

## Un Ejercicio de Sostenibilidad de deuda: Argentina 2020

Damian Pierri<sup>1</sup>

Analizamos las perspectivas de la deuda Argentina en los albores del cambio de gestión: encontramos que un recorte del 30% del capital y una extensión de plazos de 9 años sobre un tercio de la deuda performing generan un sendero estable de deuda pública en un escenario macro incluso más pesimista que el consenso de mercado. Esto se logra con un ajuste fiscal de 1 punto del producto sobre el gasto primario y medio punto sobre los ingresos fiscales. El escenario es compatible con la reestructuración de la deuda en legislación local en su totalidad; dejando prácticamente excluida los títulos bajo legislación extranjera. La experiencia internacional sugiere que los países con este tipo de arreglos se re-insertan en los mercados en 2 años y medio. A los precios actuales el canje propuesto implica un rendimiento de 18% anual en dólares para el tramo corto.

Luego del resultado de las PASO la economía Argentina se vio inserta en una crisis de confianza producto del cambio de expectativas que provocó la voluntad popular. La misma parece favorecer la suerte de un candidato lejano a las apetencias del mercado, Alberto Fernandez. Como es lógico, los tomadores de decisiones prefieren esperar lejos del riesgo Argentino y provocaron un “sell-off” masivo de los activos domésticos.

Lo primero en cruzir fue el mercado de cambios a lo que le siguió una “crisis de roll-over”. Como resultado, la actual gestión quemó varias banderas e impuso un control de capitales y un default selectivo, lo que llevó al mercado a descontar que toda la deuda estaría sujeta a re-estructuración.

Hoy la curva de bonos refleja un escenario que nos parece un tanto exagerado. El propósito de este ejercicio es respaldar esta afirmación.

Debajo puede verse el escenario macro que utilizamos. El mismo está consistido en base a un modelo de programación financiera cuyo análisis de robustez está disponible de ser requerido.

Tabla 1: Escenario Macro

Año	Dep. TCR	Crec	Inflación	PBI dólares	TCR (1Q10=110)
2019	12%	-3%	50%	430	118
2020	-5%	-3%	40%	448	112
2021	-3%	1%	35%	473	109
2022	-1%	2%	30%	497	108

<sup>1</sup> [Damian.pierri@gmail.com](mailto:Damian.pierri@gmail.com) / [www.damian.pierri.com](http://www.damian.pierri.com)

Cómo se observa en la tabla, no esperamos un buen 2020 y la economía sólo rebotaría producto de la estabilización de un mix de política monetaria y cambiaria dura, en línea con el paladar del FMI. La inflación es del índice de precios implícitos del producto. El consenso de mercado espera para el año que viene una caída del producto de menos de la mitad de nuestro escenario base, lo cual nos permite inferir que los resultados obtenidos no son fruto de pronósticos demasiado optimistas.

Por otra parte, la apreciación del tipo de cambio real es moderada ya que los niveles de competitividad terminan el ejercicio (año 2022) en niveles de 2010, periodo en el que la Argentina no tenía control de capitales y cuentas externas “sanas”. Esto permite imaginar un mercado de cambios algo más equilibrado del que observamos entre 2018 y 19 ya que la formación externa de activos netos estará bajo control. La dureza de la política monetaria garantiza que los niveles de la brecha cambiaria serían inferiores a los observados entre 2011 y 2012, sin mencionar los niveles observados entre 2013 y 2015, cuando existían controles sobre las operaciones cursadas a través de la cuenta corriente (actualmente sólo están afectadas las que afectan a la cuenta capital).

Para realizar el ejercicio de sostenibilidad de deuda realizaron los siguientes supuestos adicionales:

Escenario	Quita Capital	2019		
		S. Prim (I)	Ret. y BBPP (II)	S. Prim. Neto (I-II)=III
A	0	-0,5%	0,7%	-1,2%
B	50%	-0,5%	0,7%	-1,2%
C	30%	-0,5%	0,7%	-1,2%

Para el 2019 fijamos el consenso en materia fiscal, con un déficit primario de medio punto del producto. A su vez, separamos los ingresos públicos por retenciones y bienes personales, los cuales descontamos que aumentarían, para darle dimensión al ajuste fiscal requerido. Neto de estos impuestos, el resultado comienza en un déficit de 1,2% del PBI. La utilidad de tomar estos ingresos por separado es mostrar su relevancia para la dinámica de la deuda ya que son los únicos que el Estado percibe en moneda dura. Siendo que más del 80% de sus pasivos están en la misma denominación, resulta conveniente medir estos ingresos en relación a los intereses de la deuda.

