

Tres escenarios para la deuda

Resumen y conclusiones

- El rompecabezas que atraviesa Argentina hoy comenzará a rearmarse partir de la forma de tratamiento que vaya a darse a la deuda. A la actual administración no le dan los tiempos para llevarlo a cabo y el nuevo gobierno no va a tener tiempo material de postergar esta definición. Definido este punto el abanico del resto de las decisiones de política se acotan notablemente.
- El año 2020 tiene una singularidad única y destacable: post reperfilamiento, el 95% de los vencimientos de capital de la deuda pública con el sector privado corresponden a instrumentos con legislación argentina. Este dato le da margen al Gobierno para evitar el default y proponer una salida con criterios de mercado.
- En el presente reporte, analizamos los distintos escenarios y damos una visión del valor de los activos en cada caso.

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

Tres escenarios para la deuda

El rompecabezas macro-político-financiero argentino tiene hoy tantas piezas abiertas que vuelven virtualmente imposible anticipar la forma en la que se rearmará en los próximos meses. Sin embargo, sostenemos que cualquier rearmado posible comienza por la forma de tratamiento que vaya a darse a la deuda. A la actual administración no le dan los tiempos para hacerlo y el nuevo gobierno no va a tener tiempo material de postergar esta definición. Definido este punto, el abanico del resto de las decisiones de política (monetaria, fiscal, régimen cambiario y fuentes de financiamiento) se acotan notablemente. Con esa decisión sobre la mesa, las variables que definirán la coyuntura 2020 (crecimiento, inflación, tipo de cambio real y brecha cambiaria) quedan fuertemente determinadas, y con ella, una indicación más firme para los precios de los activos.

Escenarios de tratamiento de la deuda

El perfil de vencimientos de la deuda en 2020 registra una singularidad muy particular: post reperfilamiento, más del 95% de los vencimientos de capital con el sector privado corresponden a instrumentos con legislación argentina (ver gráfico 1). A partir del año siguiente, la situación se invierte. Este dato amplía el margen de maniobra del Gobierno y deja tres posibilidades para el tratamiento de la deuda. La probabilidad que uno le puede asignar a cada uno de estos escenarios es función de un conjunto de variables, donde la mayoría tienen hoy una realización incierta. A continuación, presentamos cada uno de los escenarios, explicando en qué consisten y cuál es -a nuestro entender- la probabilidad de que se materialice cada uno de ellos.

- i) Default generalizado a la 2001: corresponde al escenario más extremo ya que implicaría un incumplimiento en el pago de las obligaciones de deuda sin distinción de legislación, moneda, plazo o acreedor. Al igual que en 2001, en este escenario, la deuda con organismos multilaterales (la más importante del FMI) se mantendría corriente. Tal como venimos sosteniendo en nuestros reportes, entendemos que a pesar de los enormes desafíos que definen a las actuales circunstancias, la rigidez de la deuda y la baja proporción de los acreedores privados en el total vuelven inviable un default generalizado. Entendemos que las declaraciones de Alberto Fernandez “Argentina no tiene posibilidad de caer en default si yo soy Presidente” y Mauricio Macri sobre este punto abonan esta interpretación.

Tres escenarios para la deuda

- ii) Reprogramación voluntaria / Canje a la uruguayaya: como analizamos en nuestro reporte "[¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?](#)", ésta es una posibilidad cierta de encarar el problema con criterios de mercado. Se trata de una propuesta "amigable" que contemple extensión de plazos, algún eventual recorte de intereses y excluya quitas de capital. El universo de bonos elegibles abarcaría a los bonos con vencimientos más próximos (ver nuestro reporte "[Canje: elige tu propia aventura](#)").

