

DEUDA: UN PRIMER PASO FUNDAMENTAL

06 DE AGOSTO DE 2020

Sortear el proceso para reestructurar la deuda bajo legislación extranjera con los principales acreedores ha sido en los últimos meses el principal desafío. El acuerdo alcanzado implica una liberación de las exigencias financieras de los próximos años y una reducción significativa del costo promedio de esos pasivos. Es un dato positivo que era condición necesaria para empezar a avanzar en la normalización macroeconómica.

En el último fin de semana se acercaron las posiciones entre acreedores y gobierno para lograr finalmente el acuerdo. Las cifras expuestas dan cuenta de un valor presente de los bonos a canjear del orden de USD 54,8 por cada 100 de deuda a rescatar, cifra a la que se llega descontando el flujo a una tasa del 10% anual.

Los nuevos bonos devengan una tasa de interés promedio del 3,4% anual, una cifra que es algo menos de la mitad de lo que devengaban los bonos a rescatar.

Desde una perspectiva global, las cifras que estaban en discusión ya implicaban un importante ahorro fiscal y esencialmente una liberación del flujo financiero de mediano plazo que era imprescindible para Argentina. La combinación de un período de gracia para vencimiento de capital de 3 años, una distribución bastante aplanada de la curva de vencimientos y el devengamiento de un cupón promedio significativamente más bajo liberan el flujo de caja y eliminan por los próximos años el riesgo de default.

Este acuerdo se suma al gradual proceso de normalización del mercado de deuda en pesos, en el que se han ido logrando avances paulatinos a

lo largo del año. El paso siguiente es el de avanzar con la legislación necesaria para hacer extensivo estas condiciones de acuerdo para la deuda en moneda extranjera bajo ley local. Una vez cerrado este proceso, se habría logrado regularizar el total de los pasivos con el sector privado.

La importancia del proceso de regularización de la deuda pasa por sus implicancias sobre la estabilidad macroeconómica. Cerrar este proceso permitiría:

- **Eliminar el Riesgo de Default hasta 2024:** Era un factor de incertidumbre que generaba un aumento de las primas y el consiguiente deterioro del valor de numerosos activos (públicos y privados). Sin vencimientos de capital hasta 2024, el riesgo de impago tiende a cero hasta esa fecha.
- **Menor Necesidad de Divisas:** Sin tener que afrontar pagos de deuda, el BCRA puede usar las reservas para asegurar la estabilidad del mercado cambiario. Esto disminuye la probabilidad de ocurrencia de un ajuste discreto del tipo de cambio.
- **Mayor Margen Fiscal:** Partiendo de una realidad del sector público fuertemente deficitario en el contexto de la crisis sanitaria, minimizar la exigencia financiera ayuda a no acumular desequilibrios. No creemos que esto libere margen para políticas fiscales más expansivas, porque sigue estando la necesidad de lograr la convergencia hacia el equilibrio fiscal. Esencialmente se logró ganar tiempo para ese proceso.
- **Menor Presión Cambiaria:** Eliminado el riesgo de default, puede aparecer nuevamente el apetito por algunos activos financieros argentinos. Si eso se produce, aumentaría la oferta de dólares en los mercados financieros (CCL y MEP), pudiendo generar un retroceso de las cotizaciones hacia niveles de brecha más bajo

(¿40/45%?). Si eso se produce, se estaría logrando atenuar un factor de incertidumbre para el mercado cambiario, ya que el alto nivel de brecha juega en contra de la liquidación de dólares comerciales e incentiva el atesoramiento en moneda extranjera.

Con este proceso de renegociación de la deuda con privados ya encaminado, se ha iniciado una nueva gestión ante el FMI. El objetivo es refinanciar el perfil de vencimientos, hoy muy concentrado entre 2022 y 2023 (USD 18.000 millones promedio en cada uno de esos años).

USD Mill	Vencimientos con el FMI		
	Capital	Intereses	Total
2020	0	904	904
2021	3.621	1.287	4.908
2022	17.121	1.197	18.318
2023	18.157	402	18.558
2024	4.657	20	4.677
TOTAL	43.556	3.809	47.365

A diferencia de otras negociaciones que se han llevado a cabo con el FMI, entendemos que esta vez se estaría buscando invertir el orden de las negociaciones. Eso implica que Argentina podría presentar su propio programa de convergencia fiscal que demuestre la capacidad real de repago que tiene para la deuda reestructurada y para el organismo, en lugar de esperar a una propuesta de parte del organismo.

En síntesis, el acuerdo alcanzado hoy es un paso esencial y ayuda a contener ciertos desequilibrios macroeconómicos, mientras se gana tiempo para avanzar en un Plan Económico Integral que seguramente tendrá al crecimiento económico como factor central para lograr la convergencia fiscal.