

22 de Agosto de 2014

Un Final Distante

En la inmensa mayoría de los países del mundo deberíamos dedicar el *Resumen* de hoy a discutir la depreciación del tipo de cambio oficial. Con la suba de esta semana la devaluación acumula nada menos que un 50% en el último año. Pero acá no andamos con pavadas. El dólar se disparó fuertemente en todas sus versiones en los últimos días. Parecería que el mercado interpretó que el proyecto de ley enviado al Congreso¹ más que acercar una solución definitiva parece dilatar el final de esta larga historia.

El proyecto de ley

Antes de detallar el contenido, vale la pena subrayar el artículo 1° y el 9° que establecen que *“el pago en condiciones justas, equitativas, legales y sustentables al cien por ciento de los Tenedores”* y *“voluntad y capacidad de pago en condiciones equitativas para todos sus acreedores, según la interpretación convencional y generalmente aceptada del término pari passu”*. Estos artículos permiten vislumbrar que no habrá una oferta superadora a los holdouts una vez expirada la cláusula RUFO. El tiempo dirá cuanto de la cautela oficial sobre la cláusula fue real y cuanto una excusa para no pagarles a los litigantes. El tiempo también dirá cuanto más podrá mantenerse firme el Gobierno en su postura y continuar alejado de los mercados de capitales.

Lo primero a destacar es que es justamente un proyecto, con lo cual puede haber cambios o incluso rechazarse en el Congreso. Si bien al oficialismo le alcanzarían los votos, el Ministro de Economía en sus declaraciones dejó la puerta abierta a cambios y propuestas. Dicho esto, el proyecto es muy corto y directo, pero al mismo tiempo deja más interrogantes que certezas. El artículo 3° remueve al BNY Mellon como agente fiduciario y designa a Nación Fideicomisos en su reemplazo pero bajo el mismo contrato de fideicomiso. Por medio de los artículos 4° y 5° se crea una cuenta de Nación Fideicomisos en el BCRA -como la que posee hoy el BoNY en el BCRA

¹ [“Del Pago Soberano Local de la deuda exterior de la República Argentina”](#)

dado que es al mismo tiempo agente de pago y fiduciario- para colocar los fondos y estos sean aplicados exclusivamente a pagar a los tenedores. El artículo 6° establece que los fondos dispuestos en los artículos anteriores serán distribuidos, pero no dice a donde, dejando abierto el destino de los fondos a elección del Mecon o de los propios tenedores. Por último, el artículo 7° establece que los tenedores pueden optar por solicitar un cambio en la legislación y jurisdicción aplicable y autoriza al Mecon a efectuar el canje. El resto del proyecto hace extensible a los holdouts lo mencionando hasta acá, en iguales condiciones que a los tenedores.

Potenciales obstáculos

De antemano, mucho no podemos saber a ciencia cierta sobre los potenciales resultados de la iniciativa. Lo que si sabemos, es que a pesar que la propuesta puede tener como objetivo mostrar una mayor voluntad de pago y evitar litigios de los tenedores en el futuro, presenta varios obstáculos y complicaciones.

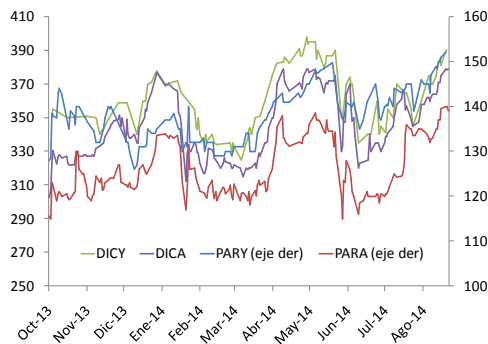
En primer lugar, el proyecto hace hincapié principalmente en un cambio de agente, plaza de pago y eventual cambio de legislación y jurisdicción. En los tribunales de Nueva York en más de una oportunidad se advirtió sobre cualquier intento de sortear la sentencia. En el día de ayer el Juez se expresó en el mismo sentido.

En segundo lugar, al remover al BoNY se abren varios interrogantes sobre la viabilidad en el procedimiento de pago. Al cambiar el fiduciario y el agente de pago, intervendrán nuevos participantes en la cadena de pago, de los cuales uno es Nación Fideicomisos. Acá aparece la incógnita si el cambio en el lugar de pago y en la jurisdicción puede realizarse sin la colaboración del BoNY y las sociedades depositarias internacionales. El Juez también fue claro en este punto, cualquier colaboración de estas entidades puede ser interpretada como un acto que ayuda a eludir una sentencia.

En tercer lugar, los fondos de inversión se rigen por estatutos, prácticas de inversión y estándares de riesgo que acotan el rango de activos elegibles. Una práctica común es comprar títulos soberanos con cierta legislación o que se

encuentren dentro determinados índices de referencia (*benchmark* como el EMBI, MSCI, etc.). Con lo cual, la legislación local puede no estar dentro de las características elegibles.

Por último, y muy relacionado al punto anterior, el mercado siempre permite realizar un swap vendiendo un título para comprar otro. En el caso del Discount, los precios permitieron cambiar la legislación sin pagar un sobre costo en los últimos meses. Más aún, en el caso del PAR (próximo vencimiento en septiembre y por eso el apuro en aprobar el proyecto) el PARY cotizó por encima del PARA en el último tiempo. Con lo cual, antes de entrar en un canje por igual cantidad de nominales convendría hacerlo por el mercado y ganarse, a precios de hoy, el spread. Esto también pone en evidencia que la legislación pesa mucho para determinados participantes.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Terreno incierto

Aun considerando que todos los obstáculos mencionados sean sorteables, el canje no incluirá al 100% de los tenedores, con lo cual el default seguirá siendo default y los tenedores podrán pedir aceleración alargando y dificultando más todavía el camino hacia la normalización. Mientras continuemos en este estado, el financiamiento internacional seguirá complicado y la restricción externa continuará presionando. Habrá que ver si el Gobierno mantiene la misma postura cuando se acorten los márgenes de maniobra y la necesidad de divisas aumente. De mantener las políticas actuales, sobre todo la pata fiscal, creo que sin dudas el cuadro macroeconómico se verá deteriorado y los márgenes de acción serán mucho más estrechos.

Juan Battaglia
Economista Jefe