

INFORME ESPECIAL

Reperfilarse en tiempo de crisis

El motivo de la medida

El gobierno postergó hasta el 2021 los pagos de los títulos en moneda extranjera regidos bajo la ley local. Hablamos de más de US\$ 9.000 millones, una cifra imposible de afrontar por nuestro país.

Se avecinaban los pagos del AO20 y AY24, y sin ninguna definición en el frente de negociación externa, el gobierno decidió cortar por lo sano postergando el pago de los títulos locales hasta que se resuelva lo referido a ley internacional, para luego dar el mismo tratamiento.

La crisis global hizo que los tiempos se extiendan, y lógicamente no hay dólares para pagar los vencimientos locales. Por lo tanto, al igual que lo sucedido con las Letras en Dólares, se dispuso postergarlos para ganar tiempo y luego aplicar mismo criterio que a la "pata" internacional. Con esta medida, el gobierno se quita la presión de tener que arreglar con los acreedores externos en el corto plazo. Les quita una arma de presión a los bonistas. Ahora tendrá más tiempo para negociar.

¿Y los de afuera?

La pregunta del millón es si seguirán pagando los títulos bajo ley internacional. La parte positiva es que sólo hay vencimientos de intereses. No vence capital. Eso implica que en términos nominales no es mucha plata. Habría tiempo hasta el vencimiento de abril de 2021. Pero a medida que nos acerquemos al mismo, la relación de poder cambiaría al fortalecerse la de los acreedores. Creemos que por ahora se seguirán abonando los intereses. ¿Hasta cuándo? Hasta que el gobierno haga su propuesta y vea cuán lejos se encuentra de las demandas de los acreedores. Si las puntas se encuentran cerca, entonces el beneficio potencial de arreglar es mayor que el costo de seguir pagando. Si las puntas se encuentran muy lejanas, entonces dicho costo crece y pasaría a incentivar el no pago de los intereses para forzar a los acreedores a flexibilizar su posición. Hoy creemos que las puntas se encuentran lejos.

Precios de default

La noticia de la postergación de los pagos de los bonos ley local no toma por sorpresa a nadie. Hablamos de paridades al viernes de entre el 22% y 30% para los títulos ley local. Incluso por debajo de las últimas cotizaciones de las Letras en dólares ya reperfiladas. Es decir, paridades en zona de default. Ello no quita que no vayamos a ver bajas durante la rueda de hoy, especialmente en los bonos que ofrecían pagos en el corto plazo (AO20 y AY24). Pero no vamos a ver bajas del 50%, como las que vimos luego de las PASO. Habrá que monitorear en el corto plazo posibles ventas forzadas de algunas posiciones especulativas que se tomaron en las últimas ruedas apalancadas sobre las bajas tasas de caución vigentes. Pero la zona actual de 20% de paridad parece ya estar diciendo bastante, aunque es probable que nos vayamos del techo al piso de esa zona.

¿Y los Pesos?

Creemos que esta medida no afectará a los bonos en Pesos, los cuales corren por otro carril. Su reperfilamiento se está haciendo de otra manera, por ahora "exitosa". La quita a los mismos vino con la licuación por la devaluación del pasado. Ahora se busca la normalización de la misma. ¿Ruido de corto plazo? Es posible. Pero no vemos que la medida tomada los afecte estructuralmente.

Recomendación

La dinámica de la renegociación de la deuda no es buena, y eso hace que los tiempos puedan ser mucho más largos que lo deseado. Las oportunidades podrían aparecer a niveles de paridades en la zona inferior del 20%, sabiendo que el tiempo podría jugar en contra ya que prevemos un proceso largo y trabajoso. Iremos monitoreando los acontecimientos políticos para ver si las probabilidades pueden alterarse en un futuro cercano.

Toda crisis es una amenaza, pero también una oportunidad. La oportunidad reside en que si antes los acreedores buscaban cerrar el trato en la zona de US\$ 60 por cada 100 de VN, ahora estarían dispuestos a hacerlo en valores de US\$ 45/50.

Básicamente pensamos en dos escenarios posibles:

Escenario I: El primero sería el negativo, al cual podríamos llamar "Sustentabilidad 100%". Al cual le asignamos un 70% de probabilidad. El mismo implicaría que el gobierno siga con el manual de la sustentabilidad y haga una propuesta dura, la cual sería rechazada por los acreedores. Posteriormente, los acreedores acercarían los términos en los cuales aceptarían resolver este conflicto, pero el gobierno los rechazaría por falta de sustentabilidad. La "buena voluntad" iría terminándose, junto con los dólares del Tesoro, y por ende el gobierno pasaría a dejar de abonar los intereses de la deuda. Los precios se deteriorarían aún más y las perspectivas de arreglo pasarían para un futuro más lejano. Lo vivido durante el período del último default nos hace pensar en bonos tradeando entre US\$ 20 y US\$ 30, según el ánimo de los mercados globales y algunos movimientos de acercamiento entre las partes. Lo hecho por los bonos globales entre 2001 y 2005 puede ser un espejo al cual mirarse.

Escenario II: El segundo escenario, que llamaremos "Pragmatismo", implicaría un cambio de posición en el "round 2". Le asignamos un 30% de probabilidad. Es decir, luego de una primera propuesta que sería rechazada, el gobierno aceptaría mejorar la misma basado en los términos expuestos por los acreedores. Dejando de lado el manual de la sustentabilidad, pero sí focalizando en lograr un ahorro importante durante los primeros cuatro años del primer mandato, Alberto Fernández daría un giro pragmático buscando arreglar este frente para no sumar un nuevo foco de conflicto. La menor probabilidad de este escenario surge del escaso apoyo que tendría de las bases políticas de su alianza de gobierno, del criterio duro que exige el FMI para con los acreedores privados, y de las nuevas demandas y necesidades que surgen producto de la pandemia del Covid-19.

El valor esperado estimando que el escenario 1 implicaría precios de bonos reestructurados en la zona de US\$ 30 y el escenario 2 de US\$ 50, estaría en torno a los US\$ 35.

Este informe fue confeccionado para Bolsa de Comercio del Chaco sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La información contenida en este informe no puede considerarse como recomendación. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Bolsa de Comercio del Chaco.