

Eduardo Levy Yeyati

Socio Fundador

Victoria Giarrizzo

Directora Ejecutivo

Martín Kalos

Economista Jefe

Juan Solá

Analista Senior

Lucía Pezzarini

Analista Senior

Lucio Cardinale

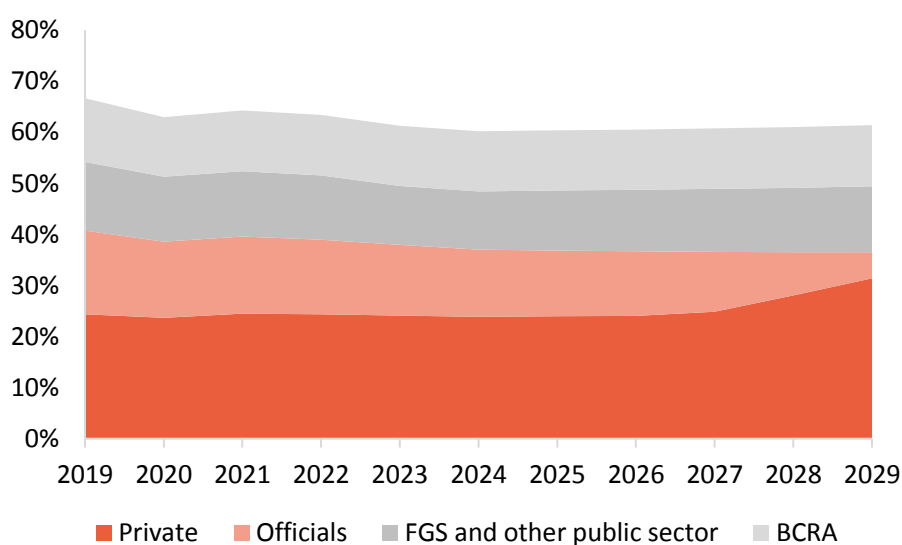
Analista Senior

Reestructuración de deuda soberana: Escenarios

En este cuarto documento de la Serie de la Deuda, **analizamos la sostenibilidad de la deuda bajo cuatro escenarios distintos de reestructuración**. Resumimos los resultados en varias combinaciones de tasas de crecimiento y superávit fiscal necesarias para lograr un ratio deuda-PBI sostenible en el largo plazo, con miras a lograr un flujo manejable de las necesidades financieras.

Encontramos que una extensión de capital e intereses no es suficiente para alcanzar la sostenibilidad bajo supuestos fiscales y de crecimiento razonables. Asimismo, también observamos que un esquema que combina una leve reducción de cupones -en lugar de quitas de capital- con una extensión de los plazos de vencimiento y una larga refinanciación de los pagos al FMI en el marco de un EFF ofrece una opción aceptable para una reestructuración favorable al mercado -sujeta a un rápido compromiso con los acreedores y a un posterior acuerdo con el Fondo- bajo el supuesto realista de que el país alcanzará un superávit fiscal del 1% y una tasa de crecimiento del 2% en el futuro próximo.

Ratios de Deuda en nuestro escenario de baja de cupones
% del PBI. Solo deuda performing



¿De qué hablamos? Mientras la literatura típicamente ofrece tres tipos de reestructuraciones de deuda soberana (reperfilamiento: extensión de vencimientos; reestructuración moderada: bajas quitas de capital; reestructuración dura: fuertes quitas de capital), Argentina enfrenta solo una opción binaria en el corto plazo:

1. Una reestructuración amigable: un reperfilamiento con la opción de una leve quita de capital (como en Ucrania 2015).
2. Una reestructuración dura: en busca de una solución definitiva, el país puede ir por una larga reestructuración con fuertes quitas de capital e intereses.

