

Sobre el comunicado del FMI en apoyo al Proceso de Reestructuración

¿Qué implica sobre la propuesta de canje?

Damian Pierri¹

Investigador IIEP-BAIRES, docente UBA-UdeSA

Recientemente el FMI publicó una nota sobre el análisis de sostenibilidad de deuda en la cual se sugiere que el Gobierno Argentino debe obtener una quita de entre U\$S 55 MM y U\$S 85 MM entre 2021-24. Aunque los anuncios no son vinculantes, la cifra generó muchos interrogantes respecto a sus implicancias para la oferta de canje en ciernes².

La interpretación del guarismo requiere disponer de muchos datos sobre la estructura de la deuda “bono por bono” (V. de Gr. vencimientos) cómo así también de la economía Argentina (V. de Gr. la dinámica del producto). A su vez, está expresa para un flujo de 4 años, lo que requiere tomar postura sobre la estructura de devengamiento, e involucra los servicios totales de deuda, por lo que hay que tener un supuesto de tasa de interés.

El propósito de esta nota es proponer una regla simple para “entender” los anuncios del FMI y de allí deducir la quita implícita sobre el stock de deuda.

Encontramos que:

- **un ahorro de las necesidades brutas de U\$S 60 MM entre 2021-24 implica una quita del 30% sobre el stock de deuda, incluso manteniendo las condiciones actuales sobre intereses y estructura de devengamiento y sin asumir que el producto en dólares crece.**
- Si estimamos la sostenibilidad en base a las necesidades netas (de tenencias intra-sector público) de financiamiento, **la quita de capital mínima se ubica en el 25% sobre la deuda en poder del sector privado y este resultado es poco sensible a recortes de cupón. A su vez, se necesita una extensión de plazo de 6 años en la deuda privada. Este criterio es exclusivamente “fiscal”.**
- **Para hacer sostenible el mercado de cambios, en base a recortes en las necesidades en moneda extranjera, se requieren quitas del 40%.**
- **La insensibilidad respecto a los cupones se explica por la metodología: si optamos por estabilizar el ratio deuda a PBI, los cupones son muy relevantes. Sin embargo, este tipo de análisis soslaya el impacto del riesgo de “roll over”, por lo que se debe incorporar la trayectoria de las necesidades brutas al esquema.**

¹ www.damianpierri.com / damian.pierri@gmail .com.

² <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/03/20/Argentina-Technical-Assistance-Report-Staff-Technical-Note-on-Public-Debt-Sustainability-49284>. Véase página 12 y nota al pie 9.

Veamos los datos. En base a la información utilizada por el FMI, sabemos que:

- La deuda amortiza al 15%, $\delta = 0.15$
- La tasa de interés es de 5,5%, $r = 0.055$
- El stock de deuda está en U\$S 320 MM, $B = 320$
- El PBI en dólares en U\$S 370 MM, $Y = 370$

En el comunicado se observa, ver Tabla 1 en la página 6, que entre 2021 y 2024 las necesidades de financiamiento brutas (GFN en su sigla en inglés) oscilan cerca de los U\$S 50 MM, 14% del PBI. Formalmente:

$$GFN = \frac{(1+r)B\delta}{Y} = 0.14$$

Ahora bien, *todos los procesos de reestructuración exitosos relevados por el FMI muestran GFNs entre 5 y 10% del PBI* (ver página 8).

Esto implica una quita del 30% para llevar a la Argentina al techo de ese rango:

$$GFN \times 0.7 = \frac{(1+r)B\delta}{Y} \times 0.7 = \frac{(1+r)[B \times 0.7]\delta}{Y} = 0.1$$

Noten que la reducción en las GFN se puede implementar con una quita del 30% del capital ($B \times 0.7$) sobre el total (U\$S 320 MM). *De la deuda sujeta a canje (U\$S 250 MM), la quita es del 35% ya que U\$S 120 no tienen quita.*

Ahora bien, ¿cómo llegamos a los US 55 MM-U\$S 85 MM? Formalmente,

$$0.3 \times 320 \times \delta \times 4 = 60$$

Una quita del 30% en un stock que amortiza en un poco menos que 6 años, $\delta \approx 1/6$, en un horizonte de 4 años implica un recorte de U\$S 60 MM entre 2021-4. Desde ya, esto es creciente en la tasa y en la amortización, como así lo expresa el propio comunicado del FMI (ver página 12).

