



NUESTRO APOORTE FRENTE A LA PANDEMIA

¿QUÉ PASARÁ CON LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA?

Por: **Hernán Piotti López**

Fecha: **10/04/2020**

www.fundaciongeo.org.ar
fundacion@geo.org.ar
Uruguay 469 12 A, CABA
Tel. +54 11 5199 0868/69

Seguinos en las
redes sociales



Entrá a nuestra web
y enteráte de más!



RESUMEN

El tema de la deuda nos afecta a todos. Impacta en la economía de cada uno de los individuos de a pie. Sin embargo, a la vez, se nos hace ajeno, solo posible de ser abordado por el ciudadano común con slogans y prejuicios. La nota propone una mirada objetiva, brindando claridad cuantitativa para este tema que suele marear con sus grandes números y nombres raros. Al fin del día, se trata de una deuda y eso debería ser posible de ser explicado y entendido.

Se intenta una forma clara de mostrar el estado de las cosas, con perspectiva histórica, para poder pensar las soluciones que hoy se conversan como rutas para salir de este sentimiento de estar haciendo equilibrio en el desfiladero. Todo en el marco de esta situación histórica tan extraordinaria como la pandemia COVID-19 que puede ser un peso muerto o un aliado extraordinario.

Palabras clave de este documento

**#deuda #pública #COVID-19 #sector #organismos #multilaterales #bonistas
#agencias #perfil #vencimientos #capital #interés #déficit #fiscal #ingresos
#presupuesto #solución #crédito #riesgo #bono #rollover #negociación
#calificadoras #legislación**

LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA, SITUACIÓN ACTUAL Y LAS POSIBLES SOLUCIONES DE CORTO Y LARGO PLAZO PARA ESTE PROBLEMA CRÓNICO

El tema de la deuda nos afecta a todos. Impacta en la economía de cada uno de los individuos de a pie. Sin embargo, a la vez, se nos hace ajeno, solo posible de ser abordado por el ciudadano común con slogans y prejuicios. La nota propone una mirada objetiva, brindando claridad cuantitativa para este tema que suele marear con sus grandes números y nombres raros. Al fin del día, se trata de una deuda y eso debería ser posible de ser explicado y entendido.

Se intenta una forma clara de mostrar el estado de las cosas, con perspectiva histórica, para poder pensar las soluciones que hoy se conversan como rutas para salir de este sentimiento de estar haciendo equilibrio en el desfiladero. Todo en el marco de esta situación histórica tan extraordinaria como la pandemia COVID-19 que puede ser un peso muerto o un aliado extraordinario.

Vamos a tratar de darle claridad cuantitativa, noción de corto plazo para este 2020 y alguna idea respecto de largo plazo en lo que se refiere al problema de la Deuda Pública de la Argentina. Sin ser un especialista, y quizás con más razón por eso, me puse a estudiar el estado de situación en estos días de cuarentena para poner este tema que es árido y (porqué no decirlo) sórdido, en términos que todos lo podamos comprender e interpretar mejor.

Comenzaba el 2020, muy lentamente

Cursando el proceso que nos propone la pandemia hoy recordamos con alguna añoranza temas que eran de diario tratamiento que se han convertido en un eco o han simplemente desaparecido de las tapas de los diarios y del tratamiento de la crónica. Cierto es que algunos de estos temas que se trataban, eran noticias de relleno, superfluas. Un entretenimiento. Pero hay otros, no tan populares, que su importancia y condiciones para nuestra proyección social y política son innegables. La deuda pública es una de esos. Posiblemente la punta de un hilo que enreda otras tantas deudas que arrastra nuestro país a través de su historia. Uno tira de esa punta y todo se mueve, tambalea.

No es por otro motivo que el gobierno actual, desde antes de confirmarse como poder legítimo en las urnas, viene anunciando que este es su tema principal. Tema del cual dependen casi todos los demás. Ha sido claro y táctico al poner este tema en ese lugar de la agenda; y administra la tensión que esto genera apoyado en su capital político, y en la habitual consideración que se tiene para todo gobierno en sus primeros meses. Sabe que la suerte de encontrar una solución para la deuda redonda en la suerte de su futuro político. No hay grados de libertad, ni políticas viables para atender las cuestiones corrientes, si no se realiza un plan que esté en sintonía y avance con el paso que a nuestra economía caracteriza (entre prudente y temeroso, lento), complementado por un perfil de deuda asimilable. De otro modo, ese cálculo del futuro inmediato se angosta. Debilitamiento en todos los órdenes, colgado de una dependencia ruinosa y sin solución.

Marzo 2020

En el momento de hacer los palotes y garabatear las ideas de una propuesta de acuerdo para esta negociación crónica que asume nuestro país con sus acreedores, se instala con velocidad inesperada y con impacto que aún no se puede calcular definitivamente, la pandemia del COVID-19. Y todo está recalculándose.

El ministro Guzmán, quien busca convalidar con avances y logros la responsabilidad política que le fue otorgada, ve como sus escenarios previstos en una primera mirada del problema se modifican todos los días.

Hablemos del problema

A continuación, muestro algunos cuadros que resumen con claridad dos temas claves (fuente: Ministerio de Hacienda de la Nación e informe Overview de MacroView S.A.):

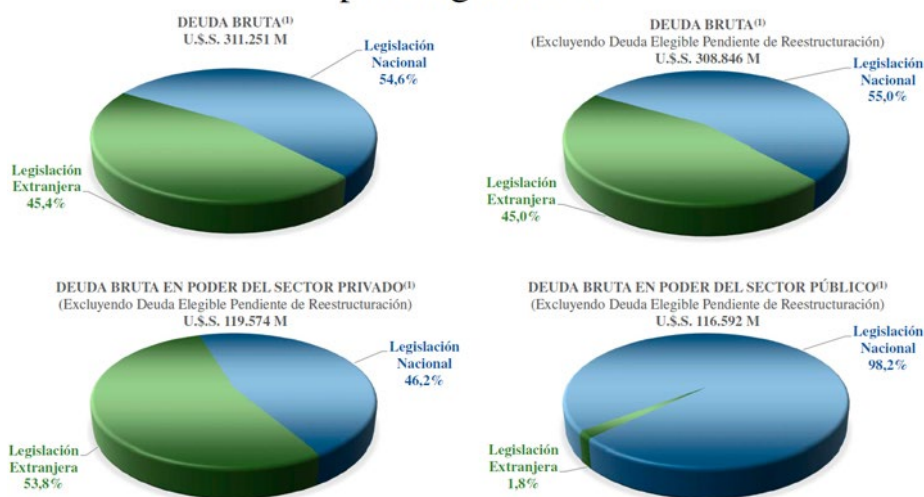
- PBI de Argentina

Digamos en U\$S 350 mil millones a fines de 2019.

- Total de la deuda (descripta cualitativamente)

Se detalla con que tipo de títulos está integrada. Representa aproximadamente U\$S 315 mil millones.

Deuda Bruta de la Administración Central por Legislación



(1) Cifras redondeadas.

8

Cuadro 1

El peso de la deuda bruta respecto del PIB es de algo más del 90%. Si consideramos sólo al sector privado (a este importe le llamaremos A), el peso es del 37%, aproximadamente. Este es el principal problema que tiene Argentina en términos de exposición internacional, y es lo que está tratando de renegociar.

Algo más del 21% de la deuda es con organismos multilaterales y bilaterales (llamemos a este importe B; FMI, BID, Banco Mundial, etc.), y el resto con agencias del sector público local (ANSES, BCRA, etc.).

Entre los bonistas y los organismos extranjeros e internacionales, la deuda pública asciende a 58% del PBI, aproximadamente.

La deuda con agencias del sector público (llamemos a este importe C; deuda del Tesoro con BCRA, ANSES principalmente) es un poco más del 37% o US\$ 110 mil millones, aproximadamente. Pero es una deuda macroeconómicamente no relevante para el programa financiero de corto plazo.