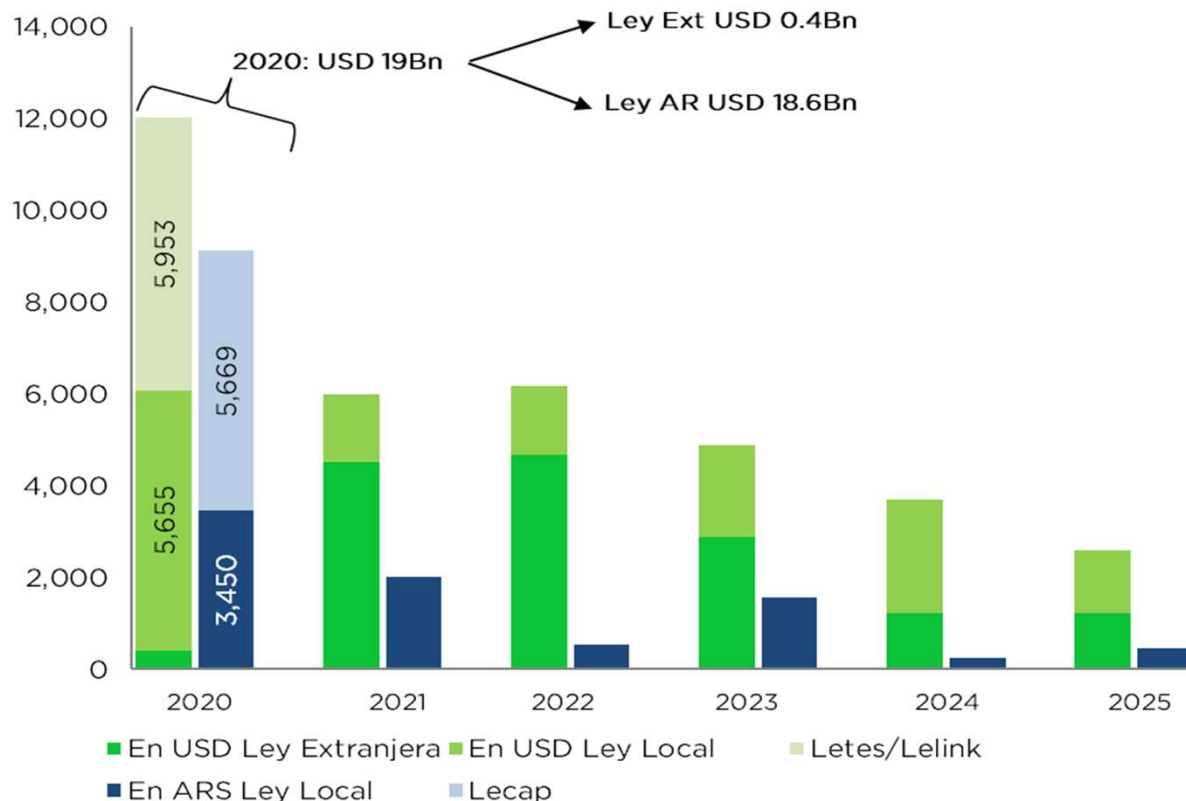
Este escenario tiene algunos contratiempos prácticos: la implementación de una operación de estas características no es instantánea. La experiencia internacional indica que, en el mejor de los casos, se requieren dos meses. Si tomamos la fecha del anuncio de Lacunza, el canje se debería concretar en la fecha de la elección presidencial, lo cual vemos muy poco probable (además, todavía ni siquiera se presentó el proyecto en el Congreso). En otras palabras: en la situación actual, de materializarse este escenario el canje recién sería llevado a cabo por el próximo Presidente.

- iii) Canje en dos etapas: este es un escenario intermedio entre los dos analizados previamente. Consiste, en un primer momento, en ofrecer un canje (¿voluntario?) para los instrumentos con ley local que representan el más del 95% de los vencimientos de capital de 2020 y con ello ganar tiempo para poder ofrecer, más adelante, un segundo canje más amplio para la deuda con ley internacional. Para volver más atractivo el canje local, éste podría contemplar una cláusula de reversibilidad: los tenedores de los nuevos instrumentos podrían tener el derecho a participar del segundo canje en iguales términos y condiciones. Entendemos que una propuesta de estas características debería contar con buena receptividad por parte de los bonistas, especialmente teniendo en cuenta la experiencia reciente de reprogramación unilateral de Letes y Lecaps, también regidos por ley local.

