

## EL CANJE DE LA DEUDA CON PRIVADOS CON LEY EXTRANJERA. UN BALANCE PRELIMINAR DEL PRINCIPIO DE ACUERDO

Pablo Manzanelli\*

El principio de acuerdo sobre la reestructuración de la deuda bajo ley extranjera que anunció el gobierno es un buen paso para la resolución de la pesada herencia que dejó la segunda variante de la valorización financiera desplegada por el gobierno de Cambiemos. Básicamente, una economía en bancarrota, con una carga insostenible de endeudamiento externo que en los hechos ya había llevado a un nuevo episodio de cesación de pagos durante el gobierno anterior. Si bien los resultados de la negociación actual distan de la quita alcanzada en el gobierno de Néstor Kirchner (donde se consumó una de las reestructuraciones más exitosas de la historia moderna<sup>1</sup>), en un breve lapso de tiempo se arribó a un acuerdo relevante y de suma importancia en el crítico contexto actual.

Cabe señalar que la oferta de reestructuración de la deuda alude solo a una parte del stock de la deuda del gobierno nacional. Al 31 de diciembre de 2019, la deuda total ascendía a 323.065 millones de dólares, de los cuales 129.078 millones son deuda intra-sector público, 73.399 con organismos internacionales, y 120.588 con el sector privado. De ese total se plantea reestructurar por el momento la deuda con el sector privado bajo legislación extranjera que alcanza a 66.238 millones de dólares a valor nominal. De ese total 41.548 millones (el 63%) se generaron en el último gobierno. El endeudamiento de Macri fue particularmente nocivo no solo por su magnitud y la inédita velocidad de la deuda externa que tomó sino también porque fue de corto plazo y con tasas de interés elevadas. De allí que los vencimientos de intereses de esta deuda con ley extranjera iban a ascender a 61.057 millones, de los cuales casi la mitad vencían en la década actual.

Se trata de una de las batallas de singular importancia si se tiene en cuenta que del otro lado del mostrador están los peces gordos de la timba internacional: los grandes fondos de inversión que a diferencia de etapas pasadas ya no operan bajo el tutelaje político de los organismos internacionales de crédito. De todos modos, esto no quiere decir que el problema esté resuelto si se ratifica el canje (y se extiende a la deuda bajo legislación local) ya que nada hace prever que la negociación con el FMI sea simple y esté exenta de condicionalidades significativas que afecten las condiciones de vida de la clase trabajadora e incluso el crecimiento económico.

