

¿Y si pagan? El vehículo para apostar al no default

Si asumimos que tanto el actual Gobierno como el próximo tienen voluntad de pago, la pregunta del millón pasa a ser cuál es la capacidad que tienen para llevarla a cabo. Esta pregunta reviste una importancia insoslayable si tenemos en cuenta que la renegociación de un canje con privados y un nuevo programa con el FMI podría llevar varios meses.

La gran incógnita es la capacidad de pago de la deuda en dólares, dado que la deuda en moneda local, en un escenario extremo y hasta tanto no se haga efectivo un nuevo programa con el FMI y no se cierre una restructuración de la deuda con privados, podría ser financiada con emisión de pesos del BCRA. Para responder a este interrogante hicimos una proyección de las reservas netas del BCRA, asumiendo que el Tesoro, luego de agotar sus depósitos en dólares, recurre a ellas para hacer frente a los pagos de deuda (ver anexo).

El resultado que obtuvimos es que, en un escenario pesimista, la capacidad de pago de la deuda en dólares se agotaría en mayo de 2020. En un escenario más "normal" (base), las reservas internacionales alcanzan para atender los pagos de deuda (amortizaciones e intereses) en todo el 2020, período durante el cual se debería alcanzar acuerdos con el FMI y los acreedores privados.

A continuación, analizamos tres bonos que podrían verse beneficiados de la conjunción entre voluntad y capacidad de pago a principios del año que viene. Para aquellos que crean que un escenario como el que describimos es plausible, entendemos que la mejor apuesta es el AF20.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

Valores a hoy	AF20			A2M2			TC20*		
Precio	37.69			79.00			99.30		
FX spot	57.81			57.81			57.81		
CCL	66.45			66.45			66.45		
Escenarios de retorno	AF20			A2M2			TC20*		
Vencimiento	13-Feb-20			6-Mar-20			28-Apr-20		
FX spot esperado	69.60			71.40			72.50		
Brecha cambiaria	15%	50%	100%	15%	50%	100%	15%	50%	100%
CCL @ FX spot esperado	80.04	104.40	139.20	82.11	107.10	142.80	83.38	108.75	145.00
Cobro final en moneda original	107			232			317		
Cobro final @ FX spot	107.13			3.25			4.37		
Cobro final @ USD libres	93.15	71.42	53.56	2.82	2.16	1.62	3.80	2.92	2.19
Retorno directo en USD libres	147%	89%	42%	137%	82%	37%	154%	95%	46%
TCR base dic-15= 100	146	191	254	146	191	254	146	191	254

* Asumimos que el cupón del 28-oct-19 se cobra al vencimiento junto con la amortización final, sin capitalización de los mismos.

Proyectando las reservas netas del BCRA

El ejercicio que realizamos consiste en estimar todas las necesidades y fuentes de dólares que tendrá la economía en los próximos meses con el objetivo de determinar si las reservas netas del BCRA alcanzan para que el soberano pueda atender a los servicios de la deuda en moneda extranjera. Es importante tener presente que no estamos analizando el programa financiero del Gobierno: asumimos que, si las fuentes financieras del Tesoro no son suficientes para cubrir las necesidades, éste recurrirá a utilizar las reservas del Banco Central para hacer frente a sus obligaciones. Entendemos que un escenario de este tipo podría tener lugar en el contexto de una negociación con el FMI y acreedores privados que está en curso y se extiende por algunos meses.

A continuación detallamos los supuestos que utilizamos para estimar cada una de las necesidades y fuentes de dólares de la economía en los próximos meses.