	Con inversores privados (a) (Bonos)		Con organismos internacionales (b) (FMI, Banco Mundial y BID)		Deuda macro relevante (a+b)		Intra sector público (c) (BCRA, ANSES)		Deuda Bruta (a + b + c)	
	US\$ M	% PBI	US\$ M	% PBI	US\$ M	% PBI	US\$ M	US\$ M	% PBI	
	2001	109.290	38,5	32.362	11,4	141.653	49,8	2.800	283.305	50,8
Kirchner	2003	141.338	109,7	32.118	24,9	173.456	134,6	5.365	178.821	138,8
	2004	154.191	94,7	30.601	18,8	184.791	113,5	6.504	191.296	117,5
	2005	115.341	60,2	25.269	13,2	140.609	73,4	11.577	152.186	79,4
	2006	125.317	53,6	15.155	6,5	140.472	60,1	22.329	162.802	69,6
CFK I	2007	132.484	46,5	15.050	5,3	147.534	51,8	26.051	173.586	60,9
	2008	100.340	30,1	14.769	4,4	115.110	34,6	59.850	174.959	52,5
	2009	90.450	27,5	16.209	4,9	106.658	32,5	70.269	176.927	53,9
	2010	81.618	19,5	16.958	4,1	98.576	23,6	76.973	175.549	42,0
CFK II	2011	77.593	15,3	17.935	3,5	95.528	18,9	94.612	190.140	37,6
	2012	75.833	14,1	18.335	3,4	94.167	17,6	114.778	208.945	39,0
	2013	74.000	14,4	19.394	3,8	93.394	18,2	121.073	214.467	41,8
	2014	77.427	14,5	19.857	3,7	97.285	18,2	136.096	233.381	43,6
Macri	2015	83.164	18,2	19.768	4,3	102.932	22,5	137.733	240.665	52,6
	2016	109.944	21,2	20.230	3,9	130.174	25,1	145.272	275.446	53,1
	2017	143.786	25,4	21.327	3,8	165.113	29,1	155.822	320.935	56,6
	2018	154.945	40,1	51.037	13,2	205.983	53,3	126.209	332.192	86,0
Fernández	10/12/2019"	128.897	37,2	76.300	22,0	205.197	59,2	111.000	316.197	91,2

Cuadro 2

Para los parámetros internacionales, si consideramos el importe A, no es un nivel de deuda alto, pero es cara, mayoritariamente en dólares, tomada en mercados internacionales y a plazos cortos. Es válido aclarar que el peso de esta deuda que hoy representa un 37% del PIB, en 2015 representaba un peso relativo del 16%, aunque ya había emprendido su tendencia al alza. El empinamiento de la curva es consecuencia del doble efecto de financiar con deuda el déficit y las políticas activas que se implementaron estos últimos años, sin que reaccionara el producto bruto en crecimiento como era esperado.

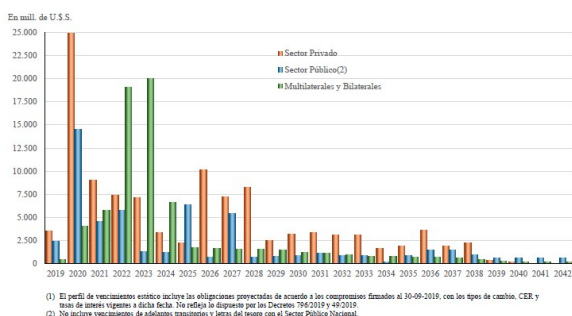
- Perfil de la deuda

Se refiere al cronograma de vencimientos que representan la distribución del peso de la deuda en el tiempo.

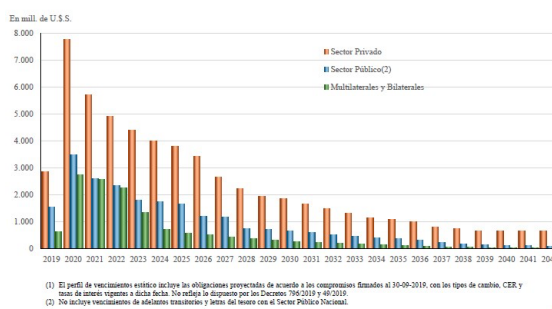
Me van a perdonar que haya copiado estos dos siguientes cuadros, con números y letras pequeños. Verán, lo hice a propósito. Es que no quiero que se detengan en

los datos duros, sino en el dibujo que es lo que refleja el sentido más importante de lo que quiero que se rescate de esta información.

Perfil de Vencimientos de Capital de la Deuda⁽¹⁾
Oct-2019 a Dic-2042



Perfil de Vencimientos de Interés de la Deuda⁽¹⁾
Oct-2019 a Dic-2042



(1) El perfil de vencimientos histórico incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 30-09-2019, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha. No refleja lo dispuesto por los Decretos 796/2019 y 49/2019.

(2) No incluye vencimientos de Adicional Transitorio y otros del Tesoro con el Sector Público Nacional.

(1) El perfil de vencimientos histórico incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 30-09-2019, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha. No refleja lo dispuesto por los Decretos 796/2019 y 49/2019.

(2) No incluye vencimientos de Adicional Transitorio y otros del Tesoro con el Sector Público Nacional.

Cuadro 3

Como pueden observar, es notorio lo empinado de la curva en los primeros años. Veamos, en el 2020 hay un paquete de vencimientos de capital e intereses que es incompatible con la capacidad de generar excedentes para atenderlos.

Es por eso que el gobierno decidió postergar hasta el año próximo el pago de capital e intereses de bonos y otros títulos en dólares bajo ley local a través del decreto 346/2020 que salió en el Boletín Oficial este lunes pasado. El efecto relevante es la postergación de los vencimientos de al menos U\$S 5 mil millones, mayoritariamente en dos bonos, pero que podrían ascender a unos U\$S 8,4 mil millones si se incluyen otros títulos.

PRÓXIMOS VENCIMIENTOS DE DEUDA PÚBLICA											
Deuda en poder del sector privado - Vencimientos de capital e interés											
<i>En M de cada moneda</i>	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	10 MESES
I) Acreeedores privilegiados (US\$) <i>(Organismos, FMI y Club de París)</i>	384	185	2.783	270	342	574	352	181	659	257	5.985
III) Bonos ley local en dólares	24	99	1.374	220	0	3	24	2.642	197	220	4.803
IV) LETES re-reperfiladas (US\$)	0	0	0	0	0	5.186	0	0	0	0	5.186
II) Bonos ley internacional (US\$)	214	503	0	512	584	0	214	918	51	512	3.510
<hr/>											
V) Bonos en pesos	99.412	32.075	26.054	126.079	10.529	10.888	21.043	28.859	150.984	4.434	510.358
VI) Letras en pesos (brutas)	40.415	43.597	55.405	50.869	39.110	38.921	37.335	21.794	32.742	45.464	405.653
<hr/>											
VII) Bonos de Provincias <i>Ley internacional en dólares)</i>	100	66	93	624	74	96	100	90	221	175	1.641

Fuente: Macroview S.A. en base a Ministerio de Economía

Cuadro 4

La Argentina irá pagando a los organismos los servicios de deuda usando las reservas del BCRA. Pero esto ya anunció el ministro Guzmán que no puede durar mucho. Es otra la solución necesaria para hacer frente a los vencimientos más grandes (ver el Cuadro 3 las columnas que trepan en forma extraordinaria en esos dos años, de color verde dólar) con el FMI en 2022 y 2023.

