

Informe especial - Renegociación de deuda

Las semanas pasan y todavía no hay acuerdo. Y esto se debe a que el gobierno y los acreedores siguen hablando distinto idioma. Academia vs Wall Street. Se terminó el período convenido en el NDA y el gobierno hizo público lo conversado durante esta semana. Básicamente, no se llegó a ningún acuerdo y los bonistas se agruparon plantándose en una demanda de al menos US\$ 52/53.

El gobierno dejó trascender la segunda propuesta de deuda. La misma implica una **mejora** promedio de entre **6 y 7 USD**. ¿Cuáles son las mejoras? Básicamente, **se redujo un año el período de gracia; se redujo el vencimiento un año; cupón promedio entre 0 y 100 bps por encima; se toman los intereses corridos como un nuevo bono a 2034.**

Esto da como resultado **valores presentes de entre 46 y 51 USD**, teniendo en cuenta el bono por los intereses corridos. Sin embargo, dicha propuesta aún existe diferencias respecto del **piso técnico de los acreedores**. Si bien estos bajaron un tanto sus pretensiones, **la zona de US\$ 52/53 parece ser el nuevo "mínimo" al que estarían dispuestos.**

BONOS	Mejoras				Total
	Quita	Cupón	Int. Corr.	Amort y plazo	
Nuevo Bono 2030	2,54	0,00	0,94	2,15	5,63
Nuevo Bono 2035	0,00	5,54	0,94	0,80	7,28
Nuevo Bono 2038	0,00	3,32	0,94	3,72	7,98
Nuevo Bono 2042	0,00	5,05	0,94	2,34	8,34
Nuevo Bono 2046	0,00	1,57	0,94	4,62	7,13

Pelota del lado del gobierno

Veníamos diciendo que **el gobierno es el que tenía que poner la mayor parte de lo necesario para cerrar el acuerdo**, pero ello choca con las **limitaciones del modelo de sustentabilidad de Guzmán**. Por ende, los bonistas movieron sus fichas y no renovaron el NDA. Ahora esperan un cambio en el negociador o en la estrategia argentina, ya que la actual **parece encontrarse en un callejón sin salida**. Nuestro país se encuentra frente a la **disyuntiva de volver a ofrecer una propuesta unilateral y buscar un arreglo parcial, o flexibilizar su postura y poner sobre la mesa los dólares que faltan para cerrar el trato**. Las puntas están tan cerca que sería ridículo ir por el primer camino.

Guzmán parece haber esbozado algunas palabras en el idioma de Wall Street, pero todavía no parece hacerse entender. **La propuesta argentina sigue siendo muy "mezquina" y debe ser mejorada aún más para poder ser traducida al lenguaje de los fondos de bonistas**. La primera definición es que el cálculo del VPN debe comenzar con 5. Y la segunda es que debe tener la forma de un bono, es decir menos plazo de gracia y mayores cupones de intereses.

Luego de las mejoras realizadas por el equipo de Guzmán y por el grupo de bonistas, **las puntas podemos simplificar diciendo que parecen encontrarse en US\$ 48 versus US\$ 53. No luce como una distancia irreconciliable**. Pero el detalle es que los bonistas no están dispuestos a ceder mucho más terreno. Básicamente, por cuestiones ya explicadas, que tienen que ver con enviar una señal incorrecta al resto de los países y empresas que podrían enfrentar problemas de deuda en los próximos años.

Los US\$ 48 a los que llegó el gobierno parecen "respetar" los principios de sustentabilidad de Guzmán, pero por otro lado esos US\$ 5 adicionales que hacen falta provocan algunas contradicciones internas y exigirían flexibilizar algunos parámetros vinculados con el modelo de sustentabilidad y con la Ley de Administración Financiera (LAF). Recordemos que el gobierno políticamente había decidido no suspender la aplicación de dicha Ley en momentos de la aprobación de la Ley de Emergencia Económica. Tampoco el peronismo había avalado las pretensiones de Macri sobre el final su gobierno de suspender la misma transitoriamente. **Es decir, que para seguir mejorando hay que dejar en la mesa algunos principios hasta ahora presentados como inamovibles.**

La lógica de la racionalidad indica que un acuerdo debería ser posible, con el gobierno poniendo sobre la mesa la mayor parte de la diferencia todavía vigente. No se pudo cerrar durante la última semana, pero se sigue negociando. De esa manera, se lograrían las mayorías necesarias para activar las CACs en todos los bonos y evitar el default. **El otro camino, por ahora menos probable, es el de quedarse en una posición intermedia, no mejorar aún más la oferta e ir a un canje parcial que deje sin activar las CACs en varios bonos y por ende transitar el camino del default.**

Las negociaciones entre el Gobierno y los bonistas continuaran seguramente en las próximas semanas. Los resultados pueden oscilar entre una oferta que logre suficientes mayorías para evitar holdouts hasta un canje parcial y una cantidad sustancial de holdouts que requerirán negociaciones posteriores.

Informe especial - Renegociación de deuda

Exit Yield

Bastante se ha discutido sobre la tasa de descuento o "exit yield" que se utiliza para descontar los flujos de los nuevos títulos. Sin embargo, esta tasa no necesariamente coincidirá con el rendimiento que le pedirá el mercado a los nuevos títulos. En el **cuadro siguiente se detallan 14 reestructuraciones de deuda externa soberana ocurridas entre 2003 y 2015**, con información sobre quita en valor presente, porcentaje de holdouts, cupón promedio y exit yield de los nuevos títulos, obtenido de un trabajo de Fang, Schumacher y Trebesch de 2020.

