

Apertura del canje de deuda: ¿Cierre del modelo post-Convertibilidad?

Resumen

- El modelo post-Convertibilidad parece estar llegando a un punto de inflexión cuyo signo más evidente es la premura del Gobierno por volver al mercado de capitales luego de siete años de ostracismo financiero.
- El timing para realizar la operación es bueno y la decisión en sí también. Hay una "ventana" en los mercados que podría mantenerse durante los próximos seis meses, mientras dure el efecto de las políticas expansivas de los países centrales y la inflación no sea percibida como una amenaza, fomentando una política monetaria y fiscal astringente.
- Pero el objetivo de fondo del Gobierno Nacional genera dudas sobre la sustentabilidad del modelo que predominó en la Argentina en los últimos siete años. El riesgo es que el formato de superávits gemelos, dólar competitivo y tasas bajas derive un híbrido con similitudes al costado más cuestionable de los noventa: el exceso de endeudamiento.
- Las dificultades para contener la inercia con que viene el Gasto Público (sube 28% nominal anual), el deterioro del superávit fiscal (ya nulo este año) y las pujas distributivas que podrían observarse entrado el año próximo, como preludio al 2011 electoral, abonan estas dudas. Vuelve a acechar a la economía argentina un viejo conocido: el círculo vicioso gasto-déficitfiscal-endeudamiento.
- Paradójicamente, la oferta que el Gobierno Nacional se apresta a presentar podría resultar inclusive más beneficiosa para los acreedores que la ofrecida en 2005. Ello obedece a la revalorización del Cupón PBI y al reconocimiento de los intereses devengados, aunque sería capitalizados en un nuevo bono.
- Así, la oferta que realizaría la Argentina tendría una valuación de entre US\$48 y US\$52 por lámina de US\$100. Los bancos privados que organizan la operación le garantizaron al Gobierno una adhesión "piso" de 50% de los US\$20.000 millones en bonos que el Gobierno pretende rescatar.
- En este contexto, parece garantizada una adhesión global no menor a 65%, por lo que la pregunta del millón es: ¿Qué sucederá luego del canje? ¿Qué rumbo tomará la economía argentina una vez que vuelva a probar las mieles del endeudamiento externo?
- Se plantean dos posibles escenarios. El primero implica utilizar el endeudamiento estratégicamente y con dosis "homeopáticas". Un aliado mientras se restablece el equilibrio fiscal. El segundo plantea la imposibilidad de encarrillar las cuentas, sumado a las presiones por la puja distributiva, lo que acentuaría los desequilibrios internos y generaría una mayor necesidad de recurrir al mercado externo con dosis crecientes de endeudamiento mientras las condiciones lo permitan.

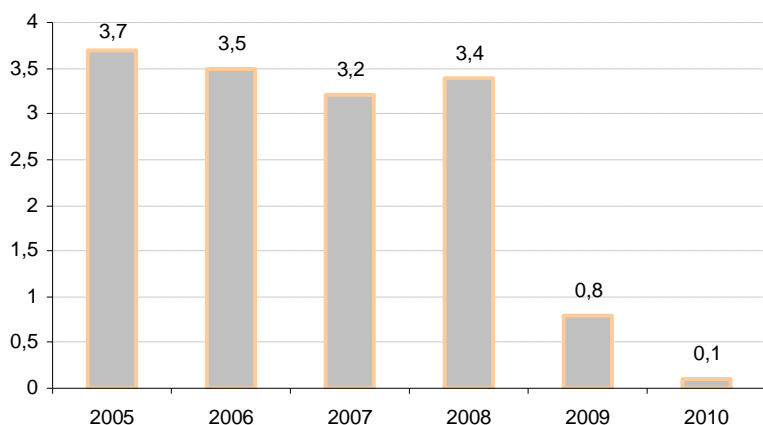
Apertura del canje de deuda: ¿Cierre del modelo post-Convertibilidad?

Luego de varios años en torno al 3% del PBI, el superávit fiscal primario en 2009 será, a lo sumo de 0,7%. Nulo si se descuenta el efecto de la reforma previsional. Aplicar política anticíclica en un contexto recesivo no es cuestionable. Pero hay dudas sobre el objetivo final. El Gobierno recurre a los mercados externos para cerrar las cuentas de 2010 ante las dificultades de contener la inercia del gasto. Los mercados, por ahora, festejan: cae el dólar, se frenó la fuga de capitales, y los bonos y la bolsa se disparan. ¿Hasta cuándo?

