

01 de Agosto de 2014

Un default increíble

Lamentablemente las novedades no son alentadoras. Incumplimos con los pagos correspondientes al Discount ley de Nueva York y ley inglesa. Como el Gobierno quiera llamarlo es irrelevante. Transcurrido el periodo de gracia de 30 días las partes no llegaron a un acuerdo, el Juez no restableció el stay y los acreedores no recibieron los fondos. Vale remarcar que los tenedores de Discount legislación local recibieron los intereses. Por otro lado, el esperanzador arreglo por parte de ADEBA desafortunadamente no se concretó y las propias palabras del Ejecutivo parecen inexplicablemente haberle cerrado la puerta a esta iniciativa. Por último, según lo trascendido hasta el momento, en la reunión de hoy Griesa no instruyó al BoNY a que gire los fondos a los holdouts. La última novedad es que finalmente se gatillaron los Credit Default Swaps. Pálidas tras pálidas. Los bonos caen y el tipo de cambio sube, con lo cual las paridades bajan y los rendimientos aumentan. Sin embargo, los títulos no derrapan.

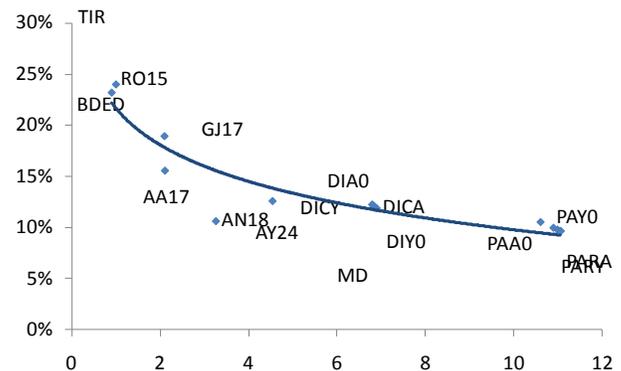
En el [Resumen Económico](#) de la semana pasada remarcamos que el esquema macroeconómico actual no cierra por ningún lado y que la única herramienta que tiene la política económica para enfrentar la recesión es el endeudamiento externo. Salvo que esperemos una soja de 600 dólares o un shock de inversión positivo, en lo personal no veo otra salida. Difícilmente se pueda empujar el consumo, principal componente de la demanda agregada, cuando el margen fiscal es inexistente y el atraso cambiario y la inflación entorpecen cualquier intento por aumentar los salarios reales.

En los próximos meses el Gobierno deberá decidir como sortea la restricción externa. Un camino es el financiamiento externo —el costo es la incógnita dólares siempre hay— que posibilitará retrasar la llegada de la tan ansiada coordinación macroeconómica. Otra elección es el financiamiento externo más algo de coordinación entre la política fiscal, monetaria y cambiaria, camino que parecía haber elegido el Ejecutivo con las medidas tomadas a partir de la devaluación hasta el mes de junio. La otra alternativa que permitiría aflojar la restricción es

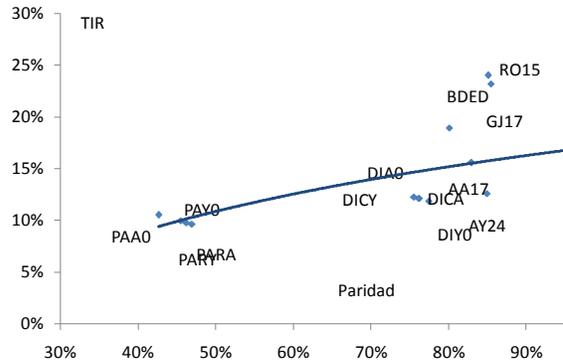
la indeseada, profundizar la recesión más otra devaluación como mecanismo de ajuste de las cuentas externas. Todavía creo, seguramente pecando de sobre optimismo, que cuando los márgenes de maniobra se acoten —más todavía— el camino elegido no será este último.

La macroeconomía no es lo único que acorralla. El incumplimiento de los Discount abre la posibilidad a que durante los próximos 60 días se reúnan el 25% de los tenedores de una serie y reclamen la aceleración de los pagos desde el 2033 a la fecha. Por otro lado, una vez producida la aceleración de imposible cumplimiento, se activarían las cláusulas de cross-default¹ al resto de los bonos con legislación extranjera. Se podría evitar la aceleración pagando a los tenedores, pero como todavía estamos en el periodo “RUFO” volvemos al problema original, encontrar una salida al litigio con los holdouts.

No hay que adelantarse ni tomar decisiones apresuradas dado que, por lo que se conoce, las negociaciones avanzan de forma diaria, pero sin lugar a dudas es un punto a monitorear de cerca por el Gobierno. Por el momento, el mercado no castiga a los títulos del canje con legislación extranjera en forma más severa que al resto, como se puede ver en los siguientes gráficos, los mismos continúan dentro de la curva, tanto al mirar el rendimiento como la paridad. Parece haber cierta esperanza, ya sea por un acuerdo privado o todavía algo de fe en un arreglo con el Gobierno.



¹ Explícitamente el prospecto dice que se produce también un Cross-Default cuando existe cualquier default en el pago de principal o interés de cualquier deuda externa por encima de los US\$30 millones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

El Ejecutivo consideró que titular a este evento como default era una pavada atómica. También argumentó que esta circunstancia era totalmente novedosa y no encuadra como default según los propios contratos. Supongamos que tiene razón. También supongamos que las agencias calificadoras de riesgo tienen incentivos perversos y sus calificaciones son generalmente erróneas como durante la crisis internacional. También supongamos que el ISDA y los compradores de swaps crediticios tienen determinados intereses y suficiente poder con lo cual se benefician al declarar este evento como default. También supongamos que nuestro país debería haber quedado liberado de culpa al depositar en tiempo y forma los fondos en el fiduciario.

Aun considerando que el Gobierno tiene razón en todos sus argumentos, esto no lo exime de culpa. Durante 20 meses también manifestó que el fallo del Juez era absurdo y terminamos pagando las consecuencias por la falta de resolución. Por más que ahora repita hasta el cansancio que no estamos en default, esperemos que tome todos los recaudos y acciones correspondientes para no repetir el mismo error.

Juan Battaglia
Economista Jefe