

# No delegar la iniciativa: reflexiones sobre un *Standstill Agreement*

## Resumen y conclusiones

- En tan solo 8 días, Argentina debe tomar una decisión bisagra respecto de la deuda. Frente a esta encrucijada hay tres caminos posibles: (i) default; (ii) trabajar con las contraofertas y llegar a un acuerdo rápido; (iii) acordar un *Standstill Agreement* o (o pagar el 22-may y mantenerse corriente hasta el 28-jul). Si lo que el Gobierno quiere es un standstill, entonces hasta acá parecería haber hecho todo bien.
- La lógica del *Standstill* es que no se puede cerrar un acuerdo para los próximos 30 años en medio de un shock negativo cuyas consecuencias para la actividad son las peores desde la Segunda Guerra Mundial. ¿Tiene sentido? ¿es lo mejor para ambas partes (Gobierno y acreedores)? ¿debería reaccionar el mercado al igual que con Ecuador (positivamente)?
- La macro post-pandemia tendrá muchos problemas: elevada inflación (y el problema de precios regulados), una “pesada herencia” fiscal, menos grados de libertad en la política monetaria, un PBI en USD mucho más chico (que complica la sostenibilidad de la deuda) y hasta desafíos políticos.
- Creemos que en el caso que los acreedores acepten una prórroga de las negociaciones, aplazar la negociación no solo no ayudará, sino que incluso podría empeorar la negociación y alejar (aún más) las pretensiones de las partes.
- En la situación actual hay valor para el gobierno y para los acreedores en buscar cerrar un acuerdo con los niveles de quita de valor presente. Para ello, delegar la iniciativa en los tenedores para que vengan con una contrapropuesta no es una buena opción, toda vez que de alcanzar algún acuerdo que contenga las expectativas de la mayoría de ellos, por definición será el peor de todos (el más caro) para Argentina.

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

Federico Bruno  
Analista

Erik Schachter  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de  
Ocampo 3302  
WO Barrio Parque  
Bureaux Módulo IV  
3er Piso  
C1425DFE

## No delegar la iniciativa: reflexiones sobre un *Standstill Agreement*

En tan solo 8 días, el 22 de mayo, Argentina debe tomar una decisión bisagra respecto de su deuda pública en dólares. Ese día, el período de gracia del vencimiento de intereses de los bonos globales 2021, 2026 y 2046 por USD 500 M llega a su fin y, por lo tanto, si Argentina no paga, entrará en cesación de pagos. A tan solo una semana de dicho evento, y luego del rotundo rechazo a la primera oferta oficial, la lectura entre líneas de las declaraciones del Ministro Guzmán y el Presidente Fernández sobre el asunto, a nuestro entender, indican que las negociaciones están muy lejos de estar encausadas.

Frente a esta encrucijada, el Gobierno tiene tres caminos para “elegir su propia aventura”.

La primera opción es la del default. Es la opción más directa, que requiere menos esfuerzo, pero que también tiene más implicancias negativas para la economía en el mediano plazo. Todas las intervenciones públicas indican que el Gobierno no tiene al default como su opción predilecta: en [esta](#) nota del miércoles pasado Fernández deja en claro que “el deseo del Gobierno no es entrar en default”. El desarrollo de los hechos también avalan esta teoría: el Presidente designó a Martín Guzmán, un economista especializado (académicamente) en reestructuraciones de deuda, y le dio el mandato de solucionar lo que prometió en campaña que iba a solucionar: “el problema de la deuda”. Creemos que si el Gobierno hubiese querido entrar el default, ya lo hubiese hecho.

La segunda alternativa que tiene el Gobierno es acelerar las negociaciones, recibir las contraofertas de los acreedores, trabajar sobre ellas y llegar a un acuerdo en los próximos días que evite el default. En nuestro reporte semanal del 21 de abril (ver [acá](#)) presentamos una propuesta que, según nuestra visión, podría ser aceptada por la mayoría de los acreedores y no representa un obstáculo desde el punto de vista de la sostenibilidad de la deuda tal como lo entiende el FMI y el Gobierno.

Finalmente, por descarte, llegamos a la tercera opción: acordar un acuerdo de extensión de plazos (*standstill agreement* en inglés) que postergue la discusión por unos meses hasta que se establezca la situación internacional. Una variante de esto sería pagar ese vencimiento y mantenerse corriente hasta el próximo vencimiento de deuda (el AC17, cuyo período de mora vencería el 28-jul).

## No delegar la iniciativa: reflexiones sobre un *Standstill Agreement*

Cualquiera de estas dos variantes equivale a “parar la pelota y negociar después”. Esta opción fue la que eligió Ecuador, que el mes pasado logró diferir el pago de unos USD 800 M en concepto de intereses hasta agosto, con el consentimiento del 90% de los acreedores de bonos globales. La operación fue bien recibida por el mercado: los bonos ecuatorianos escalaron hasta USD 33 desde niveles de USD 25 a mediados de abril, cuando la situación estaba menos clara.

