria nacional era del 19,6% del PBI, en el año 2012 ese porcentaje llegó a 31,74%, el registro más alto de los últimos años. La presión fiscal provincial







¿Qué impacto puede tener la decisión de la Corte Suprema de los EE.UU con los -holdouts- sobre el mercado de granos argentino? - 19 de Junio de 2014

era del 3,7% en 1993, alcanzando el 5,6% del PBI en el año 2012. La presión fiscal de los Municipios se estima actualmente en un 2% del PBI.

En consecuencia, en el 2012 la presión tributaria global de la República Argentina alcanzó la importante cifra del 39% del producto bruto interno (PBI). Si se compara esta cifra con la del año 2000, se observa un crecimiento en la presión tributaria de unos 14 puntos porcentuales del PBI en doce años. Argentina estaría evidenciando una presión tributaria global más alta que los Estados Unidos (27% del PBI), Inglaterra y Alemania (36%) y levemente más baja que Francia e Italia (43%).

El agravante es que este fuerte aumento en la presión tributaria argentina en los últimos 12 años se ha dado sobre los que pagan efectivamente sus impuestos. Si se mide la presión impositiva teórica sobre los que pagan sus tributos, la carga tributaria nacional sobre el PBI formal estaría por encima del 40% en el 2012 (estimación).

d) Probables efectos sobre las inversiones en infraestructura económica y social.

La mayor deuda pública externa y estos nuevos compromisos podrían generar menores inversiones futuras en infraestructura económica y social en nuestro país con fondos propios. Pensemos solamente en los mejoramientos de rutas y caminos y en la infraestructura en hospitales y escuelas que nuestro país podría haber ejecutado adicionalmente en estos años, de no haber tenido que afrontar cuantiosos pagos de servicios de deuda pública generada a lo largo de varias décadas. Habrá que evaluar si en el futuro, Argentina puede acceder a financiamiento de largo plazo para infraestructura proveniente de organismos internacionales de crédito u otras fuentes de financiamiento.

e) Probables efectos sobre la tasa de interés doméstica y el nivel de actividad económica.

La semana pasada, el Banco Central de la República Argentina dispuso una nueva regulación sobre las tasas de interés del sistema bancario. El objetivo del BCRA es lograr una baja en las tasas de interés de los créditos (tasa activa) para reactivar el nivel de actividad económica. De esta forma, los créditos prendarios, personales y de tarjetas de los Bancos han quedado atados a la tasa de referencia que fija el BCRA. Una caída en la tasa activa de las entidades financieras podría generar un recorte en la tasa pasiva de los plazos fijos y menores depósitos en los bancos. Estas variables están interrelacionadas con la tasa de inflación y devaluación esperada. Habrá que seguir su evolución. Si el escenario económico es estable y la inflación cede (escenario descrito en el punto -a- de este trabajo), la tasa de interés activa tenderá a bajar, habrá más crédito y la economía podrá tener un nivel de actividad más alto con mayor empleo. Si el escenario económico empieza a asemejarse al segundo descrito en el ítem a) de esta nota, la tasa de inflación aumentará, la tasa de interés subirá y esto afectará negativamente a la actividad económica y el empleo.

Es preciso hacer la salvedad de que muchas inversiones productivas de los últimos años se han concretado con tasas de interés nominal anual vencidas del 15 al 17,5%, en la operatoria de préstamos normada por el BCRA. Esto ha sido positivo para el nivel de actividad económica.

Un escenario de altas tasas de interés en los créditos bancarios al campo, tarjetas rurales y en préstamos de corredores y acopios pueden generar endeudamientos problemáticos para los productores. El escenario inverso, lógicamente, puede ser beneficioso para el productor.

f) Probables efectos sobre las importaciones.





