

Lo trágico de lo inesperado

Economía del batacazo

Informe Mensual N° 123

16 de agosto de 2019

En pocas palabras

- La combinación de la polarización con el largo camino que queda entre las PASO y la asunción del nuevo Gobierno llevó a que el resultado de esa gran encuesta se haya transformado en la posibilidad de haber entrado en una tragedia.
- Con los mismos fundamentals económicos, cambió la visión de futuro. Cuando las expectativas se forman sobre la base de la incertidumbre, el comportamiento se vuelve complejo para la sociedad. El cambio de la política fue la causa del (reciente) desorden de la economía.
- ¿Hay riesgo de ir hacia un régimen de (muy) alta inflación? Si el Peso es repudiado por la sociedad, entonces el riesgo es alto. El punto de partida en materia inflacionaria no fue bueno para que el dólar suba un 30% en una semana.
- Cualquiera sea el gobierno que asuma, la próxima gestión se enfrentará a una trayectoria de la deuda que difícilmente le otorgue mucho margen de maniobra. En un ejercicio de simulación de escenarios, la probabilidad de que la deuda a PBI supere el umbral de 110% es reducida (apenas 3,18%); pero también lo es la chance de que caiga por debajo de los niveles de cierre de 2018 (86% del PBI).
- En lo que queda del año el Gobierno tiene necesidades de financiamiento por casi US\$ 25 MM derivadas del déficit fiscal, intereses y pago de deuda de corto plazo. En 2020 la deuda relevante (mercado y organismos internacionales) exige pagos por US\$ 32,5 MM (78% del total).
- El próximo Gobierno (sea cual sea) deberá reestructurar los vencimientos. Tendrá que avanzar en dos frentes: 1) renegociar con el FMI y 2) reestructurar los vencimientos con el mercado.
- Los precios actuales reflejan paridades para los títulos de corto plazo en torno a los US\$ 55. En estos niveles, se podría pensar en realizar un canje que sea atractivo para los tenedores y por lo tanto le quiten el carácter compulsivo a la reestructuración. Una salida de este estilo, que permita aliviar la carga de los pagos de principal en el corto plazo sin quita podría ser amistosa y poco traumática con el mercado, similar a lo que realizó Uruguay en 2003.
- Seguimos insistiendo en que será necesario acordar una visión de país que trascienda los cambios de gobierno. Las urgencias y el panorama adverso al cual nos vamos a enfrentar demanda que tanto el oficialismo, como la oposición y demás agentes de la economía (sindicatos, trabajadores, etc) se junten a discutir la manera de avanzar seriamente y de manera sostenida.
- Se debe resolver el que entendemos fue uno de los grandes problemas que nos condujo a la situación actual. El populismo de hablarle a la gente prescindiendo del mercado fue tan irresponsable y peligroso como la soberbia de pensar que la sociedad es tolerante para que se la margine para complacer "al mercado". Al final del día, ambos públicos tienen intereses similares: que los contratos (explícitos y tácitos) sean honrados. Es el momento para salir del péndulo que no permite que el país avance e incluso hace que nos atrasemos respecto a otros países.

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcg.com.ar

Melisa Sala

Economista principal
m.sala@lcg.com.ar

Antonela Vitola

Economista invitada
info@lcg.com.ar

Julia Segoviano

Economista
j.segoviano@lcg.com.ar

Emilia Calicibete

Analista
e.calicibete@lcg.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA

(+5411) 4862 8992

info@lcg.com.ar

www.lcg.com.ar

 @lcgmedia

La aplastante derrota del oficialismo a nivel nacional ha profundizado la crisis económica, explicada por la diferencia entre las expectativas del mercado y el resultado efectivo de los comicios. Los *fundamentals* de la economía argentina del domingo a las 22hs eran los mismos que los del viernes previo y sin embargo, al abrir el mercado el lunes, el caos se hizo presente.

“Macri es el caos”, había predicho C. Fernández. Mientras que del otro lado se atribuía la reacción del mercado justamente a la victoria del delfín de CFK. Culpas cruzadas que seguían alimentando la polarización, solo que esta vez parece haber un ganador, las urnas lo dijeron. Los resultados parecen mostrar que para el público en general (familias) el Presidente es el caos y para los mercados lo es A. Fernández. Resulta difícil fortalecer la gobernabilidad si un sector de la sociedad da la espalda al Presidente.

En el mercado reinó el peor de los entornos que se puede tener, la incertidumbre. Algo que hace que el comportamiento se vuelva ‘precautorio’ y en esta ocasión, resultó en una fuerte depreciación del peso. Las acciones cayeron en magnitudes similares a los de las peores crisis del país y la renta fija se desplomó. En un fallido intento de dar respuesta, el Presidente salió a dar una irresponsable conferencia donde se mostró enojado con el electorado y mostró falta de autocrítica. Horas después se arrepintió de sus dichos. Del otro lado, A. Fernández fue medido en sus declaraciones, aunque insistió en que el dólar estaba ‘subvaluado’.

