

17 de abril de 2020

### La primer oferta

El jueves en la conferencia de prensa, el Presidente y el Ministro de Economía dieron los primeros indicios de una oferta mezquina. Todavía no conocemos la oferta formal, supuestamente será informada durante el día de hoy. Antes de entrar en los detalles, algunas cuestiones importantes a remarcar. La pasividad del equipo económico en presentar una propuesta implicó pagar 4 meses de intereses con reservas y desperdiciar un gran contexto internacional, para terminar defaulteando unilateralmente la deuda ley local antes de realizar propuesta alguna y lanzar una oferta que, como está planteada, es inaceptable por la mayoría de los tenedores de bonos ley extranjera.

Más allá de la volatilidad propia de los títulos, el punto más importante a destacar es el nivel de aceptación por parte de los acreedores. Varios colegas sostienen que las actuales paridades de los títulos dan lugar a una propuesta más agresiva. Creo que este punto es incorrecto. Las paridades fueron de 40 y pico a 20 y pico en pocas semanas con bajísima liquidez. Con esto quiero decir que los tenedores de hoy son prácticamente los mismos que hace un mes. Con lo cual, dudo que estos tenedores, o las mayorías requeridas por las cláusulas de acción colectiva (CAC), acepten una propuesta que implique una potencial paridad post default del 35%-45% (famosa exit yield).

Cualquier quita que no sea aceptada por las mayorías establecidas en los prospectos de emisión de los bonos a reestructurar (CACs) avalará una nueva ronda de litigios en los juzgados internacionales en contra de la Argentina y el acceso al crédito no podrá resolverse. Es más, supongamos un grado de aceptación del 50%. En este caso, la mitad de los acreedores en principio recibiría los nuevos bonos y cobraría el nuevo flujo de fondos correspondiente. Sin embargo, hay que recordar que hace muy poco tiempo el fallo del Juez Griesa bloqueó el pago de los bonos ley Nueva York reestructurados (PARY, DICY, DIYO, etc.) hasta no resolver el incumplimiento de pago con los que rechazaron el canje de 2005 y 2010 (holdouts). En resumen, un canje con umbrales de aceptación bajos no resuelve el problema, los futuros pagos siguen comprometidos, tanto para los que no entraron al canje como para los que entraron.

### Lineamientos de la oferta

Recordemos que la oferta de canje aplica solamente a los bonos ley Nueva York. Los bonos AO20, AY24, PARA, PAA0, DIA0, DICA, AA25, AA37 y las letes no son instrumentos elegibles. El Ministro sólo dio algunos lineamientos, pero los suficientes como para saber que la oferta no será aceptada en una primera etapa. Los lineamientos dados fueron los siguientes:

- Periodo de gracia de 3 años.
- Cupón 0.5% en 2023, luego subiendo año a año hasta sabemos cuánto, pero con un cupón promedio 2.33%. Esto daría un indicio de un cupón tope del 4,5%. No sabemos si capitaliza o no intereses en los primeros 3 años. Tampoco sabemos si los tres años sin intereses entran o no en el promedio del 2,33%
- No conocemos los vencimientos de los nuevos bonos ni su esquema de amortización.
- Supuesta quita de capital de sólo el 5.4%.
- Ahorro de intereses en el total de la deuda del 62%

Quedan muchos cabos sueltos, pero a groso modo (no contamos con la información precisa al momento de escribir el reporte) con los detalles que conocemos, la paridad de los nuevos bonos luego de un default tendría un valor en el rango entre 27% (exit yield del 15%) y 40% (exit yield del 10%). Recordemos que la "exit yield" es el rendimiento exigido por el mercado luego de la reestructuración. Como se puede ver, aun siendo optimista y considerando una tasa del 10% inmediatamente después del canje, recuperar una paridad del 40% para la mayoría de los inversores tiene sabor a poco.

### La estrategia de negociación

Creo que se abren dos caminos. El primero es 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 segundo camino es que el Gobierno decida continuar firme con esta oferta, sin importar los umbrales de aceptación.

El 22 abril hay un pago de intereses de bonos legislación Nueva York. Cuando vence un cupón de intereses, si el Gobierno no lo pagara, entraría en un incumplimiento que tendría 30 días para subsanar.

Esperemos que sea la primera alternativa, sin dudas la menos dolorosa para ambas partes. Este año el Gobierno tendrá un excedente de dólares muy fuerte producto del cepo, la recesión y el siempre pujante sector agropecuario. El Gobierno tiene margen para subir la apuesta sin comprometer la capacidad de pagos ni la sostenibilidad de la deuda. Esperemos que el Ministro baje su terquedad con su Excel de sostenibilidad y entendamos que la principal variable en la "sostenibilidad" es de a poco recuperar el crédito nuevamente. Intuyo que en los bonos en pesos esta idea fue incorporada, el mismo Presidente anunció en una entrevista que no habrá más reperfilamientos, luego de varios meses de amenazas de reperfilamientos compulsivos. La situación macroeconómica actual, donde de corto plazo no hay faltante de dólares, da cierto margen para un acuerdo entre las dos partes. Antes se resuelva el tema de la deuda, menores serán los efectos de la recesión actual y mayores las esperanzas de salir de la trampa de estancamiento en la que estamos hundidos hace una década, o mejor dicho, 5 décadas.

Buen fin de semana,

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