

ESTUDIO 1.

Deuda pública: barajar y dar de nuevo. Luces y sombras del Canje 2020

En estos días se cerró el acuerdo con los acreedores de la deuda argentina en moneda bajo ley extranjera. Si se suma la deuda en moneda extranjera bajo ley local se habrán canjeado unos 108.000 millones de dólares de capital, que se pagarán entre 2021 y 2051. El alivio se concentra en el período 2020-23 y la curva de revierte desde 2029, en que se pagaría más de lo vigente. Características y consecuencias del acuerdo ¿Se podría haber negociado de otra manera?

¿Cómo llegamos al canje?

En informes recientes señalamos la centralidad que asumía la renegociación de la deuda para la economía argentina (“Reconectados al mundo con respirador artificial”, Informe IEFE 185, “El cepo es la deuda”, Informe IEFE 186, “Hay vida después del default”, Informe IEFE 187). Según los propios objetivos del gobierno de A. Fernández, se trataba de la primera de las batallas a librar a la hora de encarar la recuperación económica y social.

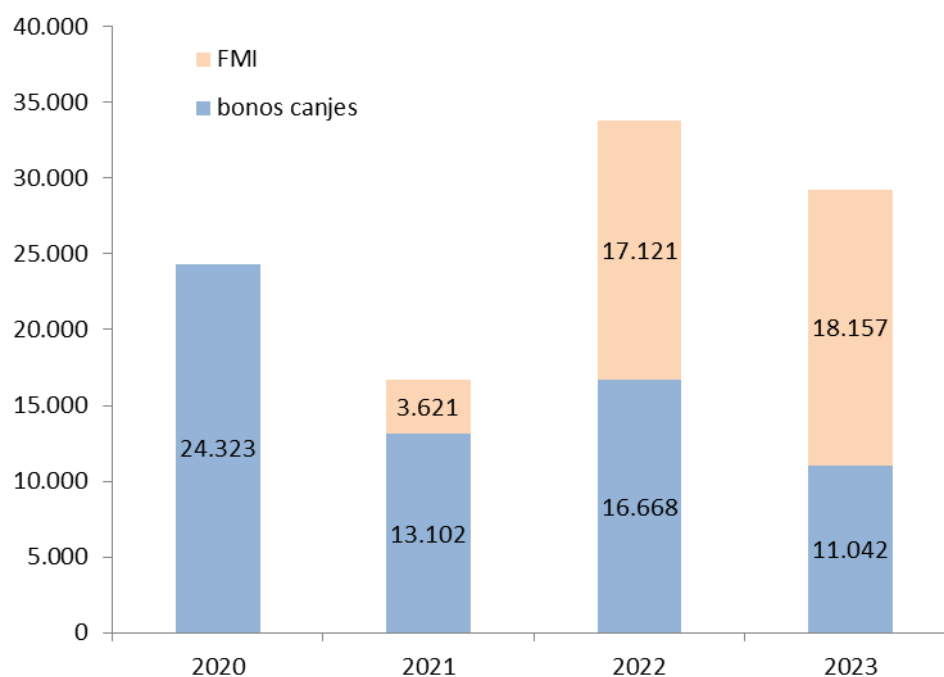
En este escenario, el gobierno argentino se encontró con una compleja situación: renegociar una deuda impagable, después del ciclo de endeudamiento más veloz y voluminoso de la historia mundial. En tan sólo 4 años, Argentina llevó su deuda externa de USD 63.000 a USD 153.000 millones, de los cuales USD 44.100 millones corresponden el préstamo más voluminoso en los registros del Fondo Monetario Internacional.

De ese incremento en el endeudamiento externo público, del orden de los USD 90.000 millones entre 2015 y 2019, según estimaciones del Banco Central se fugaron USD 86.000 millones (BCRA, 2020). Se trató de un regreso sin escalas a la valorización financiera, donde el país aceleró la lógica del endeudamiento externo para financiar la fuga de capitales que fue característica del período 1976-2001 (Basualdo, 2017). Con esta dinámica, la deuda de la administración nacional en moneda extranjera pasó de 36% del producto bruto interno en 2015 al 70% en 2019.

