

07 de agosto de 2020

Habemus Acuerdo. ¿Y ahora?

Luego de una larga espera, finalmente tenemos arreglo. El país logró un acuerdo con los comités de acreedores internacionales, sin dudas una gran noticia. Estos fondos cuentan con aproximadamente el 50% de la deuda emitida bajo los contratos -Indenture- 2016 y con casi el 60% de los títulos del canje anterior (Indenture 2005). Como mencionamos en varias oportunidades, un acuerdo sin el aval de los comités era la nada misma. Considerando que al 4 de Agosto, primer cierre sin la aceptación de estos comités, el umbral de aceptación superaba el 30%, creemos que el canje será total. Recordar que para alcanzar un canje sin holdouts es necesario que se apliquen las CACs, que necesitan el 66% de tenedores para el caso de los títulos Indenture 2016 y el 85% para los tenedores de los bonos Indenture 2005. Luego de la nueva extensión, el Gobierno cuenta con tres semanas para seguir trabajando y lograr convencer al mayor número de tenedores posible.

En varias oportunidades señalamos que la diferencia económica entre las partes era despreciable. De hecho, el Gobierno simplemente adelantó por unos meses las fechas de pago para lograr un incremento en el valor presente y así lograr el acuerdo. El pago de intereses para todos los bonos se movió de marzo/septiembre a enero/julio, el vencimiento del bono de intereses corridos se adelantó un año (ahora amortiza entre el 2025 y 2029) y los bonos 2030 y 2038 comenzarán a amortizar un año antes. Con este pequeño desplazamiento en los flujos, el valor presente de la nueva oferta económica (al 10%) mejoró casi un punto y medio casi 55 USD promedio. Por otra parte, se mejoró la oferta a los tenedores de bonos en euros, al actualizar el tipo de cambio de referencia para canjear por títulos en dólares. Si bien no conocemos el prospecto, desde el lado legal trascendió que se limitará la cláusula de reasignar.

Por otro lado, el proyecto para reestructurar la deuda en dólares regida bajo ley local avanza con acuerdo en ambas Cámaras, seguramente en las próximas semanas sea implementado. El total de

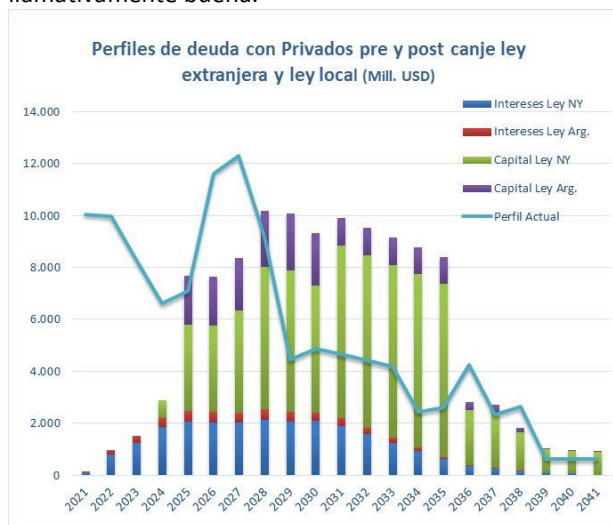
deuda local a reestructurar supera los USD 40.000 millones, pero aproximadamente el 60% de las tenencias están en el propio sector público. Dado que el Gobierno ofrecerá las mismas condiciones a los tenedores de deuda ley local que a los tenedores de ley internacional, estimamos que este canje también tendrá éxito.

El canje le da a país una inmensa bocanada de aire fresco. El nuevo esquema de deuda tiene dos grandes ventajas. En primer lugar, el canje reduce la carga de intereses promedio de la deuda, básicamente los cupones. En segundo lugar, el canje le da al país tiempo, si el país lo aprovecha o no es otra cuestión. De lograr un acuerdo total en los canjes con ambas legislaciones, se aliviana muchísimo la carga total (intereses más capital) en el corto plazo. Los desembolsos acumulados desde ahora hasta el 2023 rondan los USD 2.700 millones y en 2024 los vencimientos se ubican algo por debajo de los USD 3.000 millones. Básicamente el canje brinda 4 años y medio para corregir la macroeconomía. El perfil actual acumulaba más de USD 40.000 millones hasta el 2024.

Sin embargo, a partir del 2025 el país debería recuperar el acceso al mercado de crédito, por lo menos parcialmente. Entre el 2025 y 2035 se concentra la nueva carga de deuda, con cerca de USD 9.000 millones promedio por año. Esto representa algo más de 2 puntos del PBI, que es una carga totalmente sostenible y tolerable, mientras tengamos abierta la ventanilla de crédito. Por lo menos parte de esos 2 puntos del producto tendrán que ser refinanciados, como hacen prácticamente todos los países del mundo. Para esto, el país debe enderezar su rumbo. Además, una cuestión no menor son los costos reputacionales. Si bien el canje es una buena noticia como alivio de corto plazo, cada vez que defaultamos nuestro perfil crediticio como deudor empeora, los costos reputacionales aumentan y se hace más complejo volver a los mercados voluntarios de deuda.

Si bien los bonos ley extranjera y nacional son sólo una porción de la deuda, es la parte más importante. La deuda neta (restando intrasector público) se aproxima a los USD 188.000, cerca del 50% del PBI. Los canjes engloban deuda neta contra

el sector privado por USD 83.000 millones, cerca del 25% del PBI. Otra porción, aproximadamente USD 30.000 millones, corresponden a deuda en pesos. El Gobierno avanzó en la dirección correcta en los compromisos en moneda doméstica, con claras señales de pago. Los bonos en pesos subieron fuerte en las últimas semanas y el rollover de los vencimientos se está llevando a cabo normalmente. La pata restante es la deuda contra organismos internacionales por cerca de USD 75.000 millones, principalmente con el FMI. En los próximos meses veremos las negociaciones con el Fondo y seguramente no será del todo fácil encontrar puntos de acuerdo, pero hasta ahora la relación entre el Gobierno de Alberto Fernandez y el FMI es llamativamente buena.



Fuente: elaboración propia en base a datos del mecon.

El país dio un gran avance esta semana con el acuerdo con fondos internacionales para seguir integrado al mundo. Consiguió un acuerdo con sus acreedores internacionales y dio marcha atrás en la estatización de Vicentin, dos pasos fuertes en la dirección del pragmatismo económico. El festejo del mercado fue moderado, los bonos cotizan con una TIR implícita cercana al 12%, todavía lejos de la famosa exit yield del 10% que se utilizaba como parámetro en la negociación. Un valioso primer paso, en una compleja realidad. El desorden macroeconómico argentino es preocupante y el control de la pandemia también. Pero para no arruinarnos el fin de semana, esto lo dejamos para un próximo *Resumen Económico*.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar
valentina@cucchiara.sba.com.ar
ian@cucchiara.sba.com.ar