El año que viene, Argentina deberá enfrentar vencimientos de capital de bonos en manos del sector privado por USD 19.0bn, de los cuales USD 18,6bn son legislación local (USD 5,7bn bonos en USD; USD 3,5bn bonos en ARS; USD 5,9bn letes/lelink y USD 5,6bn lecaps/lecer). Solo USD 0,4bn del bono internacional en francos suizos corresponden a vencimientos de ley extranjera del año que viene. Esta operación alivianaría significativamente el programa financiero del 2020 y permitiría "comprar tiempo" para poder hacer una restructuración voluntaria y ordenada para los bonos globales.

Tres escenarios para la deuda

Post reperfilamiento más del 95% de los vencimientos de capital con el sector privado corresponden a instrumentos con legislación argentina



Fuente: Consultatio Investments en base a Ministerio de Hacienda

Una cuestión adicional (y muy importante) que atraviesa a cada uno de los escenarios de forma transversal es la opinión del FMI. Claramente, el organismo no apoyaría la hipótesis planteada en el escenario i) de default generalizado, y frenaría automáticamente los desembolsos agendados para 2020 por aproximadamente USD 4,0bn. Cabe recordar que una de las condiciones que el FMI se autoimpone para activar un desembolso es que “haya perspectivas de recuperar acceso a los mercados de capitales privados dentro de una ventana temporal”.

Pero definitivamente sí debería apoyar los escenarios ii y iii) como hizo con Ucrania y Uruguay, entre otros. Conceptualmente, la decisión que tome el próximo gobierno en relación con tratamiento de la deuda también tendrá implícito una decisión sobre qué tipo de relación quiere llevar con el organismo.

Desde el punto de vista de mercado, a los precios actuales los bonos claramente no tienen valor en el escenario i), pero si lo tienen en los escenarios ii y iii), a nuestro criterio los más probables.

Tres escenarios para la deuda

Tipo de cambio: mind the gap

Las medidas de control de cambios anunciadas el domingo pasado merecen un párrafo aparte. Si éstas prueban ser eficaces y logran reducir significativamente el drenaje de reservas que el BCRA enfrentó desde las PASO, entonces la probabilidad de un escenario extremo de default generalizado se reduce significativamente y la credibilidad y factibilidad de una propuesta de canje más “amigable” sube.

Otra medida de la eficacia de los controles (aparte de la variación de las reservas del BCRA) es la magnitud de la brecha cambiaria (la diferencia entre el dólar contado y el contado con liquidación). A la hora de hacer una evaluación de la misma, el paralelismo con el “cepo” del período 2011-15 se vuelve inevitable porque es el antecedente más cercano.

En aquel período, el promedio de la “brecha” fue 40% con un máximo que llegó a ser del 80%. Sin embargo, entendemos que aquel período no es un buen espejo para mirar la situación actual por las siguientes razones:

La brecha cambiaria en perspectiva



Fuente: Consultatio Investments

Tres escenarios para la deuda

- 1) No todos los controles de cambios son iguales. Los controles de cambios aplicados recientemente son más laxos en lo que se refiere a la compra de dólares para atesoramiento de personas físicas, no tiene restricción para el turismo, la importación y las transferencias al exterior y tampoco regulan la operatoria de contado con liquidación.