- Saldo primario de las cuentas públicas, conocido recurrentemente como superávit/déficit público

Este saldo contempla la deducción del importe destinado a la atención de los intereses de la deuda pública interna y externa, con el propósito de aislar la repercusión en el gasto del financiamiento de resultados de ejercicios anteriores. Se refiere al excedente que dispone la administración pública para atender prioridades Las que fueran. Por ejemplo, pagar los servicios (intereses) o amortizar (capital) de la deuda.

A continuación, les comparto un cuadro que recorre casi dos décadas de cuentas públicas.

DÉFICIT PRIMARIO MODERADO PERO MUY ALTOS INTERESES

	Gasto primario		Ingresos		Resultado Primario (a)		Intereses (b)		Resultado Financiero (a - b)		
	A pesos de 2019(MM)	% PBI	A pesos de 2019(MM)	% PBI	A pesos de 2019(MM)	% PBI	A pesos de 2019(MM)	% PBI	A pesos de 2019(MM)	% PBI	
2002	1.515,8	13,1	1.583,8	13,9	68,0	0,7	249,4	2,2	-181,4	-1,5	
Kirchner	2003	1.637,9	13,4	1.902,0	15,7	264,1	2,3	222,3	1,8	41,8	0,5
	2004	1.914,9	12,7	2.431,8	16,2	517,0	3,6	176,4	1,2	340,5	2,4
	2005	2.121,1	12,8	2.653,8	16,2	532,6	3,4	289,1	1,8	243,5	1,6
	2006	2.447,2	13,3	3.012,2	16,6	565,0	3,2	293,7	1,6	271,3	1,6
CFK I	2007	3.099,5	15,4	3.466,1	17,4	366,6	2,0	365,0	1,8	1,6	0,2
	2008	3.363,2	16,2	3.809,1	18,6	445,9	2,3	328,5	1,6	117,4	0,7
	2009	3.784,2	19,5	3.677,5	19,1	-106,7	-0,4	257,5	1,3	-364,2	-1,7
	2010	4.137,5	19,6	4.045,8	19,3	-91,7	-0,2	175,8	0,8	-267,5	-1,1
CFK II	2011	4.408,7	19,7	4.208,8	19,0	-199,9	-0,7	252,9	1,1	-452,8	-1,9
	2012	4.551,4	21,0	4.276,6	20,0	-274,8	-1,1	284,0	1,3	-558,8	-2,4
	2013	4.851,8	22,1	4.301,8	19,8	-549,9	-2,3	131,0	0,6	-680,9	-2,9
	2014	5.023,5	23,2	4.256,0	19,8	-767,6	-3,4	175,6	0,8	-943,2	-4,2
Macri	2015	5.229,2	24,0	4.364,7	20,2	-864,5	-3,8	287,6	1,3	-1.152,2	-5,1
	2016	5.171,4	24,0	4.230,1	19,8	-941,3	-4,2	341,4	1,6	-1.282,6	-5,8
	2017	5.017,5	22,6	4.133,5	18,8	-884,0	-3,8	466,1	2,1	-1.350,0	-5,9
	2018	4.626,5	20,4	4.005,9	17,8	-620,7	-2,6	600,1	2,7	-1.220,8	-5,3
Fernández	"10/12/2019"	4.029,4	18,7	3.877,8	17,9	-160,0	-0,6	691,2	3,2	-842,8	-3,8

Fuente: MacroView S.A en base a Ministerio de Hacienda

Cuadro 5

Como se puede ver con mucha claridad, hace más de una década que las cuentas públicas arrojan un déficit primario. Es decir, el total de todos los ingresos corrientes y los recursos de capital no alcanza a pagar los gastos corrientes y los gastos de capital (excluyendo los intereses de deuda).

En esta coyuntura, se da la doble mala noticia de sumarle a este déficit un peso creciente y muy alto del presupuesto necesario para el pago de los intereses, superando el 3% en relación con el PBI.

Consideremos, como para tomar noción de lo que hablamos que una medida relativa es el compromiso del Estado de financiar la educación pública nacional en su conjunto y es del 6% del PBI. Y que, normalmente, es mucho el esfuerzo para alcanzarlo, si se logra. Y, a su vez, resulta insuficiente. Entonces estamos hablando que los intereses representan más del 50% del presupuesto que debe financiar la educación pública de nuestro país.

Mirando para adelante, las estimaciones actuales no son las mejores. Algunos consultores económicos prevén para este año un déficit fiscal de 3% y una contracción de la economía que podría ser del 7%. Pero estos números varían semana tras semana. De hecho, difieren bastante de los que presentó el Ministro de Economía de la Nación Martín Guzmán hace unos pocos días, cuando proyectaba un déficit fiscal y una caída de la actividad ambos de 1,5% del PBI en el peor escenario, que no incluía la crisis del coronavirus.

▪ Síntesis

- Tenemos un paquete de deuda en dólares del tamaño de casi un PBI;
- con intereses venciendo y repago del capital del préstamo en muy corto plazo;
- con restricción para conseguir divisas para el país por diversas cuestiones de orden local y mundial, entre estas la caída del precio en dólares de lo que exportamos;
- con limitaciones muy fuertes en las cuentas públicas para afrontar los pagos con excedentes genuinos.

Una combinación maravillosa para ir directo a cualquier lista de insolventes.

Se lee por muchos lados que sólo nos debe preocupar aquella deuda con terceros bajo la ley extranjera (37% PBI). No es lindo leer eso pero se entiende. Las consecuencias de defraudar a los que están bajo ley extranjera ya las hemos conocido cuando sufríamos por nuestra Fragata Libertad retenida en Ghana, y la amenaza de que nos capturen los aviones de

Aerolíneas Argentinas. Es decir, se nos cierra el mundo. Resulta que a los que están bajo la ley local, si se le difieren los pagos lo necesario, no tendremos esas mismas consecuencias en el corto plazo. Un “paga Dios” o “para cobrar, a la fila, por favor”. Si, pagaremos con nuestro desprestigio internacional. Algo con lo que ya no contamos mucho.

Hablemos de la solución

- Renegociación de la deuda

Son 70 mil millones de dólares con los acreedores privados.

En este contexto, el Ministerio de Economía redondea una propuesta para la reestructuración de la deuda en moneda extranjera. Se trabaja para evitar un default, (uno más..., de los ya 5 que registra nuestra historia, con más otros 4 que son discutibles) y lograr un acuerdo que resulte sostenible para nuestro país, pero también para nuestros acreedores cuya gran mayoría está compuesta por profesionales con deber fiduciario. Este año, por todo lo que ya sabemos y hemos repasado va a ser muy duro para la Argentina a la luz de cualquier escenario imaginable. Pero, de caer en default con los acreedores privados en moneda extranjera corremos el riesgo de vivir una crisis de magnitud histórica, demorando toda posibilidad de recuperación en el corto plazo e incluyendo la posibilidad de una depresión económica (al estilo de lo vivido en la crisis 2001 cuando el PBI cayó 10,9%).

Es cierto que al decir de algunos de los más experimentados políticos del país el criterio es que “No se puede pagar hasta que estemos en condiciones.” Y, que, como contrapunto a cualquier consideración de las consecuencias de defraudar los compromisos, la pregunta es si se “¿sabe de algún país que no haya salido del default que entró?” Todos, es la respuesta; porque, “Siempre se sale”. Pero lo que no se dice es que se sale, con consecuencias en el

corto y en el largo plazo para toda la gente. Entonces, estamos en un camino muy angosto, con barranco a ambos lados. El momento exige un conductor experto y preciso, y que los que van en el “colectivo” no se muevan demasiado.

▪ Ingeniería de re perfilamiento, discriminatoria

A partir de las noticias del miércoles ya sabemos que el gobierno mira las cartas que tiene en su mano y decide en función de un muy acotado margen de maniobra. A pesar de un anunciado trato igualitario para la deuda bajo diferentes ámbitos legales, se ha anunciado la postergación de los pagos de la deuda en dólares bajo ley local. Es muy racional todo, y también esto ha sido descontado por los mercados que han estado castigando a estos bonos llevándolos a precios insólitos.