Antes de analizar el sendero fiscal prospectivo algunos comentarios:

- Asumimos que existen transferencias desde el BCRA hacía el Tesoro por un monto similar al observado en los primeros dos años de la gestión Macri, entre 1,0 y 1,5% del PBI.
- Suponemos un aumento de retenciones y de bienes personales, especialmente aquellos radicados en el exterior, de 0,3% del producto. Teniendo en cuenta que las exportaciones del complejo sojero constituyen un tercio de las exportaciones de bienes y que la alícuota efectiva de las mismas se ubica en torno al 25%, un retorno de estos tributos a niveles similares a los observados en la gestión de C. F. Kirchner (en torno al 35%) generaría un

incremento de ingresos de 0,4% del PBI en los ingresos públicos para un nivel de exportaciones similares a los observados en 2017 (U\$S 60 MM).

Ambos supuestos lucen conservadores y razonables para un escenario macro moderadamente estable, como el que se ilustra en la tabla 1. Resulta especialmente relevante la estabilidad de la demanda de base monetaria (en torno al 5,5% del PBI, similar al observado en 2019) lo cual depende, desde ya, de un mínimo grado de confianza en el peso.

La siguiente tabla contiene el ajuste fiscal requerido para hacer sostenible el sendero de deuda con quitas del 30 y 50% sobre el capital de un 33% del stock total. Vale mencionar que un 30% del stock es deuda bajo legislación local y se requiere pasar una ley por el Congreso para canjearla. Distinto es el caso de la ley bajo jurisdicción extranjera, la cual requiere de una cláusula de acción colectiva de difícil aplicación para estos niveles de quita.

Escenario	Quita Capital	2020-22			Ajuste (III20-III19)
		S. Prim (I)	Ret. y BBPP (II)	S. Prim. Neto (I-II)=III	
A	0	N/A	N/A	N/A	
B	50%	0,3%	1,0%	-0,7%	0,5%
C	30%	0,8%	1,0%	-0,2%	1,0%

Noten que separamos el ajuste en 2 partes: i) el asociado a los tributos “fáciles”, ii) el resto. Con un *ajuste de 1,0% del PBI adicional a un incremento de impuestos del 0,3%, una quita del 30% del capital más un alargamiento de plazos de 9 años (para poder pagar el FMI “en paz”) estabiliza el ratio deuda a producto para el escenario macro descrito en la tabla 1, como muestra la tabla debajo. El superávit primario debería pasar de -0,5% del PBI a 0.8% en 2020 y permanecer allí durante 2 años más.*

Año	Escenarios: Deuda /PBI		
	A	B	C
2018	86,0%	86,0%	86,0%
2019	102,6%	102,6%	102,6%
2020	103,9%	85,8%	92,2%
2021	103,6%	84,8%	90,8%
2022	103,9%	84,4%	89,9%

Para tomar una noción del orden de magnitud del ajuste requerido, estamos hablando de “derogar” la “reparación histórica” que sancionó el Presidente Macri, la cual incrementó el gasto primario en 1,5% del producto en forma permanente. A su vez, nuestros modelos muestran que una recesión de 2,5% en 2020 genera un presupuesto (primario) equilibrado para los niveles gasto que figuran en el proyecto de ley del Presupuesto Nacional. El resultado requerido (+0,8%) llevaría la recesión al orden del 3%, cómo figura en la tabla 1. Creemos

que este escenario macro-fiscal es altamente implementable bajo el nuevo marco político ya que implica des-hacer un “error” de la gestión anterior.

El análisis anterior descansa en una estructura analítica algo simplificada: asume que todo el stock de deuda debe renovarse todos los años, un supuesto inapropiado para una crisis de “roll-over”. A su vez, no refleja la necesidad de reperfil capital o intereses ya que toda la deuda está colapsada en 1 período. Con el propósito de robustecer los resultados presentamos el programa financiero proyectado para 2020, sin canje:

Tabla 2: Programa financiero sin canje ni reperfilamiento. Valores expresados en millones

Concepto		\$	USD
<b>Necesidades</b>	Capital	1192	12,2
	Intereses	205	7,2
	<b>Total</b>	<b>1397</b>	<b>19,4</b>
<b>Fuentes</b>	FMI		9,0
	Superávit primario	250	
	Bancos/Spub.	250	2,5+7,2
	<b>GAP</b>	<b>897</b>	<b>0,7</b>
<b>Gap como % del PIB</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,2%</b>	

Algunos comentarios:

- Los vencimientos de capital en dólares son casi en su totalidad de deuda ley local.
- Asumimos que ingresan los U\$S 10,5 MM comprometidos con el FMI, U\$S 9,0 MM lo hacen el año próximo.
- En la línea fuentes se supone la un cambio en la composición de los encajes remunerados, desde leliq hacia bonos del Tesoro por Ar\$ 250 MM, se descuentan las tenencias intra-sector público de los vencimientos de dólares (U\$S 2,5 MM) y se asume que el Tesoro coloca deuda al BCRA por U\$S 7,2 MM.

