

DEUDA: TODAVÍA NO ESTÁ DICHA LA ÚLTIMA PALABRA

La negociación de la deuda atraviesa la etapa de definición: se acuerda o no se acuerda. Aunque un default no es conveniente para nadie y no pareciera haber distancias insalvables en las pretensiones de una y otra parte, la firmeza en las posturas podría llevarnos a ese ese escenario. También podría haber un acuerdo parcial, mejor que el default, pero con duras consecuencias sobre la economía y los indicadores sociales. En este informe te contamos de qué depende y qué es lo que está en juego

- La oferta formal de canje de deuda presentada por el gobierno argentino está alejada de las pretensiones de los bonistas privados. Es lógico, en un contexto donde se abre un período (muy acotado, por cierto) de negociación. Los escenarios posibles son tres:

- i) Alcanzar un acuerdo con mayorías,
- ii) Establecer un acuerdo parcial, o
- iii) Llegar al default de la deuda en reestructuración.

- La oferta argentina, como está planteada, parece diseñada a pedido del FMI. ¿Por qué? Porque en los próximos años habría dólares suficientes para cancelar los vencimientos con el organismo de forma anticipada. Como es obvio, la capacidad de pago suficiente se consigue a costa del reperfilamiento con los acreedores privados. Una hipótesis que luce improbable. La pregunta es entonces qué destino tendrán los dólares generados por el superávit del mercado de cambios, más aun teniendo en cuenta la manifestación de voluntad de reperfilar también los vencimientos con el organismo.

- Analizando la rentabilidad relativa de los bonos argentinos, y valuada a precios de mercado, la oferta está U\$S 10 por debajo de las pretensiones de los acreedores.

- ¿Existe espacio concreto para mejorar la oferta? Sí, por ejemplo, si en lugar de cancelar las obligaciones con organismos internacionales en 4 años, se negocia un acuerdo por 8, habría espacio para ofrecer mejores condiciones a bonistas privados.

- ¿Cuál es el incentivo del Gobierno a acordar? En primer lugar, hay que tener en cuenta que, de una forma u otra, los vencimientos con el FMI es obligatorio pagarlos. Dicho esto, las consecuencias de un default dependen del acuerdo alcanzado con el FMI:

- Además de las consecuencias internas, el superávit en el mercado de cambios alcanzaría para pagar lo comprometido en un acuerdo de 4 años con organismos internacionales sólo hasta 2022. A partir del año siguiente habría que emitir por mercado y esa opción no estaría disponible.
-
- Si consigue en cambio una extensión de plazos con el FMI y el Club de París sin condicionalidades fiscales, 8 cuotas de U\$S 6.500 millones, a partir de 2022 por ejemplo, los dólares alcanzarían sólo hasta 2024, ya que el superávit externo de 2020/1 (en torno a los U\$S 15.000 millones por año) se debe acumular para estabilizar la emisión monetaria post-Covid y el retiro de los depósitos en dólares del sector privado. Esto desde ya, si las autoridades no aprecian el tipo de cambio ni aflojan el cepo. Una economía en default, controles de cambios y alta inflación durante 4 años luce muy inestable como para garantizar una reelección presidencial.

- A su vez, si tenemos en cuenta que el año termina con un déficit primario de 5% del PBI, sin acceso a los mercados internacionales difícilmente se pueda sostener el financiamiento en el mercado doméstico, ya que el dólar libre estaría lejos de ser controlado. En este contexto, la estabilidad nominal se vería seriamente amenazada.

- Teniendo en cuenta que la oferta está lejos de las pretensiones de los mercados y el costo del default luce muy elevado, incluso para el propio FMI, lo más probable es que vayamos al escenario intermedio. Un acuerdo parcial, sin las mayorías requeridas nos garantiza un mercado operando en condiciones de estrés permanente y pagos parciales al FMI. Esto es así ya que todos los servicios de deuda estarían bajo sospecha hasta que se consigan las mayorías y podamos acercarnos al escenario i), de acuerdos suficientes.

- Esto desde ya, condiciona la recuperación del Covid, y nos acerca más a una salida en forma de "U" o "L", que a la de una acelerada "V". Años difíciles por delante.