Pero por más lógico que resulte esto nos depara un futuro con consecuencias. La tradición de pedigüeño incumplidor de nuestro país, que se confirma una vez más, nos depara algo que podemos prever:

– Menor disponibilidad de crédito

Menos, del muy pequeño del cual se dispone. Ya sabemos que sólo estamos hablando de crédito para la administración del gobierno. No existe mercado de capitales en nuestro país para financiar a las empresas, grandes o chicas.

– Mayor precio

A mayor riesgo, más retorno se le exige a la inversión. Y cuando el riesgo es de capital, ya sabemos lo que dice el mercado “eso no tiene precio”. Pero siempre hay alguno, y nos cobra lo que no se debe ni se puede.

Algunos analistas dicen que al precio que por estas horas cotizan los títulos (de remate), los inversores podrían estar más predispuestos para aceptar el canje. Y en parte hay lógica en

esto. Recomprar el bono bajo y hacer rollover (refinanciarlo). Pero esto resulta en más matemática que en política. ¿Hay voluntad para refinanciar la deuda en un plazo más largo? Se trata de incentivos. Quizás a cambio de una recompensa (prima de riesgo) muy tentadora. Siempre, si se trata de deudas soberanas, la solución pasa por la ecuación de riesgo y beneficios. Si un inversor decide invertir en la Argentina, que es muy riesgosa, pretenderá una prima alta. Y es justamente eso lo que la hace insostenible y el gobierno trata de evitar.

Esta negociación también está condicionada por un aspecto que muchas veces se menciona y pocos explican con claridad. Quizás porque el detalle parece innecesario y todos lo comprendemos en general. Pero démosle una repasada al tema de “character” del deudor. El siguiente cuadro lo puede ilustrar muy bien.

CUADRO: Calificación de la deuda Argentina a través de los años				
Calidad	Moody's	S&P	Fitch	HPL
Principal	Aaa	AAA	AAA	10
Alto grado	Aa1	AA+	AA+	10
	Aa2	AA	AA	9
	Aa3	AA-	AA-	9
Grado medio superior	A1	A+	A+	8
	A2	A	A	8
	A3	A-	A-	8
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+	8
	Baa2	BBB	BBB	7
	Baa3	BBB-	BBB-	7
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+	6
	Ba2	BB	BB	6
	Ba3	BB-	BB-	6
Altamente especulativa	B1	B+	B+	5
	B2	B	B	4
	B3	B-	B-	4
Riesgo sustancial	Caa1	CCC+	CCC+	2
	Caa2	CCC	CCC	2
	Caa3	CCC-	CCC-	2
Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC	2
			C	2
A falta de pocas perspectivas de recuperación		SD	RD	2
Impago	C	D	D	1
			DD	1
			DDD	1
Sin clasificar	WR	NR		0
Desde	1990	2010	2000	
Hasta	2020	2020	2020	
Tiempo en años	30	10	20	

Cuadro 6

En el cuadro anterior se muestra el rating de Argentina para tres de las más referenciadas calificadoras de riesgo del mundo: Moody's Analytics, Inc., Standard and Poor's Financial Services y Fitch Ratings, Inc. Le he agregado una columna al cuadro con un índice muy simple para ayudar a la explicación. Como se puede ver, los últimos 20 a 30 años la calificación de la deuda de Argentina estuvo principalmente con la nota que se observa en las celdas sombradas en celeste. Las calificaciones que cada una de las firmas de rating da respecto de la deuda se sintetiza con letras o números, que para quien no está acostumbrado a leer este tipo de información, lo suele confundir.

La cuarta columna agregada a la derecha, es una conversión "sui generis" que ojalá pueda facilitar la interpretación. Hice una conversión de esas calificaciones forzándolas a una escala del 1 al 10, como se suele calificar en el colegio y la universidad a los exámenes de los estudiantes.

Como pueden observar, nos hemos pasado 30 años sacándonos aplazo y, de vez en cuando, algún cuatro. Estos son nuestros antecedentes al sentarnos en la mesa de examen para pedir un Recuperatorio. Es más, en estos últimos días la calificadora S&P redujo la calificación de riesgo de todos los países latinoamericanos, y también la de Argentina. Con un proceso de renegociación de la deuda abierto, y títulos que ya han sido reperfilados, el país tiene una calificación hoy de CCC-/SD (equivale a un 2 de nuestra escala, reprobado). En comparación, Chile tiene A+ (un 8), México BBB (un 7), Colombia BBB- (un 7) y Brasil, BB- (un 6). Si se analiza el listado de todos los países del continente, la Argentina se ubica al fondo de la tabla, junto a Ecuador (CCC-/C, un 2, reprobado) y Venezuela (SD, un 2, reprobado) que lidera. En cambio, los países con mejor calificación son Canadá (AAA, un 10), Estados Unidos (AA+, un 10), Bermuda y Chile (A+, un 8).

El FMI se expresó con gran contundencia, diciendo que la deuda argentina es “insostenible”. En este escenario, S&P insiste en que la renegociación es un tema clave. El rating CCC- incorpora el riesgo de no pago. El gobierno está tomando medidas contra el Covid-19, mientras el Ministro de Economía de la Nación Martín Guzmán está avanzando en la renegociación de la deuda, lo cual le agrega un gran estrés a un proceso de por sí muy duro.

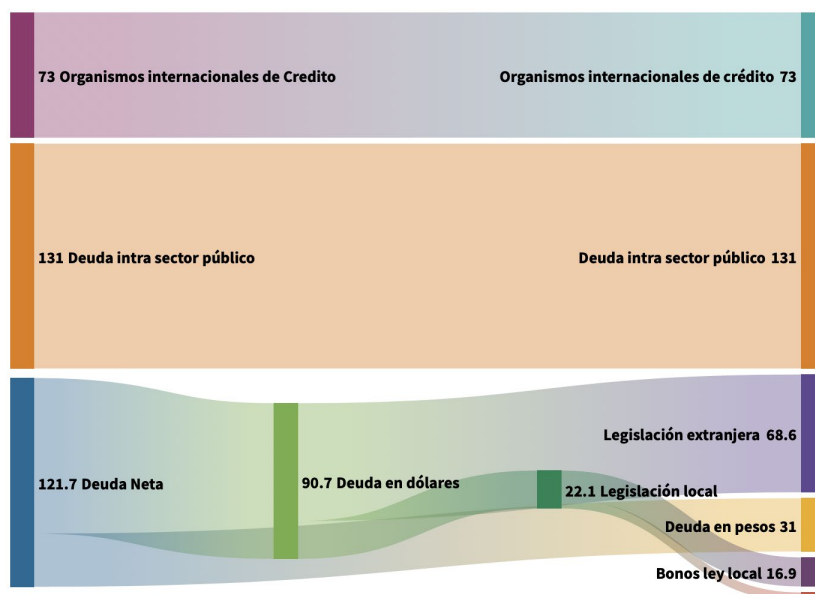
¿Cuáles son las salidas?

Parece ser que los esfuerzos se concentran en la deuda en dólares bajo legislación extranjera (principalmente, Nueva York) que son unos U\$S 70 mil millones aproximadamente, como ya señalé más arriba. Es decir, sólo una quinta parte del total.

Lo que se debe a organismos internacionales de crédito (incluido el FMI por U\$S 45 mil millones de dólares) parece que se renegociará, post negociación (haya acuerdo o no) con los acreedores privados. La deuda con las agencias sector público (ANSES, BCRA, bancos oficiales, entre otros), estimo se refinancia automáticamente.