1) La vuelta a los mercados

- El modelo post-Convertibilidad parece estar llegando a un punto de inflexión cuyo signo más evidente es la premura del Gobierno por volver al mercado internacional de capitales luego de siete años de ostracismo financiero. La decisión, de por sí positiva, queda relativizada en la medida que responde más a necesidades internas que a un cambio en la estrategia de política económica.
- La principal razón que explica la decisión del Gobierno tiene que ver con las dificultades para detener la inercia de incrementos en el Gasto Público, que crece al 28% anual y cuyo reflejo más evidente es el deterioro en el resultado primario fiscal.
- El superávit fiscal 2009 cerraría en apenas 0,7% del PIB, luego de varios años en torno al 3% del Producto. Y levemente negativo si se descuentan los ingresos generados por la reforma previsional. Ello sin tomar en cuenta la situación aun más estrecha de las provincias.

Resultado Fiscal Primario
en % del PIB



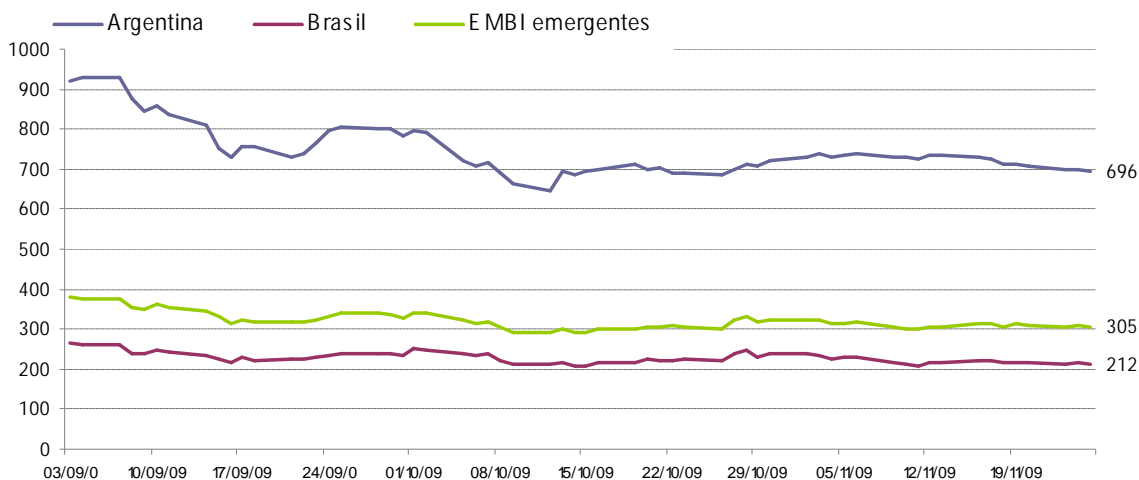
Fuente: CERX en base a datos de MECON

- Una porción del incremento en el Gasto Público es justificable en la necesidad de aplicar una política anticíclica en un contexto internacional y local recesivo. Sin embargo, trascurrido "lo peor" de la crisis y analizando el Presupuesto 2010 ya presentado, no hay indicios de una voluntad clara para retornar el equilibrio fiscal, uno

de los tres pilares sobre los que se apoyó el modelo post-Convertibilidad junto al superávit comercial y el tipo de cambio alto.

- Más allá de los reparos que planteamos al objetivo final de la vuelta a los mercados internacionales (que llega junto al “combo” acuerdo con el FMI y Club de París), ciertamente el timing del Gobierno para intentar reabrir el canje de deuda cerrado en 2005 parece (a priori) adecuado. Existe consenso en que al menos durante el primer semestre de 2010 habrá una “ventana” en los mercados para realizar operaciones de reestructuración y volver a emitir bonos.
- Se trata de la lógica transición que está generando la recuperación de la economía mundial, donde la abundante liquidez reinante (producto de las políticas activas, tanto monetarias como fiscales, que aplicaron los países desarrollados) dio paso a un escenario de tasas bajas, con mejores expectativas.
- La Argentina no fue la excepción y los mercados ya festejan por descontado. Hasta parecen olvidar cuestiones como el INDEC o la tensión del Gobierno con sectores como el campo. El dólar muestra presiones bajistas (los futuros virtualmente se desplomaron y hoy están en \$3,82 para fin de año), la huida de capitales que hasta septiembre promediaba los US\$1.550 millones mensuales, hoy se transformó en tenue ingreso de US\$500 millones por mes, y las tasas del sistema financiero comienzan a bajar.

Evolución del Riesgo País en puntos básicos



Fuente: CERX en base a datos de MECON

- Pero nada es para siempre, y posiblemente trascurridos unos meses y estabilizado este escenario los países centrales comenzaran a evaluar la aplicación de una política monetaria y fiscal más restrictiva para evitar un overshooting que termine desplazando la reactivación en presiones inflacionarias latentes. Es por eso, que la Argentina debería aprovechar este momento.

2) ¿Cómo será la nueva propuesta para reabrir el canje?

