



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 42 - Edición N° 1014 – 25 de Mayo de 2020

A la cura del inoportuno default

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

BROKERS / ACPA

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

A la cura del inoportuno default¹

El gobierno demoró demasiado el inicio de las negociaciones y, en el momento clave, su posición quedó debilitada por la pérdida de reservas, la ampliación de la brecha cambiaria y una propuesta que fue rechazada por más del 80 % de los bonistas. Así, la deuda argentina entró en situación de default, si bien no a la manera de 2001, cuando el Congreso aplaudía, pero con consecuencias legales y económicas que requieren una rápida reversión, una “cura” del impago. No podrá impedirse, de todos modos, el cambio en la nota de las calificadoras de riesgo y la activación de los seguros contra default en Estados Unidos. En las últimas horas, el gobierno extendió los plazos del proceso hasta el 2 de junio, y podría efectuar cambios en la propuesta, con tiempos que de todos modos son exiguos en términos legales, incluida una nueva votación entre los bonistas. Es posible que el ministerio de Economía esté dispuesto a subir entre 8 y 9 puntos de valor presente la oferta original, que había sido valuada en 33 dólares con una tasa de descuento del 12 %. Pero, aún así, subsistiría una brecha de 8 dólares con el grupo de acreedores con mayor poder de negociación. Hubiera facilitado las cosas la elaboración previa de un plan que revise las políticas que llevaron a 9 años de estanflación, porque en ese caso la Argentina no tendría problemas para pagar en el largo plazo los 66 mil millones de dólares que están en juego, y porque los bonos surgidos del canje tendrían demanda asegurada....

¹ Una versión de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 24 de Mayo de 2020

El gobierno demoró demasiado el inicio de las negociaciones y, en el momento clave, su posición quedó debilitada por la pérdida de reservas, la ampliación de la brecha cambiaria y una propuesta que fue rechazada por más del 80 % de los bonistas. Así, la deuda argentina entró en situación de default, si bien no a la manera de 2001, cuando el Congreso aplaudía, pero con consecuencias legales y económicas que requieren una rápida reversión, una “cura” del impago. No podrá impedirse, de todos modos, el cambio en la nota de las calificadoras de riesgo y la activación de los seguros contra default en Estados Unidos. En las últimas horas, el gobierno extendió los plazos del proceso hasta el 2 de junio, y podría efectuar cambios en la propuesta, con tiempos que de todos modos son exiguos en términos legales, incluida una nueva votación entre los bonistas. Es posible que el ministerio de Economía esté dispuesto a subir entre 8 y 9 puntos de valor presente la oferta original, que había sido valuada en 33 dólares con una tasa de descuento del 12 %. Pero, aún así, subsistiría una brecha de 8 dólares con el grupo de acreedores con mayor poder de negociación. Hubiera facilitado las cosas la elaboración previa de un plan que revise las políticas que llevaron a 9 años de estanflación, porque en ese caso la Argentina no tendría problemas para pagar en el largo plazo los 66 mil millones de dólares que están en juego, y porque los bonos surgidos del canje tendrían demanda asegurada.

Pese a que la reestructuración de la deuda intentó ser planteada como una misión épica, en realidad se trata de un asunto de orden práctico, por compromisos en ley extranjera equivalentes a 17 % del PIB. No hay capacidad de servir los vencimientos originales, pero es un problema manejable. El tema es que su impacto es asimétrico: resolverlo implica asumir compromisos y definir un sendero fiscal, pero no hacerlo llevaría a dañar todavía más las expectativas, en términos de inversiones y crecimiento.

Argentina: Reestructuración de deuda				
Cifras en miles de millones de dólares				
	Ahorro 2020-25	Ahorro total	Tasa de interés promedio	Valor bonos
Propuesta oficial	35,5	41,6	2,33%	33 / 35
Contrapropuesta (Blackrock, otros)	25,0	18,3	4,44%	47 / 60

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e información periódica

La propuesta original, que fue rechazada por más del 80 % de los acreedores, definía un Valor Presente para los nuevos títulos del orden de los 33 dólares, con un flujo de

fondos que llevaba el grueso de los pagos para 2026 en adelante, mientras se proponía bajar la tasa de interés promedio a 2,33 % anual.

Para el período 2020-25, este diseño implicaba achicar a 2,1 mil millones de dólares los vencimientos originales, que suman 37,6 mil millones entre capital e interés. Lo paradójico es que la contrapropuesta más agresiva (del lado de los acreedores) que se conoció en los últimos días aceptaba importantes diferimientos y reclamaba una tasa de interés de 4,44%, en lugar de los 2,33 % ofrecidos. Se trata de diferencias significativas, pero que negociadas a tiempo podrían haber evitado el default.

Llegados a este punto, hay que incorporar el hecho que, en algunas franjas de opinión pública, dentro y fuera del oficialismo, se tiende a minimizarse el daño sobre la economía de un default que no pueda ser revertido.

Quizá la propia experiencia argentina alimenta ese enfoque, ya que desde 2003 en adelante la economía pudo crecer e incluso las inversiones se dinamizaron, bajo una situación de default que sólo se revirtió parcialmente en 2005.

Sin embargo, hay factores importantes que hacen que 2003 y el 2020 no sean comparables. Las diferencias existentes permiten anticipar que la capacidad de recuperación de la economía argentina se vería amenazada en caso de un default prolongado.