Un escenario de descontrol no era deseable, ya que haría que de la elección del domingo pasado no tuviera en verdad un ganador, sino que dejaría del lado del perdedor a todo el país. Ambos candidatos tuvieron que recular en sus declaraciones debido a que ni a M. Macri ni a A. Fernández habían entendido este punto. La necesidad de mostrar que ningún candidato significa ‘caos’ para ningún sector preponderó. A. Fernández le habló a los mercados y M. Macri comenzó a hablarle a la gente.

Los tiempos en la economía se aceleraron y ahora nos persiguen dos fenómenos que parecían no tener cabida hasta la semana pasada. El primero, el riesgo de una inflación (muy) alta. El segundo, la posibilidad de un default.

Respecto al primero, existen motivos para preocuparse. Se parte de una inflación superior al 50% a la que se le añadió una apreciación del dólar del 30%. Los tenedores de pesos están viendo cómo se diluye su riqueza, la moneda doméstica está degradada y ello alimenta la posibilidad de que la inflación se acelere. No vemos una conducta aún propia de una dinámica de alta inflación, y si el dólar logra encontrar nivel, ese riesgo será mitigado. De todas formas, la inflación de este año seguramente superará el 55%.

La necesidad de tener que reordenar el perfil de vencimientos de los próximos años en cambio, sí es casi una certeza. El lunes la deuda terminó operando en niveles de default reflejado en paridades por debajo del 50%.

El programa del FMI fracasó para sus objetivos, lograr reducir la inflación, equilibrar las cuentas fiscales y recuperar el acceso a los mercados. El propio FMI en sus *Staff Reports* indica que la probabilidad de que la deuda sea sostenible

es cada vez menor. El propio organismo ya descuenta que Argentina va a tener que ir desde el *Stand by* a un Programa de Facilidades Extendidas.

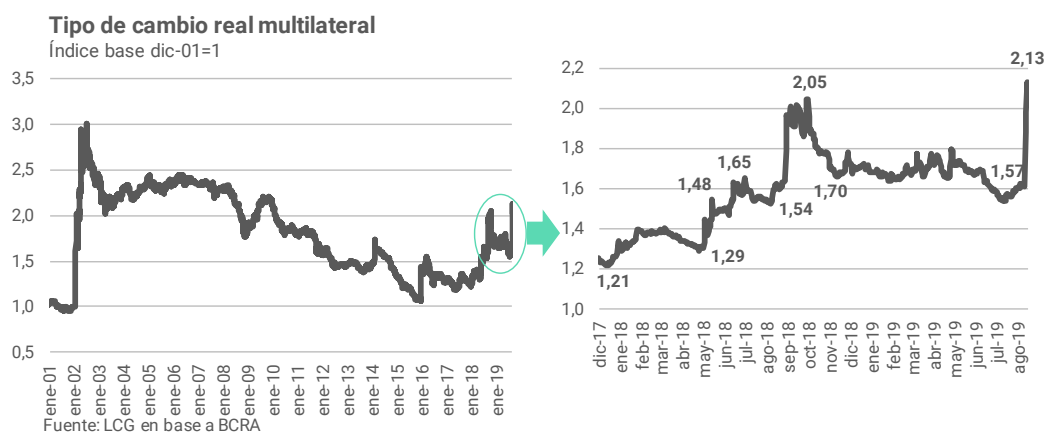
Por otro lado, la deuda con el sector privado también necesitará ser reacondicionada. La economía argentina no crece y sin ese crecimiento no hay posibilidad de pagar los vencimientos. Otra vez la Argentina atravesando un evento de stress. Esta vez hay nuevos casos de 'éxito' para explorar como el de Ucrania en 2015 y Uruguay en 2003.

Trascender a la 'transición'

Días de convulsión se viven en el país. La combinación de la polarización con el largo camino que queda entre las PASO y la asunción del nuevo Gobierno llevó a que el resultado de esa gran encuesta se haya transformado en la posibilidad de haber entrado en una tragedia. ¿Hemos llegado ahí?

Si uno mira los *fundamentals* de la economía, son los mismos que prevalecían el viernes pasado cuando aún las encuestas mostraban una elección reñida. ¿Qué es lo que cambió entonces? Simplemente la visión de futuro. Las expectativas en economía juegan un rol clave. Cuando esas expectativas se forman sobre la base de la incertidumbre en lugar de un riesgo, el comportamiento se vuelve complejo para la sociedad. **El cambio de la política fue la causa del (reciente) desorden de la economía.** Las reglas con las que actúan los agentes no tienen sustento; nada nuevo, lo escribió Keynes hace casi 100 años.