2011 vs 2019: no todos los cepos son iguales

	2011	2019	
Atesoramiento	Personas físicas	% del sueldo	USD 10k para todos
	Personas jurídicas	sin acceso	sin acceso
	No residentes	sin acceso	Límite de 1000 mensuales
Giro Utilidades	Con autorización previa	Con autorización previa	
Importaciones	DJAI	Sin restricción	
Exportaciones	Plazo liquidación	Plazo liquidación	
Turismo	Cupo compra USD + Retención gastos en ext	Sin restricción	
Stock de deudas en ME	Sin restricción a los pagos	Sin restricción a los pagos	
Transferencias al exterior	Algunos rubros (servicios, tarjeta)	Sin restricciones	
Contado con liqui	Limitación ene-15; luego justicia revirtió	No regulado	

- 2) El contexto macro de aquel período también era muy distinto. Al momento de ingresar al cepo en 2011, el tipo de cambio real era casi 20% más bajo del actual, la economía estaba más monetizada, la tasa de interés real era mucho más baja y el riesgo país también (lo que hacía que la dolarización vía la compra de un bono corto en dólares fuera una opción más atractiva). El único aspecto comparable era el ritmo de salida de capitales, que tanto hoy como en aquel entonces, estaba en torno al 4,5% del PBI.

El cepo de 2011 no es un buen espejo

Variable financiera	sep-11	ago-19	Diferencia
Nivel TCR (indizado a hoy)	46.1	56.0	21.5%
Base monetaria/PBI	8.38%	5.94%	-2.4pp.
M3/PBI	22.0%	17.0%	-5.0pp.
Badlar real Prom U12M	-8.0%	3.1%	+11.1pp.
Salida de Cap U12M/PBI	4.1%	4.7%	0.7%
Prima de riesgo	878	2532	1654
Tenencias de no residentes en bonos en ARS	Nula	Significativa	Aumentó
Brecha 1er mes	10%	?	?
Var TCN 1m	1.1%	?	?

Fuente: Consultatio Investments

Tres escenarios para la deuda

Con estas aclaraciones, tenderíamos a pensar que una brecha cambiaria de equilibrio en torno a 10% luce razonable. De hecho, este fue el comportamiento que observó en la semana, donde la brecha se mantuvo en un rango entre el 8% y el 12%. Sin embargo, hay un elemento que hay que tener en cuenta: de acá a noviembre vence un total de USD 2,500 millones entre cupones y amortizaciones de bonos en pesos con gran participación de tenedores extranjeros que podrían ejercer algo de presión al contado con liquidación en el corto plazo.

Fechas clave: vencimientos de deuda en ARS próximos meses

Fecha	Nombre	Interes en USD M	Capital USD M	Monto USD M	Monto \$ M
13-sep-19	LECAP \$		268	268	16,095
21-sep-19	BOPOMO 2020	410		410	24,594
30-sep-19	LECAP \$		338	338	20,258
30-sep-19	LECER \$		207	207	12,404
3-oct-19	BOCAN 2022	115		115	6,890
3-oct-19	LELINK		92	92	5,495
3-oct-19	BONTE 2021	95		95	5,688
11-oct-19	LECAP \$		101	101	6,036
17-oct-19	BONTE 2023	86		86	5,132
17-oct-19	BONTE 2026	125		125	7,484
31-oct-19	LECAP \$		278	278	16,650
5-oct-19	LELINK		67	67	4,029
15-nov-19	LECAP \$			0	5,966
21-nov-19	BONTE 2020	218		218	13,092
29-nov-19	LECAP \$		155	155	9,295
Total		1,048	1,504	2,552	159,107

Nota: (i) Se dolarizan pagos a TCN de \$/US\$ 60; (ii) se supone que del total del outstanding de Lecaps/Lecer/Lelink un 15% es de personas físicas (no reperfiladas) y un 85% es personas jurídicas (reperfiladas).