Composición de la deuda pública (por moneda y legislación)

-en miles de millones de dólares-



Cuadro 7

Entonces, restan los casi U\$S 122 mil millones de la deuda total con acreedores privados. Del total, U\$S 91 mil millones (aproximadamente) corresponden a bonos en dólares y el resto a bonos en pesos. Los U\$S 31 mil millones de deuda en pesos, lo más probable es que se proponga un canje por nuevos bonos en pesos. Para los que les pueda interesar, sin otra opción disponible. De los U\$S 91 mil millones de la deuda en dólares, U\$S 22 mil millones están bajo ley local, y fueron “defaulteados técnicamente” la semana pasada. Era el mayor compromiso de pagos hasta fin de año que representaba casi U\$S 9 mil millones. Hay un paquete de deuda con legislación local (las Letras del Tesoro Nacional) que ya había sido “reperfiladas” por el gobierno anterior el año pasado para los primeros meses del 2020, y este gobierno volvió a postergar sus pagos hasta agosto 2020.

En definitiva, lo que queda es la deuda en dólares bajo legislación extranjera por U\$S 70 mil millones que se sigue pagando. Para el primer semestre los servicios por esta deuda son de sólo U\$S 500 millones. Pero para el segundo semestre, son U\$S 3 mil millones.

Ahí está el interrogante.

¿Se pagarán los vencimientos y se seguirá negociando hasta el cierre del 2020?, ¿se entrará en default o default técnico con estos acreedores? Las consecuencias de diferir los pagos de estos bonos, dadas las cláusulas que conllevan podrían implicar disparar juicios contra el Estado argentino en tribunales extranjeros automáticamente. Y la historia reciente nos dice que no nos ha salido muy bien ir por ese camino. Por más que los bonos bajo legislación extranjera han tenido un repunte estos días, luego del default de la deuda bajo legislación local, los precios siguen siendo muy bajos y las expectativas de cobrar esas deudas reflejan en esos precios mucha incertidumbre.

Conclusión

Los detalles se los dejo a los analistas que todos los días siguen las negociaciones y escriben para los profesionales que estudian el tema. Vamos a los trazos gruesos. Nos está faltando una inteligencia y compromiso colectivo para cambiar nuestra conducta y dejar de estudiar para el 4. Ya sabemos que no siempre nos sale y, dos por tres terminamos con ese aplazo, que nos obliga a volver a recorrer el camino una y otra vez. Lo triste es que cuando caminamos por donde ya hemos estado, vemos las ruinas de lo que supimos ser ¿Podremos cambiar el destino? Estamos siempre ante este desafío. No esperemos al próximo “ciclo lectivo” para hacer las cosas bien. Tomemos las riendas hoy y hagamos algo distinto. Algo mejor. Triste es la crisis del virus que nos amedrenta, pero no dejemos de pensar que también estas crisis pueden ser los mejores aliados para hacer algo extraordinario y verdaderamente distinto. El 11 de diciembre pasado el presidente Alberto Fernández dio un discurso muy emotivo y señaló algo que retumba hoy en los oídos de la gran mayoría de los argentinos. Ese día dijo, “escuchamos decir ‘no vuelven más’, pero esta noche volvimos y ¡vamos a ser mejores!”. Sin duda, tiene enormes desafíos su gobierno. Ordenar el tema de la deuda, en el marco de un plan macro para hacerla sostenible, es uno de los aspectos que serán evaluados en relación con su compromiso de ser un gobierno mejor que todos los anteriores. Que así sea.



HERNÁN PIOTTI LÓPEZ

- Especialista en administración estratégica, finanzas y control de gestión en el sector público.
- Contador Público, egresado de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Master en Dirección de Empresas Universidad del Salvador (Buenos Aires, Argentina), y Universidad de Deusto (Bilbao, España). Aspirante a Master en Gestión Universitaria, Universidad Nacional de Mar del Plata.
- Es Jurado Académico, Profesor Titular, Adjunto e invitado en Universidades Nacionales y Privadas (UBA, UNO, UNER, USAL, entre otras) de la Argentina para materias de grado y posgrado de su especialidad. Docente investigador categorizado en el Programa Nacional de Incentivos. Coautor de Libros y otras publicaciones referidas a su especialidad.
- Disertante de cursos nacionales e internacionales. Participante frecuente de Congresos y Seminarios realizados en el país y en el exterior.
- Coordinador de proyectos y consultor para Organismos Públicos nacionales, provinciales y municipales, en Argentina y otros países de Latinoamérica.
- Fundador y miembro del consejo de administración de la Fundación GEO – Generación de Estudio y Opinión, organización sin fines de lucro de 21 años de fructífera actividad en el Argentina y la región. Fundador y miembro del consejo directivo del Equipo Académico, equipo que desde hace 18 años realiza una intensa labor de enseñanza y perfeccionamiento docente en diversas universidades de la Argentina.

- Actualmente se desempeña como:
 - Titular de la Unidad de Auditoría Interna de segunda empresa más grande de Argentina, Trenes Argentinos Sociedad del Estado.

- Se desempeñó en los siguientes cargos públicos:
 - Subsecretario de Estado en el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación Argentina, en el cargo de Subsecretario de Administración y Normalización Patrimonial, responsabilidad que desempeñó en dos oportunidades.
 - Autoridad Superior de la Universidad de Buenos Aires, donde se desempeñó como Secretario de Hacienda y Administración del Rectorado.
 - Autoridad Ejecutiva de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, donde se desempeñó como Subsecretario de Calidad Educativa.
 - Secretario Académico de la Universidad Nacional del Oeste.
 - Director del BICE – Banco de Inversión y Comercio Exterior.
 - Director del Departamento de Economía y Administración del Deporte del Instituto Universitario River Plate (rango de Decano en Facultades de Universidades Nacionales).

- Trabajó en las siguientes organizaciones de la sociedad civil:
 - Fundación GEO, donde actuó como Director Ejecutivo, y miembro del consejo de administración en el rol de Tesorero.
 - Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública, donde fue Secretario Ejecutivo.

- Trabajó en las siguientes organizaciones privadas:
 - Arthur Andersen & Co. donde fue consultor en el sector de Business Consulting.
 - Pérez Companc, donde actuó como Oficial en el área de Finanzas Corporativas.
 - Continental Bank y Continental Investment Company, donde fue analista de créditos y de inversión de riesgo.
 - Banco Río de la Plata, donde fue Asistente Comercial.

Algunas fuentes de información:

