

Nota estratégica del CESLA, número 12



Pablo Mira

Universidad Nacional de San
Martín (UNSAM).

Reestructuración de Deuda en Argentina: ¿esta vez es diferente?

Buenos Aires, 30 de septiembre de 2020

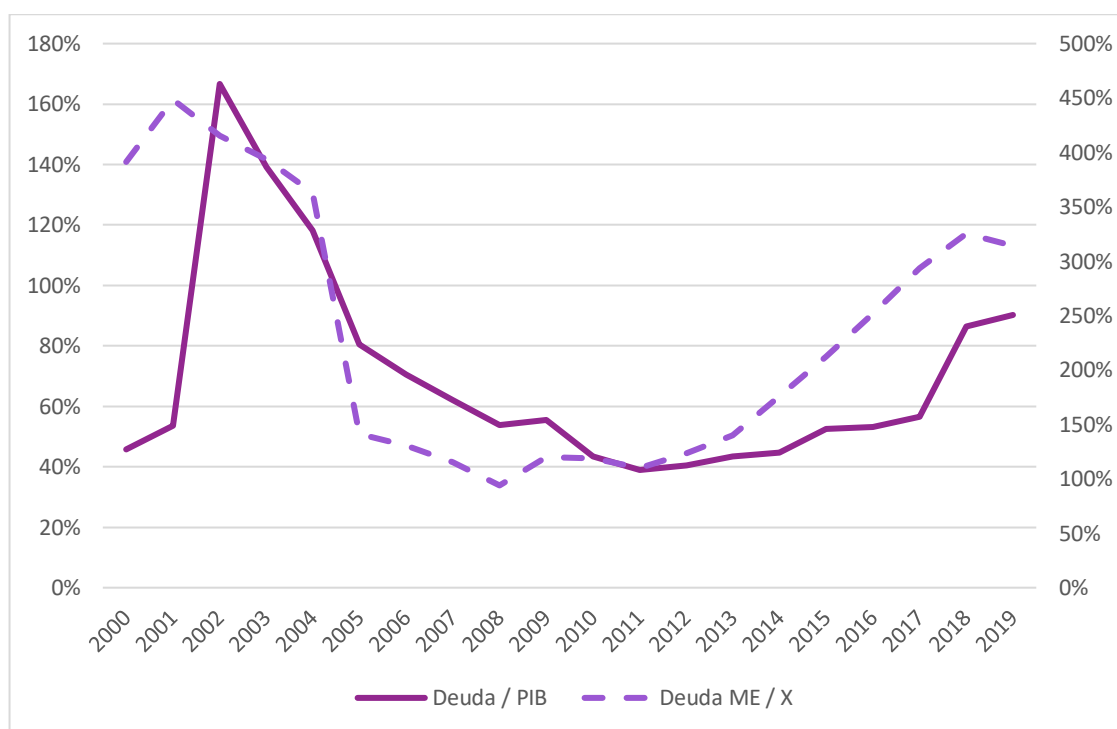
Una deuda insostenible

Luego de la crisis provocada por el *sudden stop* de 2018 (ver Informe "Entre la pandemia y la reestructuración", mayo 2020), la situación en el frente financiero del país se volvió crítica. El veloz proceso de endeudamiento público llevado a cabo en los últimos años juntamente con la devaluación del peso observada en los años 2018 y 2019 condujo a una situación insostenible de la deuda pública. El Gráfico 1 muestra dos indicadores que ilustran bien esta dinámica. La deuda como porcentaje del PIB pasó de 57% a casi 90% en apenas dos años (entre 2017 y 2019), mientras que la deuda en moneda extranjera como porcentaje de las exportaciones pasó de 140% en 2013 a 314% a fines de 2019. Aun cuando estos registros son de por sí preocupantes, la principal dificultad no se correspondía únicamente con el nivel de la deuda, sino además en sus particularidades financieras. En concreto, el perfil de vencimientos se concentraba de manera excesiva en los años próximos (ver Gráfico 2), la tasa de interés implícita de la deuda era en promedio demasiado elevada, y cerca del 80% del stock de obligaciones estaba denominado en moneda extranjera, lo que la hacía muy sensible a las devaluaciones del peso.

