

## **DEUDA: ¿SON ACEPTABLES LAS CONTRAPROPUESTAS?**

21 DE MAYO DE 2020

**Los diferentes grupos de acreedores presentaron sus contrapropuestas. En promedio implican un valor presente de los activos equivalente al 60% del total de deuda a reestructurar. Está claro que cada grupo, con distintos tipos de bonos en sus carteras, han armado propuestas que valorizan sus tenencias.**

**El Tesoro deberá armar una propuesta superadora de la anterior que tenga en cuenta todas las posiciones. Entendiendo que recién se han marcado las posiciones iniciales, preferimos no ahondar en la valoración de cada oferta, sino que preferimos hacer un análisis del impacto fiscal que pueden generar porque, en definitiva, esos son los factores que deberá analizar Argentina para presentar su nueva propuesta.**

Finalmente, los acreedores han establecido un consenso y a la vez una referencia para la negociación. Si bien se trata de 3 propuestas distintas, todas tienen un valor presente asimilable. Por eso queremos entender las implicancias que esto tiene para la solvencia fiscal futura de Argentina, y de esta manera entender si las propuestas presentadas son puntos válidos de negociación.

La propuesta presentada por Argentina implicaba dos grandes ventajas. En primer lugar, liberaba por completo el flujo de caja hasta fines de 2023. El segundo punto es que ofrecía una tasa de interés creciente en el tiempo, pero con un promedio de devengamiento bajo. Además, las necesidades financieras nunca pasaban (incluyendo capital e intereses) de 1,5% del PBI proyectado.

Las contrapropuestas mantuvieron el foco en liberar el flujo de corto plazo, pero incluyen un esfuerzo inicial mayor. A priori esto tiene un doble objetivo: aumentar el valor presente mejorando los primeros desembolsos y generar la necesidad de que el gobierno actual se vea en

la obligación de iniciar el camino hacia el equilibrio fiscal de una manera más rápida a lo propuesto para hacer frente a los primeros pagos.

Si tomamos el promedio de las 3 contrapropuestas presentadas vemos que, el principal factor diferenciador es el pago de intereses corridos a la fecha del canje por algo más de USD 2.500 millones y un pago de intereses promedio de 0,4% del PBI entre el '21 y el '23 contra casi cero desembolsos en la propuesta oficial (solo un pago de intereses en nov '23).

A partir de ahí la comparación es más equitativa, con diferencias menores. Pero desde la perspectiva fiscal el foco debería ponerse en dos aspectos, cuál es el esfuerzo promedio y por otro lado cuál es el esfuerzo máximo que se debería hacer para afrontar los servicios de la deuda reestructurada bajo cada esquema.

Mientras la propuesta oficial implicaba un desembolso promedio anual (2020-2047) para el pago de intereses y capital de 0,59% del PBI, las contraofertas elevan ese indicador a 0,81%. Esto implica que se requieren desembolsos anuales incrementales anuales por 0,22% del PBI. Además, hay que considerar que la Deuda en Moneda Extranjera bajo Ley Local podría recibir condiciones similares y eso generaría, para ambos casos, un incremento de las necesidades fiscales del 25%.

IMPACTO FISCAL DE LAS DIFERENTES PROPUESTAS (Amortización + Intereses)

Datos en % del PBI	2020	2021-2023	2024-2025	2026-2030	2031-2035	2036-2040	2041-2047	Flujo Anual		VPN al 10%	
								Promedio	Máximo	USD M	En %
<b>Propuesta Argentina</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,59%</b>	<b>1,48%</b>	<b>26.187</b>	<b>39,4%</b>
<b>Promedio Contraofertas</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,81%</b>	<b>1,97%</b>	<b>40.363</b>	<b>60,7%</b>
Bondholders Group	0,7%	0,4%	0,8%	1,5%	1,4%	1,0%	0,0%	0,8%	1,8%	40.155	60,4%
BlackRock - Fidelity	0,7%	0,4%	1,0%	1,3%	1,6%	0,7%	0,2%	0,8%	1,7%	39.785	59,8%
Exchange Bondholders	0,7%	0,4%	0,8%	1,9%	1,3%	0,5%	0,0%	0,8%	2,4%	41.149	61,9%
<b>Diferencias</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,50%</b>	<b>14.176</b>	<b>21,3%</b>

De esta manera, se necesitaría menos de 0,3% del PBI por año de incremento en el superávit primario para hacer frente a la deuda en

moneda extranjera (sin contar Organismos). La propuesta oficial establecía un superávit primario de equilibrio del 1% del PBI, que en caso de aceptarse la contraoferta debería elevarse a 1,3% del PBI para lograr la sustentabilidad.

Si se analiza el desembolso máximo de cada alternativa, la diferencia se amplía a 0,5% del PBI (0,625% cuando se agrega la deuda local).

En definitiva, las discusiones se deberían centrar en la posibilidad o no de llevar a cabo esa corrección en los escenarios fiscales para hacer sustentable la deuda que surja de este proceso de reestructuración. Siempre recordando que la mejoría del equilibrio fiscal de largo plazo se puede lograr por tres factores: reducción de gastos, aumento de ingresos o mayor crecimiento económico. Si tenemos en cuenta que el escenario base de crecimiento es de solamente 2% anual, entendemos que una mejora en el superávit primario de equilibrio es deseable y logable.

Este análisis nos lleva a pensar que cualquier escenario intermedio de negociación implica una solución de largo plazo muy favorable para Argentina. Por lo tanto, hay un incentivo muy grande para mejorar la oferta y lograr un acuerdo en las próximas semanas.

El objetivo principal de este proceso de reestructuración se habrá logrado, ya que se aliviaría el esfuerzo fiscal de las próximas 3 décadas y se dejaría el camino libre para avanzar en la renegociación de la deuda con el FMI.