

08 de abril de 2020

## Un nuevo Default

Paradójicamente, el Gobierno se anticipó y anunció un nuevo default de la deuda pública en dólares bajo ley nacional cuando más necesita el financiamiento. Se anticipó porque tenía margen para continuar pagando por varios meses mientras llevaba adelante las negociaciones. La Argentina cuenta con reservas netas por más de USD 10.000 millones y con una fuerte recesión en puerta que hundirá más las importaciones, seguramente cuando comience la liquidación de la cosecha gruesa el Banco Central tendrá margen para comprar divisas en el mercado de cambios.

El default implica un reperfilamiento de deuda por USD 10.000 millones de 2020 a no sabemos realmente cuándo. La mitad de esto corresponde al tercer reperfilamiento seguido que sufren las letes en dólares. La otra mitad a bonos que hasta el momento venían pagando intereses en tiempo y forma. Varios puntos del default llaman la atención.

- El Gobierno y puntualmente el equipo económico durmieron una larga siesta. El timing para hacer la propuesta era inmejorable en enero y febrero de este año. Las tasas de los bonos emergentes y los bonos high yields estaban cerca de sus mínimos históricos. Gran oportunidad desaprovechada. Recordar que las PASO fueron en agosto, tuvieron medio año para armar un equipo técnico y una propuesta concreta. Lo único que tenemos hasta el momento es un power point con proyecciones macro, que dicho sea de paso, no incluyen el shock de la pandemia.
- No se entiende por qué el Gobierno pagó deuda desde diciembre hasta la semana pasada si al final termina defaulteando antes de realizar una propuesta formal de canje. Es incomprensible.
- Supongamos que con esta decisión buscó anticiparse para no pagar la cuota de capital correspondiente a la amortización parcial del AY24 en mayo.

En este caso, podría haber anunciado que continuaría con el pago de intereses y que solamente reperfilaba los vencimientos de capital como muestra de buena fe para llevar a cabo la propuesta de canje. Como está redactado el decreto, no sabemos si los futuros pagos de intereses y capital serán directamente postergados o pagados mediante la emisión de nuevos bonos. Todo muy desprolijo.

Hace algunas semanas el Ministro Guzmán, cada vez más desdibujado, ratificó que los bonos en dólares con legislación argentina tendrían el mismo tratamiento que los bonos con legislación extranjera. De ser así, estamos frente a otro anuncio de default para la ley extranjera, antes de fin de mes lo sabremos dado que hay vencimiento de intereses. Algunas voces cercanas al oficialismo deslizaron este rumor durante esta semana. Por el momento, la diferencia en las paridades de los bonos entre ambas legislaciones parece indicar que correrían una suerte parecida. Si el mercado tendría como escenario base que los bonos ley extranjera seguirán pagando en tiempo y forma el diferencial de precio debería ser mayor.

BONOS LEY ARG			
ESPECIE	VTO	CUPÓN	PARIDAD
AO20	2020	8%	26%
AY24	2024	8,750%	27%
DICA	2033	8,280%	25%
PARA	2038	3,750%	23%
AA25	2025	5,750%	24%
AA37	2037	7,625%	24%
<b>PARIDAD PROMEDIO</b>			<b>25%</b>

BONOS LEY NY			
ESPECIE	VTO	CUPÓN	PARIDAD
A2E2	2022	5,625%	33%
A2E3	2023	4,625%	32%
A2E7	2027	6,875%	31%
A2E8	2028	5,875%	30%
AA21	2021	6,875%	35%
AL28	2028	6,625%	31%
AA26	2026	7,50%	33%
AE48	2048	6,875%	29%
AC17	2117	7,125%	29%
DICY	2033	8,28%	29%
PARY	2038	3,75%	31%
AL36	2036	7,125%	29%
AA46	2046	7,625%	31%
<b>PARIDAD PROMEDIO</b>			<b>31%</b>

Fuente: Elaboración propia. Precios de cierre del 7.4.2020

Algunos grandes números de la deuda bajo legislación extranjera para tomar dimensión. Durante el 2020 no hay vencimiento de capital y los intereses implican desembolsos por solamente USD 3.500 millones. El stock de deuda total bajo legislación extranjera ronda los USD 65.000 millones, lo que representa el 18% del PBI aproximadamente (no el 100% del PBI!!!!). Ahora quedan dos caminos posibles. El gobierno podría ser que anuncie el default antes de los pagos de fin de mes (USD 500 millones) y toda la deuda en moneda extranjera estaría en igualdad de condiciones. O podría pagar mientras negocia, evitar un default de la deuda ley extranjera que de acá a julio inclusive, los pagos rondan los USD1.500 millones.

Esta última alternativa tendría tres ventajas. Por un lado, mostraría buena voluntad de pago mientras avanzan las negociaciones. Por otro lado, permitiría evitar los litigios en los juzgados de Nueva York dado que los bonos siguen pagando en tiempo y forma. En tercer lugar, permitiría avanzar más rápido en el canje de la ley internacional, y de lograrlo, luego hacerlo extensible a la ley local. Entrar en default internacional por estos montos cuando no es necesario, creo que sería unos de los default más tontos de la historia, probablemente en segundo lugar luego de haber incumplido dos veces (gestión Cambiemos y AF20 gestión actual) los contratos en moneda doméstica en el reperfilamiento de pesos.

Por último, por el momento no hubo anuncios en cuanto a la deuda en pesos. De hecho, hoy se acreditó en tiempo y forma el pago de una lecap. Este punto es muy importante. Hoy el Estado, producto del desplome en la recaudación y la poca conducta fiscal, tiene un importante bache de pesos que cubre con emisión. Esa gran emisión por el momento es encajada en los bancos y no llegó al circulante. Pero si la brecha de pesos continua en el tiempo el BCRA tendrá que seguir imprimiendo para afrontar los gastos del Tesoro Nacional y las provincias. En este contexto de inercia inflacionaria es algo que deberíamos intentar minimizarlo al máximo posible. En los próximos 12 meses el Gobierno la tiene más complicada en el faltante de caja de pesos que de dólares, otra paradoja a haber roto todo en los últimos 12 años y la pandemia nos agarra con las defensas por el piso.

Hoy hay liquidez en el mercado de pesos de privados. Las tasas de plazos fijos y cauciones se desplomaron. El Tesoro debería continuar pagando la deuda en pesos y al mismo tiempo ofrecer canjes voluntarios para institucionales. Debe mostrar hasta una exagerada voluntad de pagos en la deuda en pesos para normalizar el mercado. Emitir (con esterilización) para pagar deuda en pesos creo que sin dudas es lo correcto hoy. En el corto plazo, cada vez que el Estado ratifique voluntad de pago en pesos a cada vencimiento, parte de esos pesos volverán a bonos. El TC20 paga a fin de mes y más del 75% tiene renovación asegurada dado que está en manos del propio sector público. Hacienda ya se está adelantando y ofreciendo un canje al resto. Creo que la mejor señal posible es pagar (lo que no sea canjeado) y con tan solo esta señal gran parte de esos pesos volverán a otros bonos en pesos dadas las bajísimas paridades. Para normalizar hay que pagar, no hay otra. Garantizar el mercado de deuda en moneda local es de vital importancia para evitar en los próximos meses un mayor descalabro monetario.

Felices Pascuas!!!

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