

EL PROBLEMA DE LA DEUDA: ¿LIQUIDEZ O SOLVENCIA?

29 de AGOSTO 2019

La concentración de vencimientos de deuda de corto plazo, con un mercado de capitales cerrado se convirtió en una combinación de factores que llevó al gobierno a tomar una decisión que hubiera preferido evitar: postergar el vencimiento de los instrumentos de corto plazo por plazos de entre 3 y 6 meses. Además, inició las gestiones para una extensión voluntaria de los plazos de deuda bajo legislación local y extranjera e inició las conversaciones con el FMI para pasar del acuerdo Stand By a uno de Facilidades Extendidas. Estos anuncios parten de un diagnóstico específico: la deuda tiene un problema de liquidez, pero no de solvencia. Y por eso este esquema de “reperfilamiento”, sin quita de capital ni de intereses.

Sin acceso a los mercados, ya que la licitación de Lecaps y Letes se declaró desierta, el gobierno se enfrentaba a un dilema: usar reservas o diseñar algún esquema que permita postergar esos vencimientos. Las reservas como analizamos la semana pasada, estaban bajo una fuerte presión, porque descendían por venta de divisas para estabilizar el tipo de cambio, por la salida de depósitos en dólares del sistema financiero y por los mencionados pagos de deuda (incluyendo el Repo por USD 2.600 millones). Una dinámica negativa muy marcada de las reservas podría haber acelerado el proceso de venta de dólares y pérdida de depósitos, por eso el Tesoro optó por postergar los vencimientos de deuda. La solución planteada extiende en promedio 4 meses y medio los vencimientos de deuda, por lo tanto, se posterga el problema para los primeros meses de 2020, ya con la nueva administración. Si se consideran las tenencias del sector privado y se corrigen por una

estimación (todavía no disponible) de tenencias minoristas, estamos hablando de un volumen de postergaciones de entre USD 8.000 millones y USD 10.000 millones.

Esto implica que la solución planteada traslada el problema a la próxima administración, que difícilmente logre en un período tan corto de tiempo recuperar el acceso al mercado como para hacer frente a esos vencimientos. Por lo tanto, sería esperable que la paridad de estos títulos refleje todavía un alto grado de incertidumbre con respecto a la fecha final de pago.

En el corto plazo, la principal prueba seguirá siendo la evolución de las reservas. El ritmo de caída no se había suavizado, por lo tanto se había convertido en insostenible.

La discusión de fondo sigue estando vinculada al diagnóstico del problema. ¿Es correcto pensar que se trata solamente de un problema de liquidez o estamos ante un problema de solvencia? Si es el diagnóstico es correcto, la propuesta de extensión de plazos, tanto de los vencimientos de Letras como la discusión que se iniciará sobre los bonos puede llegar a ser suficiente. En cambio, si se trata de un problema de solvencia, estas medidas serán un primer paso hacia una reprogramación más profunda, que implicaría diferentes opciones de quita de capital o de intereses (todavía no planteado).

Para poder responder este interrogante hay que entender qué aspectos se deben evaluar para entender si se trata de un problema de liquidez o de solvencia. Entendemos que para ello hay que analizar:

- **Nivel de Deuda:** Se mide principalmente con respecto al PBI. La Deuda al 31 de julio de 2019 era de USD 342.000 millones. De ese

total, USD 120.500 estaban en poder de diferentes organismos del sector público, lo que deja una deuda neta de USD 221.500 millones. Si se mide con respecto al PBI promedio estimado para 2019 (USD 450.000 millones), el ratio deuda PBI queda en 49,2%. Es una cifra que luce alta, pero que no da fundamentos para pensar en una reestructuración con quita de capital.

- **Costo Financiero:** La tasa de interés promedio de la deuda es de 7,3%, lo que implica, sobre un stock de USD 221.500 millones, un pago promedio anual de intereses por USD 16.200 millones. Esto implica 3,6% puntos de PBI por año.