Es por ello que el dólar trepó 30% en apenas 3 días. ¿Es este valor un techo? No lo sabemos. Algunos dirán que en términos de tipo de cambio real representa un *overshooting*. El TCRM trepó a 2,13 (índice base 2001=100), el nivel más alto desde 2009. Pero en estos contextos donde reina la incertidumbre, **lo real de lo financiero suele despejarse y la posibilidad de entrar en escenarios irracionales se incrementa.**



¿Hay riesgo de ir a un régimen de (muy) alta inflación?

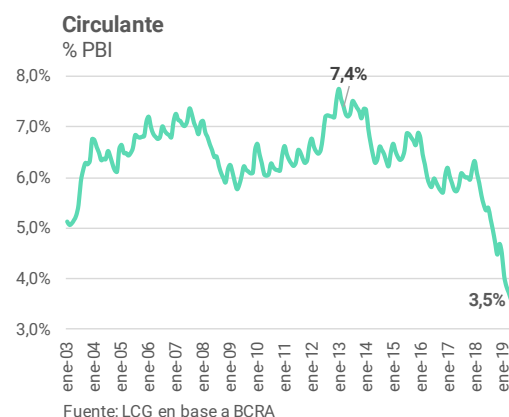
El riesgo depende de la conducta de la sociedad (en su conjunto). Hay nafta suficiente para que el dólar y los precios no tengan techo objetivamente. Los depósitos a plazo fijo hoy están respaldados por Leliq, que podrían salir a la calle a demandar o bien dólar, o bien bienes. Hasta ahora el tipo de cambio subió sin volumen, pero no se puede descartar que esa liquidez salga de los bancos huyendo del Peso en busca de dólares y bienes.

El BCRA tiene reservas suficientes para afrontar tensiones, pero habrá que ver si se permite (o conviene) su utilización en un escenario extremo donde el tipo de cambio no encuentra techo. Si el BCRA vende dólares, parte de esa liquidez será absorbida por el sistema, reduciendo el circulante en la economía.

Pero el resto de las herramientas con que cuenta son escasas. Ofrecer tasas más altas para moderar la suba del dólar tiene un efecto marginal cada vez menor; **en un contexto de elevada volatilidad no hay tasa que compense el riesgo del resguardo del valor**. Por otro lado, subir la tasa de interés empeoraría el lado real, con lo cual el costo del remedio sería tal vez tan caro como los síntomas de la enfermedad.

Lo que caracteriza a los procesos de alta inflación no es tanto la monetización de la economía sino la velocidad a la que circula la moneda (y los horizontes sobre los cuales se realizan contratos). Es decir, **si el Peso es repudiado por la sociedad, entonces el riesgo es alto**. Actualmente, y producto tal vez de estar hace tiempo en un escenario de inflación ya moderada/alta, el nivel de repudio es alto. La demanda de circulante es mínima. Se encuentra en el peor nivel desde 2003 (4% del PBI). Esto no ayuda en el contexto actual donde el rebrote inflacionario será alto y por lo tanto el Peso seguirá perdiendo valor.

No se ha visto hasta el momento una sangría de depósitos, quizá porque el riesgo de pasar a una economía que funcione con alta inflación todavía se percibe eludible. No obstante, hay que tener en cuenta que las proyecciones de inflación para los próximos 10 años probablemente tengan dos dígitos. En todo caso, a estas alturas, con ambiciones ajustándose a la baja, sólo debería esperarse que finalmente la inflación se ubique en un sendero de desaceleración.



¿Cómo se consigue la calma?

La mejor manera de transitar estos meses es con diálogo y espantando fantasmas. Tanto del oficialismo diciendo que vamos hacia Venezuela como la oposición diciendo que el dólar está subvaluado, no ayudaron. El incentivo al diálogo apareció desde lo fáctico más que de lo discursivo y a ambos flancos. **Se querían diferenciar y seguir polarizando, pero por sus intereses entendieron que no les conviene.** Los unió el espanto y no un cambio de cultura política, pero para la situación del lunes/ martes es un avance. Los paños fríos que, desde el miércoles por la mañana, decidieron poner ambos espacios trajo calma. **Bajar el tono funcionó por ahora, pero será un trabajo de equilibrio permanente.**

A. Fernández quizás pensaba en querer recibir una economía similar a la del 2003, con el ajuste antipático ya hecho, pero se encontró con que tal vez el escenario a recibir iba a ser bien distinto y su gobernabilidad podría estar en jaque desde un principio. De presionar por una corrección más aguda correría el riesgo de heredar una situación más parecida a la de 1989 o a la que recibió Duhalde en 2001, que a la que heredó N. Kirchner en 2003.