Necesidades de USD

- Servicios de deuda del Tesoro Nacional: contabilizamos tanto las amortizaciones como los intereses de los bonos en moneda extranjera en manos de privados. Incluimos tanto bonos en ley extranjera, como bonos en ley local y Letes. Asimismo, también contabilizamos las amortizaciones y los intereses de préstamos de organismos multilaterales y bilaterales.
- Servicios de deuda de Provincias: contabilizamos los pagos de capital e intereses que deben hacer las provincias por los bonos en dólares que tienen en circulación.
- Servicios de deuda de compañías: en el escenario pesimista, asumimos que las compañías tienen liquidez en dólares para afrontar tan solo el 10% de los servicios de deuda en moneda extranjera, teniendo que recurrir al mercado por el 90% restante. En el escenario base, suponemos que las compañías cuentan con un 50% de la liquidez en moneda extranjera para atender a los pagos, por lo que su demanda de dólares es mucho menor.
- Dolarización de personas físicas: teniendo en cuenta que, en el actual contexto de controles de cambio, las personas físicas se enfrentan a un límite máximo de compra de divisas para atesoramiento de USD 10.000 mensuales, estimamos que la dolarización de los hogares ascendería a un promedio de USD 1.000 M mensuales en el escenario pesimista y USD 500 M en el escenario base. Tener presente que, en el período anterior de controles de capitales (2011-2015), el promedio mensual de formación de activos externos fue de USD 300 M.

Fuentes de USD

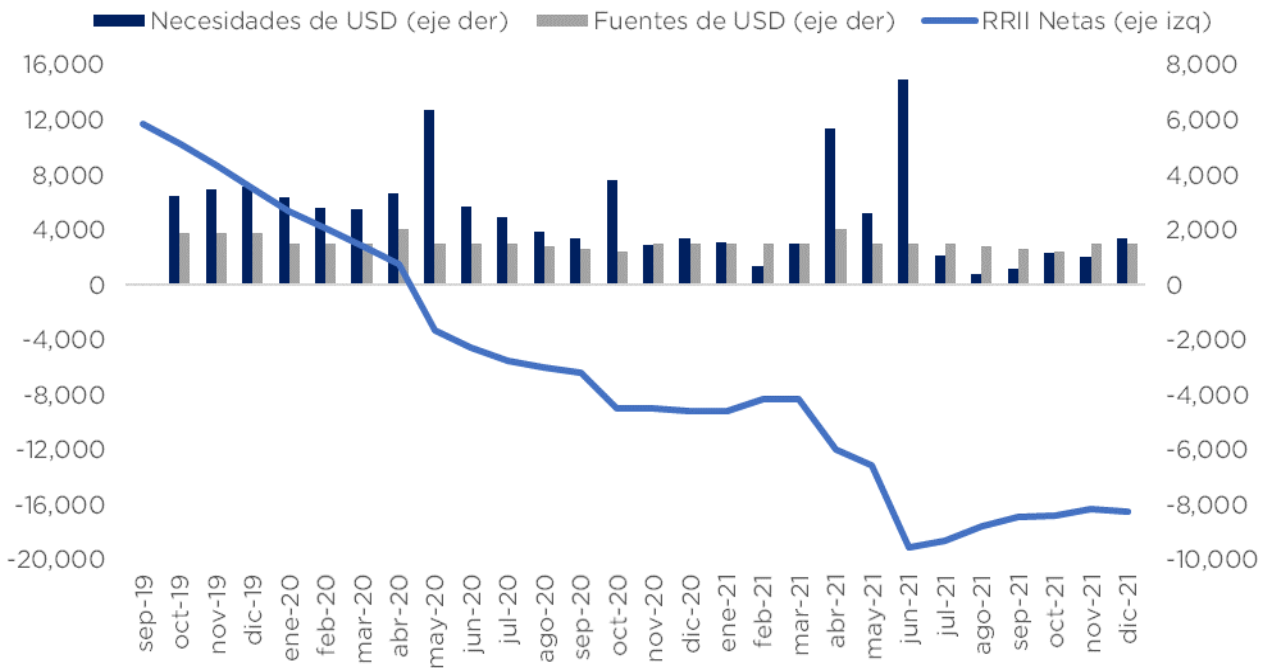
- Depósitos del Gobierno: estimamos que el Gobierno Nacional tiene aproximadamente USD 1.000 M en depósitos en moneda extranjera en bancos comerciales, y prácticamente nada (USD 100 M) en el BCRA. Suponemos que lo utiliza linealmente durante los últimos tres meses de 2019.
- Organismos multilaterales: en el escenario pesimista, asumimos que el FMI no hace ningún desembolso y que el resto de los organismos no renuevan los vencimientos. En el escenario base, suponemos que se logra un acuerdo con el FMI en marzo, por lo que el organismo realiza un desembolso de USD 6.700 M en esa fecha; el resto de los organismos renueva los servicios de capital de la deuda, pero no los intereses.
- Balanza comercial de bienes y servicios: proyectamos un superávit de USD 1.500 M mensuales, en línea con el promedio de los últimos 4 meses, según el balance cambiario del BCRA. Asumimos cierta estacionalidad ligada a las exportaciones del complejo agrícola.