La virtual incapacidad de afrontar estos compromisos por parte del gobierno para el período 2020-2023 se advierte al observar que los compromisos de pago en moneda extranjera (para acreedores bajo ley local y extranjera y organismos internacionales) para dicho período alcanzan los USD 104.000 millones. Sólo para tener una noción de dicha cifra en materia de lo que representa en el balance de pagos: en 2019 el

superávit comercial fue de un récord de USD 16.000 millones. Ni siquiera sosteniendo ese registro se alcanzarían a cancelar esa enorme masa de pagos en los cuatro años bajo análisis.

Gráfico 1. Evolución de los vencimientos de capital e interés de los bonos elegibles de los canjes en moneda extranjera (bajo ley local y extranjera) y el FMI (millones de dólares). Años 2020-2024.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda.

La negociación

Como señaláramos previamente en Informe IEFE, el ministro Guzmán adelantó los objetivos que debía perseguir la negociación argentina en una conferencia internacional dictada en Ginebra, Suiza, en agosto de 2019. Allí señalaba que seguir las recetas del FMI iniciadas bajo Cambiemos desde 2018 llevaría a mayores incapacidades de pagos a futuro, toda vez que la economía se vería restringida en su capacidad de crecimiento. Por ende, proponía un período de gracia de pagos de 2 años, sin quita de capital. Asimismo, sugería cancelar el acuerdo con el FMI y dejar de percibir los montos que ya estaban comprometidos con ese organismo¹. Por otra parte, se proponía un sendero hacia el equilibrio fiscal y comercial, en coincidencia con los programas del FMI en esta materia.

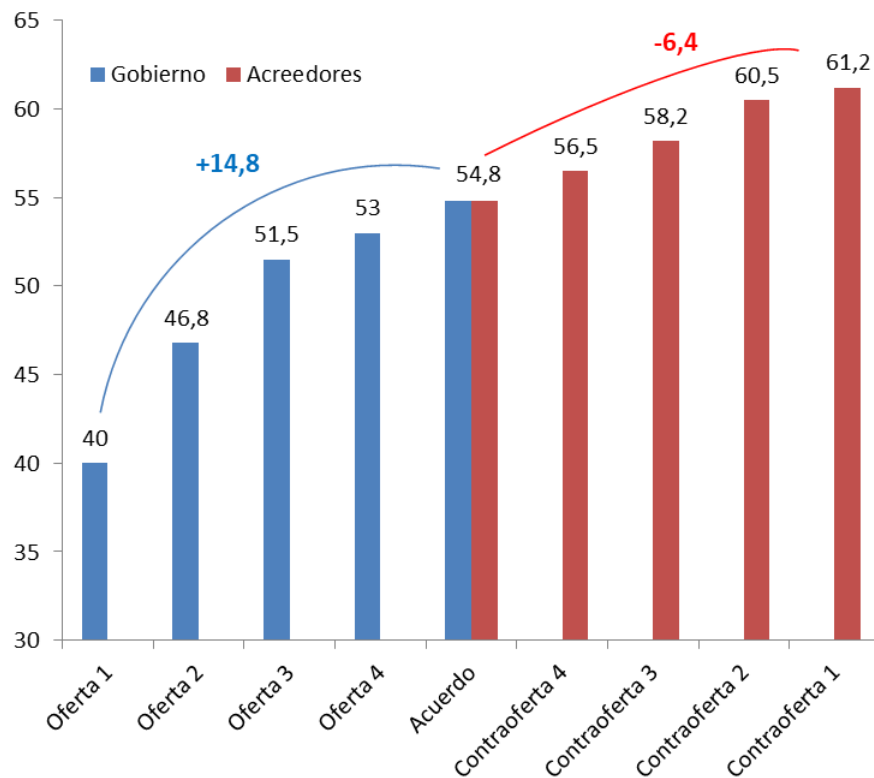
Para trazar una comparación con el antecedente inmediato, en los canjes de deuda de los años 2005 y 2010 que hizo Argentina luego del default de 2001, se ejecutó una quita de capital de 42%, no se reconocieron los intereses corridos entre diciembre de 2001 y diciembre de 2003 y se postergó el calendario de vencimientos al extender el horizonte de pago de los nuevos bonos.

¹ Si bien se desembolsaron USD 44.100 millones, el préstamo preveía transferencias por un total de USD 57.000 millones.