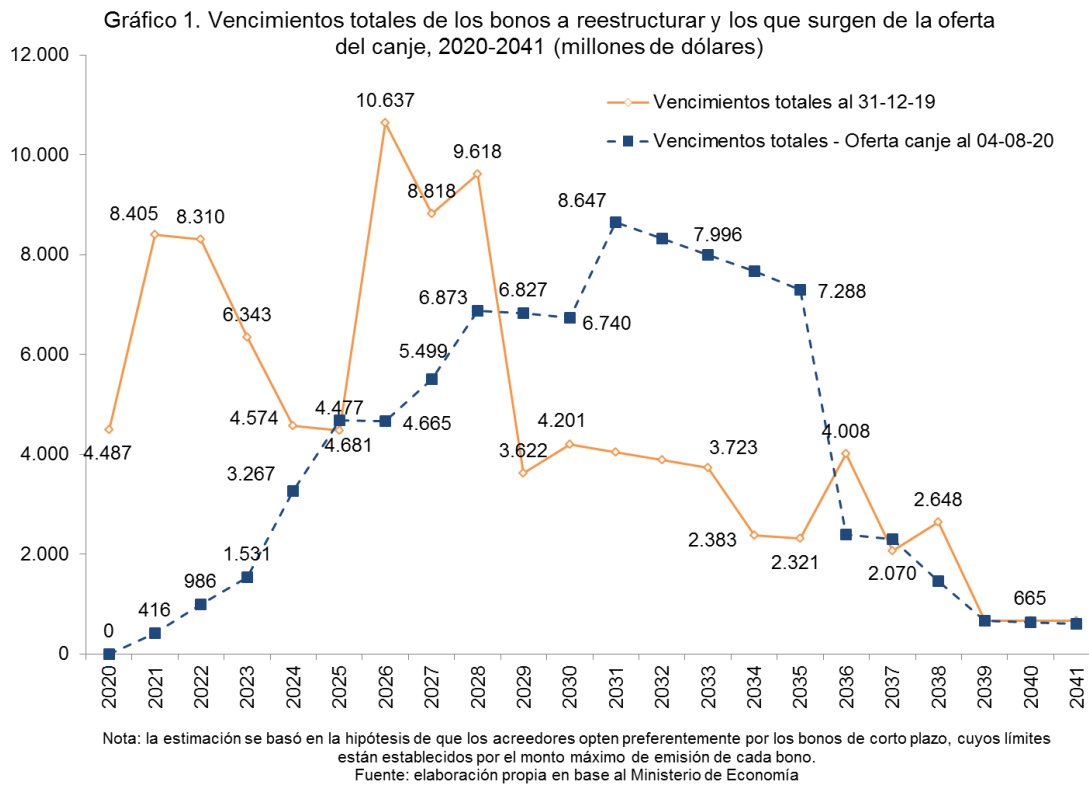
---

\* Coordinador de CIFRA-CTA. Investigador y docente del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y del Departamento de Economía y Administración de la UNQ.

<sup>1</sup> El canje de 2005 implicó una quita nominal del 46% frente a casi el 30% de la obtenida en el acuerdo preliminar anunciado tal como se detallará en este informe. Sobre las especificidades del canje de 2005 y 2010 puede consultarse Basualdo, Eduardo, M. (ed.): *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina. De Martínez de Hoz a Macri*, Editorial Siglo XXI, Buenos Aires, 2020. También puede verse Müller, Alberto: "Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?", Documento de Trabajo N° 32, CESPFA-FCE, Buenos Aires, 2013.

Por supuesto, ello no aminora la importancia del acuerdo alcanzado con los acreedores privados bajo ley extranjera. Al respecto, cabe aclarar que la evaluación del mismo reviste ciertas complejidades ya que los acreedores pueden optar por diversas combinaciones de bonos. No obstante, es posible realizar una estimación preliminar si se parte de la hipótesis –bastante factible por cierto– de que haya una preferencia por los bonos de corto plazo. Así, el acuerdo alcanzado implicaría que de los vencimientos totales (de capital e intereses) que alcanzaban a 127.296 millones de dólares, la Argentina pagaría 89.454 millones. Es decir, una quita nominal de 30%.

Tal como se observa en el Gráfico 1 la quita se concentra fundamentalmente en los años veinte, lo que despeja la carga de esta parte de la deuda no solo en la delicada coyuntura actual sino en el mediano plazo. Entre 2020 y 2028 los vencimientos totales serían, si se cumple la hipótesis de la preferencia por los bonos cortos, de 27.917 millones de dólares, cuando los vigentes al 31 de diciembre de 2019 eran de 65.669 millones, esto es una disminución de 37.752 millones de dólares. A partir de 2029 el panorama se complica ya que la propuesta concentra los vencimientos entre ese año y 2035. En ese período se pagaría aproximadamente 29.000 millones de dólares más de lo que estaba vigente previo a la restructuración y los vencimientos anuales son de una magnitud considerable (en promedio 7.600 millones de dólares anuales). Esto no es solo porque se extienden los vencimientos de corto plazo sino porque se acortan los de largo.