¿Qué es lo que hicimos? Un análisis de sostenibilidad obteniendo los ratios de deuda y necesidades financieras, bajo escenarios alternativos -y factibles- en las principales variables macroeconómicas:

- Tipo de cambio real (TCR): mantenemos nuestra proyección de leve apreciación en 2019-2020 y asumimos un TCR estable hacia adelante.
- Costo financiero: para el rollover/reperfilamiento asumimos las tasas de interés promedio de la deuda rolleada o reperfilada. (Implícitamente este ejercicio es conservador en el sentido en que no asume emisiones en el mercado voluntario con tasas menores a estas).
- Superávit fiscal y crecimiento: utilizamos combinaciones de estas variables para estabilizar el ratio deuda-PBI (neta de deuda con el sector público), calculado en dólares a final del periodo.
 - **Memo ítem 1:** como hemos señalado anteriormente, muchos analistas e incluso el FMI computan el ratio de deuda dividiendo el PBI anual sobre el tipo de cambio de fin de periodo, sobreestimando en un 20% el ratio.
 - **Memo ítem 2:** en todas nuestras simulaciones, asumimos un conservador y realista balance fiscal para el periodo 2020-2022: -0.5%, 0% y 0.5%, los cuales nosotros -y el Fondo- consideramos como una propuesta realista de ajuste fiscal. A partir de 2023 nuestras simulaciones varían en cuanto al superávit fiscal. A tener en cuenta, si el ajuste pudiera adelantarse, por ejemplo, con una re-indexación del índice de movilidad, la deuda se estabilizaría con menor crecimiento y a un menor ratio deuda-PBI.

¿Porque un análisis clásico de sostenibilidad de deuda no es el adecuado para esta situación? Primero, es sabido que la ecuación de deuda -como en la mayoría de los análisis- es una identidad contable - y por ello estática- y por tanto no tiene en cuenta el impacto de los diferentes escenarios fiscales en la tasa de crecimiento - por ejemplo, un impulso negativo de un mayor ajuste fiscal sobre el crecimiento, suponiendo, como nosotros y la mayor parte de la literatura reciente, un multiplicador fiscal distinto de cero.

En nuestro análisis, abordamos este inconveniente sólo parcialmente: construimos un scatter de tasas de crecimiento y resultado fiscal primario que logran la estabilidad del ratio de deuda y analizamos la viabilidad de esos pares considerando el impulso fiscal asociado con escenarios alternativos de superávit primario.

Tal vez lo más importante es que **hay por lo menos 6 tipos diferentes de deuda** (como introdujimos en la Mirada del lunes de la semana anterior), y cada uno de ellos exige un tratamiento diferencial:

- Deuda de corto plazo
- Deuda con privados bajo legislación local
- Deuda con privados bajo legislación extranjera

- Deuda con el Sector Público
- Deuda con Organismos Oficiales (excepto el FMI)
- Deuda con el FMI

¿Por dónde empezamos? Aquí abajo, mostramos nuestras estimaciones recientes de la evolución y composición del ratio de deuda (Figura 1), y nuestra mejor estimación del tsunami de vencimientos de deuda con el sector privado en 2020 (Figura 2; rojos son locales y azules internacionales).

- **Memo item 3:** we assume an easy roll over of IFI debt; hence, its absence in the chart.