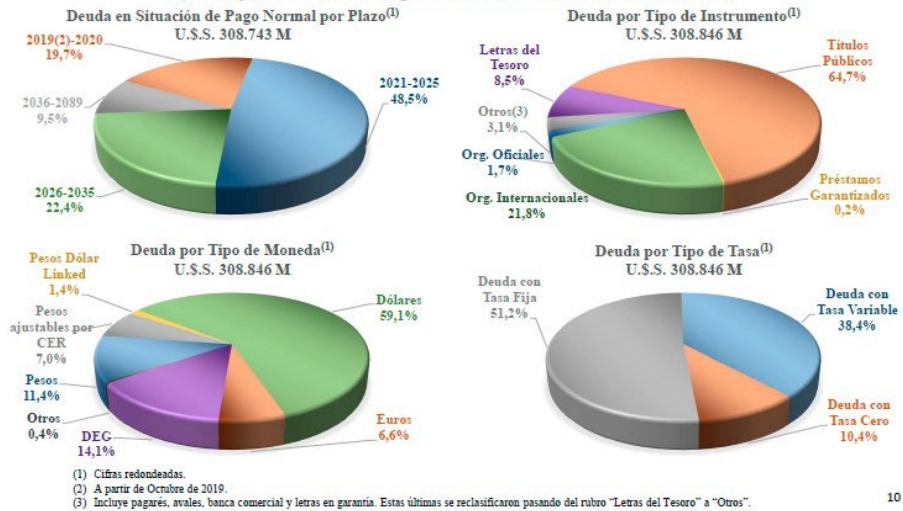
- <https://www.pagina12.com.ar/257926-otro-paso-en-la-reestructuracion-de-la-deuda-publica-externa>
- <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/04/08/riesgo-pais-de-argentina-trepa-269-pb-y-bonos-se-derrumban-por-aversion-al-riesgo/>
- <https://radio.perfil.com/noticias/economia/espacio-bloomberg-argentina-busca-salvar-su-deuda-externa-con-un-default-local.phtml>
- <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Tras-el-nuevo-reperfilamiento-sube-la-brecha-entre-los-bonos-ley-local-y-los-de-ley-extranjera-20200408-0035.html>
- <https://www.cronista.com/columnistas/Coyuntura-pandemia-emision-deuda-y-el-riesgo-de-una-crisis-economica-historica-20200407-0042.html>
- <https://datosmacro.expansion.com/paises/argentina>
- <https://datosmacro.expansion.com/ratings/argentina>
- <https://www.cronista.com/columnistas/Los-5-defaults-de-la-Argentina-20200217-0017.html>
- https://es.wikipedia.org/wiki/Hiperinflaci3n_en_Argentina
- <https://www.perfil.com/noticias/economia/el-pais-de-las-seis-megadevaluaciones-durante-cien-anos.phtml>
- https://elpais.com/economia/2020/01/15/actualidad/1579119241_444665.html
- <https://www.infobae.com/tag/deuda-externa-argentina/>
- <https://www.infobae.com/economia/2020/04/06/el-riesgo-pais-se-mantiene-estable-por-el-tratamiento-diferencial-con-los-bonos-bajo-ley-extranjera/>
- <https://cnnespanol.cnn.com/video/argentina-eduardo-duhalde-deuda-externa-pagos-pandemia-default-cnn-radio-primera-manana-cnnee/>
- <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-extranjera-wall-street-etapa-nid2350734>
- <https://www.lanacion.com.ar/economia/guzman-deuda-coronavirus-bonistas-nid2349297>
- <https://www.lanacion.com.ar/economia/recesion-deuda-cuales-son-consecuencias-pandemia-economia-nid2347968>
- <https://www.lanacion.com.ar/economia/con-aval-del-fmi-guzman-presenta-su-nid2345703>
- <https://www.infobae.com/economia/2019/09/21/las-provincias-bajo-estres-fiscal-por-su-exposicion-al-endeudamiento-en-dolares/>
- <https://www.cronista.com/economiapolitica/Guzman-reperfila-capital-e-intereses-de-bonos-en-dolares-de-ley-local-hasta-fin-de-ano-y-descomprime-us-5000-millones--20200405-0035.html>

- <https://www.planm.com.ar/contenidos/informes/jugada-riesgosa-que-busca-guzman-con-el-default-de-la-deuda-en-dolares-con-ley-local>
- <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/consolidacion-de-deuda>
- <https://www.opc.gob.ar/informes/operaciones-de-deuda-publica-diciembre-y-acumulado-2019/>
- <https://radiografica.org.ar/2019/12/11/alberto-en-plaza-de-mayo-volvimos-para-ser-mejores/>
- <https://www.cippec.org/textual/el-incumplimiento-de-invertir-6-del-pbi-en-educacion-es-un-alerta/>
- <https://books.google.com.ar/books?id=XSHx9S5QEZAC&pg=PA102&lpg=PA102&dq=%22debtor+character%22&source=bl&ots=DtryfeEYRh&sig=ACfU3U23-uskPFg82TIGtIrJq-9Q-IITZw&hl=es&sa=X&ved=2ahUKEwi706Pv9-DoAhV5GLkGHdDzD88Q6AEwAHoECAoQLA#v=onepage&q=%22debtor%20character%22&f=false>

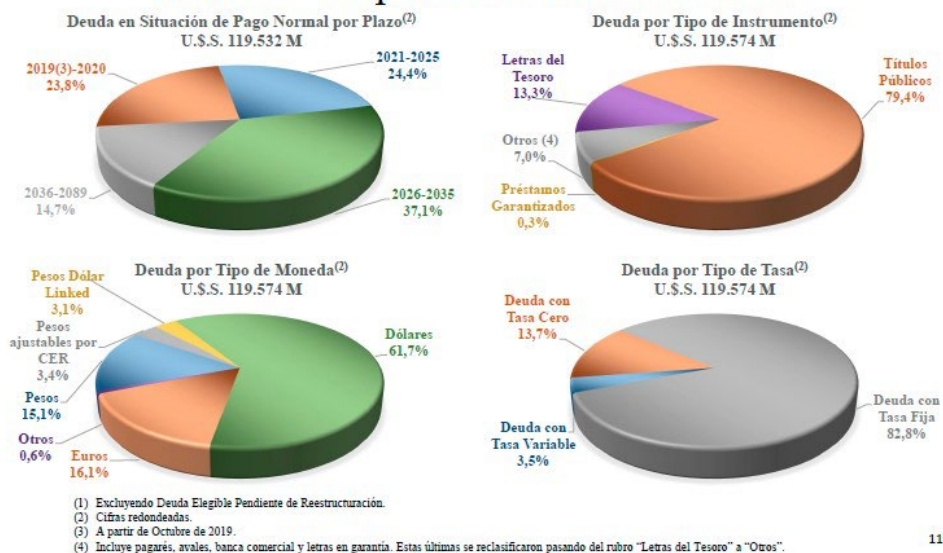
OTROS CUADROS ÚTILES PARA COMPRENDER EL TEMA BAJO ANÁLISIS

Estructura de la Deuda Bruta de la Administración Central

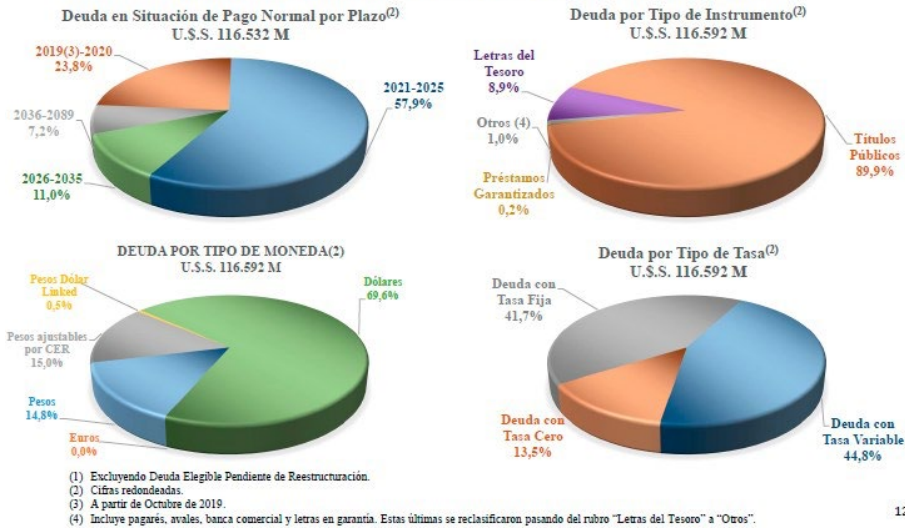
(Excluyendo Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración)



Estructura de la Deuda Bruta de la Administración Central⁽¹⁾ en poder del Sector Privado