Por otro lado, M. Macri entendió que si seguía en la tónica que mostró en la nefasta conferencia del lunes posterior a las PASO el oficialismo seguiría perdiendo chances electorales y también las chances de gobernar de aquí a diciembre.

Retomando la pregunta inicial, **hemos llegado a una tragedia.** Dado que la vara de comparación suele ser muy alta (hiperinflación, crisis de 2001, default), la 'tragedia' actual luce menor. **Pero la inflación de este año será superior al 50% anual, la actividad caerá y con fuerza por segundo año consecutivo (y posiblemente un tercero también a partir del arrastre negativo que dejará este año) y, en este contexto, los partidos políticos en un país de un presidencialismo casi mesiánico aún están aprendiendo de nuestra propia historia.**

La sostenibilidad de la deuda

labourcapitalgrowth

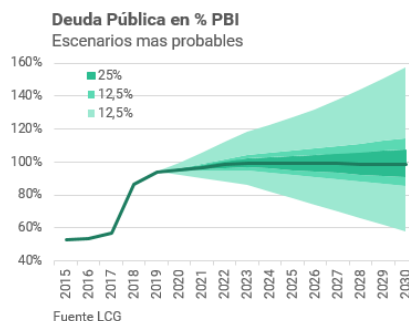
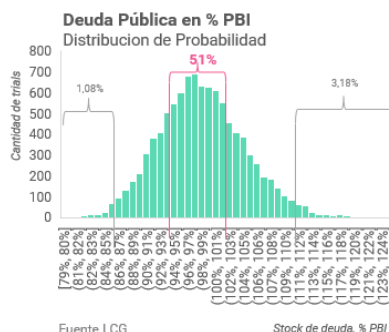
Costa Rica 4165 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

La trayectoria de la de deuda

Cualquiera sea el gobierno que asuma la próxima gestión se enfrentará a una trayectoria de la deuda que difícilmente le otorgue mucho margen de maniobra. Actualmente la deuda pública se encuentra en niveles del 88% del PBI y cerrará el año en torno a 100% del PBI después del último salto del tipo de cambio. La deuda relevante (con el mercado y con Organismos Internacionales) superará marginalmente el 60% del PBI.

La evolución depende fundamentalmente de 4 variables: 1) tipo de cambio real; 2) tasa de interés internacional y doméstica; 3) tasa de crecimiento del PBI y 4) superávit fiscal. En un ejercicio técnico (simulación de Montecarlo con 10.000 trials) en el cual planteamos distintos escenarios para estas variables, **determinamos que la probabilidad de reducir el ratio de deuda a PBI para los próximos años es bastante reducida**, aun cuando el contexto macro, determinado por los valores y desvíos que se utilizaron para las variables consideradas en el ejercicio, parece ser optimista desde una perspectiva histórica.

En concreto, la probabilidad de que la deuda a PBI supere el umbral de 110% es de apenas 3,18%; pero también lo es la chance de que caiga por debajo de los niveles de cierre de 2018 (86% del PBI). En efecto, las probabilidades (51%) se concentran en un rango 94%-102% del PBI en el promedio de los próximos 10 años, lo que implica nada menos que estabilizar la trayectoria de la deuda en los niveles actuales. A todas luces, la trayectoria de la deuda luce desafiante. *En el Anexo I se detalla la metodología del ejercicio.*



Variables que inciden sobre la trayectoria de la deuda

El tipo de cambio real, al tener una proporción alta de la deuda en moneda extranjera (76% del total), cuando existe un salto devaluatorio la deuda medida en pesos se agranda, o visto de otra manera, el PBI en dólares se achica. Cualquiera sea el caso, el cociente de deuda a producto empeora. Viceversa cuando el tipo de cambio se atrasa.

La tasa de interés internacional y doméstica, el repago de intereses por la deuda impacta proporcionalmente en la carga de intereses, a mayor tasa de interés, mayor es el costo del fondeo y mayor carga de deuda.

La tasa de crecimiento del PBI, si la economía crece, entonces la deuda se achica con relación al producto. Por lo tanto, a mayor tasa de crecimiento, menor ratio deuda a producto.

El superávit fiscal, a mayor ahorro fiscal primario mayor es la capacidad de repagar intereses y capital, por lo tanto, cae el stock de deuda pública. Afecta de manera positiva, a mayor superávit primario, menor ratio deuda a producto.

Programa Financiero 2019 y la carga de la deuda 2020-2023

En lo que queda del año el Gobierno tiene necesidades de financiamiento derivadas del déficit fiscal, intereses y pago de deuda de corto plazo. En total la suma de esto ronda los US\$ 25.000 M.