Figura 1. Ratios de deuda-PBI

% del PBI e índice de TCR. Incluye la deuda non-performing

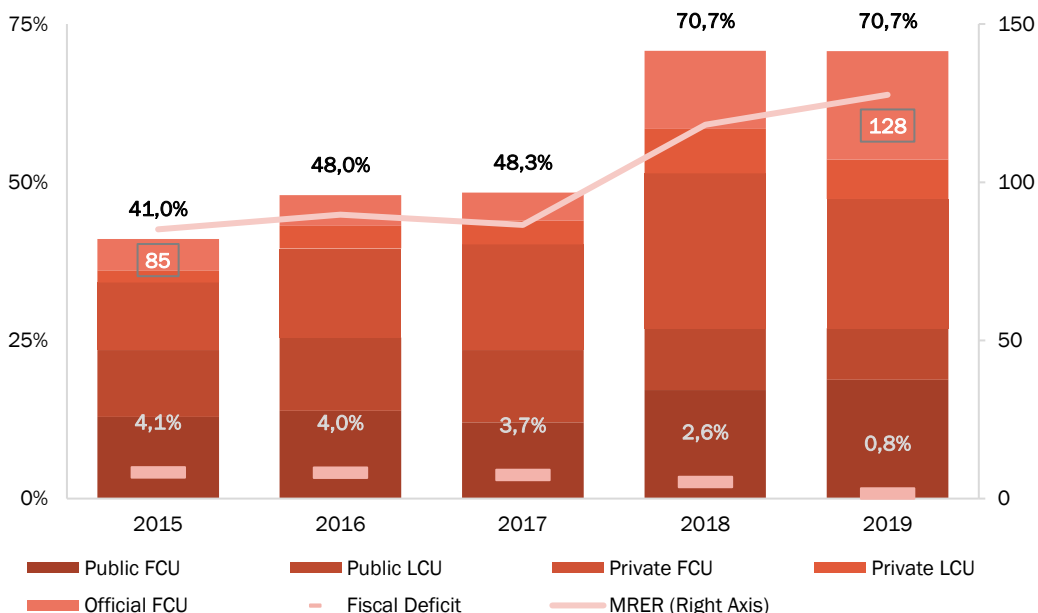
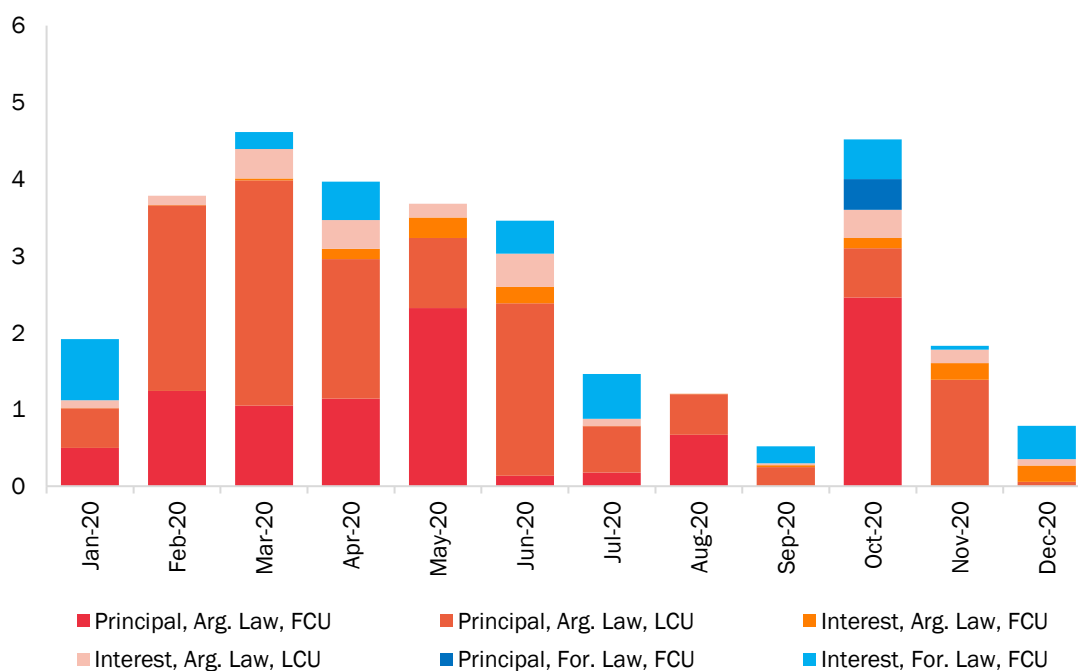


Figura 2. Deuda con el sector privado

USD miles de millones



¿Qué simulamos?

