

08 de mayo de 2020

### En la dulce (o amarga) espera

Esta noche el Gobierno conocerá la aceptación que tuvo su oferta de canje en los tenedores de bonos con ley extranjera. Varios fondos internacionales ya rechazaron públicamente la oferta, con lo cual intuyo que el grado de aceptación estará muy lejos de los umbrales establecidos por las Clausulas de Acción Colectivas (CACs). Muchos bancos del exterior e intermediarios locales aconsejaron a sus clientes minoristas entrar, percibo que parte de esa recomendación se explica por el miedo en la propia recomendación. Con lo cual, tendremos algún grado de aceptación, pero recién durante el fin de semana sabremos el porcentaje.

El Gobierno tendrá dos caminos. El primero tomar la aceptación minoritaria e ir a default con las mayorías. El segundo camino sería que esta oferta sea el puntapié inicial de la negociación. Creo que sería el paso normal, el deudor lanza una oferta austera para luego ir subiendo el atractivo de la misma en el proceso de negociación con los acreedores. El Ministro Guzmán fue cambiando su discurso, la semana pasada era *"Argentina no puede hacer una oferta mejor que la que está haciendo"* esta semana fue *"hay una combinación diferente de parámetros que satisfagan mejor sus preferencias y al mismo tiempo es consistente con una deuda sostenible, estaremos dispuestos a llegar a un acuerdo basado en esa alternativa"*. Totalmente normal en un proceso de negociación, no mostrar la mejor carta en el primera mano.

¿Qué quiere decir ofertas "consistente con una deuda sostenible"? Hace unas semanas se conoció una nota técnica del personal del FMI sobre la sostenibilidad Argentina. El Ministro hace hincapié todo el tiempo en la sostenibilidad acordada con el Fondo. Esta nota técnica dice que la capacidad de mantener la sostenibilidad de la deuda en la Argentina es más compleja en relación a otros mercados emergentes, debido que nuestro país tiene un débil perfil exportador, poca capacidad de generar dólares, bajas reservas y un sistema financiero interno poco profundo (¿chocolate por la noticia?). Con lo cual, el FMI recomienda mantener el servicio de la deuda en moneda extranjera bruta cerca del 3% del PBI a mediano y largo plazo. Básicamente dice que las necesidades brutas de financiamiento no superen los 3 puntos del producto, algo así como USD 13.000 millones al PBI actual.

La oferta inicial de nuestro país sobre cumple dichos parámetros. Con lo cual, la apertura del Ministro a ser receptivo con contrapropuestas que sean consistentes con la sostenibilidad bajo estos parámetros implican básicamente que hay lugar para una mejor oferta. ¿Cuánto mejor? Durante el periodo de gracia el Gobierno pretende pagar cero a los tenedores de bonos y luego de 2023 a 2025 la oferta implica servicios en moneda extranjera por menos del 1% del producto. Durante el 2026 y 2036, donde se concentran casi todos los desembolsos de capital, la carga total promedia los 2 puntos del producto. Con lo cual, bajo este esquema, el Gobierno podría incluso pagarle al FMI todo el capital adeudado en menos de una década (algo sin mucho sentido) y respetar las condiciones de sostenibilidad.

Ahora bien, el Gobierno podría avanzar a un roleo de largo plazo con el FMI (Extended Credit Facility) como hicieron gran parte de los deudores del Organismo, más aún en esta coyuntura internacional. En este escenario, la oferta de canje tiene mucho espacio para ser mejorada en el esquema planteado por el propio Ministro (aclaro que estamos considerando un potencial canje para los bonos ley local en idénticas condiciones para los cálculos de sostenibilidad). Por ejemplo, una oferta sin quita de capital alguna, con un año de gracia (entendible en esta coyuntura), con cupones del 3% 2021 y 2022, para luego a partir del 2023 pasar a cupones del 4,5% estaría totalmente en línea con las restricciones de sostenibilidad planteadas. Un cupón del 4,5% sobre la totalidad de los bonos ley extranjera y ley argentina implica una carga del 1% del PBI en intereses en moneda extranjera. Esto deja un gran espacio para que la oferta mantenga el esquema de amortización parcial de capital incluso sin la quita planteada en la primera oferta. En todos los años de amortización se estaría por debajo del 3% en las erogaciones totales que propone Guzman y el FMI y también daría lugar incluso para pagar parte del capital al propio Fondo en la próxima década. Los más importante, como siempre planteamos, los costos reputacionales de nuestro país en una oferta en buenos términos serían mucho menores, aumentando las chances de volver al mercado de crédito internacional, como cualquier país normal. En el escenario de normalidad, las erogaciones de capital descriptas podrían ser roleadas, por lo menos parcialmente. Esta potencial oferta deja un valor presente de 57

USD de paridad aproximadamente al 10% de descuento (en el bono 2036). Realmente no sé si con esta oferta se podrían alcanzar las mayorías de las CACs, pero seguramente tengan un grado de aceptación lo suficientemente grande para confirmar la buena fe del deudor y avanzar en la normalización de la deuda.

Estos números los conoce el Ministro y el propio Presidente mucho mejor que nosotros. Y los costos de un default desordenado y evitable también. El arte de la política es otra cantar. Esperemos que no ensordezca a la racionalidad.

Buen fin de semana,

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)