Con esta agenda en mente, el gobierno se dedicó a la renegociación de la deuda en moneda extranjera bajo ley extranjera. Después de este primer paso, se previó avanzar con la deuda en moneda foránea bajo ley local y luego aquella contraída con el Fondo Monetario Internacional. El “primer round” de renegociación de deuda con privados en moneda y ley extranjera alcanzaba cerca de USD 66.000 millones.

En el mes de abril el ministro Guzmán presentó una primera propuesta de canje, que seguía los principios de su planteo realizado en Ginebra pocos meses antes. La quita de capital era del orden del 5%, se concentraba en intereses (reconocía una tasa promedio de 2%, a diferencia del 7% vigente) y extendía el período de gracia de dos a tres años (2020-22). Los cálculos sobre el valor presente neto (VPN) de dicha oferta (que descuentan a una tasa de referencia los valores futuros para saber cuánto representan en la actualidad) la ubicaban en 40/100.

Gráfico 2. Valor Presenta Neto (a tasa de descuento del 10%) de las rondas de ofertas del gobierno argentino y contraofertas de los acreedores.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda.

Los acreedores rechazaron esa oferta y en mayo contra-ofertaron una propuesta por un VPN de 61/100. Desde ese momento en adelante, se fueron sucediendo mejoras en la oferta argentina para los acreedores, en tanto que estos últimos (centralmente BlackRock y Exchange) redujeron sus pretensiones paulatinamente, hasta llegar al acuerdo de agosto, que coloca el canje en un valor de 54,8/100. Los números muestran que mientras el gobierno se movió desde una primera oferta de 40 a una última de 54,8 (la mejoró en 14,8 dólares), los acreedores pasaron de una contraoferta inicial de 61,2 a una de 54,8 (resignaron sólo 6,4 dólares). Entre las cuestiones que cedió el gobierno se cuentan el reconocimiento de

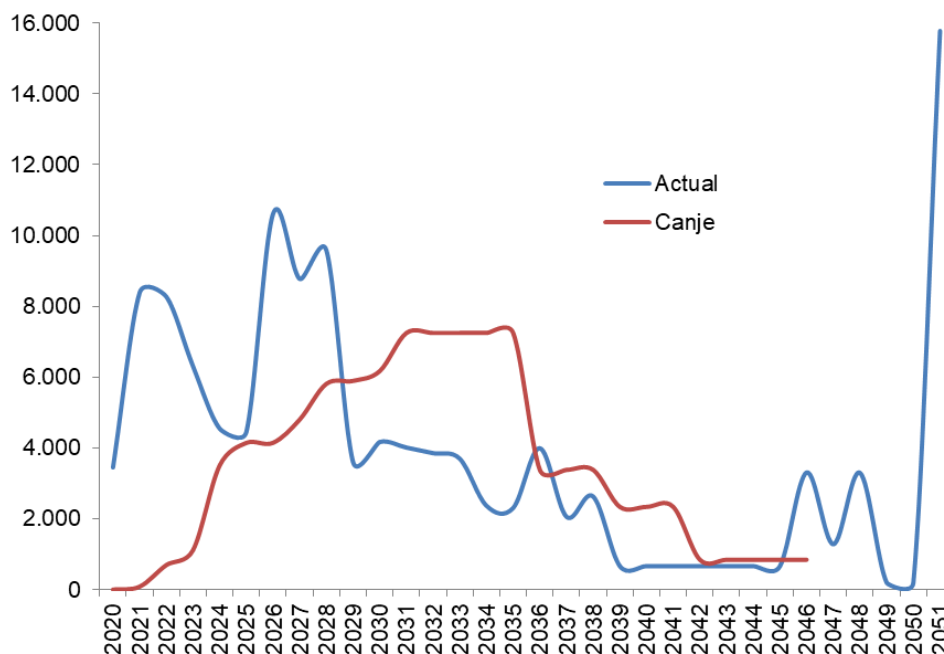
los intereses vencidos entre abril y septiembre de 2020, la reducción del período de gracia de tres años a uno, la elevación de la tasa de interés promedio (de 2% a 3,1%), la reducción de la quita de capital (de 5% a 1,9%) y el adelantamiento de pagos en las cuotas en los meses del calendario.