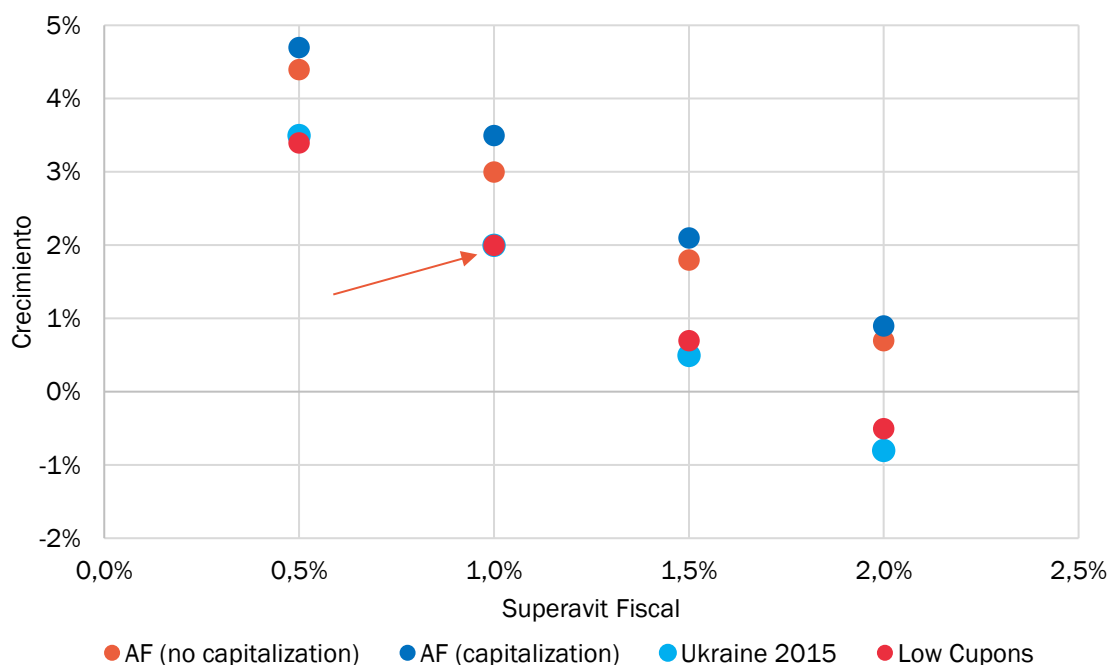
- Las **simulaciones 1 y 2** constan de un reperfilamiento de la deuda privada de 3 años- con la diferencia que la opción 1 no incluye capitalización de los cupones impagos y la 2 sí- y adicionalmente un reperfilamiento de la deuda con el FMI a través de un EFF, que creemos es un escenario cercano al que el Gobierno estuvo sondeando informalmente- aunque, según nuestra opinión, es poco probable que pueda materializarse en la práctica.
- La **simulación 3** supone una reestructuración al estilo Ucrania, con un recorte de capital del 30% de la deuda con el sector privado (tanto bajo legislación local como internacional) más una extensión de pagos de 5 años, y una extensión de 3 años (pero sin quita) para la deuda “sensible” y las letras de corto plazo- aunque para estas últimas asumimos una recompra parcial a través de la ventana del BCRA que tendrá un descuento promedio del 10%. El EFF con el FMI se extenderá a 6 años de forma tal de evitar la acumulación de los pagos. (Si bien la probabilidad de que el FMI acepte una propuesta de este tipo es baja, podría ser inevitable si el regreso del país al mercado voluntario es demorado, en gran parte, por los inminentes pagos de deuda al FMI). Esta opción es un ejemplo de lo que, en nuestra visión, sería una alternativa no muy disruptiva, aunque tampoco muy generosa para lograr un acuerdo rápido y voluntario con los acreedores. Sin embargo, la quita de capital podría ser resistida por los acreedores.
- La **simulación 4** es igual a la 3 con la excepción de que el recorte de capital es reemplazado por un recorte de los cupones (que por simplicidad lo instrumentamos mediante una reducción de la tasa promedio interés del 7% al 5%), una opción que, en nuestra opinión, puede resultar más amable para los acreedores e implica resultados similares en términos de sostenibilidad de la deuda.

¿Qué encontramos?