Composición de la Deuda	2001	2006	2015	2018	I-19	Neto Intra Sec Púb
TOTAL DEUDA BRUTA EN USD M	144.453	162.801	253.989	345.385	337.929	217.500
Deuda en Pesos	3,2%	40,3%	36,1%	23,6%	21,9%	n.d.
Deuda en Moneda Extranjera	96,8%	59,7%	63,9%	76,4%	78,1%	n.d.
Costo Promedio de la Deuda	12,3%	4,1%	7,8%	8,0%	7,3%	8,0%
Deuda en % del PBI	45,7%	75,1%	52,6%	86,0%	88,5%	56,9%
Intereses Anuales (En % PBI)	3,8%	1,8%	2,0%	3,5%	3,7%	2,6%
Servicios Totales Anuales	15,3%	10,5%	10,0%	17,2%	19,6%	13,7%
Vida Promedio Total	8,3	12,9	7,8	7,3	7,2	7,0
Vencimientos Próximos 3 años	38,0%	21,7%	27,5%	32,0%	31,6%	22,1%
Año 1	17,0%	10,9%	10,4%	16,0%	12,2%	8,6%
Año 2	11,9%	5,1%	11,4%	8,0%	9,3%	6,5%
Año 3	9,1%	5,7%	5,7%	8,0%	10,0%	7,0%

- **Perfil de Vencimientos:** Los vencimientos previstos para los próximos 3 años equivalen al 22%. La presión comienza a partir de la concentración de vencimientos con el FMI. El resto de los pasivos no muestran, bajo condiciones de acceso a los mercados, una concentración elevada.
- **Solvencia Fiscal:** Para estabilizar la deuda en valores nominales es necesario que el sector público alcance un superávit primario equivalente a los 3,6% de PBI que se prevén en promedio para el pago de intereses. De todas maneras, si la economía crece y se suma el efecto de la inflación internacional sobre los precios en

dólares, el ratio deuda sobre PBI e intereses de deuda sobre PBI debería ir mejorando sustancialmente. Niveles intermedios (1,5% / 2,5%) de superávit primario lucen suficientes para estabilizar la deuda con relación al PBI, pero implican acceder todos los años al mercado de capitales para obtener ese financiamiento.

- **Perspectiva de Crecimiento:** De los puntos anteriores queda claro que un factor central es lograr que la economía vuelva a crecer. Eso ayuda a mejorar la solvencia fiscal y disminuye el peso de la deuda con respecto al tamaño de la economía. El principal problema que acumula Argentina es que no ha logrado crecer desde 2011. Se han ido encadenando años de baja recuperación con años de contracción económica. El PBI en dólares a su vez ha estado expuesto a las devaluación acumuladas desde 2011 a la fecha. Por tal motivo, una condición necesaria para que la deuda sea sustentable es que la economía recupere su capacidad de crecimiento.

Las condiciones anteriores muestran que el problema que se afronta con la deuda está asociado esencialmente a dos factores, la falta de crecimiento de la economía y el cierre de los mercados para lograr la renovación de vencimientos. Con esas condiciones, a pesar de no tratarse de un nivel de deuda demasiado alto ni con un costo promedio muy alto (en 2001 era superior al 12% anual), la deuda de corto plazo se ha convertido en un problema de difícil solución.

Para entender la magnitud del problema alcanza con algunos ejercicios teóricos. Por ejemplo, si Argentina tuviera una capacidad de pago de intereses de 2,5% del PBI, necesitaría cumplir algunas de las siguientes condiciones:

- **Stock de Deuda Menor:** Se requeriría una quita del 30% con respecto al saldo actual con el sector privado.

- **Tasa de Interés:** Pagar una tasa de interés 2,3 puntos porcentuales menor a la actual (5% en lugar de 7,3%).
- **Tamaño Economía:** Alcanzar un PBI en dólares 40% mayor al actual, que se puede lograr por una combinación de crecimiento y apreciación del tipo de cambio real.

Dado que cada uno de los supuestos que se plantean parece muy altos, probablemente el equilibrio se encuentra en una combinación de los factores mencionados.

En síntesis, consideramos que los anuncios realizados conforman una decisión transitoria, que no soluciona el problema de la deuda, ya que concentra vencimientos a principios del año que viene, momento en que deberá avanzarse con un “reperfilamiento” más profundo y dónde seguramente los planteos actuales de no quita de capital ni recorte de intereses serán revisados. Esto en un contexto donde los fundamentos de la deuda no son tan malos, pero coinciden con una economía que no encuentra fuentes de crecimiento y un sector público que enfrenta un aumento estructural del gasto primario (prestaciones sociales).