Deuda externa, pagos de capital e intereses	
<i>(acumulado en miles de millones de dólares)</i>	
	2020-25
Vencimientos actuales	37,6
Propuesta oficial	2,1
Contrapropuesta Blackrock	12,6

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e información periodística

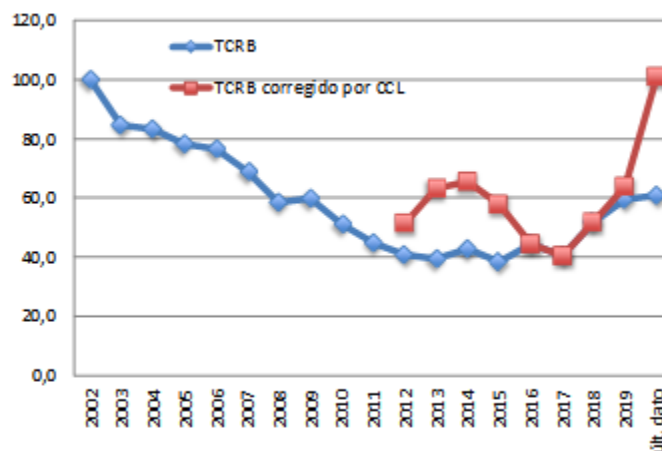
En el plano internacional, en 2003 asistimos al comienzo del ciclo alcista de las commodities, traccionado por China, con la soja llegando a superar los 600 dólares la tonelada. En el presente, más allá de la incertidumbre que incorpora la pandemia, es difícil imaginar un escenario semejante.



En el plano interno, hay que consignar que las empresas por aquél entonces mostraban competitividad, “entrenadas” por la convertibilidad, los balances comenzaron a reflejar rentabilidad ascendente y la presión tributaria era moderada, de 22 % del PIB consolidando las tres jurisdicciones. Actualmente, la presión tributaria está en torno al 30 % del PIB (sin contar el impuesto inflacionario) y los ratios de competitividad y rentabilidad están lejos de ser satisfactorios.

El tipo de cambio (único) de aquellos años favorecía exportaciones y entrada de capitales mientras que, actualmente, afloran las distorsiones por la brecha de más de 150 % entre el “dólar soja” y el de los mercados libres, pasando por el oficial y por el “turista”. A su vez, el gobierno carga con la mochila de pertenecer a la fuerza política que, en la gestión que finalizó en 2015, tomó una serie de decisiones que frenaron inversiones privadas en varios segmentos relevantes de la economía.

En términos reales, el tipo de cambio libre en el nivel de 2002, el oficial en el de 2009



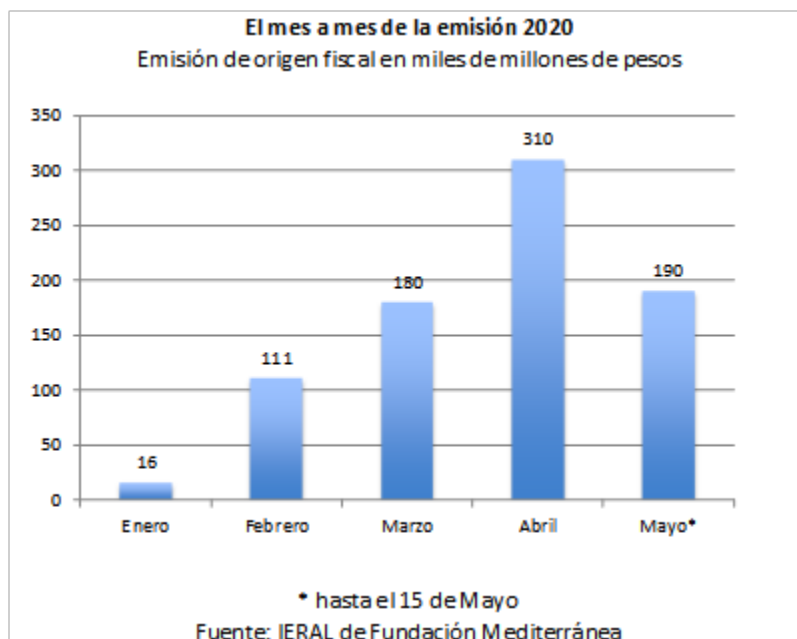
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA y Ambito

Otra diferencia con 2003 tiene que ver con la cuestión fiscal, y todo lo que implica. En aquella época el sector público nacional mantuvo por varios años un superávit primario del orden de los 3 puntos del PIB, contribuyendo a la estabilidad y a fortalecer el mercado de capitales local. Ahora, el déficit del sector público, que apunta a 5 % del PIB en 2020, es un factor de desestabilización de primer orden.

Una prolongación del default, sin ahorro local y con las fuertes presiones inflacionarias que derivan de financiar el déficit con emisión, es un combo desaconsejable. Más cuando todavía no es nítido el proceso de la normalización de la economía y el control sobre la pandemia.

El ritmo de emisión monetaria de origen fiscal es ascendente, y si en febrero se transfirieron más de 100 mil millones de pesos al Tesoro, en este segundo trimestre se estaría triplicando esa cifra en el promedio mensual, a juzgar por los datos de abril y lo que va de mayo.

Aunque financiar el déficit con emisión parezca un acto de magia, no lo es. Se trata de un pasivo del Banco Central que debe resolverse de alguna manera. O se licúa con un fagonazo inflacionario o se refinancia a cortísimo plazo con instrumentos como las Leliq, con un costo financiero que puede llegar a ser exponencial.



La caída del nivel de actividad en el primer trimestre, que podría superar el 5 % en la variación interanual del PIB, es sólo el anticipo de un retroceso que podría acercarse al 15 % interanual en este segundo trimestre. Esto obliga a hacer todo lo necesario para recuperar visión de futuro en términos del aparato productivo de nuestro país. Ciertamente, el default no es un camino que lleve en esa dirección.