Por último, nuestro modelo contempla que la diferencia entre las necesidades y flujos de dólares sea explicada por la variación de las reservas netas del BCRA. El stock de partida que estimamos de las reservas netas a fin de septiembre de 2019 es de USD 11.667 M. Dicho número se compone de un stock de reservas brutas de USD 50.090 M, al cual se le sustraen USD 20.670 M correspondientes al swap de China y otros pasivos, USD 7.808 M de encajes de depósitos en dólares y USD 7.275 M de depósitos del Tesoro en el BCRA, dentro de los cuales USD 7.200 se explican por el depósito de “Fortalecimiento de Reservas”, que asumimos que el Tesoro no utiliza para financiar pago de deuda.

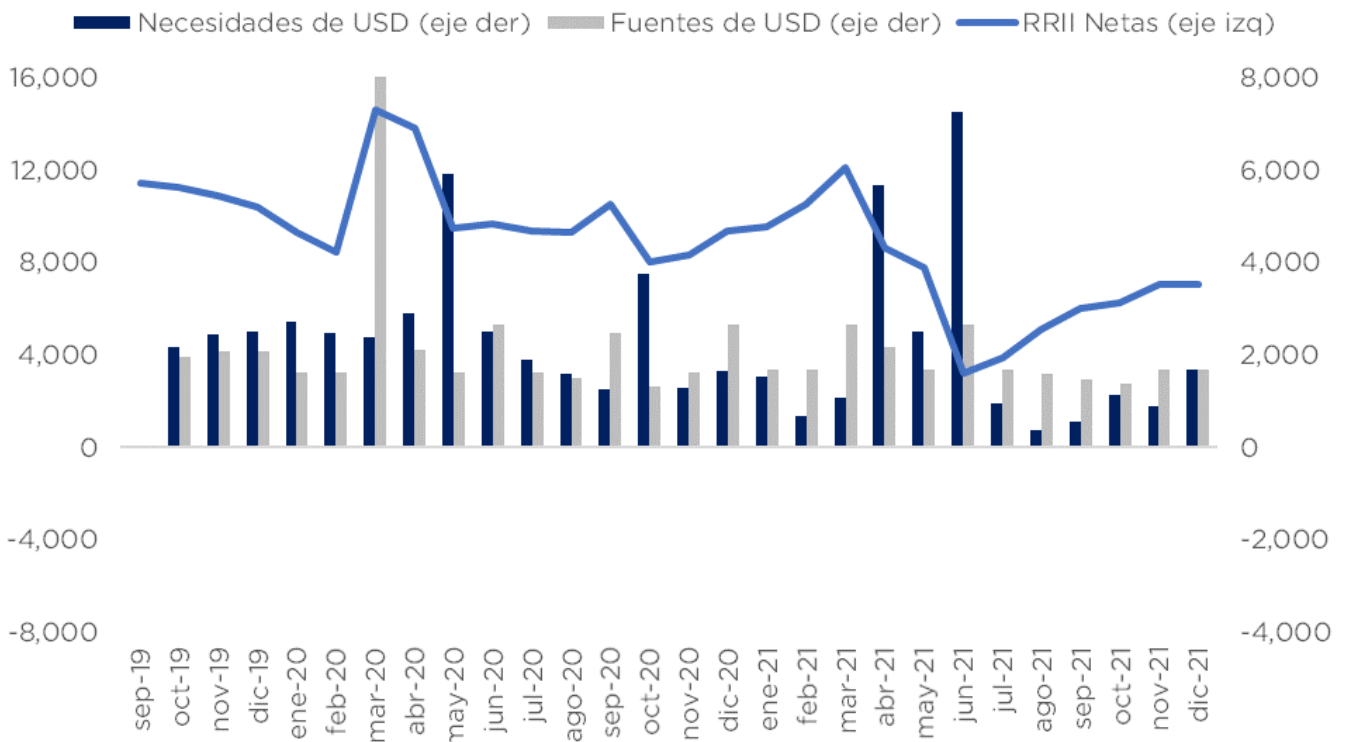
Estimación de necesidades y fuentes de USD de la economía: escenario pesimista
Flujos acumulados desde fines de sep-19 hasta la fecha indicada; en millones de USD