Por cierto, es menester aclarar que el valor presente neto está lejos de representar el valor de la quita efectiva. En realidad, el VPN surge de descontar los flujos futuros a una tasa que los acreedores eligen, en este caso del 10%. Esa tasa indica aquella que los acreedores esperarían obtener en el futuro en caso de que se re-canjeara nuevamente la deuda, lo que es sumamente cuestionable ya que las tasas internacionales son cercanas a cero y las que pagará Argentina con los nuevos bonos oscilará entre 0,125% y 5%. Con una tasa de descuento menor, del orden del 6% por ejemplo (levemente superior a lo que Argentina se comprometió a pagar), la oferta que los acreedores valúan en 54,8 pasaría a 64,2 (como se verá más adelante). Cabe señalar por cierto que hace pocos meses del acuerdo, el FMI había señalado que el máximo valor presente neto que Argentina podía ofrecer y que garantizara la sostenibilidad eran 49 dólares cada 100.

El perfil de vencimientos y la quita efectiva

Si bien aún debe completarse este canje² y resta saber cuáles serán los bonos que efectivamente elegirán los acreedores³, puede hacerse una proyección de lo que implicará, suponiendo que los acreedores preferirán los bonos que venzan en el menor plazo posible.

Gráfico 3. Evolución de los vencimientos de capital e intereses de la deuda en moneda extranjera (ley extranjera) actual y después del canje (millones de dólares). Años 2020-2051



² La fecha de referencia es el 24 de agosto.

³ Cada acreedor tiene distintas opciones de bonos, de vencimiento más corto (2030) o más largo (2046), con diferentes opciones de tasas de interés.

Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.

De acuerdo a lo que muestra el gráfico, el canje implica un alivio financiero muy relevante entre 2020 y 2023, es decir el período que abarca el gobierno de A. Fernández, y un saldo también favorable (aunque más exiguo) para 2024-2028. En cambio, la situación se modifica en 2029-2035, donde los nuevos pagos superarán con creces a los vigentes hasta el momento.

El acuerdo alcanzado con los tenedores de deuda bajo ley extranjera invita a pensar que rápidamente se alcanzará un arreglo con los tenedores de deuda en moneda extranjera bajo ley local, en este caso por un monto de unos USD 41.715 millones. De completarse ambas operaciones, el cuadro 1 muestra cuál sería el perfil de vencimientos de capital e interés, por distintos períodos, hasta el año 2051.

Cuadro 1. Compromisos de pago actuales y después del canje para la deuda en moneda extranjera bajo ley extranjera y local.

Período	Actual	Canje	Ahorro/ Desahorro
2020-2023	59.760	3.074	56.686
2024-2028	57.724	42.068	15.656
2029-2035	31.950	83.643	-51.693
2036-2046	19.098	25.944	-6.846
2047-2051	20.752	0	20.752
Total	189.284	154.729	34.555
Quita nominal			18,3%
Quita VPN (t.d. 6%)	128.294	82.303	35,8%

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.

De acuerdo a nuestras estimaciones⁴, de completarse ambos canjes, en el período 2020-2023 el gobierno estaba comprometido a pagar unos USD 59.760 millones y en cambio, erogará unos USD 3.074 millones, lo que implica un ahorro de USD 56.686 millones para el mandato de A. Fernández. Para el período 2024-2028 los pagos serían mucho mayores, superiores a los USD 42.000 millones de acuerdo al canje, aunque todavía inferiores a los que surgían del perfil actual de vencimientos (USD 57.724 millones). De todas maneras, esos cerca de USD 8.500 millones por año para dicho período (2024-2028) aparecen como exigentes para una economía como la Argentina, siempre volátil.

Más adelante, la situación se vuelve virtualmente insostenible para 2029-2035, donde el canje implica pagos superiores a los 51.600 millones vigentes. Ya para ese momento, la proyección de la cartera de economía es refinanciar a tasas accesibles en el mercado y generar un sendero estable de vencimientos, toda vez que la economía “se tranquilice”, según las palabras del actual ministro. El saldo es igualmente negativo para 2036-2046 (USD -6.846 millones) y vuelve a ser altamente favorable hacia 2047-2051 (con un ahorro de USD 20.752 millones).

