

27 de Junio de 2014

Novedades y Reflexiones: Holdouts

En esta oportunidad, además de resumir las novedades de esta semana en relación al litigio, nos permitimos una breve reflexión sobre las implicancias del fallo. Empecemos por las novedades.

Novedades de la Semana

El Gobierno anunció el día jueves que los fondos correspondientes al Discount, unos U\$539 millones, fueron depositados en las cuentas del BoNY en el Banco Central, intentando ejercer presión sobre el agente fiduciario para que transfiera los fondos a las sociedades depositarias y estas a los bonistas. Conocida la noticia, Griesa convocó una audiencia con las partes para esta mañana. Esta misma mañana, también se conoció que el BoNY no giraría los fondos para que puedan cobrar los bonistas. Terminada la audiencia, trascendió que el Juez frenó el pago a los tenedores hasta que no se logre un acuerdo y ordenó que las divisas se queden en la Argentina. Sin embargo, la buena noticia para nuestro país es que no ordenó el embargo de los fondos.

Con esta información conocida hasta el momento, todo parecería indicar que se abre la última ventana de negociación con un plazo hasta fines de julio. Habrá que esperar ahora la buena predisposición de las partes para alcanzar un acuerdo realizable, que tenga en cuenta el resto de los holdouts, la deuda ya reestructurada y la capacidad de pago del país. El mediador Daniel Pollack aseguró que las negociaciones comienzan esta misma tarde, con lo cual, las novedades no tardarán en llegar.

Un Fallo Incomprensible

En varias oportunidades remarcamos los errores del Gobierno argentino en torno al canje de la deuda, empezando por emitir el

cupón PBI con un carísimo costo hasta la errática implementación de la ley cerrojo. Más allá del mal manejo por parte de la Argentina, el fallo del Juez que obliga al país a pagar el 100% es, a mí entender, totalmente incomprensible. Y no me refiero a la interpretación del “tratamiento igualitario” o *pari passu* que tampoco entiendo, pero como es un asunto legal, dejemos que opinen los especialistas.

Es incomprensible por lo siguiente¹. Cuando uno compra un activo financiero el mismo tiene asociado una determinada relación riesgo/retorno. A los activos considerados más riesgosos el mercado les exige mayores rendimientos. En los bonos emitidos en moneda extranjera por estados soberanos, el rendimiento refleja la probabilidad de incumplimiento por parte del país emisor. Que un título venezolano en dólares rinda 4 veces más que uno chileno, refleja el premio por comprar un título percibido como más riesgoso.

Si ante un evento de default y reestructuración el tenedor que no acepte el canje igualmente termine cobrando el 100% de la deuda (capital, intereses capitalizados y punitivos), entonces no tendría sentido que determinados bonos paguen un premio por riesgo por encima de otros. Un bono argentino debería rendir lo mismo que uno canadiense. En todo caso, la diferencia se explicaría por la duration dado el tiempo transcurrido entre el default y el momento en que un Juez tome la misma postura que Griesa.

No es necesaria la sentencia de un Juez para hacerle pagar los costos a un país incumplidor. Ese costo lo pone el mercado y nuestro país es el ejemplo más claro. Tener

¹ Recomiendo leer [esta nota](#) de José Antonio Ocampo, uno de los economistas más brillantes de nuestra época recientemente nominado a presidir el Banco Mundial, donde seguramente se entenderá mejor la idea que quiero transmitir.

que pagar tasas enormes para acceder al financiamiento externo, la fuga de capitales y el haber perdido muchísimo peso relativo como receptor de inversión extranjera directa dentro América Latina muestra que no hace falta una sentencia de este estilo.

El enojo de Griesa por la indiferencia y las declaraciones confrontativas del Gobierno puede estar justificado, pero esto no hace al fallo más comprensible. Creo que en todo caso el fallo sería entendible si la ley cerrojo estaría vigente y una sentencia exigiera reabrir el canje al resto, pero este no es el caso.

Juan Battaglia
Economista Jefe