

Los plazos se siguen extendiendo y no llega todavía la resolución definitiva del proceso de renegociación de la deuda bajo ley extranjera. En esta oportunidad el Tesoro ha presentado una nueva propuesta y le ha dado curso ante la SEC. Esto implica que se inicia, hasta el 4 de agosto, una carrera para tratar de lograr el mayor grado de aceptación posible. La propuesta presentada es claramente superadora de lo presentado inicialmente. Se han acercado posiciones en los principales aspectos que estaban bajo discusión. A pesar de ello, todavía hay un grupo significativo de acreedores que no parecen todavía alineados con la propuesta. En ese marco, se abren tres alternativas diferentes, que podrían tener implicancias muy diferentes para la economía argentina.

El gobierno argentino claramente mejoró la oferta con respecto a su posición original y su interpretación de “Sustentabilidad de la Deuda”, ya que presentó una propuesta que es evidentemente superadora de la inicial y que supera los USD 0,50 de Valor Presente descontado al 10%. Pero en contrapartida, ha decidido nuevamente plantear una posición rígida y no seguir negociando, ya que dan a entender que cada vez le corrían más el umbral de acuerdo. En ese marco, presentó una propuesta razonable, pero que no tiene garantizado el grado de aceptación necesario para disparar las Cláusulas de Acción Colectivas (CACs) y obligar a todos los tenedores a entrar al canje.

IMPACTO FISCAL DE LAS DIFERENTES PROPUESTAS (Amortización + Intereses)

Datos en % del PBI	2020	2021-2023	2024-2025	2026-2030	2031-2035	2036-2040	2041-2047	Flujo Anual		VPN al 10%	
								Promedio	Máximo	USD M	En %
Propuesta ARG Inicial	0,0%	0,0%	0,2%	1,2%	1,3%	0,5%	0,1%	0,59%	1,48%	26.187	39,4%
Promedio Contraofertas	0,7%	0,4%	0,9%	1,6%	1,4%	0,7%	0,1%	0,81%	1,97%	40.363	60,7%
Bondholders Group	0,7%	0,4%	0,8%	1,5%	1,4%	1,0%	0,0%	0,8%	1,8%	40.155	60,4%
BlackRock - Fidelity	0,7%	0,4%	1,0%	1,3%	1,6%	0,7%	0,2%	0,8%	1,7%	39.785	59,8%
Exchange Bondholders	0,7%	0,4%	0,8%	1,9%	1,3%	0,5%	0,0%	0,8%	2,4%	41.149	61,9%
Propuesta ARG Final	0,0%	0,4%	0,9%	1,5%	1,8%	0,3%	0,1%	0,7%	2,0%	35.397	53,2%

Las mejoras planteadas con respecto a la propuesta inicial se han enfocado justamente en los puntos que mayor rechazo habían generado:

Adelantamiento de pagos y disminución del plazo promedio en 1 año.

Baja el período de gracia de 3 años a 1 año para los intereses, e inclusive se devenga de entrada.

Aumento el cupón promedio en 0,5% para los nuevos bonos.

Reconocimiento de intereses devengados no pagados al momento del acuerdo (a pagar con un bono 2030 1%).

Dado que la propuesta presentada comprime los pagos y anticipa el devengamiento de intereses, se llega a un punto máximo de servicios (intereses + capital) de 2% del PBI. Ese esfuerzo es 0,5% del PBI mayor al ofrecido inicialmente. Mas allá de esa suba, entendemos que 2% del PBI como esfuerzo anual máximo y 0,7% del PBI como esfuerzo promedio, es una magnitud que se debe encuadrar dentro de lo que se considera una estructura de deuda sustentable. Siempre considerando que esa cifras se incrementarán en un 33% cuando se sume la deuda en dólares bajo ley local y que todavía está pendiente la reestructuración con el FMI.

Si se consideran esos dos factores más el peso de la deuda en moneda local, las exigencias anuales de servicios de deuda con el sector privado se ubicarían entre 2026 y 2035 en un rango promedio de USD 10.000

millones anuales. Ese monto, en un contexto de normalización financiera, debería ser refinanciable en el mercado de capitales.

Ante esta propuesta, superadora de la anterior, se abren 3 escenarios:

- **Escenario de Acuerdo:** Si se logran los niveles de adhesión mínimos que establece cada “Indenture” (estructura legal de los bonos), el resto de los bonistas estarán obligados a ingresar al canje y de esa manera se habrá resuelto el 100% del problema, saliendo del default y quedando el camino despejado para extrapolar la propuesta a la deuda local en moneda extranjera y sentarse a negociar con el FMI. Es el escenario más optimista y que mejor panorama depara, pero hoy tiene una probabilidad relativamente baja de ocurrencia por la aparente falta de acercamiento con algunos acreedores relevantes.
- **Adhesión superior al 50%, pero inferior al requisito de las CACs:** Este escenario implica que el canje es válido y se avanza con la reestructuración para aquellos bonistas que aceptaron las propuestas. Pero quedará un grupo de HoldOuts que podrían optar por el camino legal y de esa manera llevar a Argentina a caer formalmente en default. Esto tiene implicancias y costos legales, pero sobre todo complica al sector privado, cuyos instrumentos de deuda tendrán menos demanda en el mercado y pagarán tasas de interés más elevadas. A su vez, mantendría cerrado el acceso al mercado internacional para el sector público. Este último punto podría ser un problema para afrontar los vencimientos de capital que podrían plantearse en un eventual acuerdo con el FMI. Es un escenario intermedio, pero implica una serie de costos estructurales muy altos para Argentina. Hoy es el escenario de mayor probabilidad de ocurrencia.
- **Adhesión inferior al 50%:** Ante un resultado de esa magnitud, habría fracasado el canje, viéndose obligado el gobierno a mejorar

la oferta. Dados los plazos estipulados, eso implica que la negociación seguiría con la economía formalmente en default, con el riesgo que eso implica en términos de aceleración de deuda. Sería un escenario muy negativo en términos de actividad, empleo, devaluación, brecha e inflación. A su vez, implicaría un fuerte obstáculo adicional para el desarrollo del mercado local de deuda. La probabilidad de ocurrencia hoy es menor que la del escenario intermedio, porque acreedores minoristas y algunos fondos podrían estar aceptando la propuesta.

Independientemente de cuál sea el grado de aceptación, es importante tener en cuenta que la propuesta presentada está alineada con niveles razonables de sustentabilidad.

El punto de partida de la propuesta original era un escenario en donde el crecimiento económico proyectado era bajo y el esfuerzo fiscal limitado. Por tal motivo, escenarios como el actual que implican un mayor desembolso para Argentina se corrigen logrando algo más de crecimiento económico y de austeridad fiscal.

Específicamente, el superávit primario de equilibrio propuesto era del 1% del PBI, esta nueva propuesta podría implicar que se deba aumentar la meta de superávit primario a 1,5% del PBI.