De este modo, entre 2020 y 2051 de los 189.300 millones de dólares que el Estado tenía que pagar, afrontará 154.700 millones, lo que representa una quita nominal de 18,3%. Dadas las distintas condiciones

⁴ En el caso de los bonos bajo ley local, además de suponer preferencia por bonos más cortos, se supone a su vez preferencia de bonos en dólares, ya que la oferta para tenedores bajo ley local habilita opciones de bonos en pesos.

de los bonos en situación de canje, la quita nominal sería mayor en el caso de los bonos bajo ley extranjera (25%) que en aquellos denominados bajo ley local. Ahora bien, si se toma una tasa de descuento anual de 6% para el período 2021-2051 y se compara el valor presente neto de cada flujo de pagos de fondos, dado que el canje logra postergar pagos futuros, la quita tendría un nivel mayor, y alcanzaría un 35,8%.

¿Se podía hacer algo distinto?

Los resultados del canje implican una mejora para la gobernabilidad del gobierno de A. Fernández, es decir hasta 2023. De todas maneras, resta aun despejar los compromisos con el FMI, por unos USD 35.278 millones en 2022 y 2023, que ponen en tensión la sustentabilidad para ese bienio. Desde el punto de vista de la sostenibilidad del actual gobierno, el canje oficia como un apoyo, pero también exhibe limitaciones en el mediano plazo.

El perfil de vencimientos se hace mucho más oneroso en 2024-2028 y particularmente insostenible para 2030-2035. La perspectiva del gabinete económico es recrear un proceso de crecimiento del producto y las exportaciones que permitan generar las divisas para afrontar los pagos futuros, además de lograr una estabilidad que facilite refinanciamientos de deuda a tasas decrecientes, lo que no deja de ser una apuesta a futuro en un mundo muy incierto desde el punto de vista comercial y productivo.

Más allá de lo anterior, hay un aspecto que no pareció ponerse en debate en la mesa de negociaciones: la pandemia mundial. Hoy el mundo transita la crisis más profunda desde 1930, con caídas en la producción, empleo y comercio y aumentos en pobreza, desigualdad y hambre. La actual pandemia ha generado un descalabro económico mayúsculo que dio lugar a masivos paquetes de estímulo económico por parte de los gobiernos, abandonando las recetas de ajuste en muchos casos para paliar los efectos sociales. En este contexto, donde la tasa de interés de referencia de las economías avanzadas es cero, Argentina se comprometió a pagar compromisos con tasas de interés del 3,1% en promedio (las más altas llegan al 5%).

Como lo han señalado distintas organizaciones (*Juicio Popular a la Deuda y al FMI*), ésta era una oportunidad para poner en debate la legitimidad del endeudamiento durante la gestión macrista. El canje para acreedores bajo ley extranjera incluía 17 operaciones desarrolladas durante el gobierno de M. Macri, de las cuales existen cuestionamientos legales.

El ex ministro de finanzas, L. Caputo, participó en las negociaciones y pagos –y su coordinación- efectuados a los ‘holds outs’ y en la designación de los bancos que iban a intervenir en esa operación. Como propietario de Axis, estuvo vinculado a C. Planas, con quien compartió funciones en el Deutsche Bank. JP Morgan (donde había trabajado el entonces ministro de hacienda, A. Prat Gay) y Deutsche Bank recibieron por adjudicación directa la colocación de los bonos de pago a los Fondos Buitre y el Megacanje II (con el Banco Central). La investigación del fiscal Delgado podría habilitar un cuestionamiento y desconocimiento de los bonos emitidos en ese período (por unos USD 15.000 millones).

Por otro lado, el préstamo del FMI que incluyó un paquete por más de USD 57.000 millones (de los cuales de desembolsaron hasta el momento USD 44.100 millones) incumplió los estatutos del organismo porque financió fuga de capitales y violó los criterios técnicos al otorgar un monto mucho mayor al permitido. El actual candidato a la presidencia del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Mauricio Claver-Carona, afirmó recientemente que el gobierno de D. Trump consideraba a Macri una pieza clave de la derecha en el

tablero geopolítico de América Latina y por ende, intercedió ante el organismo (presidido entonces por C. Lagarde) para que el FMI le facilitara el monto impagable. En síntesis, un arreglo plagado de incompatibilidades que deberían incluirse en la negociación futura con un Fondo que querrá imponer sus consabidas políticas de ajuste.