**Si lo que el Gobierno quiere es un *standstill*, entonces hasta acá parecería haber hecho todo bien:** presentar una propuesta agresiva, divulgar públicamente una contrapropuesta de su contraparte más dura que le resultó inaceptable y extender el período de negociación hasta el 22 de mayo sin presentar una propuesta superadora. Esta hipótesis se confirma con las declaraciones esquivas del Ministro Guzmán al ser consultado sobre la negociación en una nota publicada por el diario El País esta semana (ver [acá](#)).

**La lógica del *standstill agreement* es que no se puede cerrar un acuerdo para los próximos 30 años en medio de un shock negativo cuyas consecuencias para la actividad son las peores desde la Segunda Guerra Mundial.** El supuesto que subyace a esta lógica es que, una vez superados los escollos provocados por el virus, la economía argentina estará en una posición mucho mejor para ofrecer un acuerdo que deje satisfechos a ambas partes.

¿Tiene sentido el *standstill*? ¿“Parar la pelota y negociar después” es efectivamente lo mejor para ambas partes o no? ¿Reaccionará el mercado de la misma manera que lo hizo con Ecuador? Para responder a todas estas preguntas, a continuación, tratamos de imaginarnos cómo será la “foto” de la macro en 2021, para luego enunciar las conclusiones.

### Pensando la economía post pandemia

En algunos meses el 2020 habrá pasado a ser historia y nos encontraremos haciendo pronósticos sobre el escenario macroeconómico de 2021. Si el escenario del *standstill* finalmente se materializara, el set de proyecciones macro para 2021 no sería uno más sino que cobraría una importancia mayúscula por ser el contexto en el cual el país debe renegociar (ahora sí y de una vez por todas) la deuda.

A continuación, hacemos un repaso estilizado de cómo nos imaginamos que podrían lucir las principales variables macro en 2021.

## No delegar la iniciativa: reflexiones sobre un *Standstill Agreement*

**Actividad:** la evolución de los contagios en los últimos días (con récord sucesivos de casos) sugiere que los primeros atisbos de flexibilización de la cuarentena podrían sufrir un revés o que, al menos, el calendario de flexibilización se podría retrasar. Frente a este panorama, si bien se vuelve muy difícil proyectar, estimamos que hay muchas chances de que la contracción de la economía se profundice más desde donde hoy la está viendo el consenso (-7%). La caída probablemente sea de dos dígitos. El correlato de esta situación es una fuerte contracción en los ingresos reales de la población, lo que implica una limitación para el crecimiento en 2021 en una economía donde más del 70% de la demanda agregada se explica por el consumo privado.

**Inflación:** esperamos que la inflación este año termine levemente por encima de 50%, con lo cual resulta muy improbable que el ritmo de aumento de precios en 2021 sea menor al 40%. Así lo indican los datos históricos: entre 1943 y 2018 hubo 21 años con inflaciones superiores al 50%, de las cuales solo 3 no fueron seguidas por una inflación de más del 40% al año siguiente (1992 a inicios del Plan de Convertibilidad, 1952 tras la crisis por la sequía y 1960),

**La inflación el año que viene enfrentará una complicación adicional: los precios regulados.** Dado que muy difícilmente el Gobierno decida ajustar tarifas de servicios públicos y combustibles en lo que resta del año, dicha tarea quedará para 2021. La política fiscal (en el caso de los servicios) y el desarrollo de un sector estratégico (en el caso de los combustibles) impondrán la necesidad de ajuste el año que viene.

**Política fiscal:** las proyecciones fiscales del Ministro Guzmán muestran un déficit primario de tan solo 1% del PBI para el año que viene. Como ya vimos, el crecimiento del nivel de actividad no ayudará extraordinariamente por el lado de los ingresos. Pero aún más importante, el problema que vemos en esta proyección es que no contempla una inercia fiscal que se “hereda” de 2020, y que de la mano de condiciones sociales más apremiantes, vuelve más complejo un escenario de consolidación fiscal. **En otros términos, post pandemia el déficit primario estructural del sector público es más alto.** Segundo, el ancla tarifaria, junto con un tipo de cambio que se va devaluando a un ritmo parecido a la inflación, genera un aumento en los subsidios a la energía. Finalmente, también podrían surgir algunas presiones para recomponer gasto indexado que se fue licuando con la inflación de 2020.

