

## Tiempos críticos de definiciones sobre la deuda

Las próximas semanas son cruciales en la definición del curso que seguirá la resolución de la deuda bajo legislación internacional como continuación a la postergación de pagos de los vencimientos de capital e intereses de la deuda en moneda extranjera bajo legislación local (DNU 364/2020 del domingo pasado). El 22 de abril vencen cupones de intereses de esa categoría de deuda que suman unos USD 500 millones. Ante estas circunstancias, analizamos distintos escenarios vinculados a la decisión que se tome respecto de estos vencimientos y posibles aspectos de su implementación en el particular contexto actual y su probable evolución.

### I. Escenarios de decisión de pago

#### 1. Continuar con los pagos de servicios de títulos con legislación extranjera

Ello evitaría un *default* formal en estas categorías de bonos, que tienen mayor visibilidad internacional y daría más tiempo para completar una negociación con sus tenedores. En este caso, la adecuación (equiparación) de los términos de pagos futuros de la deuda en moneda extranjera de ley local se haría después de haber acordado con los acreedores bajo ley extranjera. Sin embargo, según las definiciones de política anunciadas, sería importante despejar cualquier percepción de que la deuda en moneda extranjera de legislación local pueda tener un tratamiento menos favorable, aunque ya haya sido reperfilada. Si fuese considerada inferior, podría tener efectos negativos sobre la demanda de dinero y el desarrollo del mercado de capitales local, particularmente en el contexto actual de aumento de la oferta monetaria, con consecuencias sobre inflación y tipo de cambio. Además, se viene notando una tendencia de disminución en las reservas internacionales y, recientemente, un importante deterioro en las perspectivas del resultado fiscal.

Efectuar esos pagos daría más tiempo para entablar negociaciones con menores fricciones con esos acreedores. En un escenario de complejas conversaciones que no necesariamente permitirán alcanzar los resultados buscados. Además, se desarrollarán en el marco de la mayor incertidumbre por la evolución de la pandemia.

Daniel Marx  
Virginia Fernández  
Fernando Baer  
Paul Franck  
Juan Sommer – Consejero

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Proceder de esta forma sería menos controvertido en el frente externo, pero arriesgaría, como señaló el gobierno, las reservas internacionales y con un resultado fiscal que se deteriora. Ello se suma a la política de no discriminación entre títulos en moneda extranjera, independientemente de la legislación de emisión, cuando se busca reforzar la institucionalidad y credibilidad del marco de acción regido por normas argentinas. Finalmente, en las decisiones que se tomen también pesan cuestiones políticas, en particular por el escenario de fuertes caídas en los ingresos.

## 2. No pagar los próximos vencimientos dentro de un marco de entendimiento con gestiones para resolver la situación

En ese sentido, se podría avanzar en el intercambio de propuestas con miras a llegar a un acuerdo. Para avanzar, Argentina podría precisar los supuestos en varios campos de acción, incluyendo monetario, fiscal, participación del Sector Público Internacional e iniciativas de política económica, entre otros, lo cual serviría para fundamentar la propuesta.

En este caso, se podría usar el período de extensión de plazos de pagos previsto en las condiciones de emisión de los títulos incluidos en la reestructuración (período de “cura”) y usar ese tiempo como catalizador de acercamiento -o alejamiento de posiciones. Esta extensión está prevista en 30 días según las condiciones de emisión, aunque también podría considerarse un entendimiento con los acreedores que permita extender ese período de “cura”, y de esa forma disponer de más tiempo para resolver la situación.

En forma simultánea, se podría avanzar incorporando provisiones de desembolsos posibles del FMI y otros integrantes del Sector Público Internacional, dentro de un esquema distinto al tradicional de estos organismos.

Esta forma de espera en los pagos implicaría moverse en varios frentes, en un proceso conducente a la resolución de los temas en tiempos que, si bien continuarán siendo acotados, serían algo más manejables en escenarios complejos que abarcan múltiples temas a tratar, en momentos en que es difícil conseguir la atención.

### 3. Interrupción de pagos sin proceso

De no efectivizarse el pago con vencimiento el 22 de abril, al cabo del período de “cura” posterior, se desembocaría en un *default* abierto, arriesgando probables declaraciones de “*cross default*” y aceleración de las deudas con derivaciones mayores.

Si bien esto abre una instancia de trato distinto con los acreedores, en las últimas semanas hubo alteraciones tan significativas en el ordenamiento económico mundial con evolución mayormente incierta. El cambio de escenario podría inducir a atemperar comportamientos generalizados agresivos de tenedores de títulos, los que hubiesen sido más probables en otros momentos.

## II. Elementos para el manejo de la alternativa de posible interrupción dentro de un proceso de entendimiento

Al evaluar opciones para avanzar por la alternativa 2 mencionada anteriormente surgen posibilidades de:

### a. Acuerdo de alcance interino, formalizado o no

Dada la diversidad de visiones aumentada por la incertidumbre resulta complejo efectuar proyecciones de las variables económicas. En esas circunstancias, cabe considerar que se acuerde entre las partes (relevantes) que se fije un periodo acotado durante el cual el deudor (prácticamente) no hace pagos de servicios de deuda en moneda extranjera.

En el ínterin, se esperaría que se diluciden las dificultades planteadas en el párrafo anterior y se trabajase sobre los aspectos que delineen los elementos de un arreglo definitivo, a hacerse en un periodo a estipularse. En este contexto adverso, el mismo también se usará para implementar decisiones de política.

### b. Acuerdo definitivo, incorporando cláusulas de aplicación contingente

Esta opción incluye formular los términos de un arreglo que prevea menores pagos durante los momentos de emergencia manifiesta, que más tarde subirían si hay recuperación económica.

Eso es arrancar con una suspensión de pagos, que requiere acordar cuestiones no tan obvias como el periodo de su aplicación, si, cómo y qué porcentaje de los pagos no efectuados se capitalizarían y los momentos en que se irían materializando.

Avanzar por este camino demandaría no solo resolver cuestiones complejas en tiempos acotados sino también trabajar, además de las discusiones con bonistas, sobre los otros frentes de posible financiamiento, particularmente el Sector Público Internacional.

La ventaja de esta forma es que, si se llegase a un acuerdo, disminuiría la incertidumbre asociada a las rondas de negociaciones y a las distintas cuestiones mencionadas.

c. Acuerdo definitivo

Si bien con un acuerdo de estas características quedarían atrás los temas que requieren atención posterior, las discrepancias actuales de visiones y condiciones para llegar un acuerdo son tales que, aunque deseable, luce muy difícil de alcanzar.

### III. Consideraciones finales

En este difícil contexto no habría que descartar se evalúe que actitud tomar con los próximos pagos, en un marco de un proceso que se inicie mediante la presentación formal de una propuesta. A esos efectos se puede usar el periodo de “cura” –extendido o no por un tiempo determinado. Luego se consideraría la posibilidad de soluciones que incluyan cláusulas de aplicación contingente para los pagos.

Aun así, son considerables los desafíos que se enfrentan en tiempos apremiantes. De todas maneras, acompañado de una comunicación apropiada, resulta en una forma práctica que permitiría reducir incertidumbres en el muy complejo escenario actual.