Estimación de necesidades y fuentes de USD de	sep-19	dic-19	abr-20	may-20
Necesidades de USD		10256	22222	28552
Bonos Soberanos en USD		4950	12150	17250
Amortizaciones bonos USD		0	0	1100
Amortizaciones IFIs y préstamos bilaterales		500	1200	3300
USD Letes		1900	5800	6700
Cupones USD		2550	5150	6150
Bonos Provinciales en USD		488	1343	1532
Servicios Bonos Prov en USD		488	1343	1532
Bonos Corporativos en USD		318	1029	1270
Servicios netos Bonos Corp en USD		318	1029	1270
Dolarización hogares		4500	7700	8500
Formación Activos Externos personas físicas		4500	7700	8500
Fuentes de USD		5578	12078	13578
Depósitos del Gobierno		1078	1078	1078
Depósitos en BCRA		78	78	78
Depósitos en Bancos Comerciales		1000	1000	1000
IFIs		0	0	0
Desembolsos FMI		0	0	0
Desembolsos IFIs		0	0	0
Exportaciones		4500	11000	12500
Balanza comercial bs y svcss		4500	11000	12500
Necesidades - Fuentes de USD		4678	10144	14974
Stock RRII Netas	11667	6989	1523	-3307

Evolución de RRII Netas del BCRA: Escenario pesimista



Evolución de RRII Netas del BCRA: escenario base



Estimación de necesidades y fuentes de USD de la economía: escenario base
Flujos acumulados desde fines de sep-19 hasta la fecha indicada; en millones de USD

Estimación de necesidades y fuentes de USD de	sep-19	dic-19	abr-20	may-20
Necesidades de USD		7115	17565	23488
Bonos Soberanos en USD		4950	12150	17250
Amortizaciones bonos USD		0	0	1100
Amortizaciones IFIs y préstamos bilaterales		500	1200	3300
USD Letes		1900	5800	6700
Cupones USD		2550	5150	6150
Bonos Provinciales en USD		488	1343	1532
Servicios Bonos Prov en USD		488	1343	1532
Bonos Corporativos en USD		177	572	706
Servicios netos Bonos Corp en USD		177	572	706
Dolarización hogares		1500	3500	4000
Formación Activos Externos personas físicas		1500	3500	4000
Fuentes de USD		6078	19914	21514
Depósitos del Gobierno		1078	1078	1078
Depósitos en BCRA		78	78	78
Depósitos en Bancos Comerciales		1000	1000	1000
IFIs		500	7836	7936
Desembolsos FMI		0	6736	6736
Desembolsos IFIs		500	1100	1200
Exportaciones		4500	11000	12500
Balanza comercial bs y svcss		4500	11000	12500
			0	
Necesidades - Fuentes de USD		1037	-2350	1973
Stock RRII Netas	11455	10418	13804	9481

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("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 es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° 351 y Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n°47 , en ambos casos 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.