

22 de mayo de 2020

### Default y Negociaciones

Nuestro país entrará en default por sexta vez en las últimas cuatro décadas (1982, 1989, 2002, 2014, 2019 y 2020). Los costos reputacionales de estos incumplimientos están a la vista, desde los bajísimos niveles de inversión y el deprimente crecimiento per cápita, hasta el prácticamente inexistente ahorro en moneda doméstica y el permanente refugio en activos externos, ya sea en el exterior o debajo del colchón. Otra década de estancamiento o muy bajo crecimiento es un escenario más que probable. Las condiciones de vida en este potencial escenario son preocupantes.

Pero a no deprimirse, podría ser peor. El Gobierno anunció que extenderá hasta el 2 de junio el plazo de la oferta con la intención de proponer una mejora. Entrará formalmente en cesación de pagos pero con voluntad de negociar. Podría haber elegido el camino de autarquía financiera de 2002-2005, pero por suerte entendió que en la coyuntura actual (muy lejos de aquellos superávit gemelos que dejó la crisis de 2001), ese camino implicaría dañar la capacidad de recuperación post-pandemia. Lograr un acuerdo sería clave en el corto plazo por tres motivos. En primer lugar, el sector privado necesita rolear la deuda en dólares que le va venciendo para apalancar la recuperación. En segundo lugar, la normalización del mercado de crédito es clave para el normal funcionamiento de caja del sector público, a medida que la demanda de bienes se recupere la emisión será cada vez más peligrosa como herramienta de financiación. Tercero, lograr resolver el problema de la deuda traería un menor presión sobre la brecha cambiaría, que en estos niveles es un fuerte desincentivo a exportar.

El Gobierno además de mostrar voluntad de acordar, debe resolver el tema lo antes posible para minimizar los daños. Si bien se incumpliría hoy con el pago de cupones de sólo tres bonos, las cláusulas de cross default, los gatillos de los CDS y la aceleración de los títulos dejan muy endeble la posición del país en los juzgados internacionales frente a todos los tenedores de bonos internacionales.

### Lineamientos de las contraofertas

Los tres grupos más importantes de tenedores presentaron sus contraofertas esta semana. El

primer grupo de acreedores es Bondholders Group que incluye a Argentina Creditor Committee (Greylock la cabeza), Fintech y Gramercy. El segundo grupo es Ad Hoc Bondholder Group que incluye a AllianceBernstein, Amundi, Ashmore, Autonomy, BlackRock, BlueBay, Fidelity, Invesco, T. Rowe Price, Western y Wellington. Estos dos grupos son tenedores de bonos mayormente emitidos post 2016, aunque también poseen títulos del canje. El tercer grupo es el Exchange Bondholder Group, que son los fondos HBK, Monarch, Oaktree Capital, Pharo, Redwood Capital y VR Capital, que tiene títulos de los canjes de 2005 y 2010.

De acordar con estos tres comités de fondos, el canje saldría muy bien. Teniendo el visto bueno de estos fondos, muchos tenedores con menores posiciones irán detrás. A modo de ejemplo, nuestra recomendación fue rechazar la primera oferta. De acordar con estos tres grandes comités una nueva oferta, en lo personal no me animaría a recomendar rechazarla (los próximos días volveremos sobre este punto con mayor detalle). El escenario más optimista sería alcanzar las mayorías de las CACs para lograr una mayoría total y evitar cualquier tipo de litigio. Sin embargo, aunque no se logre superar las CACs y queden holdouts minoritarios (bonos del canje requieren umbrales muy altos de aceptación del 85%), la intención de acordar con la mayoría sería una buena noticia para ambas partes.

Con respecto a las contrapuestas, lo más importante es que se encuentran muy alineadas con los famosos criterios de sostenibilidad. Recordemos que estos parámetros fueron una especie de acuerdo implícito entre el equipo de Guzman y el FMI. Las presentaciones del Ministro están muy alineadas con la nota técnica del personal del FMI sobre la sostenibilidad Argentina. Estos criterios establecen 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. Además, el Gobierno pide espacio fiscal en los primeros años como un punto clave en la negociación. El famoso periodo de gracia.

Veamos los principales puntos de las contrapropuestas. No tiene mucho sentido entrar en detalles dado que irán cambiando con la negociación. Las tres propuestas buscan bajar el periodo de gracia de 3 a 1 año, pero con una carga

de intereses más liviana en los primeros años, ya sea por un periodo de capitalización, por la estructura step up (escalera) en el pago de intereses o por una combinación de ellas. El cupón promedio se ubica entre el 4% y 5% dependiendo la propuesta, por encima del 2,33% que se incluía en la oferta original. Básicamente las propuestas no tienen quitas de capital significativas, contra un quita promedio propuesta por la Argentina del 5,4%. Otra gran diferencia es el tratamiento y la inclusión de los intereses corridos en la negociación. Llamativamente en la oferta inicial el Gobierno directamente los desconocía. El plazo de vencimiento y la estructura de amortización son similares a la propuesta del Gobierno. Algunas propuestas incluyen otros cambios como la extensión de la cláusula RUFO y eliminar la polémica cláusula de redesignar. La propuesta del grupo Exchange incorpora un cupón PBI para compensar a los tenedores de los bonos Discount y un Mandatory Tender para tener privilegio en el cobro ante una potencial vuelta del país a los mercados voluntarios de deuda.

En números las ofertas a una tasa de descuento del 10% (exit yield) tienen un valor presente promedio de 59 USD, contra un valor promedio de 40 USD de la propuesta original. Aclaración importante, estamos utilizando una tasa del 10% sólo con el fin de comparar ofertas. Según los medios, la Argentina estaría dispuesta a mejorar la oferta hasta los 40 y largos. Durante la semana se difundió que Blackrock, mayor tenedor individual, estaría dispuesto a ceder unos puntos en su contraoferta. Asimismo, en un comunicado del día de ayer, este fondo expresó su disconformidad con la falta de diálogo del Gobierno Argentino.

Por lo descripto, me llamaría la atención que las partes no lleguen a un acuerdo. En nuestro país todo es posible, pero sería realmente llamativo dado la poca diferencia. De haber acuerdo, la pregunta pasaría a ser cuál es la exit yield o las paridades post acuerdo. Dada la debilidad macro actual dudo que vayamos inmediatamente al 10% pero con el nuevo perfil más holgado de vencimientos, todo es posible. Los bonos soberanos de países emergentes se recuperaron muy fuertemente en las últimas semanas. Los países B-, peor escalón entre los bonos performing, rinden cerca del 8%, bastante menos del 10%. Con el nuevo perfil de deuda y mostrando algunas señales institucionales posiblemente sea suficiente para que el mercado internacional ponga a la Argentina en el 10% o incluso por debajo. Con

señales me refiero por ejemplo a las expuestas por el Presidente en agosto del año pasado en aquel recordado seminario del grupo clarín. Lamentablemente, todo ese discurso lleno de pragmatismo parece hoy completamente desdibujado.

Buen fin de semana,

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