

## ECONOMÍA PRESENTÓ LOS LINEAMIENTOS DE LA DEUDA

6 DE ABRIL DE 2020

**El Ministerio de Economía está avanzando muy lento en el proceso de reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera. Si bien el pasado lunes 30 presentó un documento en el que explicitaba los principales lineamientos y dejaba algunas definiciones importantes para entender las características que podría llegar a tener la propuesta de reestructuración, hoy anunció una postergación de los pagos de capital e intereses de la deuda en moneda extranjera bajo legislación local. De esta manera empezó a diferenciar el tratamiento de los pasivos bajo diferente legislación. En ese marco, vale la pena hacer un repaso de los principales puntos presentados para entender las características que podría llegar a tener la propuesta y donde pueden radicar las diferencias con los acreedores.**

El primer punto que destaca el documento oficial es el listado de objetivos que se han planteado para esta reestructuración, donde lo más relevante pasa por lograr una estructura de deuda que sea sostenible en el tiempo y que genere expectativas razonables de refinanciación. Este último punto lo consideramos muy relevante, porque es quizás el que pueda generar la necesidad de quitas de capital e intereses más elevadas.

ESCENARIO MACROECONÓMICO

En % del PBI		2020	2021	2022	2023	2024	2025-30
PBI Real	Inferior	-1,0%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
	Superior	-1,5%	2,5%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Resultado Primario	Inferior	-1,10%	0,50%	0%	0,50%	0,70%	1,13%
	Superior	-1,50%	0,90%	-0,40%	0,10%	0,30%	0,73%
Balanza Comercial	Inferior	3,8%	2,8%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%
	Superior	3,4%	2,4%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%
Reservas Brutas		50	54	58	62	65	72,5

Una manera de asegurar esa sostenibilidad es generando un sendero descendiente para el ratio Deuda / PBI. Según la posición del Ministerio eso se logra si la tasa real de interés de la deuda es menor al crecimiento real del PBI (ajustado por el ratio de deuda/PBI).

Pero el escenario macroeconómico utilizado por el Ministerio de Economía parece demasiado conservador para un plan económico que prioriza el crecimiento económico.

Con el escenario base planteado y los mencionados objetivos de diseño, y teniendo en cuenta que en paralelo se negocia una extensión de plazos con el FMI hasta que Argentina pueda retornar a los mercados de capitales y que la Deuda Intra Sector Público no formará parte de la renegociación, se han establecido cinco puntos sobre los cuales se centrará la discusión:

<b>Período de Gracia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Plantea que es necesario para recuperar el crecimiento y la capacidad de pago antes de comenzar con el servicio de la deuda. Pero no define todavía plazos. Para los acreedores sigue siendo condición necesaria que el actual gobierno afronte los primeros vencimientos.</li> </ul>
<b>Reducción de Cupones</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Dado el escenario de bajo crecimiento que se plantea, la tasa de interés que puede devengar la deuda es muy baja, si no la deuda no es sustentable. Cupones mayores solo son posibles con quitas de capital más grandes o con mayor crecimiento económico.</li> </ul>
<b>Límite servicios en USD</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Plantea la dificultad histórica de Argentina para generar divisas, además considera que el control de cambios deberá mantenerse por varios años. Por lo tanto, hay limitaciones de disponibilidad de dólares para pagar servicios de deuda, y los desembolsos deberán adaptarse a esas restricciones.</li> </ul>
<b>Recupero de Valor</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Dado que se planteó un escenario muy conservador de crecimiento, la propuesta contemplaría la inclusión de un instrumento que mejore el flujo de los bonos en caso de lograrse mayores niveles de crecimiento. Serían instrumentos asimilables el Cupón PBI de 2005.</li> </ul>
<b>Exit Yield</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Para Economía la tasa de descuento tiene que ser compatible (y comparable) con la de países sin riesgo de default. Eso implicaría que la propuesta es sustentable. Si los acreedores valúan con una tasa mayor, la quita (capital o intereses) no fue suficiente para garantizar la sustentabilidad.</li> </ul>

El último punto (Exit Yield) es quizás uno de los principales factores de discusión. En experiencias anteriores, el mercado ha valuado con tasas elevadas y luego, en la medida que se mostraba sustentable la deuda, bajaba esa tasa, mejoraba el precio de los activos y se producía una ganancia para los acreedores que habían aceptado el canje. El Ministerio de Economía está planteando que esa experiencia no se debería repetir, ya que, si la propuesta garantiza la sustentabilidad de la deuda, no debería haber dudas sobre la capacidad de pago de Argentina y por lo tanto la tasa de descuento tendría que ser lo suficientemente baja.

El Ministerio de Economía también ha dejado lineamientos relevantes en cuanto a las características que tendrán los nuevos activos y la manera en que se manejarán el resto de los pasivos que inicialmente no entran en el proceso de reestructuración:

- **Organismos Internacionales:** Se mantienen negociaciones para estirar plazos lo suficiente como para garantizar que Argentina puede regresar a los mercados voluntarios de deuda.
- **Deuda a Corto Plazo en Pesos:** Supone la refinanciación a una tasa real del 1,2% a 1,5%.
- **Estructura de Financiamiento de Mediano y Largo Plazo:** Se busca un esquema de monedas más equilibrado (40% Pesos y 60% moneda extranjera) como mecanismo para evitar la vulnerabilidad implícita en el descalce de monedas. El objetivo parece menos ambicioso de lo esperado.

- **Deuda en Moneda Extranjera a Mediano y Largo Plazo:** Se espera una tasa de interés real del 5% hasta 2034 y del 4,5% de ahí en adelante. Se buscará instrumentos de mayor liquidez y concentración en tres plazos: 5 – 10 y 15 años.
- **Deuda en Pesos a Mediano y Largo Plazo:** Se espera utilizar instrumentos ajustables con CER y por lo tanto ofrecer tasas reales positivas, pero bajas.

Estas son las herramientas que se utilizarían para lograr la reestructuración y avanzar hacia la sustentabilidad de la deuda. No son lineamientos conservadores y por lo tanto enfrentan el gran desafío de lograr un grado de aceptación elevado. Podemos estar ante un escenario con una brecha muy grande entre la valuación de la oferta que hagan los acreedores y las cifras que plantee el gobierno. En ese marco, la opción de mejorar la oferta replicando algún esquema comparable al cupón PBI de 2005 parece poco viable, ya que habrá una brecha significativa entre la medición del costo fiscal y la valoración que hagan los acreedores.

Todo esto en un marco que se ha complejizado por la crisis sanitaria derivada del Coronavirus y que ha afectado de manera particular a Nueva York, domicilio de los principales fondos acreedores de Argentina.

Las dificultades que han ido apareciendo llevan a pensar en un proceso de negociación que se extiende en el tiempo. En ese marco se entiende que hayan decidido postergar el pago de capital e intereses de la deuda en moneda extranjera bajo legislación local, que tenía una concentración de vencimientos en el corto plazo mucho mayor. De esta manera han buscado ganar tiempo para seguir negociando y probablemente replicar la oferta que se acuerde con los acreedores externos a los pasivos ley local.

En síntesis, estamos ante un proceso de renegociación que se ha complicado y que se extenderá en el tiempo mucho más allá de lo que pretendía el equipo económico. Esto puede implicar la necesidad de tomar decisiones relevantes en las próximas semanas, que están vinculadas a la manera en que se manejan los vencimientos en pesos y especialmente al pago de servicios de la deuda bajo legislación extranjera, que si bien no tiene grandes vencimientos, la sumatoria de pagos puede llegar a requerir más de USD 4.400 millones en los próximos 12 meses.