## No delegar la iniciativa: reflexiones sobre un *Standstill Agreement*

**Deuda pública:** cuando el Gobierno empezó a negociar el canje de deuda, el ratio de Deuda Neta/PBI esperado para fin de 2020 estaba en torno a 46%, consistente con un PBI en dólares de USD 430 Bn. Sin embargo, luego de una caída de dos dígitos y un tipo de cambio que se deprecia a un ritmo mayor, la nueva normalidad para Argentina pasa a ser un PBI de 350 Bn. **En este contexto, el nivel de Deuda Neta/PBI para Argentina pasa a ser 55% del PBI (casi 10 pp. más que cuando arrancó a negociar).**

**Política monetaria:** tras el programa monetario de crecimiento cero de la base de Sandleris, uno de los “activos” con los que contaba el Gobierno de Fernández en materia económica era un relativamente bajo nivel de pasivos remunerados del BCRA (4,4% vs. 7,0% en 2015, por ejemplo). Sin embargo, el gran rojo fiscal del Tesoro (y, en mucho menor medida, la compra de divisas del BCRA), implicarán una emisión de 6% del PBI, la cual deberá ser parcialmente esterilizada de manera tal de no hacer crecer a la base monetaria a más del 100% anual, lo que implicaría un riesgo inflacionario muy grande. Por esto, **creemos que los pasivos remunerados van a crecer este año y, de esa manera, el espacio para “esterilizar” el exceso de pesos en 2021 va a ser más limitado.**

**Tipo de cambio:** tal como señalábamos en nuestro informe de la semana pasada (ver [acá](#)), el nivel de tipo de cambio real no está en un nivel preocupante, y esperamos que la depreciación, de ahora en adelante, acompañe a la inflación. Sin embargo, **el principal riesgo que surge proviene del elevadísimo nivel de brecha cambiaria, que se encuentra en niveles récord.**

**Política:** 2021 será un año electoral, con lo que todo ello implica desde el punto de vista fiscal (para la política en general) y desde el punto de vista ideológico (para este Gobierno en particular, frente a lo que implicaría acordar con acreedores privados y/o el FMI). El índice de aprobación del Gobierno de UTDT se encuentra en máximos, pero se trata de una tendencia que se dio a nivel global en la cual las sociedades tienden a apoyar a los líderes en momentos de crisis. Cuando esto pase, probablemente el Gobierno se vea debilitado y desgastado y podría comenzar a crujiar la coalición.

### **Conclusiones finales**

Según prevemos, la “foto” de la economía dentro algunos meses seguirá siendo extremadamente compleja. Ni el control de la pandemia, ni la flexibilización completa de la actividad económica podrán borrar una configuración de desequilibrios que se acumularán en 2020 y que verán la luz el año que viene.

## No delegar la iniciativa: reflexiones sobre un *Standstill Agreement*

---

Creemos que aún en el difícil caso que los acreedores acepten una prórroga de las negociaciones, aplazar la negociación de la deuda hasta ese momento no solo no ayudará, sino que incluso podría empeorar la negociación y alejar (aún más) las pretensiones de las partes.

Entendemos que en la situación actual hay valor para el gobierno y para los acreedores en buscar cerrar un acuerdo con los niveles de quita de valor presente. Para ello, delegar la iniciativa en los acreedores para que vengan con una contrapropuesta no es una buena opción, toda vez que de alcanzar algún acuerdo que contenga las expectativas de la mayoría de ellos, por definición será el peor de todos (el más caro) para Argentina.

### ¿Cómo interpretar el default de PBA?

En este marco, la Provincia de Buenos Aires entró ayer en cesación de pagos tras no abonar los USD 115 M. ¿Cuál es nuestra interpretación al respecto?

Entendemos que lo que está buscando hacer la Provincia es esperar a la Nación dado que es clave para la sostenibilidad de la deuda provincial el hecho de que el soberano logre un acuerdo. Desde este punto de vista, el movimiento de la Provincia luce razonable: ¿para qué esforzarse a mejorar una propuesta si los acreedores todavía no saben bien a qué “exit yield” valuarla o siquiera si podrá tener acceso a los mercados internacionales?

No creemos que esto signifique un cambio radical en la postura del Gobierno Nacional respecto de la deuda (la elección de la primera opción del default). La Provincia siempre se ha mostrado tomando una postura alineada y dependiente de la que se discute en Casa Rosada y lo de ayer no es una excepción.

**ATENCIÓN INDIVIDUOS**

Alejandro Gorostiaga  
agorostiaga@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2260

**PARTNERS COMERCIALES**

María José Adamoli  
mjadamoli@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2229

**ATENCIÓN MINORISTA**

Juan Pablo Petre  
jpetre@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini  
abattaglini@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2281

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2255

**INSTITUCIONALES**

Martín Deluca  
mdeluca@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2296

**ESTRATEGIA**

José Echagüe  
jechague@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2247

## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.