

23 de Agosto de 2019

Deuda y corto plazo

Los tenedores de bonos miran básicamente cuatro cualidades del deudor a la hora de decidir comprar o vender. La solvencia, la liquidez, el historial crediticio y la voluntad de pago. Si bien cualquiera de ellas trae nerviosismo para la situación argentina actual, creo que algunos puntos son bastante más urgentes que otros.

Con el historial crediticio no hay nada que hacer, nuestra historia nos condena. La solvencia, como discutimos en otras oportunidades, no es el principal escollo de nuestro país. La deuda neta contra privados ronda entre el 55% y 60% del producto (dependiendo donde se establezca el tipo de cambio), niveles que en otras economías emergentes no ponen nervioso a los inversores. Si bien es cierto que la mayor parte está denominada en moneda extranjera y es la gran debilidad del perfil de deuda, el nivel dista de ser caótico ([ver este reporte](#) para mayor detalle).

Con respecto a la voluntad de pago, creo que en los últimos días tuvimos señales positivas. La entrevista del domingo pasado en el diario Clarín a Alberto Fernández despertó un gran nerviosismo, habló confusamente de la reestructuración del 2005, en respuesta a ello los bonos se desplomaron el lunes en Nueva York. El martes y miércoles sus voceros económicos salieron a negar cualquier tipo de reestructuración forzosa. En el día de ayer en un seminario del Grupo Clarín, el propio Fernández dijo “La Argentina no tiene ninguna posibilidad de caer en default si yo soy presidente”. Para pagar hay que poder además de querer, pero la señal política es más que bienvenida, sobre todo luego de las declaraciones del domingo. El gran interrogante que surge acá son las internas dentro del Frente de Todos.

El punto clave hoy pasa por la liquidez. Con el mercado de deuda completamente cerrado, las renovaciones de corto plazo se complican y el riesgo de incumplimiento se dispara. Hasta las PASO el riesgo de liquidez se centraba en 2020, con un 2019 prácticamente cerrado. Sin embargo, luego de las PASO, tanto la tasa de las letes en dólares como de las lecaps en pesos se dispararon. Hasta fin de año, restan vencimientos de letes en dólares frente al sector privado por USD 7.000 millones y

vencimientos de bonos cortos en pesos por un monto similar (al tipo de cambio actual). La tasa de las Lecaps se disparó la semana pasada, poniendo en duda el potencial refinanciamiento de las mismas en el mercado local. Durante las últimas ruedas las tasas se fueron paulatinamente acomodando, y si bien continúan en niveles exorbitantes, no se ubican tan lejos de niveles de renovación. La tasa corta de las lecaps en el mercado secundario operó ayer por debajo del 70% nominal anual. Dada la inflación y la incertidumbre que tenemos por delante, el Tesoro debería licitar y renovar a dichas tasas. Seguramente en cada vencimiento de Lecaps una parte se dolarizará, con lo cual veremos en estos días un BCRA más activo en el mercado de cambios. Hoy las Lecaps tienen un importante castigo en el mercado secundario, con lo cual el inversor tiene incentivos a esperar. Lo cierto también es que aquel inversor que entró en pánico post electoral, ya se dolarizó vendiendo sus letras por mercado secundario.

Por otro lado, están los vencimientos de las letes en dólares contra el sector privado. A estas tasas no se podrán renovar estos vencimientos. Con lo cual, los desembolsos pendientes del FMI para este año cobran mayor importancia. El cambio de ministro, el costo fiscal de las medidas anunciadas por el Gobierno, la partida de Lagarde y el propio resultado electoral trajeron muchas dudas al mercado sobre el próximo desembolso. Cuanto antes se confirme el desembolso mayor será la tranquilidad para el mercado de bonos y también para el mercado cambiario. Esto traería aparejado dos cuestiones. En primer lugar, que el FMI ratifica el apoyo al país más allá de los candidatos. En segundo lugar, prácticamente se podrían cancelar las letes en dólares y trasladar el debate del default para el 2020, pero con un programa financiero en moneda dura mucho más despejado para el próximo gobierno ([ver acá los números](#) con mayor detalle).

De no llegar el próximo desembolso del FMI, el mercado sufrirá otro episodio de stress. En mi opinión, el Gobierno actual pagará las letes bajando las reservas en la magnitud correspondiente y evitará incumplir cualquier compromiso, con el costo de dejar una posición en divisas más debilitada para el próximo gobierno. Además, esto también podría acelerar la incertidumbre y generar una mayor pérdida de reservas vía ventas por parte

del BCRA. Probablemente para el desembolso el FMI a cambio demande reasegurar el equilibrio fiscal primario por medio de un incremento de retenciones (de fijas en pesos a alguna alícuota, lo que en términos efectivos sería un incremento), y el Gobierno no podrá negarse.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
juan@cucchiara.sba.com.ar