Default: el remedio puede ser peor que la enfermedad

Viernes
20
CONSULTATIO WEEKLY REPORT

Resumen y conclusiones

- La magnitud del impacto del COVID-19 en la economía local alteró, entendiblemente, todas las prioridades de la agenda del Gobierno. La pregunta que nos hacemos es si también alteró el rumbo.
- La agenda hasta acá consistió en ordenar el frente financiero (reestructurar la deuda) para después poder encarar la agenda macroeconómica. Con la declaración de la emergencia sanitaria y consecuente "apagón económico", esta agenda necesita una reválida.
- La conferencia del ministro Guzmán del viernes por la tarde, donde explicó los lineamientos de la sostenibilidad de la deuda, parecería ser una señal de que la agenda se mantiene. Sin embargo, si el deterioro del contexto externo se sigue profundizando, las presiones políticas e internas del Gobierno para abandonar el camino de la reestructuración podrían intensificarse.
- Frente a este panorama, nos preguntamos si realmente vale la pena continuar por el camino de la reestructuración en un mundo tan complejo. Nuestra posición es que el default trae beneficios de corto plazo muy marginales, no resuelve ninguno de los problemas centrales que hoy tiene Argentina y agrega otros que hoy no están en la agenda.

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

Default: el remedio puede ser peor que la enfermedad

En esta coyuntura global y local tan compleja, los precios de mercado de los bonos argentinos siguen marcando nuevos mínimos y, con paridades en torno a 25% ya prácticamente descuentan un evento de default. Esta corrección de mercado cuenta con una explicación clara y razonable: el valor de cualquier oferta de canje que el Gobierno pueda de hacer cayó sensiblemente junto con el desmejoramiento global.

Hay dos factores que explican esta caída. Por un lado, la "exit yield" a la que se deberían descontar los nuevos bonos subió sensiblemente. Para graficar este punto se puede mencionar que el índice EMBI, que tenía un rendimiento de 4,8% en dólares el 20-feb subió hasta un 8,7% al cierre del jueves. Traduciendo este movimiento a niveles criollos, esto quiere decir que, si antes pensábamos en una "exit yield" de 10% para valuar los nuevos instrumentos, hoy deberíamos estar más cerca del 15%. Lo que implica este aumento en el costo del financiamiento es que, de persistir las condiciones externas actuales, el país se verá imposibilitado de acceder a financiamiento adicional incluso luego de una eventual restructuración relativamente exitosa.

Por otro lado, los términos que el Gobierno debe ofrecer para hacer sostenible la deuda también son menos amigables porque los fundamentos empeoraron. Los recortes en la expectativa de crecimiento global que suceden a cada minuto erosionan las proyecciones de crecimiento local e impactan indirectamente en la capacidad de generación de divisas vía menores precios de materias primas, principalmente soja y petróleo. Como si esto fuera poco, el "apagón" de actividad ocasionado por la cuarentena demanda medidas de política que empeoran todavía más un resultado fiscal primario que empezó con el pie izquierdo y que, a esta altura, ya se consumió con creces los aumentos de impuestos anunciados en diciembre pasado.

Frente a este panorama, las presiones internas y políticas para que el Gobierno comience a preguntarse si vale la pena o no abandonar la agenda de la deuda han ido en aumento. Concretamente, la posibilidad de abortar el cronograma del ministro Guzmán y, consecuentemente, dar por terminadas las negociaciones con acreedores privados (si es que alguna vez empezaron) es una posibilidad que empezó a descontarse con la caída de los precios.

Nuestra posición en este punto es que el default trae beneficios de corto plazo muy marginales, no resuelve ninguno de los problemas centrales que hoy tiene Argentina y agrega otros que hoy no están en la agenda. A continuación, detallamos esta visión:

Default: el remedio puede ser peor que la enfermedad

¿Qué beneficios tiene el default?

- Ahorro de reservas internacionales: Al decidir no hacer más pagos de deuda en dólares, el Gobierno dejaría de echar mano a las reservas del BCRA para pagar intereses (como está haciendo ahora) y capital. La magnitud de ese ahorro dependerá de qué deuda se dedica dejar de pagar (¿ley internacional únicamente o también local?; ¿y la deuda con organismos?).

- Menor presión sobre el tipo de cambio oficial: La menor demanda de divisas para pagar deuda de parte del Gobierno probablemente le quitaría algo de presión al tipo de cambio oficial, aunque este impacto en un mercado de cambios tan regulado probablemente sea poco significativo.

- Menor déficit financiero del Gobierno: al dejar de pagar intereses de deuda, el déficit financiero del Gobierno quedaría reducido al déficit primario (con excepción de los intereses de la deuda en moneda local y la de dólares ley local, si es que no se defaultea). Esto, a su vez, podría generar cierto espacio fiscal en el corto plazo para expandir gasto público.

¿Qué problemas no resuelve el default?

- Desequilibrio fiscal primario: la decisión de dejar de honrar la deuda tiene impacto en el déficit financiero, pero no en el resultado primario. Resolver este problema requiere atacar los subsidios (ajustar tarifas), la cuestión previsional (jubilaciones), el gasto social (asignaciones), el gasto de capital o subir todavía más impuestos.