Si bien el default no es para nadie conveniente ¿Qué nos separa de un acuerdo? La oferta presentada por el Gobierno tiene en promedio un valor presente de U\$S 40 por cada 100 VN, utilizando una tasa de descuento de 10-11%, promedio histórico del DICY (bono global insignia del tramo medio). Se está aproximadamente U\$S 10 dólares debajo de las pretensiones de los inversores y podemos ver las razones en el siguiente ejercicio donde

evaluamos el rendimiento esperado para la Argentina en función de la comparación con Brasil:

- Si se asume que un inversor compró en el primer semestre de 2016 dos bonos globales del tramo medio, uno emitido por la Argentina y el otro por Brasil.
- Incorporamos también una caída de 40% sobre ambas tenencias, como la que ocurrió en el país vecino para hacer comparables ambos títulos.
- A la vez, se tiene en cuenta que la deuda argentina tiene en situación normal 8% de renta corriente y los bonos emitidos por Brasil 5%.
- Los inversores que compraron títulos brasileños tendrían hoy en su mano USD 17,5 dólares cobrados por cupones y un título que vale USD 60¹, o sea, USD 77,5 en mano. En el caso argentino hubiera cobrado USD 28 y le ofrecen un título que vale USD 40 en el mercado. O sea, USD 68.
- El inversor pide entonces en la negociación un título que contenga (aproximadamente) esos USD 9,5 de diferencia entre la deuda argentina y la brasileña.

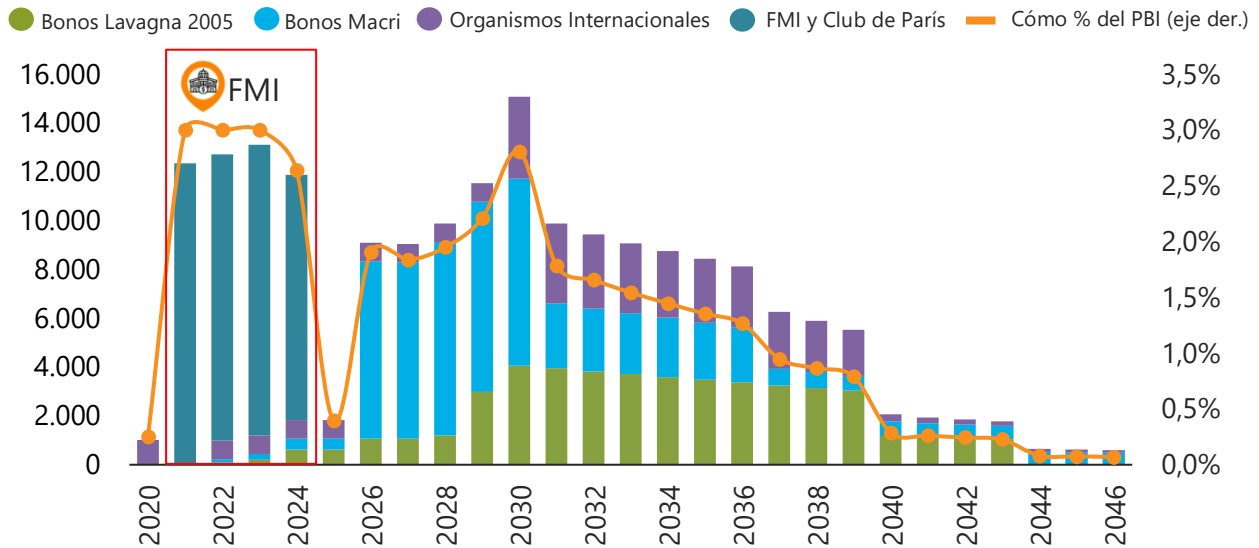
Para mejorar la oferta, Argentina puede ofrecer:

