

29 de mayo de 2020

### Novedades Canje

En la noche de ayer el Ministerio de Economía publicó un comunicado de prensa para mostrar los avances en las negociaciones ([ver acá el comunicado](#)). Desde el fin de semana pasado hasta el día de ayer, el Gobierno y los principales comités de acreedores mantenían acuerdos de confidencialidad para debatir la propuesta de reestructuración. Terminado el acuerdo de confidencialidad, se publicó fue una especie de borrador que el Gobierno les entregó a los acreedores en estos días de negociación ([ver acá](#)). Básicamente el Gobierno realizó unos cambios en la propuesta original. Esto no es una nueva propuesta formal, simplemente es un documento con algunas mejoras para discutir con los acreedores.

En resumen, el período de gracia baja a dos años, suben los cupones de interés, se reduce la quita promedio de capital y se reconocen los intereses corridos mediante otro bono al 2034 con intereses del 1%. Este nuevo borrador muestra una mejora en todos los aspectos con respecto a la oferta original.

Como siempre aclaramos, para el cálculo del valor presente de las ofertas utilizamos una tasa de descuento del 10% (exit yield) sólo con el fin de comparar las propuestas. La oferta formal del Gobierno en el mes de abril tenía un valor presente de 41 USD al 10% de descuento (precio promedio de los 5 bonos ofrecidos). La propuesta detallada en el nuevo documento se traduce en un incremento del valor presente a 47 USD al 10% de descuento (precio promedio de los 5 bonos ofrecidos). A esto debemos sumarle el reconocimiento de los intereses corridos que en la oferta formal no estaba. Esto suma una mejora del valor presente entre 1 o 2 USD dependiendo el bono a entregar.

Las contrapropuestas originales de los fondos, detalladas en el [Resumen de la semana pasada](#), a la famosa tasa de descuento del 10%, tienen un valor presente promedio de 59 USD. Sin embargo, ya deslizaron durante esta semana que están dispuestos a aceptar una oferta cercana a 55 USD.

Estamos muy cerca de un acuerdo. La diferencia es muy baja, diría a este punto irrisoria. Creo que el Gobierno no cometerá el mismo error que en la primera oferta, hacer una propuesta unilateral y

esperar un resultado favorable. Quiero creer que la oferta formal será lanzada una vez que se tenga el visto bueno de los tres grandes grupos de tenedores. Con el visto bueno de los tres comités, más el 15% (¿?) que ya aceptó la primera propuesta y todos los tenedores que seguirán de atrás a los tres grandes, el Gobierno tendría asegurado un buen canje.

El retardo en arreglar la deuda es muy dañino en una economía en caída libre en el contexto de pandemia. La brecha cambiaria destruye la economía. La famosa consistencia cambiaria de Guzmán es la nada misma con este nivel de brecha. Con un tipo de cambio real para nada atrasado, con déficit de turismo en cero por la pandemia, con importaciones por el piso por recesión, con ultra cepo financiero, con buena cosecha en etapa estacional de liquidaciones y con superávit comercial de USD 4.700 millones en sólo 4 meses ¿Cómo es posible que el BCRA tenga que vender dólares? Simple respuesta, la brecha.

La catarata de regulaciones puede contener la brecha unas semanas, pero no más que eso. La única forma de achicar la brecha de forma no caótica es con fuertes señales en el sentido correcto, creo que un canje exitoso y ver al Presidente recuperar el pragmatismo en su discurso económico (el que supimos ver en varias ocasiones) serían señales muy positivas. Las señales son claves para las expectativas, desde el BCRA se necesita que comiencen a mostrar prudencia para anticiparse al mundo post pandemia, sobre todo para buscar una tasa de interés positiva en pesos que opere contra la brecha.

Hay otra forma de que la brecha se reduzca y tendría lugar en la inevitable solución caótica si las cosas se hacen mal. Esta salida es una devaluación brusca del tipo de cambio oficial. Este camino tendría costos extremadamente dañinos para nuestra sociedad en términos de distribución del ingreso, pobreza e indigencia. Todavía estamos a tiempo de evitarlo.

Buen fin de semana,

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)