

EL COMIENZO DE LA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA 14 DE FEBRERO DE 2020

La presentación del ministro Martín Guzmán del miércoles 12 en el Congreso brindó señales claras de los lineamientos del gobierno sobre el proceso de renegociación de la deuda pública.

Aclaró en primer término un concepto sabido: la carga que implica la estructura de la deuda actual es impagable e impide toda posibilidad de crecimiento. Esa deuda se debe reestructurar y antes de que ello se realice no se puede esperar ninguna recuperación de la economía. Por lo tanto, las medidas iniciales del gobierno han estado focalizadas en estabilizar la economía y mejorar la demanda de los segmentos de menores ingresos, pero manteniendo el orden en las cuentas fiscales y monetarias.

El proceso de reestructuración de la deuda será el tema prioritario en los próximos meses, del cual el gobierno pretende que deje una deuda sustentable en el tiempo, es decir que permita el crecimiento económico. Un concepto central de las nuevas autoridades es que no hay peor opción que elegir la austeridad fiscal en recesión. Es todo un mensaje para los acreedores, ya que el resultado fiscal primario es lo que el país está dispuesto a ofrecer como capacidad de pago futura. Sin superávit primario no hay capacidad de pago. De ahí que la posición argentina en el inicio de la negociación se puede definir - para entender mejor - como agresiva frente a los acreedores y no amigable, aunque sea una calificación que no sea del gusto del ministro.

Sí se debe aclarar que esta actitud se toma en un marco donde el nuevo gobierno no declaró el default en el inicio de su gestión, definió pagar

con reservas por unos meses los vencimientos en dólares (reperfilando hasta agosto las letes) en la medida que el proceso de negociación no se estire en el tiempo, y tratando de ir normalizando y pagando el segmento de la deuda en pesos, con la excepción de lo sucedido con el bono Dual que se reperfiló para septiembre.

El ministro definió lo que el país estaría en condiciones de ofrecer a los acreedores en los próximos años, expresado en términos de un sendero fiscal y de equilibrio externo. En lo fiscal, aspecto central para cualquier negociación de la deuda, definió en primer término que el país no tiene ninguna capacidad de bajar el déficit fiscal (0,4% del PBI) en 2020. De los senderos fiscales posibles presentó un primer escenario inercial, sin cambios, donde el equilibrio fiscal recién se alcanzaba en el año 2026. Un segundo escenario, definido más realista, con equilibrio primario a partir de 2023 y un superávit tendencial del 0,6/0,8% y un tercer escenario, más costoso pero alcanzable con equilibrio primario a partir de 2022 y convergiendo a un superávit primario de 1,2% del PBI. Todo ello con una economía creciendo a un ritmo del 2% anual.

Las implicancias de estas definiciones son que el gobierno está ofreciendo una exigua capacidad de pago en los próximos años. Sin superávit primario no se podría hacer pago alguno. Por ello, en primer término, el país está solicitando prorrogar cualquier pago por 3-4 años.

Por otra parte, un 1,2% de superávit primario, en la hipótesis de máxima, implica u\$s 6.000 millones que representa el 3% sobre la deuda pública con el sector privado más organismos internacionales. Es lo que se ofrece pagar en términos de capital más intereses e implica la necesidad de bajar los cupones de intereses y realizar una quita de capital. En esas condiciones, como dijo el ministro, va a haber frustración por parte de los acreedores, impacto negativo sobre los

valores de la deuda argentina, y a partir de allí se iniciará la negociación.

Dentro de este proceso seguramente se le pedirá al gobierno una mayor justificación sobre esos senderos fiscales esperados. El ministro dijo tener un programa económico integral, no lo explicitó, ni en términos de cómo alcanzar el superávit primario en el tiempo ni en cómo la economía podría alcanzar un sendero de crecimiento sustentable en el tiempo. Deberán aparecer mayores precisiones a ese respecto si se pretende lograr una mayor confianza y convencimiento de los acreedores.

Podemos pensar además que el proceso se puede demorar más allá del cronograma oficial que busca una definición a fines del mes de marzo. Lo muestra la experiencia internacional donde estos procesos no han durado menos de 6 meses y especialmente en este caso donde la propuesta oficial inicialmente sería bien exigente para los deudores bonistas en términos de quita de valor presente.

Y la posible demora juega contra la capacidad del gobierno de seguir pagando los vencimientos en dólares.

VENCIMIENTOS DE DEUDA: CAPITAL E INTERESES CON SECTOR PRIVADO

Datos en USD Millones	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	III-20	IV-20	Año 2020		
									Privado	Intras SP	TOTAL
NECESIDAD DE DÓLARES	1.038	614	632	901	5.052	1.361	8.556	5.848	24.002	7.830	31.832
Intereses	801	371	290	655	782	1.207	1.290	2.456	7.852	2.580	10.433
Capital	237	243	342	247	4.270	154	7.265	3.392	16.150	5.249	21.399
Reperfilados	65	116	126	135	115	13	6.747	307	7.624	2.408	10.032
No Reperfilados	172	127	216	111	4.155	141	518	3.085	8.525	2.842	11.367
Vtos. Acumulados USD	1.038	1.652	2.285	3.186	8.237	9.598	18.154	24.002	24.002	7.830	31.832

En la actualidad el BCRA cuenta con reservas brutas por u\$s 44.700 millones y tendría reservas disponibles de u\$s 13.600 millones. Los vencimientos hasta fines de abril lucen bien pagables, y suben a u\$s 4.270 millones en mayo en concepto de capital. Ya hacer frente a eso sería forzar la posición de reservas, que tendrían un límite en el mes de agosto cuando venzan nuevamente los más de u\$s 7.000 millones de letes reperfiladas.

El ministro también definió el objetivo oficial de ir pagando la deuda en pesos, que definió como sustentable.

VENCIMIENTOS DE DEUDA: CAPITAL E INTERESES CON SECTOR PRIVADO

Datos en USD Millones	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	III-20	IV-20	Año 2020		
									Privado	Intras SP	TOTAL
NECESIDAD DE PESOS	642	1.827	3.287	4.590	1.163	2.434	2.291	4.216	20.451	7.994	28.445
Intereses	139	140	426	371	299	493	505	1.040	3.412	993	4.406
Capital	504	1.686	2.862	4.219	864	1.941	1.786	3.176	17.038	7.931	24.969
Reperfilados	455	426	1.955	828	633	178	1.558	1.180	7.212	3.091	10.304
No Reperfilados	48	1.261	907	3.391	231	1.763	228	1.997	9.826	4.840	14.665
Vtos. Acumulados ARG\$	642	2.469	5.756	10.346	11.509	13.943	16.234	20.451	20.451	8.924	29.375

Los vencimientos de la deuda en pesos crecen mucho en marzo y abril. Aparte del episodio del bono Dual que el gobierno definió como deuda en moneda extranjera, no está habiendo buena respuesta del mercado para renovar los vencimientos de pesos. El ofrecimiento de esta semana que buscaba renovar vencimientos de \$ 10.000 millones sólo logró acceso a \$ 6.500 millones. Las ofertas próximas deberán ser más atractivas o el gobierno deberá ir pensando la manera de esterilizar esa potencial mayor expansión monetaria que se podría producir en caso de que se logren renovaciones sólo parciales.