● Aunque todavía el Gobierno Nacional no oficializó la propuesta que hará a los holdouts por los US\$20.000 millones en bonos que no ingresaron al canje de 2005, trascendieron algunos detalles:

- Bono: La propuesta argentina implicaría reabrir la emisión del Bono Descuento que tiene una quita implícita del capital de la deuda en default de 65%.
- Tasa: El Bono Descuento conlleva una tasa de 8,28% anual, parcialmente capitalizable. Recién en 2014 el cupón íntegramente se paga en efectivo.
- Intereses devengados: Es uno de los puntos que aun se analiza. Las opciones son reconocerlos parcialmente o totalmente, pero en este último caso a partir de la emisión de un nuevo bono.
- Piso de aceptación: Trascendió que el Gobierno Nacional ya tiene garantizado un piso de adhesión a la operación en torno al 50% monto que tendrían acordado los tres bancos organizadores internacionales de la operación. Implica un volumen de alrededor de US\$ 10.000 millones.
- Cupón PBI: Los acreedores presionan para que los pagos devengados del Cupón PBI (que pasó de cien a cincuenta en la visión de los mercados) sean reconocidos. Es un punto aun en debate. Hoy estos instrumentos cotizan en torno a los US\$ 8, mejoraron su precio casi 300% desde su salida al mercado en 2005.
- Valor Final de la Oferta: Tomando en cuenta el valor del Bono Descuento, el reconocimiento parcial de los intereses devengados a través de un nuevo título público a corto plazo (se estima en 5 años) y el reconocimiento parcial de los pagos del Cupón PBI; la oferta tendría hoy un valor de entre US\$ 48 y US\$ 52 por lámina de US\$ 100, lo que paradójicamente implica una quita de entre 48 y 52%, menor a la realizada en 2005 que fue de 65%. La principal causa de esta variación, de confirmarse la oferta, debería buscarse en el cambio en la cotización del Cupón PBI y en el reconocimiento de los intereses devengados hasta la fecha.
- Aporte en Efectivo: Adicionalmente, y como "zanahoria" de la operación los bancos organizadores del canje acordaron con el Gobierno suscribir un nuevo bono por US\$ 1.000 millones para dotar a las arcas públicas de efectivo en el corto plazo que le permita arrancar 2010 con más aire en materia fiscal.

3) La gran pregunta: ¿cómo sigue el día después?

● Es casi un hecho que de no mediar circunstancias imprevistas, la Argentina se encamina a una reapertura del canje que tiene elevadas chances de obtener un grado de adhesión "piso" de 65/70%, lo que sumado a la mejora del clima financiero

internacional dejaría a la Argentina en la puerta de poder volver a salir al mercado internacional de capitales a fondearse durante el primer semestre de 2010. Sin embargo, la pregunta del millón es ¿y después qué? ¿estará dispuesto el Gobierno a retomar las banderas del superávit fiscal cuando estemos transitando por el semestre previo al 2011 electoral?

En este contexto, existen dos posibles escenarios:

Escenario 1: Es el escenario "más optimista". El Gobierno abre la canilla que significa el financiamiento externo, pero lo utiliza estratégicamente y con dosis "homeopáticas" mientras la recuperación del nivel de actividad interna apunta a la recaudación vía los clásicos traccionadores (IVA, Ganancias, impuesto al cheque) y el Gasto Público se mantiene, al menos, estable en términos nominales. Esto permitiría recuperar el superávit fiscal como aliado del modelo, lo que generaría un renovado optimismo en los mercados que obligaría al BCRA a redoblar la intervención para sostener el tipo de cambio en niveles competitivos y no afectar negativamente el cuadrante externo del modelo. Claro, aquí el fantasma latente sería la inflación (vía expansión de la base monetaria), por lo que la contención del gasto se vuelve una pieza clave para actuar como ancla nominal de la recuperación económica.

Escenario 2: Es el escenario "menos optimista". El gasto no cede, se consolida el deterioro fiscal y el Gobierno Nacional corre el riesgo de quedar atrapado en el Círculo Vicioso gasto-déficit-fiscal-endeudamiento. La situación podría ser manejable en el corto plazo, en tanto no se consolide la astringencia monetaria que los bancos centrales del exterior podrían comenzar a sondear a partir del segundo semestre de 2010 si es que la recuperación mundial se consolida y reaparece presiones inflacionarias. Los mercados podrían tomar nota de esta debilidad y acelerar el círculo vicioso, en particular con un horizonte donde la puja distributiva se acentuará de cara al 2011.

Escenario 1	<ul style="list-style-type: none"> * Reapertura del mercado internacional * Se encarrila el frente fiscal * Recuperación del nivel de actividad * Fantasma inflacionario controlado por ancla fiscal
Escenario 2	<ul style="list-style-type: none"> * El gasto no cede y se consolida el deterioro fiscal * Riesgo de círculo vicio gasto-déficit-deuda * Endurecimiento monetario externo * Desconfianza y deterioro del clima financiero