La caja acumulada por las colocaciones previas y los desembolsos del FMI, más los US\$ 6,4 MM comprometidos para septiembre y diciembre, permitirían cerrar el programa financiero 2019, aun asumiendo un muy bajo % de renovación de las letras de corto plazo en los meses que quedan (en torno al 20% de los vencimientos).

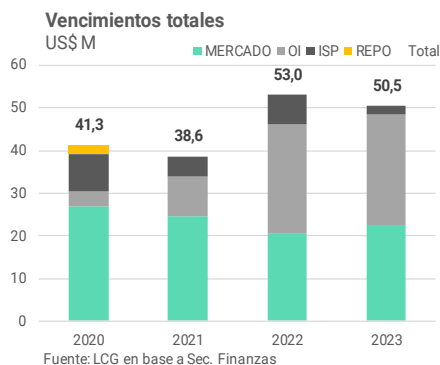
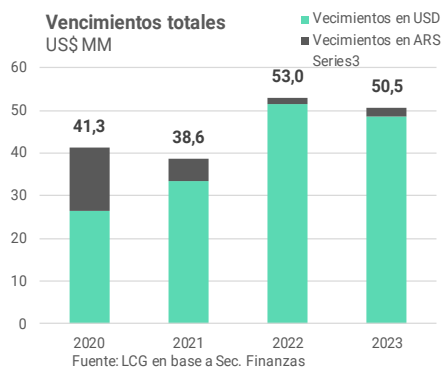
Programa financiero Agosto-Diciembre 2019

US\$ MM	En AR\$	En US\$	Total US\$ MM	Total % PBI
Necesidades (excl. Letes)	4,7	4,6	9,3	2,1%
Déficit primario	2,9	0,0	2,9	0,7%
Plan Gas	0,3	0,0	0,3	0,1%
Intereses (Mercado + OI + Público Fin.)	1,5	3,6	5,2	1,2%
Amortizaciones Mercado	0,0	0,2	0,2	0,0%
Amortizaciones Organismos		0,8	0,8	0,2%
Fuentes	4,5	17,4	21,9	5,1%
Caja inicial	4,5	11,0	15,5	3,6%
FMI (Stand by)		6,4	6,4	1,5%
Necesidades netas	0,1	-12,8	-12,7	-2,9%
Vencimientos de Letes	6,7	7,8	14,5	3,3%
Renovación Letes (20%)	1,3	1,6	2,9	0,7%
Necesidades netas totales	5,5	-6,5	-1,1	-0,2%

Necesidades
totales por
US\$
23,8 MM

El Gobierno deberá enfrentar vencimientos por US\$ 41,3 MM en 2020 y otros \$ 38,6 MM en 2021. La carga se eleva por encima de los US\$ 50 MM por año en 2022 y 2023 cuando recaen los pagos del Stand By con el FMI (US\$ 21 MM y 24 MM, respectivamente).

El año que viene la deuda relevante (mercado y organismos internacionales) demandará pagos por US\$ 32,5 MM (78% del total). Se deberán afrontar vencimientos de capital por US\$ 17,5 MM con el mercado y por US\$ 1,7 MM con Organismos. Además, la carga de intereses sumará otros casi US\$ 11 MM.



Las fuentes de financiamiento no abundan. Por ahora, solo se rescata el último desembolso del FMI previsto para marzo (US\$ 3,9 MM), que todavía pende de aprobación, y quizá la renovación parcial de los vencimientos con algunos organismos. **Las necesidades netas son altísimas y tornan difícil que en las condiciones actuales se puedan asumir los pagos correspondientes.** Y esto considerando sólo los compromisos ya asumidos. Es decir, en una situación de equilibrio fiscal que no demande la necesidad de financiamiento extra. De no ser el caso, la presión será mayor.

Primero crecer, después pagar

La posibilidad de avanzar sobre una reestructuración de la deuda que implique postergar vencimientos y dar más aire a la economía cobra chances y empieza a existir cierto consenso sobre ello. Más allá (o a pesar) de que en nuestro ejercicio teórico la deuda pública se estabilizaría en torno a 100% del PBI en los próximos 10 años, la sostenibilidad de la deuda depende de la posibilidad de repago, fundamentalmente apalancada en el crecimiento económico y el excedente fiscal.

Pero es comúnmente aceptado (incluso por el FMI) que **la deuda se torna impagable cuando la sociedad ya no soporta el ajuste necesario que demanda su repago.** A nuestro entender, después de tres años de mercado ajuste, **ese nivel está cerca.** En efecto, la promesa de la oposición de relajar el apretón de esta última gestión económica fue convalidado en las urnas, en un margen mucho más amplio que el esperado. Aun cuando existe una voluntad explícita de honrar los

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4165 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

vencimientos, la caída de los títulos públicos los últimos días está reflejando que **difícilmente se pueda avanzar en un camino de ajuste que posibilite el repago de la deuda pública**. Primero crecer, después pagar.

