

“Una decisión desafortunada”. Así calificó el grupo de Bonistas Ad - Hoc (tenedores de más de US\$ 16 mil millones de deuda a reestructurar) el rechazo del gobierno argentino a la propuesta que elevaron a las autoridades del ministerio de economía. Asimismo, amenazaron con dar lugar a todas las vías de carácter legal disponibles dentro de su capacidad como fiduciarios para abandonar las conversaciones de entendimiento.

Probablemente la decisión negativa del gobierno tenga dos aristas a resolver. En primer lugar, el grupo de acreedores previamente mencionado exige al gobierno que pague *cash* la mitad de los intereses de cupón corridos, lo que significaría una exigencia inmediata del orden de más de US\$ 1.000 millones cuando se resuelva el acuerdo. En nuestro informe previo (Ver. [NEF 275](#)) advertimos sobre la falta de dólares del BCRA y la preocupación de la entidad en recomponer parte de este caudal, razón por la cual el canal financiero apremia.

Por otro lado, las exigencias de los diferentes grupos de acreedores tienen otro eje que responde estrictamente al componente legal. La exigencia de los distintos fondos es que los nuevos bonos que se emitan cuenten con las mismas cláusulas que los bonos *indenture* 2005, que a grandes rasgos facilitaban el accionar de los acreedores para litigar contra la Argentina en caso de un default.

Mencionados estos dos factores, podemos analizar que tras darse a conocer las propuestas del gobierno y de los acreedores a partir de la finalización de los NDA (Non Disclosure Agreement), la diferencia en valor presente neto (NVP) es aún elevada, ligado a dos factores: la baja exigencia de la Argentina en el desembolso de servicios durante los primeros años y ciertas exigencias por parte de los bonistas en caso de que la economía local retome un sendero de crecimiento sostenido, que lo obligaría a pagar cupones ligados a la evolución del mismo.

Propuesta AD Hoc vs. Propuesta del gobierno

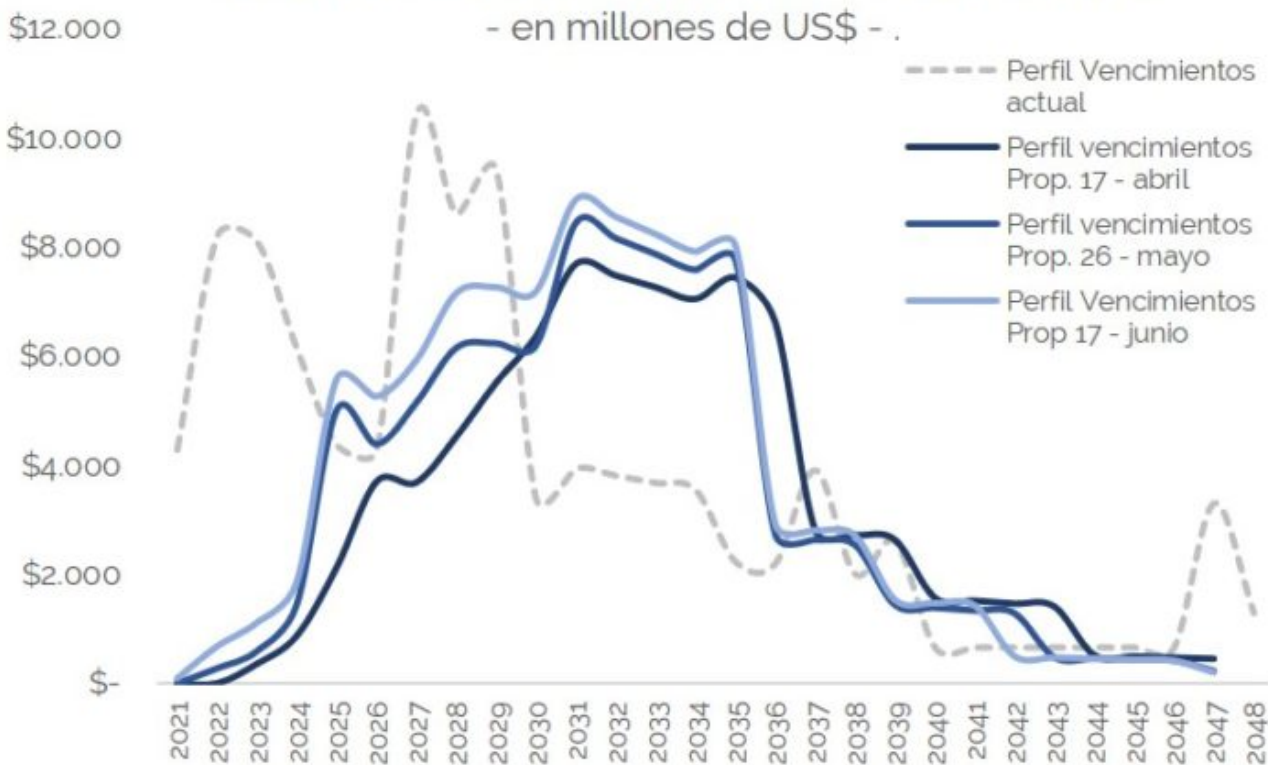
- Perfil de vencimiento; en millones de US\$ -