A estas dificultades se sumó que tras la crisis cambiaria Argentina perdió por completo el acceso a los mercados financieros internacionales. En un intento por recuperarlo, el país solicitó un préstamo al FMI de dimensiones extraordinarias tanto en términos absolutos como en términos relativos al resto de préstamos otorgados por el organismo. La estrategia de estabilización se sustentó en aquel

momento en un programa de ajuste fiscal y monetario, que sin embargo no logró restablecer la confianza de los mercados. Finalmente, en agosto de 2019 Argentina decidió reprogramar su deuda en moneda nacional, marcando el punto de partida hacia una inevitable reestructuración de sus obligaciones.

Gráfico 1: Deuda Administración Central, en % del PIB (eje izquierdo), y Deuda en Moneda Extranjera (ME), en % de Exportaciones (X) (eje derecho).



Fuente: Ministerio de Economía.

El desafío de Martín Guzmán, Ministro de Economía

La decisión de encarar una reestructuración fue tomada de inmediato tras la asunción del nuevo gobierno. El encargado fue el flamante Ministro de Economía Martín Guzmán, un joven economista doctorado en Economía en *Brown University*, y patrocinado por Joseph Stiglitz, Premio Nóbel de Economía del año 2001. Su tema de especialización académica es la macroeconomía, y en particular los problemas de resolución de crisis de deuda soberana. Según su perspectiva, la mayoría de las reestructuraciones llegaban en la práctica demasiado tarde o con un recorte insuficiente (*"too little, too late"*), y que por lo tanto tenían un alcance limitado de alivio de la carga de deuda. Muchas reestructuraciones recientes, señala Guzmán, no han sido lo suficientemente profundas como para proporcionar las condiciones necesarias para la recuperación. Estas condiciones se relacionan con el establecimiento de una trayectoria descendente en la ratio de deuda sobre PIB hasta estabilizarla en un nivel sostenible que sea consistente con senderos del resultado fiscal y de la balanza

comercial. A su vez, estas circunstancias deben ser compatibles con el recobro de la actividad económica necesario para impulsar la recaudación y así hacer frente a los pagos futuros que permitan evitar un nuevo *default*.

Enfrentado a la realidad argentina, Guzmán propuso guiar la reestructuración de la deuda de acuerdo con tres principios.

- Primero, un período de gracia para amortizar la deuda en moneda extranjera, clave para retomar la capacidad de Argentina de regresar a los mercados de crédito internacionales y abrir el espacio a la recuperación de la actividad y retomar poder recaudatorio.
- Segundo, la reducción de cupones de interés con el objetivo de restaurar la capacidad del país de pagar de manera continua y sostenible.
- Tercero, establecer un límite a los servicios de la deuda en moneda extranjera teniendo en cuenta el nivel de exportaciones de la economía argentina y contemplando el tiempo que toma flexibilizar las regulaciones en la cuenta capital, desarrollar mercados locales de capital y propender el ahorro de los argentinos en moneda doméstica.

Guzmán logró que este marco conceptual fuera respaldado por el FMI, que apoyó la estrategia del gobierno en la negociación. El gobierno también incorporó este tema a los diálogos con los países miembros del G-20 y los socios del G-24. La propuesta para reestructurar la deuda fue apoyada además por 150 economistas a nivel global, entre los que se encontraban 6 galardonados con el premio Nóbel de Economía. Finalmente, a nivel local el marco legal de la negociación contó con la aprobación del Poder Legislativo.

La negociación

El flujo de nueva deuda tomado por el Gobierno durante un período tan breve no le dio a la economía la oportunidad de ser acompañado por un incremento de la capacidad productiva que permitiera el repago de las obligaciones. Desde el punto de vista de la sostenibilidad de deuda, ningún superávit primario plausible sería capaz de estabilizar su trayectoria. Para tener una idea de la magnitud del problema, en el período 2020-2024 los vencimientos en moneda extranjera de títulos públicos en manos del sector privado y las obligaciones previstas del crédito del FMI totalizaban más de 100.000 millones de dólares, equivalente aproximadamente a un 20% del PIB.

Del total de deuda a canjear, los títulos públicos emitidos en moneda extranjera representaban el 39% de la deuda pública nacional bruta, correspondiendo un 24% a los emitidos bajo legislación externa y un 15% a los regidos por la ley local. La deuda elegible para el canje de títulos públicos emitidos bajo ley extranjera ascendía a 66.185

millones de dólares, de los cuales el 93,3% se encontraba en tenencias de acreedores privados, casi en su totalidad externos.