- Capacidad para crecer: desde hace 10 años, Argentina enfrenta un problema de crecimiento asociado, entre otros factores, a la falta de previsibilidad y disponibilidad de divisas. El default agravaría todos estos problemas.

- Elevada presión impositiva: En línea con lo anterior, el default no solo no resuelve este problema, sino que puede profundizarlo todavía más.

- Elevada inflación: las causas de la inflación no tienen que ver la decisión de honrar los servicios de deuda o no. De hecho, los niveles de inflación en el período 2011-2015 ya eran elevados y el Gobierno no contaba con acceso al financiamiento externo. La inflación tiene mucho más que ver con la emisión monetaria y, en todo caso, con la estrategia a seguir en la deuda en moneda local.

Default: el remedio puede ser peor que la enfermedad

- Contexto internacional adverso: si la crisis por el COVID-19 evoluciona en una depresión global mucho más grave, la economía argentina sufrirá sus consecuencias por el lado real (menor comercio internacional y precios de materias primas).

¿Qué problemas nuevos trae el default?

- Caída de la actividad y aumento del desempleo: la evidencia empírica sugiere que la contracción del PBI luego del anuncio del default es entre 5 y 10% (o 1,2% por cada año en el que el país se encuentra en default). De hecho, si tomamos como referencia la crisis de la convertibilidad, y analizamos la evolución del nivel de actividad desde el pico previo hasta el default, la economía argentina podría caer un 15% tras una eventual default.

- Pérdida de dinamismo de las exportaciones: la literatura económica que estudió esta relación indica que los defaults dañan profundamente a los exportadores vía sanciones legales y una reducción en el crédito comercial (trade credit). Algunos estudios indican que los efectos negativos son cortos (1 o 2 años), aunque otros afirman que pueden llegar a durar hasta 15 años.

- Pérdida de acceso a los mercados internacionales: un default soberano excluiría por un tiempo indeterminado al acceso al financiamiento externo. De este modo, si eventualmente la actividad económica se recupera y la economía incurre en un déficit de cuenta corriente, las opciones que quedan son perder reservas o devaluar el tipo de cambio. Tampoco sería posible acceder a financiamiento para obras de infraestructura a gran escala, dado que el mercado local es muy chico. Incluso si eventualmente el país llegara a poder retomar el acceso al financiamiento externo, la evidencia indica que lo hará a un costo mayor. Estos efectos que aplican para el soberano, también afectan en su gran mayoría a provincias y compañías (con algunas excepciones), lo que podría generar defaults de estos créditos al verse imposibilitados de refinanciar vencimientos.

- Mayor tensión en la relación con el FMI: Resultaría muy difícil entrar en un nuevo programa con el FMI en el contexto de un default al sector privado y, por lo tanto, se tornaría casi imposible la reprogramación de los abultados vencimientos con el FMI para el 2022 y 2023, que resultan impagables.

- Shock negativo al mercado de deuda en moneda local: Si bien no hay relación directa, un default soberano para la deuda en dólares complicaría aún más la normalización del mercado de deuda en moneda local, que ya viene golpeado.

Default: el remedio puede ser peor que la enfermedad

- Costos políticos: la evidencia empírica indica que la administración que declara el default pierde alrededor de un 15% de apoyo en el electorado y que las chances de perder la próxima elección superan el 80%. En ese sentido, las chances de reemplazar el ministro de economía aumentan más de un 30%. Estos números no hacen más que confirmar los efectos económicos negativos del default. En el caso particular del Gobierno de Fernández, creemos que los efectos podrían ser aún peores dado que el mandato principal de su administración se suponía que era resolver el problema de deuda y, además, la coalición gobernante muestra un bajo nivel de cohesión interna.

Como se desprende de los párrafos anteriores, la opción del default trae muy pocos beneficios, no resuelve los problemas de base de la economía y genera una gran cantidad de efectos negativos sobre la sociedad. Por esto, esperamos que el Gobierno evite sucumbir ante la tentadora excusa de "el mundo se nos cayó encima" y mantenga la agenda planteada inicialmente por Guzmán. Si finalmente se opta por el camino correcto, de todos modos, creemos que es necesario golpe de timón en la estrategia oficial.

Desde nuestra perspectiva, la estrategia errática con la que ha encarado el Gobierno el problema de la deuda tiene su raíz en un error de diagnóstico: Argentina no tiene un problema de solvencia y, por ende, una quita muy agresiva (o, en el extremo, un default) no es la solución. Argentina tiene un problema de liquidez que profundiza otros problemas de base como el desequilibrio fiscal, la elevada inflación, el estancamiento económico y una incapacidad de generar dólares genuinos.

Ya sea patear el tablero y declarar el default o continuar con las negociaciones con la misma postura no solo no soluciona los verdaderos problemas, sino que los profundiza. El remedio puede ser peor que la enfermedad.

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 Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 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 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 d e 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 deasumir, 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.