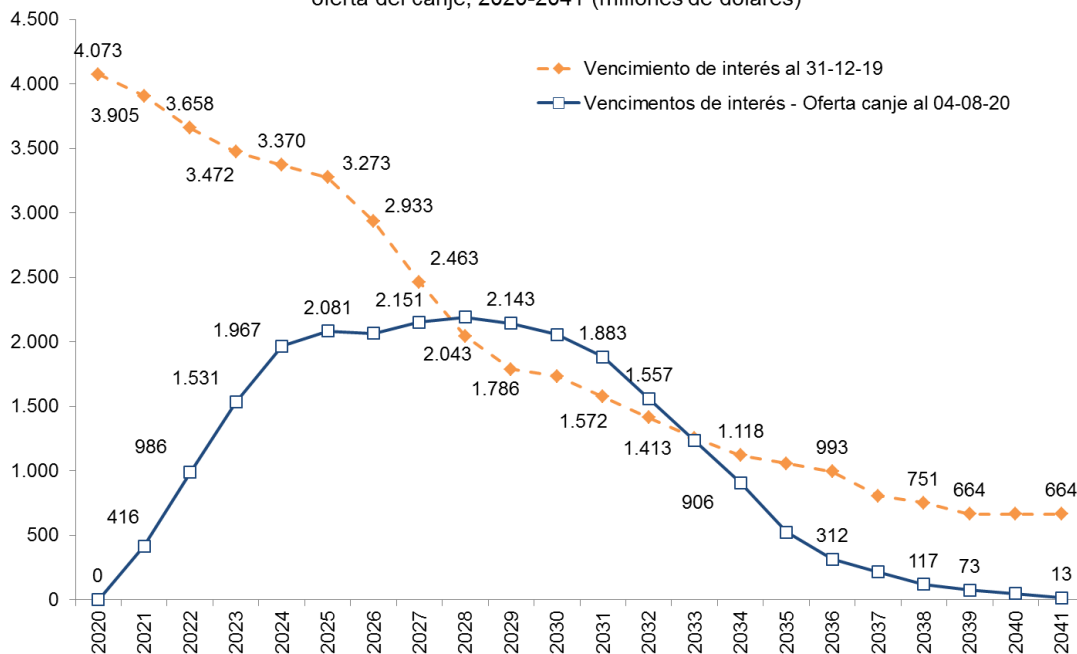


El “ahorro” de los vencimientos se advierte en la fuerte reducción de los intereses que alcanza a aproximadamente el 60%, en tanto que la quita en el capital es marginal (1,9%). Esto es porque se

pasa de una tasa promedio del 7% a otra del 3%, llegando a un máximo del 5% en algunos bonos. Ello equivale a una quita en los vencimientos de interés de 36.595 millones de dólares respecto a los 61.057 millones que se adeudaban, siempre considerando la hipótesis de la preferencia de los acreedores por los bonos de corto plazo.

Tal como consta en el Gráfico 2, y replicando el análisis de los vencimientos totales, la quita se concentra en los primeros 8 años, en los que habría una quita nominal de 15.806 millones de dólares sobre 29.191 millones que estaban previstos antes de la restructuración. En cambio, los vencimientos de interés entre 2029 y 2035 son levemente superiores a los actuales (en volumen 307 millones de dólares más). Esto es porque las tasas de la oferta son escalonadas y tienden a incrementarse en algunos bonos a partir de julio de 2028. Posteriormente se vuelve a reducir el perfil de vencimientos, aunque se acorta la vida promedio de la deuda de largo plazo (que por el bono a 100 años de Macri se extendía a 2117). Así, la quita nominal a partir de 2036 alcanza a 8.247 millones de dólares sobre los 15.518 millones de dólares de la situación al 31 de diciembre de 2019.

Gráfico 2. Vencimientos de interés de los bonos a reestructurar y los que surgen de la oferta del canje, 2020-2041 (millones de dólares)