¿Qué impacto puede tener la decisión de la Corte Suprema de los EE.UU con los -holdouts- sobre el mercado de granos argentino? - 19 de Junio de 2014

La falta de dólares que estos nuevos compromisos pueden implicar, seguramente obligarán al Banco Central a administrar las divisas destinadas a importaciones y turismo, por lo menos en el corto y mediano plazo. No hay que olvidar las necesidades de moneda extranjera para las importaciones energéticas, un problema que Argentina sumó en los últimos años. El nivel de actividad económica de nuestro país y, especialmente el de muchos sectores industriales, está íntimamente atado a sus necesidades de importaciones de insumos, materias primas y bienes de capital. Para crecer hay que importar. En la medida que las reservas no se reconstituyan, el crecimiento de la economía estará maniatado por la falta de divisas para importar.

g) Posibles efectos sobre el rápido regreso de Argentina a los mercados internacionales de crédito:

En la opinión de muchos, lo sucedido esta semana retrasaría la llegada de capitales a nuestro país y la reinserción plena de Argentina a los mercados internacionales de crédito. Creemos que hay que ser prudentes con esta afirmación. Hay que reconocer que el Gobierno Argentino ha realizado dos reestructuraciones positivas de la deuda "defaultada" en el año 2002 y en los últimos tiempos ha tomado decisiones positivas destinadas a cerrar asignaturas pendientes que tenía Argentina con el exterior. Nos referimos a las siguientes:

a) El acuerdo con empresas privadas en el marco del CIADI.

b) La indemnización a REPSOL por la estatización de Yacimientos Petrolíferos Fiscales por un monto de deuda aproximado de U\$S 6,500 millones.

c) El acuerdo alcanzado con el Club de París, con una emisión de deuda de U\$S 9,700 millones de dólares.

Una renegociación exitosa con los "holdouts" podría permitir dar un paso más hacia este proceso de reinserción de Argentina en los mercados de capitales internacionales. Este proceso aseguraría para el campo, la disponibilidad de las líneas de créditos internacionales para la prefinanciación de exportaciones con las que habitualmente los exportadores financian la adquisición de la producción granaria argentina. En cambio, problemas en el cumplimiento de la deuda pública externa generaría inconvenientes a la hora de contar con estas líneas de crédito, que han ayudado muchas veces a las reservas del Banco Central.

La normalización de todas estas deudas incumplidas por Argentina, podría permitir el ingreso de inversiones extranjeras directas y el retorno de capitales argentinos que se encuentran en el exterior. Todo esto, en el mediano y largo plazo. Esto podría generar un flujo de divisas genuino que oxigenaría las reservas del Banco Central y facilitaría el cumplimiento de las obligaciones del Gobierno Nacional.

Para ello poder lograrlo habría que solucionar una serie de problemas: a) el desdoblamiento del mercado cambiario, b) la brecha entre el dólar oficial y el informal, c) las restricciones a importar insumos y bienes de capital, d) la política de control oficial de dividendos al exterior y e) aspectos regulatorios y normativos que afectan las inversiones extranjeras en algunos sectores. Como vemos, no son soluciones fáciles de alcanzar, especialmente las que tienen que ver con el mercado cambiario y la falta de reservas.

Muchos economistas plantean como un objetivo importante para nuestro país el regreso a los mercados de capitales internacionales. En mi opinión personal creo que es necesario tener mucho cuidado con esta propuesta. Los problemas actuales que tenemos con los "holdouts" son el resultado de políticas macroeconómicas erradas en los años 80 y 90 (enorme déficit fiscal y cuasifiscal, tipo de cambio fijo, etc.), un contexto económico internacional difícil para

Pág 5





¿Qué impacto puede tener la decisión de la Corte Suprema de los EE.UU con los -holdouts- sobre el mercado de granos argentino? - 19 de Junio de 2014

Argentina en esas décadas y la acumulación de deuda pública externa en los últimos cuarenta años. En los últimos años se sumaron inconsistencias macroeconómicas cuando se perdieron los equilibrios macros y los superávits gemelos. Nuestros problemas actuales tienen que ver con el endeudamiento pasado y la falta de equilibrios macroeconómicos. Es la lección que hay que aprender. En el futuro hay que ser muy prudentes, serios y precavidos con estas políticas. El endeudamiento debería utilizarse para desarrollar la infraestructura económica y social de Argentina, a fin de hacer crecer su aparato productivo y generar mayores exportaciones y divisas. Y aún con este objetivo noble, también existen límites para tomar deuda, el cual consiste en no afectar la propia capacidad de pago en el corto, mediano y largo plazo. También debe controlarse -en el futuro- el endeudamiento de las empresas del sector privado con el exterior. No debe olvidarse la experiencia argentina de estatización de la deuda privada en el año 1982. Parte de esa deuda también generó esos títulos públicos defaulteados, que hoy reclaman los "holdouts";

Endeudarse no es gratis ni es la panacea. Lo hemos comprobado dolorosamente esta semana, una vez más, con la decisión de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos.