El escenario muestra la necesidad de un reperfilamiento: sin los desembolsos del FMI, hay que postergar el pago de U\$S 9,0 MM, un 74% de los vencimientos de dólares. *Exactamente lo que se obtendría si se canjeara la deuda con*

legislación local con una adhesión del 75%. En este sentido, es FMI o reperfilamiento, al menos en lo que compete a la deuda en dólares.

La deuda en pesos es un tema aparte y parece destinada a una reprogramación similar: la brecha es de casi Ar\$ 900 MM y de capital vencen Ar\$ 1.200 MM. Un reperfilamiento del 75% de los vencimientos (toda la deuda en pesos es legislación local) soluciona el problema.

El horizonte de 9 años de extensión tiene origen en un supuesto implícito en el ejercicio: el Stand-by cambiaría por un “Extended Facility”, alargando vencimientos de 2 a 8 años, comenzando en 2021.

Existe un supuesto fuerte en ese escenario: la colocación de una letra intransferible para cubrir los intereses de la deuda en dólares. Para justificar esta colocación, veamos el mercado de cambios en 2020:

Tabla 3: Mercado de cambios con (derecha) y sin reperfilamiento. En Millones de dólares

Vencimientos de deuda 2020 en USD		Vencimientos de deuda 2020	
Bonos	-6,8	Bonos	-3,4
Letes	-8,5	Letes	-3,4
OOII y otros	-4,5	OOII y otros	0
<b>Total</b>	<b>-19,8</b>	<b>Total</b>	<b>-6,8</b>
Cuenta Corriente	15	Cuenta Corriente	15
IED	3,3	IED	3,3
Préstamos	-3,7	Préstamos	-3,7
FAE	-10	FAE	-10
FMI	9,0	FMI	9,0
<b>Variación potencial de RRII</b>	<b>-6,2</b>	<b>Variación potencial de RRII</b>	<b>6,8</b>

Cómo se observa en la tabla 3, fruto de la caída del PBI en dólares, el control de capitales (ver la formación de activos externos, FAE, en U\$S 10 MM) y el reperfilamiento, vemos un excedente en el MULC el cual podría ser captado por el Tesoro “por fuera del mercado”. En la cuenta corriente se “esconden” los U\$S 7,2 MM que debe pagar el Tesoro. Teniendo en cuenta que no tiene los fondos propios para comprar esos dólares por mercado, se apropia del excedente vía operaciones en la hoja de balance del BCRA, el cual terminaría ejercicio con U\$S 14 MM de activos adicionales en moneda extranjera.

El análisis monetario de este tipo de operaciones excede los propósitos de esta nota, aunque es evidente que existe una tensión entre monetizar U\$S 6,8 MM, el nivel del tipo de cambio real requerido y la brecha, en un contexto en el que se

asume que volvemos a tener financiamiento monetario del fisco. La estabilidad de la demanda de dinero es clave como así también el visto bueno del FMI para realizar este tipo de operaciones.

Los párrafos anteriores dejan en claro la necesidad de una quita de deuda sobre los bonos en legislación local (30%), un ajuste fiscal adicional (de 1,3% del PBI) y un reperfilamiento de los vencimientos de capital (75% sobre un 30% del stock total). A su vez, los intereses de la deuda privada se ubicarían en torno al 0,7-0,9% del PBI, luego del canje con quita del 30%, en línea con los ingresos por retenciones y bienes personales y con el resultado primario.

Ahora bien, la deuda sería sostenible. ¿Compramos deuda corta? La tabla debajo sugiere que sí.

Reperfilamiento de 9 años en el capital más			
Quita ajustada por	TIR a Precio de Mercado		Var. TCN Break Even
	AO20	PR15	
30%	18%	57%	33%
40%	15%	42%	23%
50%	11%	29%	16%

Con una quita del 30% el AO20 a U\$S 42 por cada 100 VN “reperfilado” rinde 18% con una duration de 5 años. Los títulos en pesos están aproximadamente arbitrado ya que rinden 57%, con una devaluación implícita del 33%; en línea con una apreciación del 5% y una inflación del 40%.