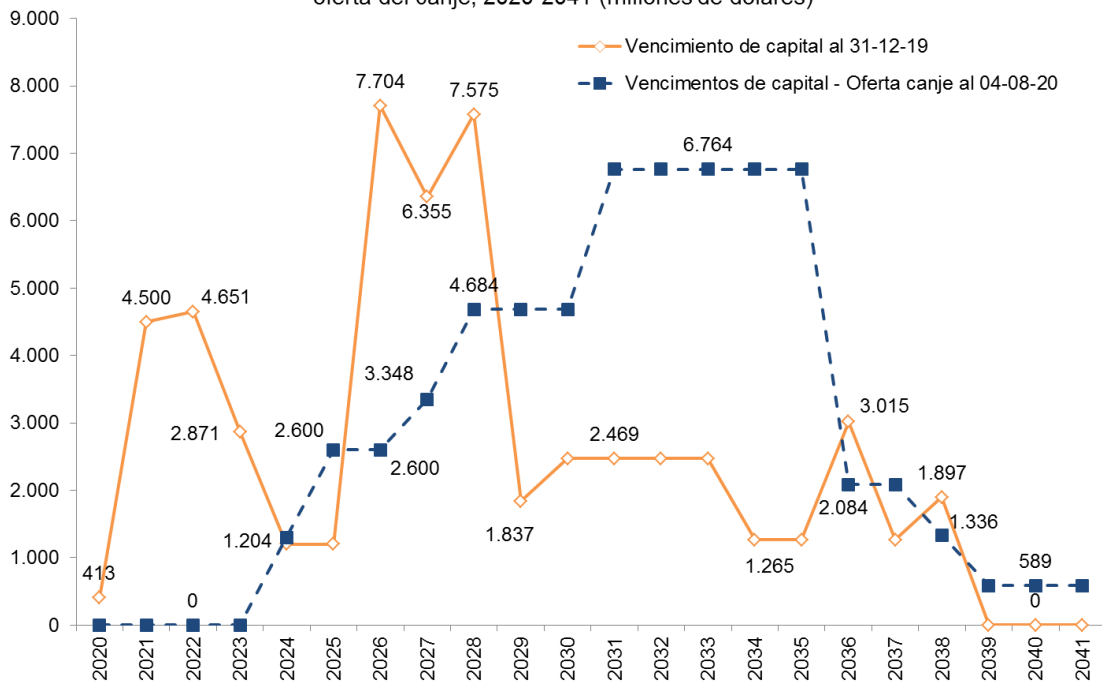


Nota: la estimación se basó en la hipótesis de que los acreedores opten preferentemente por los bonos de corto plazo, cuyos límites están establecidos por el monto máximo de emisión de cada bono.  
Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía

Como se mencionó previamente, la quita nominal en los vencimientos de capital es marginal. Allí estuvo la principal enmienda respecto a la primera oferta en donde se proponía una quita de 5,5% en promedio, cuando en la última fue de 1,9%. Ello equivale, bajo la hipótesis de la estimación planteada, a una reducción nominal de apenas 1.246 millones de dólares sobre los 66.238 millones de dólares que se adeudaban. Sin embargo, cabe apuntar que se extiende el nuevo perfil de vencimientos de capital (Gráfico 3). Habría período de gracia entre 2020 y 2023 y mayores

vencimientos en el bienio 2024-2025. Posteriormente se advierte una fuerte reducción entre 2026 y 2028 del 49,1% lo que representa una quita nominal de 11.003 millones de dólares. Así, en promedio habría una quita de 21.946 millones de dólares entre 2020 y 2028 (el 46% del total). A partir 2029 y hasta 2035 se concentran los vencimientos de capital: habría un “desahorro” de casi 29.000 millones de dólares.

Gráfico 3. Vencimientos de capital de los bonos a reestructurar y los que surgen de la oferta del canje, 2020-2041 (millones de dólares)



Nota: la estimación se basó en la hipótesis de que los acreedores opten preferentemente por los bonos de corto plazo, cuyos límites están establecidos por el monto máximo de emisión de cada bono.  
Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía

Finalmente, cabe señalar que la sustentabilidad del nuevo perfil de endeudamiento no solo dependerá de que se concrete el acuerdo y se extienda a la deuda bajo ley local, sino fundamentalmente a la negociación con el FMI que impulsó la reestructuración de la deuda privada antes de negociar la propia e, incluso, expresó su apoyo a la primera propuesta del gobierno argentino. Es decir, encaró una revisión de su triste trayectoria anterior que habrá que ver si la completa dejando atrás las tradicionales condicionalidades que afectaron las condiciones de vida de las mayorías populares e impidieron el crecimiento económico a través de la exigencia de ajustes recesivos y una apertura exportadora inviable en cualquier contexto –como, por ejemplo, durante el fracasado “ajuste positivo” en el marco del Plan Austral– y más aún en un mundo convulsionado por los efectos económicos de la pandemia.