Argentina publicó su primera oferta correspondiente a este último conjunto el 21 de abril pasado, que en la práctica resultó una suerte de prueba exploratoria. Tras diez semanas y numerosas rondas de discusión con diferentes grupos de acreedores (entre los que destacan Fidelity, Pimco, Templeton y Blackrock), el Gobierno decidió incorporar estos puntos de vista a fin de acercar posiciones. El día 6 de julio se publicó una segunda oferta, que se enfrentó con una contrapropuesta de un grupo de inversores relevante. Finalmente, Argentina dio a conocer el 4 de agosto su oferta definitiva, que lograría un alto grado de aceptación.

El día 31 de agosto se dieron a conocer los resultados finales de la negociación. Los tenedores del 93,55% del monto total de capital pendiente de todos los bonos elegibles emitidos aceptaron canjear los títulos por nuevos bonos a ser emitidos, lo que en virtud de las cláusulas contractuales de los bonos elegibles significó la potestad de regularizar el 99,01% del monto total de capital pendiente de todas las series de bonos.

La oferta definitiva implica una reducción de deuda de 34.000 millones de dólares a pagar en un plazo más relajado. Mientras que en el perfil original correspondía pagar servicios por 30.000 millones de dólares entre 2020 y 2024, el canje significa desembolsos por menos de 5.000 millones de dólares para el mismo período. En tanto, los pagos comprendidos entre 2025 y 2028 pasaron de 33.000 a 24.000 millones de dólares (ver Gráfico 2).

Esta diferencia es consecuencia de una exigua quita de capital (cercana al 2%), pero un considerable ajuste en los intereses, cuyo cupón promedio de la deuda soberana pasó de 6,3% a 3,1%. Esto le permitirá al gobierno reducir los servicios de deuda, al tiempo que permite a los acreedores y sus clientes ahorristas a no registrar grandes pérdidas en sus balances, teniendo en cuenta que será reintegrado prácticamente todo el capital invertido.

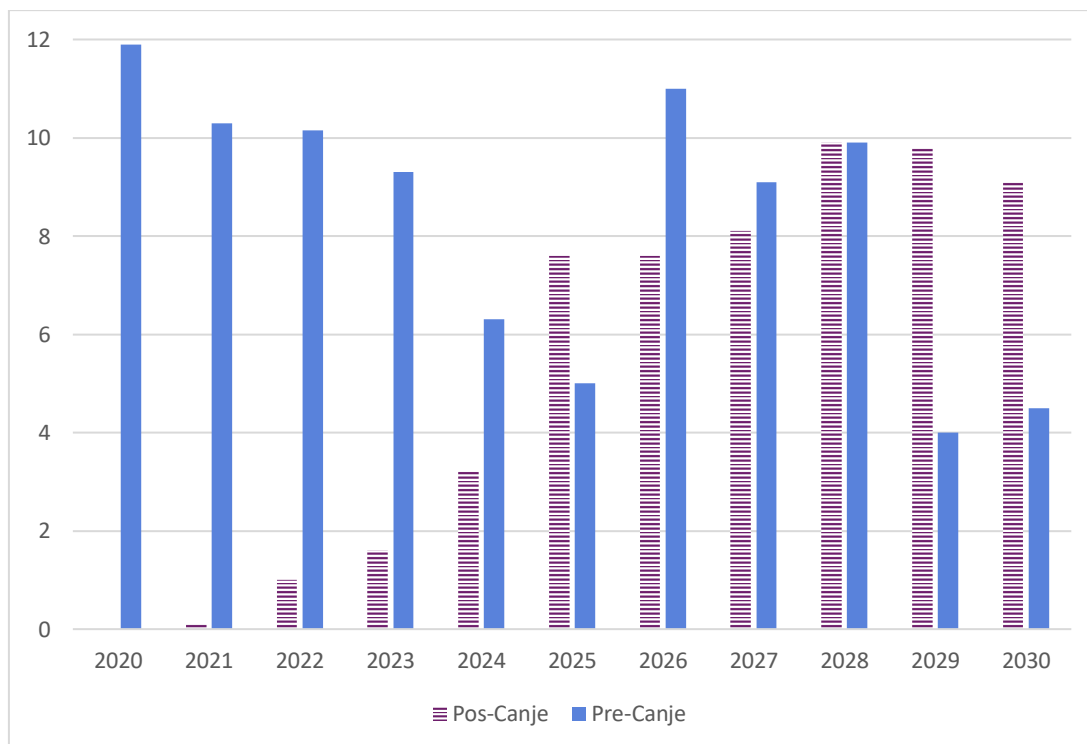
Una vez que las negociaciones con los tenedores externos se encaminaron hacia un cierre definitivo, se avanzó también en el diseño de una propuesta de reestructuración de la deuda pública nacional instrumentada mediante títulos denominados en dólares emitidos bajo ley local, que suman un total de 41.715 millones de dólares. La oferta de reestructuración de la deuda denominada en moneda extranjera contempló un tratamiento equitativo para ambas legislaciones, la nacional y la externa. El día 4 de septiembre, tras la finalización del período de aceptación temprana de la oferta, ya se había alcanzado un porcentaje de adhesión que permitió reestructurar el 98,8% de la deuda en dólares emitida bajo ley local.