Fuente: Consultatio Investments

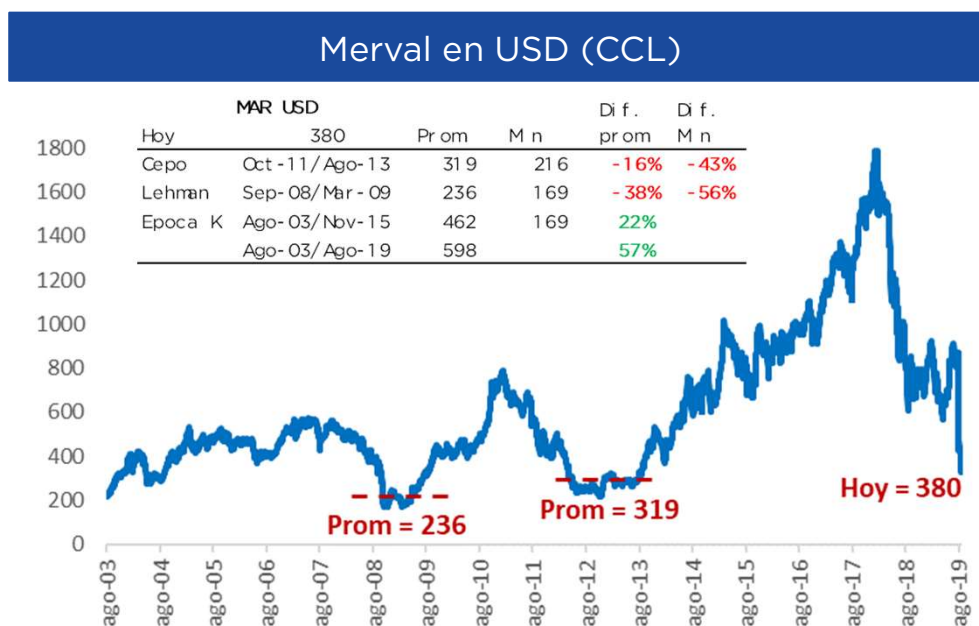
Este aspecto de mercado, que no estaba presente en el período 2011-15, es importante y no debe ser soslayado. En particular, el pago de cupón de los Argpom (21-sep) y los Botes (3-oct y 17-oct), al tener una alta participación de no residentes entre los tenedores, son fechas claves que habrá que seguir de cerca. Conclusión: en el corto plazo, los factores técnicos podrían presionar para un valor superior de brecha que implique que los controles de capitales deban profundizarse.

Tres escenarios para la deuda

¿Llegó al piso el Merval?

Tras la elevada volatilidad en las acciones con subas y bajas diarias en torno al 10% debido al contexto de incertidumbre política, creemos relevante abstraernos del corto plazo para buscar niveles de referencia más amplios en el tiempo. En este sentido, con la imposición actual del control cambiario comparamos con el periodo del cepo iniciado en octubre del 2011 hasta agosto 2013, donde el mercado comenzó a subir por expectativa de cambio político en 2015. En ese lapso el índice Merval Argentina (MAR) en dólares tuvo un precio promedio de USD 319 puntos con mínimos de USD 216 puntos. Otro periodo para destacar fue la crisis internacional entre septiembre 2008 y marzo 2009 donde el índice MAR operó en promedio en USD 236 puntos con mínimos de USD 169 puntos.

Asimismo, si medimos el periodo de los gobiernos Kirchneristas 2003-2015 el índice muestra un promedio de USD 462 puntos. Actualmente, luego de cotizar en USD 328 puntos al inicio de la semana, finaliza con una significativa mejora a USD 380 puntos. En el cuadro detallamos las variaciones respecto de los periodos mencionados para tener una referencia mas clara de mediano plazo. Si bien resulta incierto saber cuál será la política económica de Alberto Fernández y como resolverá el problema de la deuda, creemos que en estos niveles hay oportunidad de compra con miradas de mediano plazo (12/18 meses) pero comprendiendo que continuara la elevada volatilidad e incluso podrían darse puntos de entrada mejores a los actuales en los próximos meses.



BANCA PRIVADA

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

ATENCIÓN MINORISTA

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

INSTITUCIONALES

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

PARTNERS COMERCIALES

Gisela Alonso
galonso@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2212

ESTRATEGIA

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

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206-2255

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

Disclaimer

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 descritos, 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 Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV.

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 cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.