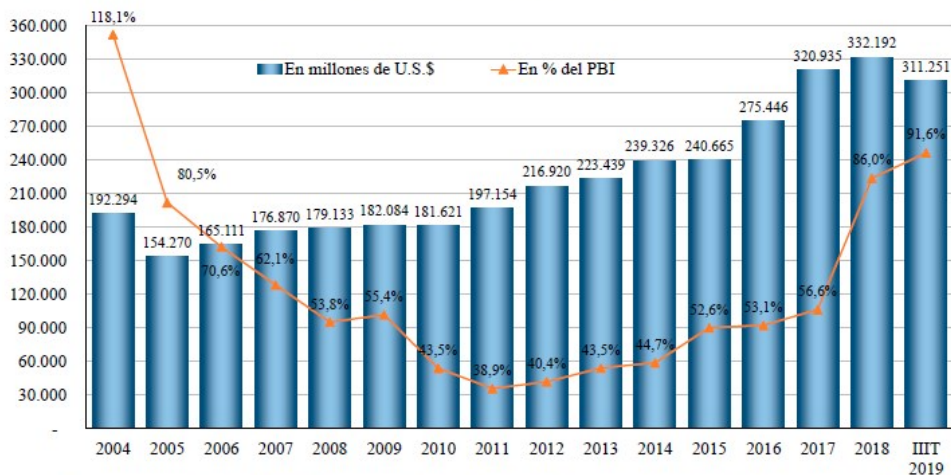


Estructura de la Deuda Bruta⁽¹⁾ de la Administración Central en poder del Sector Público



12

Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central⁽¹⁾



(1) En la presentación se define a la Deuda Bruta de la Administración Central como la deuda performing, atrasos y deuda elegible pendiente de reestructuración. Esta última incluye capital, mora de intereses e intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título. Deuda Pública Performing se refiere a aquella que se encuentra en situación de pago normal.

Deuda Bruta de la Administración Central por Tipo de Acreedor

Deuda Pública Nacional Bruta	31-12-18				30-09-19				Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB ⁽⁴⁾ -TC fin del periodo ⁽⁵⁾	% PIB ⁽⁴⁾ -TC promedio anual ⁽⁶⁾	En mill de US\$ (b)	% Total	% PIB ⁽⁶⁾ -TC fin del periodo ⁽⁵⁾	% PIB ⁽⁶⁾ -TC promedio anual ⁽⁶⁾		
Agencias del Sector Público ⁽¹⁾	126.209	38,0%	32,7%	24,3%	116.592	37,5%	34,3%	25,5%	(9.617)	-7,6%
Sector Privado	148.033	44,6%	38,3%	28,5%	121.979	39,2%	35,9%	26,7%	(26.053)	-17,6%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración ⁽²⁾	2.805	0,8%	0,7%	0,5%	2.406	0,8%	0,7%	0,5%	(400)	-14,3%
Multilaterales y Bilaterales	57.950	17,4%	15,0%	11,1%	72.679	23,4%	21,4%	15,9%	14.730	25,4%
Total Deuda Pública Bruta	332.192	100%	86,0%	63,9%	311.251	100%	91,6%	68,1%	(20.941)	-6,3%
Valores Negociables Vinculados al PIB⁽³⁾	13.193	100%	3,4%	2,5%	12.787	100%	3,8%	2,8%	(406)	-3,1%

(1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.

(2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.

(3) Valor remanente total. Es la diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal y la suma de los montos pagados hasta la actualidad, de acuerdo con las condiciones establecidas en las respectivas normas de emisión.

(4) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2018. Cifras redondeadas.

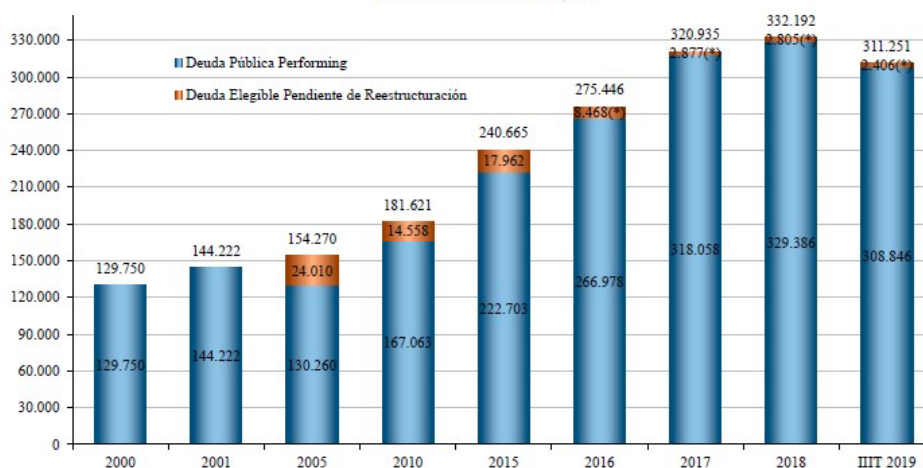
(5) TC fin del periodo: corresponde a la última observación de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2018 y IIIT 2019 respectivamente.

TC promedio anual: corresponde al promedio anual simple de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2018 y los 12 meses que transcurrieron entre Oct-2018 y Sept-2019 respectivamente.

(6) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio del 4to. trimestre correspondiente a 2018, 1er., 2do. y 3er. trimestre correspondiente a 2019. Cifras redondeadas.

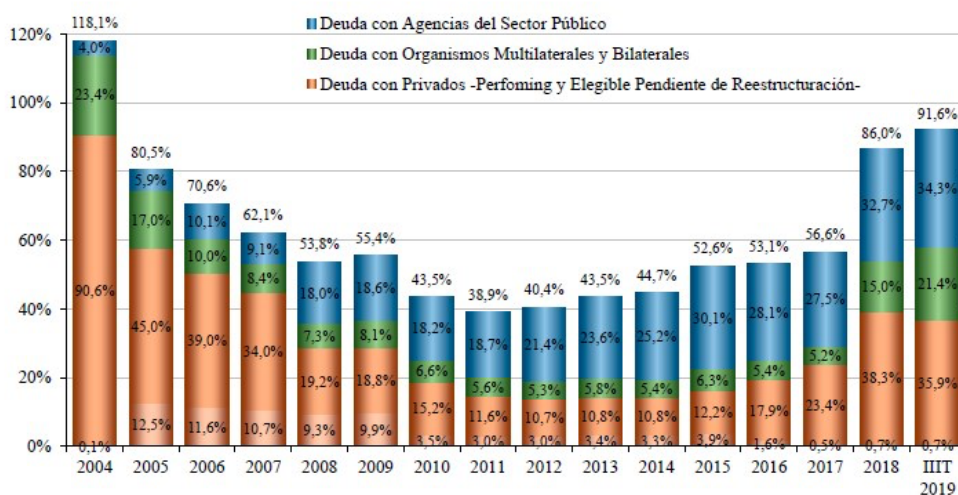
Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central

-En millones de U.S.S.-



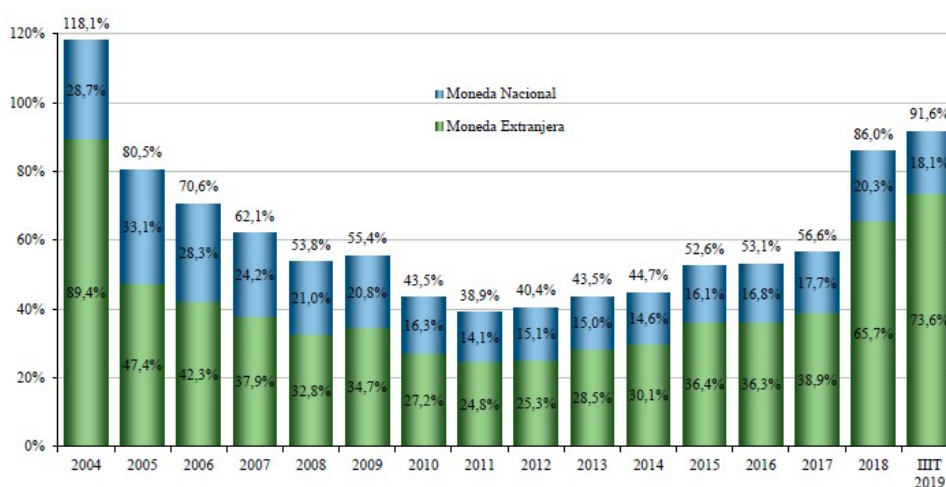
(*) Cifra provisoria.