Si nos queremos acercar al piso de las GFN (5% del PBI) la quita es mayor. Sin embargo, el FMI realiza sus simulaciones para condiciones mínimas de sostenibilidad, lo que implica que debemos manejarnos con el techo del rango (10% del PBI, ver pág. 8 figura 2 en el citado informe del FMI).

La figura debajo ilustra las necesidades de financiamiento brutas para distintos escenarios de recortes de capital y cupón. El eje horizontal muestra la quita de capital. A su vez se presentan 2 líneas. En gris, sólo se asume un recorte en las amortizaciones. En la línea negra se supone, además, que a medida que decrece

la quita de capital, crece la de cupón en forma lineal, de 0% hasta 35% con una progresión de 5 puntos porcentuales (V. de Gr. una quita de intereses del 35% implica pasar de un cupón de 8% a uno de 5,2%).

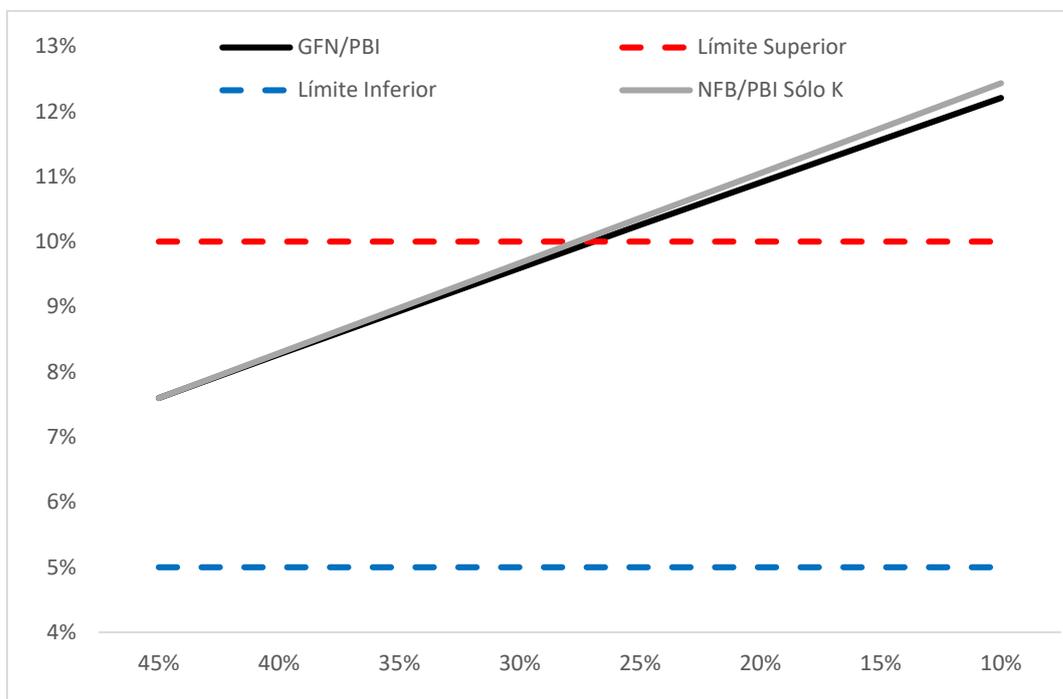


Figura 1: Necesidades brutas de financiamiento sobre PBI como función de quitas de capital

El escaso impacto de la quita de cupón sobre las necesidades brutas implica que, ante riesgo de “roll-over” y con escasez de reservas para actuar como amortiguador, una quita de capital del 25% luce como un piso.

Si se optará por una configuración con similar pérdida de valor presente, los efectos sobre las necesidades brutas serían muy disímiles. Por ejemplo, veamos que ocurre con un recorte de valor presente en torno al 40%: un recorte de 15% de capital y 30% de cupón implican GFN del 11,6% del PBI, por encima del límite máximo. Por otra parte, una quita de 30% de capital y 15% de cupón generan GFN de 9,6%, por debajo del máximo “observado para casos sustentables”.

Ahora bien, ¿es este criterio adecuado para la Argentina? NO. Se requieren algunos ajustes. En particular, el escaso tamaño del sistema financiero en Argentina hace que las GFN deban ser mucho más bajas ya que el sistema financiero no puede absorber deuda pública. A su vez, el elevado nivel de dolarización fuerza a controlar la evolución de los servicios de deuda en moneda extranjera. Finalmente, la presencia de letras intransferibles y la existencia del FGS nos condicionan a tomar la deuda *neta de sector público como punto de partida*. Las NFN (net financial needs) capturan esta última restricción. Para ello, el FMI fija que la/los (pág. 8):

- NFN deben ser como mucho el 5% del PBI en el largo plazo
- Servicios de deuda en moneda extranjera no pueden superar el 3% del PBI

La figura debajo ilustra una simulación de ambas variables.