- **Pagar los cupones corridos de contado con el remanente de la Letra Intransferible emitida con la Ley de Solidaridad.** Sobre U\$S 100.000 millones, deuda ley local y extranjera, U\$S 2 adicionales por bono pueden ser cubiertos con los dólares disponibles de esa colación.
- **Adelantar las amortizaciones para los años posteriores a la cancelación con el FMI.** Por caso, si el bono que vence en 2030 pagara su primera cuota en 2025 en lugar de 2026, la oferta subiría U\$S 1.
- **Asumiendo un acuerdo de 8 años con el FMI.** Pagando, por ejemplo, U\$S 9.000 millones entre 2022 y 2025 y U\$S 5.000 millones entre 2026 y 2028, queda un espacio de 0,5% del PBI entre el techo impuesto por la sostenibilidad (3% del PBI) y las necesidades en dólares, lo que permite una mejora adicional de entre U\$S 2,0 y U\$S 2,5 por cada bono canjeado.
- **Ofrecer un bono por la capitalización de cupones entre 2020 y 2023.** Un cupón de 3% entre 2020 y 2023, le agrega U\$S 3 a la oferta.
- Finalmente, y siguiendo las afirmaciones del ministro en estos días, **podría arribarse a un acuerdo con el Fondo que deje margen de maniobra en los años 22 y 23, cuando caen los principales desembolsos del acuerdo.** Esto daría margen, en combinación con las otras alternativas para mejorar la oferta a los acreedores.

¹ Para simplificar tomamos una capitalización de 0% de los intereses.

EL MÁRGEN PARA EL ACUERDO DEPENDE DEL ARREGLO CON EL FMI

En millones de USD y como % del PIB



Fuente: Analytica en base a la oferta presentada

Mientras tanto, el espacio para las negociaciones está dado.

- La oferta caduca en 20 días y la cura (el periodo vigente entre el no pago de los servicios de deuda y la declaración de default) de los bonos Globales que debían ser pagados el 22 de abril en 35 días.
- Las necesidades de financiamiento neto en dólares que surgen de los ejercicios anteriores, incluyendo la deuda bajo ley argentina, están por debajo del 3% del PBI requerido por el FMI, incluso cancelando deuda con el organismo a partir de 2024.
- Los costos del default lucen elevados, a nivel interno porque desarticula todas las variables nominales (tipo de cambio, tasa de interés inflación), pero también reales, porque las exportaciones requieren de algún tipo de crédito para crecer. Aunque a diferencia del 2001 los bancos resistirían porque la exposición al sector público es baja y no hay descalce de monedas, los efectos sobre las exportaciones y el dólar libre en un contexto de alta inflación y elevado déficit fiscal son graves.
- Las necesidades ya son bajas una vez concedida la extensión de capital. Por lo tanto, incluso con una mejora en la oferta, el plano fiscal luce despejado y el riesgo de *roll-over* es bajo.

Sin embargo, el apuro argentino por cerrar un acuerdo está jugando un rol importante en la negociación. Los acreedores están valuando la oferta con una tasa de descuento de 10,5%. Si la oferta se hubiese hecho en un contexto algo más estabilizado, digamos el cuarto

trimestre, seguramente esa tasa sería menor al 9,5% y la Argentina obtendría los U\$10 necesarios para cerrar esta misma oferta (U\$S 10.000 millones sobre un total a canjear de U\$S 100.000 millones) habiendo pagado sólo U\$S 2.000 millones en intereses de los bonos globales.

Optar por vivir con lo nuestro mediante un default en un contexto de alta inflación, elevado déficit fiscal y compromisos ineludibles con el FMI no es una opción razonable. Los dólares comerciales no alcanzan incluso sometiendo a la economía a condiciones que nos acercan cada vez más a la inestabilidad política y social (por ejemplo, no apreciar el tipo de cambio, financiar el déficit con emisión, sostener el cepo). Los agentes económicos anticipan esto, postergando inversiones y aumentando su preferencia por la liquidez en moneda dura.

Pese a la falta de incentivos por ambas partes para evitar un default, la firmeza en ambas posiciones no descarta la probabilidad de que se alcance apenas un acuerdo sin mayorías, con pagos a cuentagotas al FMI; un escenario complejo. Si se diera el caso, podríamos seguir negociando los términos y condiciones de la deuda durante varios años, al igual que ocurrió en 2001.

DIRECTORES

RICARDO DELGADO - RODRIGO ALVAREZ