Concretamente, **el próximo Gobierno (sea cual sea) deberá reestructurar los vencimientos. Tendrá que avanzar en dos frentes: 1) renegociar con el FMI y 2) reestructurar los vencimientos con el mercado.**

Creemos que desde una perspectiva conciliadora y no en una actitud prepotente en virtud de tamaño que representa la deuda argentina en la cartera del Fondo, **el nuevo Gobierno deberá acordar un nuevo programa con el FMI que contemple un sendero de convergencia fiscal más moderado y la extensión de los plazos en los cuales deberían comenzar a repagarse los fondos adeudados**. En este caso, podría apelarse a un Programa de Facilidades Extendidas (EFF) de la misma forma que lo hizo exitosamente Ucrania hace 4 años.

De esta manera, tendrá la posibilidad de repagar la deuda contraída en un plazo entre 4 y 10 años, en lugar de la situación actual (crédito Stand By) que contempla que los pagos se realizan a los 3 años (en nuestro caso se concentran en 2022 y 2023). Por supuesto, la tasa de interés se incrementaría (en torno a 100 bps) debido a la extensión del plazo de repago.

Programa de Facilidades Extendidas (Extended Fund Facility)

- Suelen durar no más de 3 años, con posibilidad de prorrogarlo un año.
- **El período de reembolso es entre 4 años y 10 años**, con pagos en doce cuotas semestrales iguales.
- El Directorio Ejecutivo evalúa el desempeño del programa. La frecuencia de la evaluación tiene flexibilidad.
- El monto para acceder es hasta el 200% de la cuota del país miembro anualmente y el 600% de la cuota del crédito total pendiente (deducidas las recompras programadas).
- La tasa de cargos básica equivale a la tasa de interés del DEG más 100 puntos básicos.
- Los préstamos de gran cuantía están sujetos a una sobretasa, que depende del monto y el plazo de reembolso.

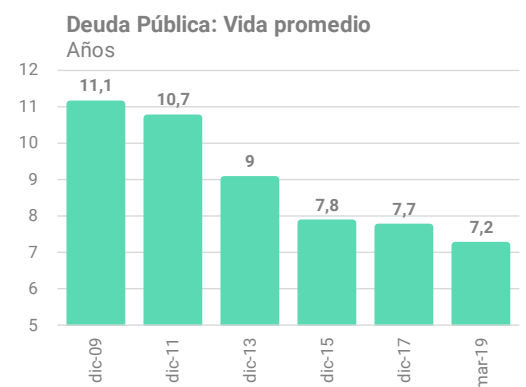
Acuerdos Stand By

- Generalmente abarca período de entre 12-24 meses, pero no mayor de 36 meses.
- **El período de reembolso es de 3 a 5 años**, en ocho cuotas trimestrales iguales a partir de los 3 años posteriores a la fecha de cada desembolso.
- El monto para acceder es hasta el 145% de la cuota y acceso acumulado a lo largo de la duración del programa de hasta 435% de su nueva cuota (deducidos los reembolsos). Existen accesos excepcionales.
- La tasa de cargos básica equivale a la tasa de interés de los DEG – con un nivel mínimo de 5 puntos básicos – más un margen que actualmente es de 100 puntos básicos.
- Sobretasas que dependen del monto y el plazo de reembolso.

El arreglo con el FMI es algo que prácticamente se descuenta cualquiera sea el ámbito en que se discuta. **Pero en paralelo, entendemos que el Gobierno deberá avanzar también en la reestructuración de los vencimientos con privados de los próximos años.** El apoyo del FMI en este aspecto será clave. De ahí la necesidad de no avanzar con los tapones de puntas en las negociaciones que se entablen.

La deuda pública tiene una *duration* de 7 años. Ha ido cayendo en el último tiempo. **La necesidad pasa por postergar los vencimientos de los próximos años, pero la reestructuración activará cláusulas de cross default de todos los títulos públicos.** Esto implica que cualquier tenedor, incluso los de títulos no reprogramados, demanden el pago del 100% del capital.

Los precios actuales reflejan paridades para los títulos de corto plazo en torno a los US\$ 55. En estos niveles, se podría pensar en realizar un canje que sea atractivo para los tenedores y por lo tanto le quite el carácter compulsivo a la reestructuración.



Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

Proceso de reestructuración de deuda de Ucrania

En abril de 2014 el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un Acuerdo Stand-By a dos años a favor de Ucrania por US\$ 17 MM que rápidamente no pudo cumplir. Tuvo que abandonar el plan inicial y pasar a un Programa de Facilidades Extendidas (EFF), que fue aprobado en marzo de 2015. La conversión de un *Stand By* a un EFF no aportaría más recursos, pero extendería el cronograma de repago de 4 a 10 años., A cambio exigía un programa exhaustivo de reformas económicas (nuevas alzas sustanciales de las tarifas energéticas, reestructuración del sector bancario, reformas de la gobernanza de empresas estatales y cambios jurídicos destinados a la lucha contra la corrupción y al fortalecimiento del Estado de derecho).

El FMI adoptó el papel de prestamista y de mediador entre el Gobierno y los grandes Fondos de Inversión, que concentraban la mayor parte de las obligaciones ucranianas. Luego de cinco meses de negociación, en agosto de 2015 el Gobierno llegó a un acuerdo de reestructuración de la deuda soberana con un comité de acreedores privados, sin la necesidad de haberse declarado en default.

El proceso de reestructuración fue *friendly* ya que logró reunir a la mayoría de los acreedores (con el apoyo del FMI) y Ucrania pudo volver al mercado de deuda voluntaria.

Seis grandes fondos era los principales tenedores de bonos de Ucrania: *Franklin Temple ton, PIMCO, Blackrock, Fidelity, Stone Harbor y Deutsche Bank*, que mantenían alrededor de US\$ 8,3 MM de deuda a reestructurarse. Rusia, que tenía bonos por US\$ 3 MM, no quiso aceptar la reestructuración y terminó entrando más tarde.

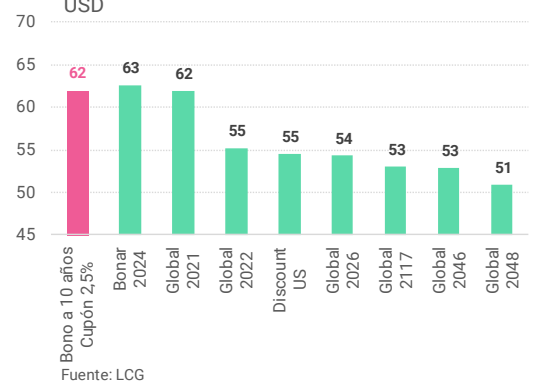
Características del canje:

- El gobierno logró una quita del 20%. La deuda pasó de US\$ 19,3 MM a US\$ 15,5 MM
- Entregó, por ese descuento, bonos atados al PBI (pagaba cuando el crecimiento de la economía superaba el 3% y el PBI en dólares de Ucrania superara US\$ 125,4 bn, comenzando en 2021);
- Se extendió por 4 años el vencimiento de cada bono (pasando del período 2015-2023 al período 2019-2027), otorgándose un período de 4 años de gracia en el que solo pagaban los intereses de la deuda.
 - El costo de financiamiento aumentó marginalmente de 7,22% a 7,75%.

Por ejemplo, Argentina podría ofrecer un título a 10 años con cupones acorde a sus posibilidades de crecimiento de largo plazo (2,5%) que a una tasa de descuento del orden de los 800 pb (6% de *country risk premium* + 200 pb de la tasa libre de riesgo) da un valor de recuero de la deuda similar, y para algunos títulos (sobre todo para los más largos), incluso superior a las paridades actuales.

Una salida de este estilo, que permita aliviar la carga de los pagos de principal en el corto plazo sin quita podría ser amistosa y poco traumática con el mercado, similar a lo que realizó Uruguay en 2003. Creemos que es una oportunidad para no tener que recurrir a un canje compulsivo que quizás implique quitas y litigios como los que

Paridad bonos USD



ya hemos atravesado en el pasado y nos margine por un largo tiempo del acceso a los mercados internacionales de deuda.

La experiencia uruguaya de reestructuración de la deuda (2003)

Uruguay enfrentaba problemas de liquidez, no de solvencia, y un alargamiento de plazos le permitiría resolver esos problemas, a la vez que era clave conservar su buena reputación de cumplidor.

El respaldo del FMI en el proceso de reestructuración demandó la consulta a la comunidad de acreedores, incluyendo a inversores del exterior, locales, institucionales y corredores de bolsa. Todos coincidían en un trato equitativo. El Gobierno uruguayo no haría propuestas sino que acataría las ofertas de los acreedores.