Deuda Bruta de la Administración Central por Acreedor en % del PIB⁽¹⁾



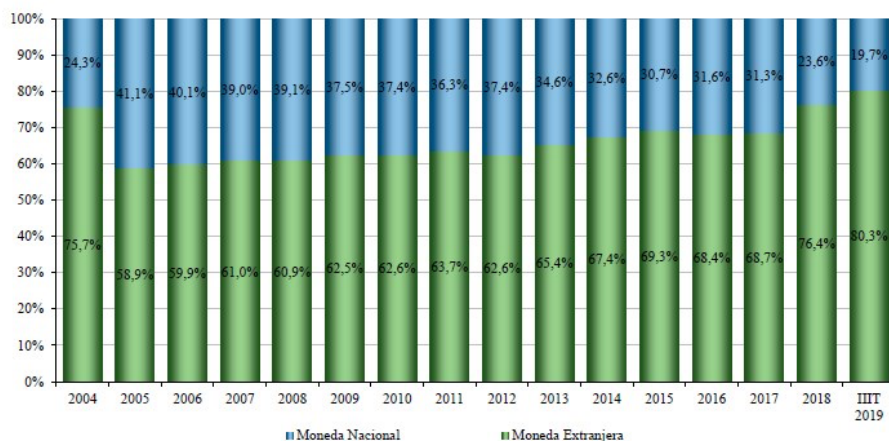
(1) Los datos del PIB publicados por INDEC corresponden a cifras provisorias, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

Deuda Bruta de la Administración Central por Moneda en % del PIB⁽¹⁾

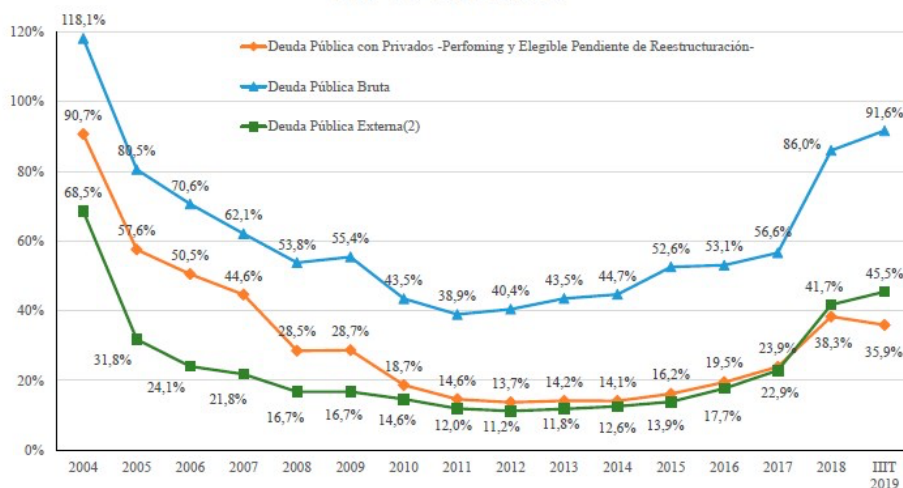


(1) Los datos del PIB publicados por INDEC corresponden a cifras provisorias, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

Composición de la Deuda Bruta de la Administración Central por Moneda



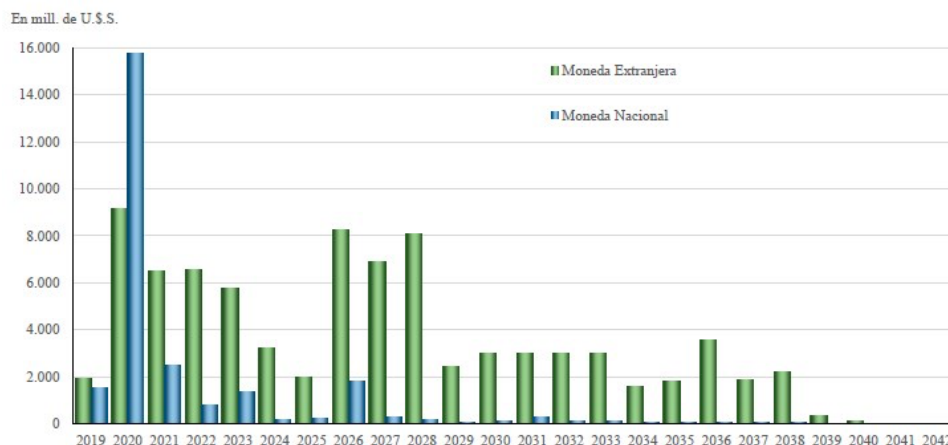
Deuda Bruta de la Administración Central en % del PBI⁽¹⁾



(1) Los datos del PBI publicados por INDEC corresponden a cifras provisionales, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

(2) En base a las estimaciones trimestrales (utilizando el concepto de residencia) de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, INDEC, Ministerio de Economía. Excluye Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración.

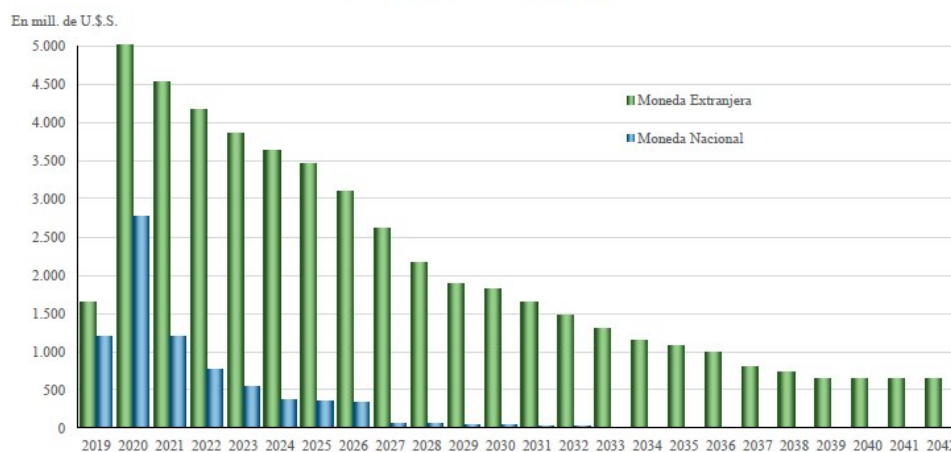
Perfil de Vencimientos de Capital en poder del Sector Privado por Moneda⁽¹⁾ Oct-2019 a Dic-2042



(1) El perfil de vencimientos estático no refleja lo dispuesto por los Decretos 796/2019 y 49/2019.

16

Perfil de Vencimientos de Interés en poder del Sector Privado por Moneda⁽¹⁾ Oct-2019 a Dic-2042



(1) El perfil de vencimientos estático no refleja lo dispuesto por los Decretos 796/2019 y 49/2019.

16

VENCIMIENTOS 2020 DE BONOS Y LETRAS EN DÓLARES

Deuda en poder del sector privado - Vencimientos de capital e interés

<i>En M de cada moneda</i>	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	9 MESES
I) Bonos ley local en dólares	167	1.426	273	71	56	76	2.725	250	273	5.317
Diferidos	99	1.374	220	0	3	24	2.642	197	220	4.779
No diferidos (*)	69	53	53	71	53	53	83	53	53	538
II) LETES re-reperfiladas (US\$)	0	0	0	0	5.186	0	0	0	0	5.186
III) Bonos ley internacional (US\$)	503	0	512	584	0	214	918	51	512	3.295

Se diferirán los pagos hasta el 31/12/2020 (US\$ 9,9 MM)

(*) Títulos en poder del sector privado excluidos del diferimiento: Bono Plan Gas y Letra en US\$ de Mendoza

Fuente: Macroview S.A. en base a Ministerio de Economía