Salvo Argentina, Uruguay, Grecia y Ucrania, la mayor parte son pequeños estados de bajos ingresos (Grenada, Seychelles, Dominica, Costa de Marfil, etc) con gran fragilidad macroeconómica. También se observa que tres países (Grenada, Costa de Marfil y Belice) tuvieron que reestructurar sus deudas dos veces en 13 años. **También es importante destacar que no ha habido casi holdouts en las reestructuraciones recientes debido a un uso eficiente de las Cláusulas de Acción Colectiva** con quitas que en promedio alcanzaron el 36% en Valor Presente según estos autores.

Reestructuraciones de deuda externa (2003-2015)

País	Fecha de acuerdo	% de Holdouts	Quita promedio	Cupón promedio	Tasa de descuento promedio	% Ley Ext.	Tasa Treasuries 10y	Riesgo País Implícito	Deuda/PBI	Resultado Primario (a)	Crecimiento año siguiente (b)	Promedio Simple (ab)
Uruguay	29/5/2003	8,53%	14,48%	7,08%	13,55%	29,00%	3,34%	988	101,0%	1,0%	4,6%	2,8%
Dominica	1/8/2006	sin datos	68,04%	3,50%	9,20%	100,00%	4,99%	401	102,0%	3,2%	4,7%	4,0%
Argentina	10/6/2005	19,70%	74,81%	4,53%	10,40%	74,00%	4,05%	610	80,3%	5,2%	8,0%	6,6%
República Dominicana	11/5/2005	6,36%	1,25%	9,25%	9,50%	100,00%	4,21%	508	38,3%	0,8%	9,2%	5,0%
Grenada	15/11/2005	6,68%	37,52%	5,95%	9,70%	6,00%	4,56%	492	85,0%	1,7%	4,0%	1,2%
Belice	20/2/2007	3,04%	15,83%	7,69%	9,60%	29,00%	4,68%	470	88,6%	3,9%	3,5%	3,7%
Seychelles	11/2/2010	0,00%	70,54%	6,63%	10,70%	100,00%	3,73%	672	74,3%	5,4%	5,4%	5,4%
Costa de Marfil	16/4/2010	0,38%	22,12%	5,38%	9,90%	100,00%	3,79%	589	45,6%	0,2%	4,9%	2,5%
Costa de Marfil	6/11/2012	0,00%	0,29%	5,89%	7,70%	100,00%	1,78%	582	32,6%	0,6%	9,3%	4,3%
Grecia	12/3/2012	3,12%	55,22%	1,75%	15,30%	36,00%	2,04%	1299	177,9%	0,5%	3,2%	1,4%
San Cristóbal y Nieves	18/4/2012	0,00%	43,64%	2,95%	7,88%	0,00%	2,00%	576	137,0%	11,0%	6,0%	8,5%
Belice	20/3/2013	0,00%	39,86%	6,45%	8,13%	100,00%	1,96%	605	76,0%	0,2%	3,6%	1,9%
Grenada	12/11/2015	0,00%	43,16%	6,95%	13,00%	50,00%	2,32%	1044	110,0%	2,0%	3,7%	2,9%
Ucrania	12/11/2015	0,00%	14,48%	6,21%	8,80%	100,00%	2,32%	633	81,2%	3,0%	2,4%	2,7%

Fuente: Fang, Schumacher, Trebesch (2020)

El promedio desde 2003 se ubica en los 676 puntos básicos post reestructuración, con un mínimo de Dominica en 2006 (401 puntos básicos) y un máximo en Grecia 2012 (1299 puntos básicos), con gran parte de los países encontrándose por debajo de los mil puntos básicos (Grecia y Grenada son dos excepciones recientes).

Es indudable que el rendimiento requerido está afectado por muchas variables a la vez. **Sin embargo el riesgo país post reestructuración no parece tener correlación con el porcentaje de holdouts remanentes en las experiencias más recientes.** El porcentaje de quita tampoco parece determinante ya que podemos encontrar países con un riesgo país en torno a los 600 puntos como Argentina en 2005 (con una quita del 74%) y Ucrania en 2015 que logra el mismo nivel con una quita del 14%. Ambas economías también presentaban ratios de deuda/ PBI superiores al 80%, como reflejo de la necesidad de las reestructuraciones realizadas.

En este sentido el gobierno ha afirmado que continuará mostrando déficit primario en 2021, un año con elecciones de medio término. Asimismo, las proyecciones utilizadas por Argentina como base para elaborar su propuesta indican que la **recuperación económica post pandemia en los próximos años será moderada**, lejos de las tasas chinas de la primera década de los 2000. De esta manera, **la sobrefasa requerida a los nuevos bonos argentinos tendría como piso el 10% y hasta podría acercarse a la experiencia de Grecia 2012 (cerca al 13%)**.

Esta tasa sería consistente con la intuición que Argentina demorará en regresar a los mercados internacionales. En este sentido el tiempo que demoran los países en recuperar el acceso al mercado sí parece ser una variable que depende del porcentaje de quita aplicada sobre la deuda. **Cuando la quita supera el 60%, la probabilidad de permanecer fuera del mercado por 10 años alcanza el 50% en promedio**, según un trabajo de Cruces y Teblesch de 2013.

Este informe fue confeccionado para Bolsa de Comercio del Chaco sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La información contenida en este informe no puede considerarse como recomendación. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Bolsa de Comercio del Chaco.