- Para resumir varias simulaciones con múltiples correlaciones de una manera simple, presentamos, para cada escenario de reestructuración, las combinaciones de superávit primario y tasa de crecimiento de largo plazo que permiten alcanzar un ratio estable de deuda-PBI (con acreedores privados y oficiales, excluyendo la deuda con el Sector Público). Como puede verse, una reestructuración moderada, ya sea de capital o de cupones (como en las simulaciones 3 y 4), es suficiente para lograr estabilizar la deuda bajo un escenario realista de superávit primario del 1% y un crecimiento del 2%.

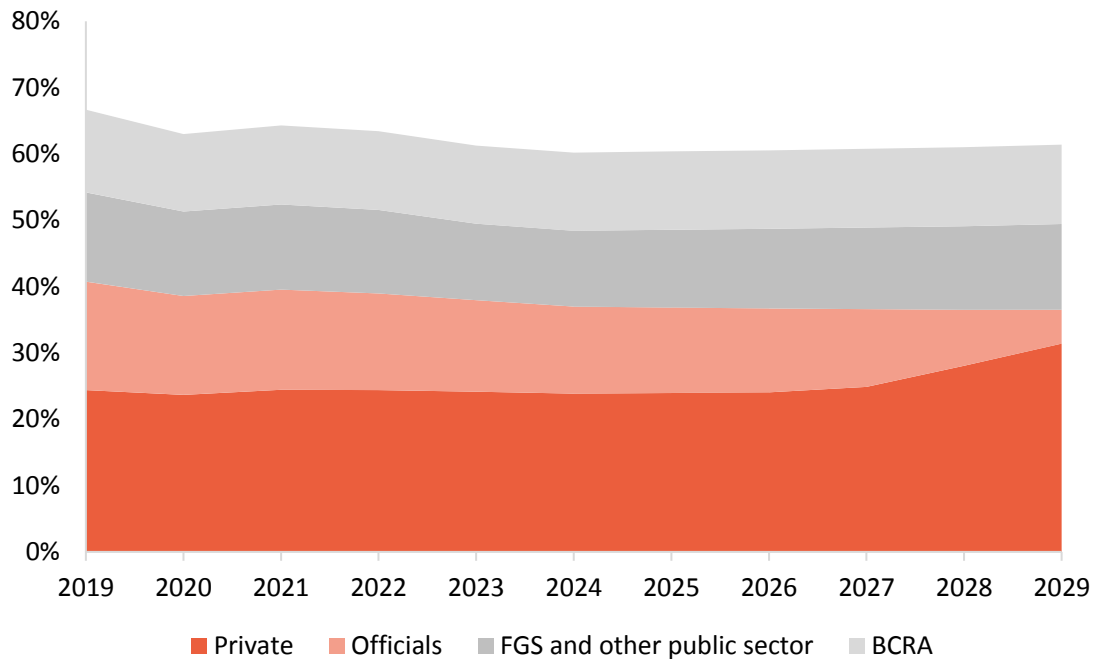
Figura 3. Menú de combinaciones

Tasa de crecimiento y superávit fiscal



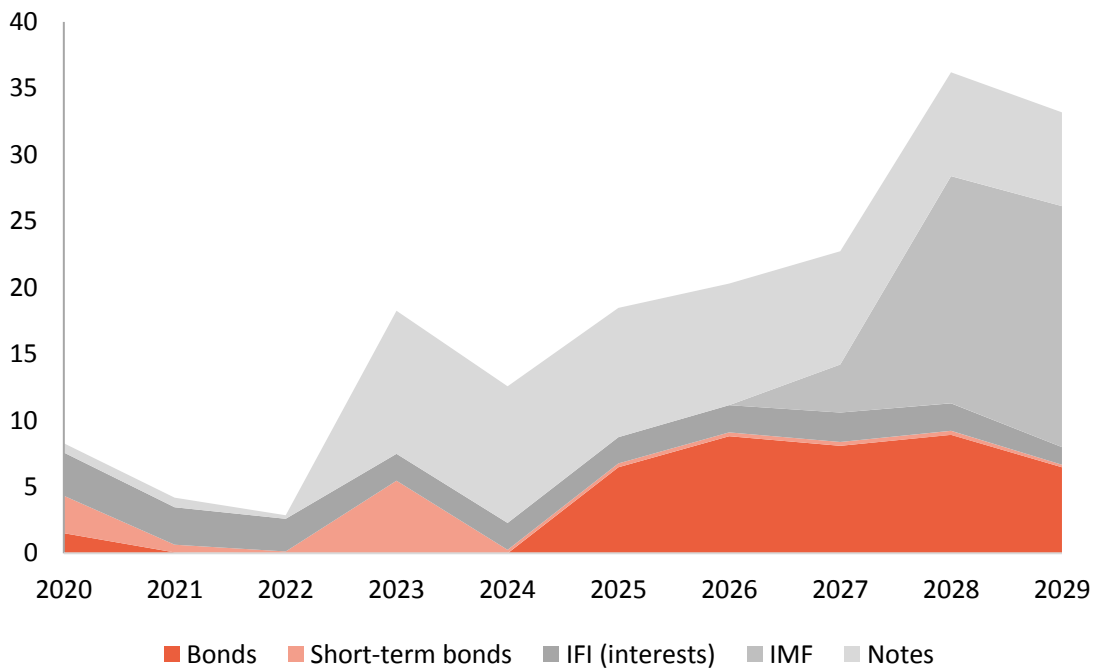
- La **simulación 4** arroja la siguiente evolución de los ratios deuda-PBI (recordar que el ratio que usamos para definir la sostenibilidad es el que excluye la deuda con el Sector Público):

Figura 4. Ratios de deuda
% del PBI. Solo deuda performing



- El mismo esquema enfrenta las siguientes necesidades financieras (luego de asumir que los otros Organismos Oficiales, además del FMI, mantienen constantes su exposición al país y, nuevamente, ignorando la deuda con Sector Público):

Figura 5. Necesidades financieras
USD miles de millones



Notar que, aun cuando exceptuamos a las letras del Tesoro, cuyos acreedores locales son más manejables, la totalidad de los pagos en 2027 al final del programa con el FMI puede resultar difícil de financiar en los mercados voluntarios. Aunque ex-ante menos plausible, una futura renegociación del EFF con el FMI, bajo la forma de un programa adicional por un monto menor, será necesaria para asegurar la liquidez futura.

