

09 de Octubre de 2015

## Bonar 2020: Frazada Corta

Hay algunas cosas que no entiendo muy bien. Esta semana venció el Boden 2015 y el Gobierno emitió nueva deuda, el Bonar 2020. Ambos hechos fueron bastantes celebrados. Acá van mis dudas:

- Nuestro país esta atravesando claramente un periodo de escasez de divisas que le dificulta crecer. ¿Si vencen U\$5.900 millones y consigo con la emisión U\$637 millones, no estoy todavía más corto de dólares?
- El punto anterior no parece preocuparle al Gobierno dado que las propias fuentes oficiales manifestaron que se recibió más de lo que se pretendía. ¿si anhelaban U\$500 millones por qué no desecharon algunas ofertas y al mismo tiempo conseguían una tasa más baja? Básicamente, esta es la utilidad del mercado de capitales.
- También se manifestó que el bono tiene una excelente tasa. El cupón es del 8%, pero como se emitió bajo la par, el rendimiento fue del 9,4% ¿si me financió más caro es para festejar? ¿Qué los bonos de Perú al 2019 rindan un 2,2% y los nuestros 4 veces más no debería advertirnos que de no cambiar el rumbo nos costará muy caro financiar el déficit de divisas, nuestra infraestructura y el tan de moda en esta campaña “desarrollo”?
- En el *Resumen* de hace unas semanas explicamos como la resolución que obligó a cambiar la valuación de los fondos tuvo su repercusión en las paridades, y por ende, en nuestro costo de fondeo. Con la bienvenida noticia del efectivo pago del Boden 2015 y gracias a los más calmos mercados globales, las paridades recién retornaron a los niveles previos a la resolución. ¿Si no se hubiese aprobado esta resolución, nos podríamos haber financiado al 8% en lugar del 9,4%? ¿no valía la pena intentarlo?

Dejemos la política de lado y concentrémonos en lo nuestro. ¿Por qué se consiguió tan poco con el nuevo bono? Parece bastante claro por varios motivos. En primer lugar, los inversores extranjeros no pudieron participar por el miedo a quedar expuestos a sanciones de Griesa. En segundo lugar, los institucionales locales solamente podrían participar con dólares, con lo cual su capacidad está acotada. Los bancos siempre están limitados por su posición general de cambios, y en lo que respecta a los fondos y compañías de seguro, para que comprar si después les van a exigir vender. Por último, como minoristas ante la incertidumbre política, económica y otra potencial resolución inesperada, mejor me quedo con los dólares y espero.

El nuevo gobierno deberá emprender una agenda de crédito sensata. No importa su tinte o ideología política, lamentablemente no tiene más espacio en el corto plazo. Para esto, deberá brindar un marco de mayor certidumbre y mostrar señales para normalizar la extraña situación actual de la deuda. Siempre está la chance de no cambiar de rumbo y lograr un mayor fondeo pagando más tasa -a Grecia y PDVSA le siguen prestando- esperemos que este no sea el camino.

### ***Compromisos y Financiamiento en el 2016***

La cantidad de dólares necesarios para cerrar el 2016 es todavía una incógnita. Como siempre, dependerá del resultado de la cuenta corriente y la cuenta capital. El saldo de la cuenta corriente es bastante complicado de pronosticar, ya que depende del precio de las materias primas, de la coyuntura internacional (Brasil), del crecimiento económico local, del cepo y el tipo de cambio. La cuenta capital es también un enigma, ya que se moverá según cuanto se afloje o ajuste el cepo (dólar ahorro, dólar tarjeta y dividendos).

Dejemos los pronósticos para un próximo informe y centrémonos en lo único que “cuasi-conocemos” con certeza, los vencimientos de deuda para el 2016. Cuasi-conocemos porque puede haber algunos cambios en el transcurso

del año dependiendo si hay o no arreglo con los holdouts.

En el caso de no llegar a un arreglo, el escenario es muy parecido al actual. Recordemos que en 2016 no hay vencimientos de capital, solamente intereses. Con lo cual, se pagarían los intereses de los bonos con legislación argentina que no fueron emitidos en los canjes: AA17, AN18, AN19, AO20 y AY24. En cambio, las rentas de los títulos con legislación de Nueva York emitidos en los canjes continuarán en el Banco Central: GJ17, DICY, DIYO, PARY y PAYO. Por último, hay otro grupo con un tratamiento diferente, que son los títulos emitidos en los canjes pero con legislación argentina: DICA, DIAO, PARA y PAAO. En este caso, si los títulos están custodiados en Caja de Valores se pagan, mientras que si están depositados en el exterior no. Para hacer las cuentas, supongamos que la mitad de la custodia es local y el resto está en el extranjero, con lo cual la mitad se queda en el Banco Central. De no llegar a un acuerdo, la necesidad de divisas para pagar deuda ronda los U\$1.700 millones, la nada misma.

En el escenario de arreglo los desembolsos crecen por varios motivos. Además de regularizar todos los pagos, también se deberían pagar las rentas hoy retenidas en el BCRA (algo quedó en el limbo del Bank of New York) y los intereses correspondientes a la nueva emisión producto del pago a los holdouts. Si suponemos una negociación poco exitosa, aplicando la “regla” Griesa a toda la deuda en default, al Estado le costaría una emisión cercana a 20.000 millones de nominales de AY24 (por tomar un bono). El total para el 2016 en este escenario da un monto cercano a los U\$7.500 millones. Si bien el monto crece, estamos hablando de 1,3% del PBI y en un contexto donde la deuda ya está normalizada. No consideramos en el análisis los vencimientos en dólares con organismos internacionales, dado que gane quien gane, tendrá que refinanciar el monto de aproximadamente U\$4.500 millones<sup>1</sup>.

Resumiendo, el 2016 es un año de innumerables desafíos para el nuevo Gobierno. No será fácil el camino a la normalización, la herencia es pesada y el contexto internacional es más complicado. Sin embargo, quizás la mayor herencia positiva que tendrá son los muy manejables vencimientos de deuda.

*Juan Battaglia*  
Economista Jefe

---

<sup>1</sup> Para otro Resumen dejamos la deuda provincial en moneda extranjera, pero adelantamos que no mueve el amperímetro.