Fuente: Invecq en base a propuestas del Ministerio de economía y Grupo Ad Hoc

Como se desprende del gráfico anterior, la diferencia entre ambas propuestas (el grupo más duro de acreedores y el gobierno) es considerablemente baja, aunque discrepa principalmente sobre el inicio del período, que corresponde a pagos que caen en la actual administración, lo que se entiende como una inconsistencia intertemporal en la propuesta del gobierno. Tomando un período de 10 años desde el comienzo de los pagos en 2021, podemos notar que la diferencia es menor a US\$ 3.000 millones de dólares, lo que representa 0,6% del PBI distribuido en 10 años, bajo ciertos supuestos sobre el pago del cupón ligado a exportaciones y al PBI. A su vez, casi la totalidad de esta diferencia se centra dentro del mandato del gobierno de Fernández, en donde los acreedores esperan cobrar los intereses corridos de los cupones impagos, sumado a mejores condiciones en los cupones del resto de los bonos.

Perfil de vencimientos de la deuda



Fuente: Invecq en base a Ministerio de Economía

El gobierno viene cediendo en las propuestas que ofrece a los bonistas. Mientras que la primera se ubicó con un NVP de US\$ 38, hoy se encontraría en un valor cercano de US\$ 52, al tiempo que las ofertas de los bonistas no se han movido demasiado desde sus posturas iniciales. Tanto es así, que aún hay un diferencia considerable entre las propuestas de los bonistas y el gobierno de entre US\$ 4 y US\$ 8 según cual se considere. De todas maneras, bajo la actual estructura y de ceder ante la propuesta de los bonistas, el Estado argentino se liberaría de pagar más de US\$ 21.000 millones en los 3 próximos años, dejando un camino mucho más liberado que el actual y una tasa promedio de cupones que se reduce del 7% a pocos más del 4%.

VPN	Gobierno*	ACC, Gramercy, Fintech & Oaktrees	AD Hoc
NVP Prom	52,5%	55,0%	60,3%

*Asume pago total de intereses corridos, pagos de cupones PBI y Expos

Fuente: Invecq

Ayer, el grupo Ad Hoc envió un nuevo comunicado en el que se mostraba desorientado por la actuación

del país sobre la decisión de retirarse sorpresivamente de la mesa de negociación, hecho que derivaría sin dudas en un deterioro mucho mayor para la economía local, hoy necesitada del crédito externo. Sin embargo, destacaron que aún están dispuestos a llegar a un acuerdo que sea beneficioso para todas las partes.

De esta manera, el gobierno decidió extender las negociaciones hasta el 24 de julio y el anuncio del resultado se haría el 27 de julio. Una extensión muy diferente a lo que venía sucediendo en las últimas semanas. La fecha no es casual dado que ahí vence el período de gracia para el pago de los Bonos *Discount* cuyo vencimiento es el 30 de junio por un total de US\$ 566 millones. Estos corresponden a bonos canjeados en 2005 y 2010, con cláusulas que pueden facilitar los litigios contra la Argentina, sumando un grupo mayor de bonistas y complicando aún más el posible acuerdo.

En definitiva, las diferencias entre las propuestas del gobierno y las de los bonistas están mucho más cerca de lo que podría pensarse. Es difícil explicar así que las negociaciones sigan extendiéndose con los costos que ellos implica para la economía en tiempos de pandemia.