Conclusión

Dicen que, si nunca perdió un vuelo, pasó mucho tiempo en aeropuertos. Algo similar podría decirse para aliviar la deuda: demasiado tiempo negociando. Una reestructuración que descarte una reestructuración futura es casi imposible, o tan exigente que ningún acreedor la aceptaría, trasladando el juego a terreno de los buitres. Sumado al mayor sacrificio económico asociado a una disputa legal prolongada en el frente financiero, son razones suficientes para optar por las opciones representadas en las simulaciones 3 y 4, incluso si finalmente resultan difíciles de implementar debido a limitaciones de tiempo. Recuperar el acceso al mercado es clave para la consistencia de las simulaciones, y eso puede retrasarse, en gran parte, debido a la amenaza de la deuda pendiente con el FMI: anticipando este obstáculo, un EEF más largo, como el que mencionamos anteriormente, puede ser necesario.

Asimismo, la preferencia de los acreedores por una reducción de cupón en lugar de un recorte de capital, favorece un esquema del tipo utilizado en la simulación 4. Es importante destacar que nuestra simulación se centra en la estabilidad del ratio de deuda soberana neta de la deuda con el sector público (FGS, BCRA), la cual en nuestra visión es la forma correcta de evaluar la sostenibilidad de la deuda desde una perspectiva fiscal. **En resumen, dados los bajos ratios de deuda iniciales, creemos que hay opciones no disruptivas que podrían resolver el problema de la deuda relativamente rápido y así allanar el camino hacia la recuperación económica.**