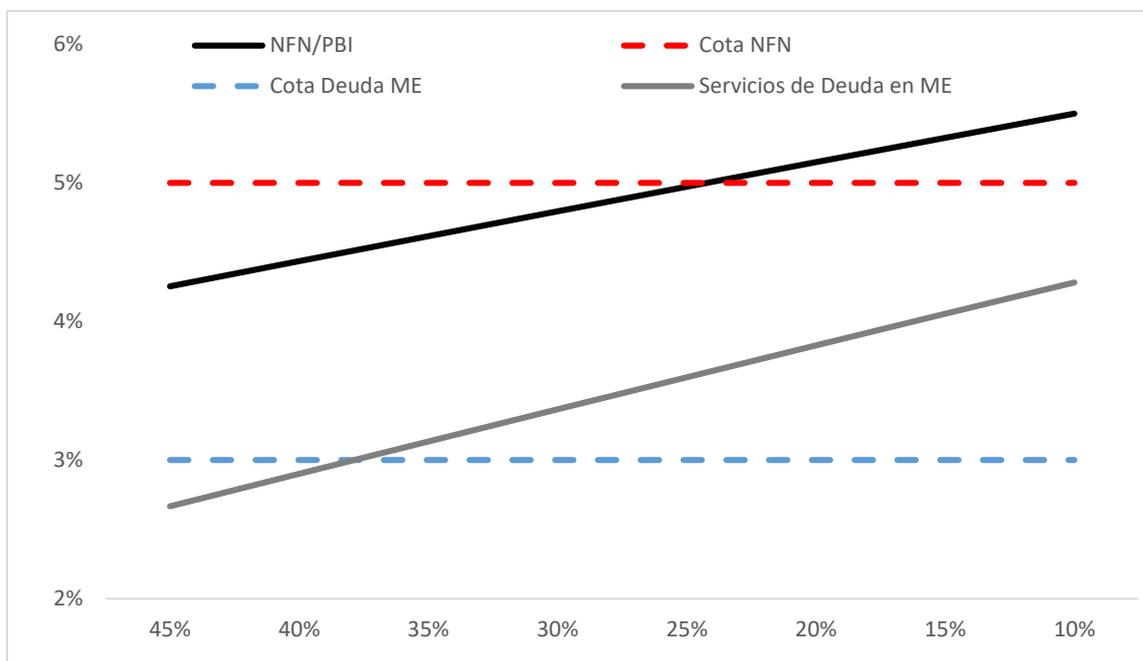


Figura 2: NFN y Servicios de deuda en moneda extranjera con extensión de plazo.

La figura muestra que la quita de capital sobre la deuda neta excluidos organismos internacionales debe ser del 25% y la de cupón del 20% (pasando de por ejemplo 8 a 6,5%) para satisfacer el primer criterio si existe una extensión de plazo de 6 años en la deuda privada (la amortización promedio pasa de 0.15 a 0.1). El efecto del cupón en estos criterios es de segundo orden. Los servicios de la deuda en moneda extranjera requieren quitas más agresivas (en torno al 40%). Es evidente que la dificultad pasa por el mercado de cambios.

La falta de sensibilidad del análisis al recorte de cupón contrasta con otros esquemas de sostenibilidad basados en la discrepancia entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento (V. de Gr. $r-g > 0$ sugiere insostenibilidad). Por lo tanto, quitas de capital y cupón lucen inevitables. La primera se ocupa de la estabilidad de las GFN/PBI mientras que la segunda del cociente B/PBI.

Este ejercicio tiene como objetivo proporcionar una regla rápida para interpretar los resultados que trascendieron en la prensa³ y está lejos de intentar replicar la trayectoria efectiva simulada por el FMI. De fondo, aunque el Gobierno puede poner arriba de la mesa una oferta agresiva, si termina consiguiendo un 25-30% de recorte en el capital el mercado debería tomar esto como un resultado positivo. El riesgo sigue siendo la estabilidad del mercado de cambios en un contexto de alta inflación.

³ <https://www.ambito.com/economia/deuda/fmi-considera-necesario-un-alivio-us55000-y-us85000-millones-la-deuda-argentina-n5090139>