A estos resultados deben agregarse las diversas operaciones de conversión de activos de la deuda pública en moneda extranjera con

legislación argentina. El canje voluntario de instrumentos denominados en dólares a títulos en pesos fue de 7.839 millones de dólares, y representó una reducción del 52,4% de esta porción de la deuda pública. Las tasas de rendimiento anual de estos activos se comprimieron fuertemente a partir de junio, cuando mostraron una baja en el mercado secundario de aproximadamente 400 puntos básicos para el tramo corto de la curva.

La deuda restante refiere a las obligaciones en pesos. A lo largo del año 2020, esta deuda con inversores privados sumaba 1,15 billones de pesos (unos 14.000 millones si se la mide en dólares al cambio oficial actual), de los cuales el 74% vencían en el primer semestre. Por su parte, este mercado mostraba signos de elevada iliquidez, con títulos que cotizaban en torno al 35%-40% de paridad. Con el fin de reducir la carga de intereses se encararon licitaciones de instrumentos en pesos con un rendimiento efectivo del 50% anual, bien por debajo del 87% que pagaban los instrumentos anteriores (LELIQs). Si bien se produjo una disminución de la inflación interanual desde niveles de 55% a aproximadamente 40%, esto significó una fuerte caída de la tasa real. Las sucesivas licitaciones y operaciones de canje continuaron reduciendo las tasas de interés, extendiendo plazos e incrementando el porcentaje de refinanciación, que en ocho meses pasó de 58% a 123% (media móvil de 3 meses).

Gráfico 2: Nuevo perfil de vencimientos (Ley Externa + Ley Local), en miles de millones de dólares.



Fuente: Ministerio de Economía

La reestructuración externa permitirá en total reducir el interés que pagan los títulos a una tasa promedio de 3,07%, mientras que el

perfil de deuda previo al canje contemplaba un cupón promedio cercano al 7% (En el caso de los títulos en moneda extranjera bajo legislación local la reducción en el cupón promedio es aún mayor, pues pasó del 7,6% al 2,4%). También se observa un incremento considerable en la vida promedio del nuevo perfil de deuda. A partir del canje externo se enfrentarán vencimientos de los títulos externos por aproximadamente 4.500 millones de dólares en el período 2020-2024 en lugar de los 30.200 millones de dólares originales (ver Gráfico 2). Si consideramos los títulos en moneda extranjera bajo legislación local, el alivio para el mismo período se incrementa en 12.300 millones de dólares, totalizando un ahorro de 42.500 millones de dólares. Por su parte, para el período 2020-2030, considerando ambas legislaciones (local y extranjera) el alivio financiero alcanzará los 37.700 millones de dólares.

Retos pendientes y prospectiva

La normalización de la deuda con los acreedores privados está lejos de haberse transformado en una normalización de la economía. Por un lado, deben todavía redefinirse los compromisos asumidos con el FMI en el marco del acuerdo *Stand-By* que implicó desembolsos por alrededor de 44.000 millones de dólares. La renegociación de los términos del acuerdo con el organismo multilateral deberá incorporar un nuevo programa macroeconómico donde las partes puedan confluir en un entendimiento común. Si bien el reglamento del Fondo no permite reestructuraciones de sus acreencias, será necesario reordenar los perfiles de vencimiento de las obligaciones.

Si bien se mejoró el perfil de la deuda, Argentina no podrá evitar encarar giros de magnitud en materia sus cuentas fiscales. El Gobierno trabaja en una reforma de la estructura tributaria, y es posible que deba reconsiderar la dinámica inercial de ciertos gastos, entre los cuales predominan los referidos a la Seguridad Social.