Características del canje:

- Se ofrecieron dos modalidades: una de **“extensión”** (mantenía capital, cupón y moneda original, modificando sólo el plazo, en general se extendía cinco años) y otra de **“liquidez”** (apuntaba a concentrar las series en pocos títulos para garantizar mayor liquidez en el mercado secundario).
- Se establecieron umbrales muy altos para la aceptación del canje por parte del Gobierno: con al menos un 90% de participación en el total de bonos sometidos al canje, el gobierno debía aceptar las ofertas de sus acreedores; con una participación entre 80% y 90%, se reservaba el derecho de aceptar la propuesta; y en caso de una adhesión menor al 80%, podría devolver a los acreedores los ofrecimientos.
 - Se emplearon cláusulas de acción colectiva, que resultaron muy útiles en el canje voluntario.

Resultados del canje:

- La adhesión al canje fue del 93% (99% de participación de los bonos locales y 89% de los bonos externos).
 - Se realizó sin suspender pagos de capital e intereses durante el período de la oferta.
 - La mayor parte prefirió por la opción de liquidez. No hubo quita de deuda.
- El canje de deuda permitió a Uruguay reducir la brecha de financiamiento en los siguientes cinco años.

El procedimiento utilizado por Uruguay fue novedoso, exitoso y recomendable como mecanismo para experiencias similares. El respaldo explícito del FMI en la elaboración de la propuesta y a la cooperación con la comunidad de acreedores para diseñar el programa de canje jugó un papel clave.

Reestructurar...y ahora qué?

Ahora bien, en caso de avanzar en alguna reprogramación exitosa de los vencimientos de corto plazo, **cabe preguntarse qué hacer en la ventana de alivio financiero que se abriría después de estas negociaciones. Y quizá esto sea lo más difícil de resolver.**

Seguimos insistiendo en que será necesario acordar una visión de país que trascienda los cambios de gobierno. Las urgencias y el panorama

adverso al cual nos vamos a enfrentar demanda que tanto el oficialismo, como la oposición y demás agentes de la economía (sindicatos, trabajadores, etc) **se junten a discutir la manera de avanzar seriamente y de manera sostenida.** Hubiese sido deseable que el acuerdo surja de un cambio de la cultura política y no por el miedo a una nueva mega-crisis que derive en un nuevo ´que se vayan todos´.

Aun cuando el Pacto de la Moncloa a la argentina avance, las decisiones que ahí se tomen deberán ser respaldadas por la sociedad en su conjunto. Y aquí podría surgir un nuevo conflicto. Para A. Fernandez y al Frente de Todos será difícil conciliar las demandas de la macro atada a una restricción presupuestaria operativa que exige reformas importantes (laboral, previsional, tributaria) y las expectativas de su base electoral (y hasta quizás también del resto de la sociedad) a partir de las promesas hechas en campaña. **Deberá primar el arte de la negociación para moverse en un equilibrio fino entre ambas fuerzas.**

Aquí **el principal problema es el tiempo**, el cual no sobrar . La caja, aun sumando los desembolsos pendientes del FMI (US\$ 9 MM en total), **alcanzar  como mucho hasta abril 2020.** Pero, además, las reestructuraciones con apoyo del FMI estarán anotando los avances que se hagan al respecto. El crecimiento económico y la solvencia fiscal (aunque su convergencia se demore en el tiempo) son las únicas variables que permitirán el pago de los vencimientos postergados.

Se debe resolver el que entendemos fue uno de los grandes problemas que nos condujo a la situación actual. **El populismo de hablarle a la gente prescindiendo del mercado fue tan irresponsable y peligroso como la soberbia de pensar que la sociedad es tolerante para que se la margine para complacer ´al mercado´.** Al final del día, ambos públicos tienen intereses similares, que es que los **contratos (explícitos y tácitos) sean honrados.** Es el momento para salir del péndulo que no permite que el país avance e incluso hace que nos atrasemos respecto a otros países.

Est  prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente

Anexo

Escenarios de trayectoria de la deuda

Metodología del ejercicio

Para este ejercicio utilizamos la simulación estadística de Montecarlo, que consiste en plantear diversos escenarios aleatorios para asegurar mayor exactitud. En este caso llevamos a cabo 10.000 iteraciones.

Los escenarios refieren a evolución de las cuatro variables con mayor incidencia en la trayectoria del ratio de la deuda a PBI: crecimiento económico, tipo de cambio real, resultado primario del Gobierno Nacional y tasa de interés. Cada variable cuenta con un rango de acción, desde el nivel medio actual, equivalente a +/- 3 desvíos estándar.

Para evitar condicionamientos ad hoc las variables en cuestión son independientes entre sí y cada una posee una distribución normal.

	Minimo (3 desv.)	Valor Medio	Maximo (3 desv.)
Tasa de Crecimiento PBI real a/a	-1%	2%	5%
Tipo de Cambio Real Bilateral \$/US\$ (2001=100)	1,1	1,39	1,68
Resultado Primario, %PBI	0%	1%	2%
Tasa de Interes (Moneda Extranjera)	3%	5%	8%