Asimismo, numerosos países se encuentran en crisis económica y de deuda. Por esta razón, distintas organizaciones (ONU⁵, CELAG⁶, Internacional Progresista⁷, etc.) han demandado la condonación de la deuda para los países del Tercer Mundo. Sin embargo, el actual acuerdo da fortaleza a los acreedores porque Argentina es una referencia para negociar ante otros países sus deudas soberanas.

También para el FMI ésta aparece como una salida aceptable, pues le permitirá negociar con el país sabiendo que existe un compromiso de pagos futuros sin mayores quitas ni análisis de legitimidad. Como acreedor principal del país, el FMI también tiene como señuelo un caso ejemplar que evita la desconexión con el circuito financiero internacional.

En este contexto, el gobierno de Ecuador acaba de celebrar un canje de deuda. El monto (USD 17.400 millones) representaba en el PBI prácticamente lo mismo que los USD 66.000 del canje bajo ley extranjera. El país sudamericano redujo más capital que Argentina (8,9% versus 1,9%), pero menos en interés (pasó de 9,3% a 5,3% contra el canje argentino de 7% a 3,1%) y por ende su VPN alcanzó los USD 58,9 cada 100 (contra los 54,8 de nuestro país). Las distancias no son muchas entre un gobierno de derecha (que acordó recientemente un ajuste del gasto público con el FMI y persigue a los líderes de la Revolución Ciudadana) y el de A. Fernández.

Finalmente, cabe destacar que, aún después del fallo a favor de los Fondos del juez neoyorquino T. Griesa (analizados previamente en Informe IEFE), el gobierno no ha cuestionado los tribunales internacionales de litigio, lo que representa un factor relevante a la hora de pensar en posibles conflictos futuros. Revisar las jurisdicciones de litigio (por ejemplo América Latina) hubiese sido un cambio relevante en la negociación y para sentar precedentes en la arquitectura financiera internacional, que se concentra en sedes anglosajonas, usualmente protectoras de los acreedores.

¿El default era un fantasma?

Como señaláramos previamente en Informe IEFE, se suele hablar del default como un fantasma que traerá calamidades al país. Al menos como matiz, cabe destacar que entre 2002 y 2005 el país ingresó en cesación de pagos y tuvo tasas de crecimiento del orden del 9%, aumentó su volumen de exportaciones un 50%, anotó superávit gemelos (fiscal y comercial) y mejoró todos sus indicadores sociales (Chena y otros, 2018). Ciertamente es un mundo más hostil que aquel de principios de siglo, y podrían existir mayores retricciones al financiamiento para empresas privadas en el país en los mercados internacionales, pero también este

⁵ “Un asunto de vida o deuda: Agencia de la ONU propone acuerdo mundial de deuda para evitar que la pandemia sanitaria ocasione un desastre económico en el mundo en desarrollo”, unctad.org, 23/4/2020.

⁶ “Piden la condonación de la deuda externa para los países de América Latina”, Página/12, 28/3/2020.

⁷ “Cancelen la deuda”, <https://progressive.international/movement/campaign/cancel-the-debt-5dd21aa8-214e-4f86-bcd8-012ff864733e/es>

argumento y la crisis mundial también respaldan la idea de condonación de la deuda, lo que podría haber incluido en los considerandos a la hora de negociar⁸.

Esto hubiese implicado regresar el esquema de desconexión (Liaudat y Sbattella, 2019), para lo cual la audacia es una condición esencial.

Referencias

Basualdo, E. y otros (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Chena, P. y otros (2018). Argentina (2002 - 2015): transición neomercantilista, estructuralismo a la Diamand y keynesianismo social con restricción externa. *Semestre Económico* 21 (47), 25-59.

Guzmán, M. (2018). Análisis de la resolución del default de Argentina 2001. *Revista de Economía Política* 17(12), 49-104.

Sbattella, J. y Liaudat, S. (2019). *La teoría de la desconexión de Samir Amín: una opción para Argentina frente a la crisis global*. Buenos Aires: Colihue.

⁸ Por cierto, cabe recordar que Perú en los años 1980 incurrió en cesación de pagos y en la década de 1990 no logró escapar a los compromisos asumidos por gestiones anteriores.