Otro frente abierto corresponde al mercado cambiario, afectado por una disminución permanente de las reservas utilizables para administrar el mercado, y debilitado por un esquema de controles estrictos que han afectado negativamente las expectativas generando una brecha importante entre el valor del dólar oficial y los alternativos.

Un desafío de largo plazo relacionado con este, y que ha sido planteado explícitamente por el Gobierno Nacional, es que el proceso de normalización requiere también crear incentivos adecuados para estimular el ahorro en moneda nacional. En la práctica, la transición hacia una situación de mayor estabilidad en el mercado cambiario es un proceso que necesita tiempo y señales claras, pues con una oferta de dólares por exportaciones poco flexible en el corto plazo, debe

garantizarse el financiamiento de un creciente volumen de importaciones para financiar la recuperación esperada para 2021.

Al mismo tiempo, la inflación sigue elevada y las herramientas al alcance para garantizar un sendero cambiario compatible con una desinflación progresiva y un nivel de competitividad externa suficiente no son demasiadas. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) podría acudir a nuevas medidas para ampliar la disponibilidad de reservas mediante acuerdos de apoyo contingente con diversas autoridades monetarias, a fin de intervenir efectivamente el mercado cambiario y ganar tiempo hasta la liquidación de la próxima cosecha, que se concentra en el segundo trimestre del año.

A esto se suma el seguimiento cercano de los pasivos monetarios remunerados del BCRA, cuya dinámica está asociada a la política de tasas de interés de referencia que fija el organismo. Los menores condicionamientos por parte del Tesoro Nacional deberían contribuir a liberar a la política monetaria para perseguir el doble objetivo de apalancar la inversión productiva y canalizar el ahorro del sector privado hacia instrumentos en moneda local. Pero la compatibilización de tasas de interés elevadas para el ahorrista y el otorgamiento de créditos blandos para la producción como estrategia permanente dista de ser evidente.

Por otro lado, la todavía elevada inflación inercial podría provocar tensiones en la dinámica macroeconómica una vez que la economía comience a crecer. La política de ingresos es una de las herramientas que el Gobierno pretende utilizar para coordinar una baja gradual de la inflación sin afectar la demanda agregada. Pero de nuevo, su acción tiene límites temporales precisos, como demostró la anterior experiencia de sujeción de precios de las tarifas públicas, que terminaron por engrosar de manera insostenible los subsidios estatales y el déficit fiscal. El resto del combate contra la inflación incluye generar acuerdos económicos y sociales multipartitos en el que confluyan el Estado nacional, el empresariado y el arco trabajador. La coordinación nunca está de más, pero su sustento real incluye una política fiscal y monetaria ordenada, más sacrificios proporcionales por parte de los actores involucrados.

La irrupción de la pandemia (ver Informe COVID en Argentina: entre la salud y la economía de CESLA) y las políticas de aislamiento no solo retrasaron la agenda oficial, sino que podrían tener efectos negativos duraderos en varios de los sectores afectados, además de crear comportamientos precautorios que retrasarían la recuperación de la demanda agregada. En lo inmediato, la pandemia trajo consigo la necesidad de financiar mediante pura emisión monetaria gastos para sostener la economía y la situación social, alentando los vaticinios por parte del mercado de una devaluación futura del peso, y alimentando los precios de los tipos de cambio alternativos. En un contexto de reservas disponibles para atender la demanda de mercado que tocan

un mínimo, se deberá trabajar incansablemente para desanudar las expectativas de un nuevo golpe al tipo de cambio oficial.

El discurso gubernamental ha puesto de manifiesto las ventajas estabilizadoras de una política pública activa en materia de promoción a la exportación, sea esta del sector primario, de la industria o de los servicios, pero con el objetivo explícito de incorporar cada vez mayor valor agregado. En este sentido, una reestructuración que pretenda ser la última y definitiva de tantas, debería dar lugar al diseño, implementación y consolidación de políticas de estado que trasciendan los ciclos de gobierno y que permitan apuntalar la competitividad sistémica de la economía. Estos objetivos productivos son a la vez causa y consecuencia de una estabilidad financiera duradera, y por lo tanto Argentina no podrá desligar el manejo de una coyuntura difícil de las medidas destinadas a alcanzar soluciones estructurales.

Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico que elabora el informe y no representan a las instituciones individuales que integran el Círculo de Estudios Latinoamericanos -CESLA-.