



LOS ALCANCES DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19

Un análisis de las fortalezas y debilidades
de la propuesta de Martín Guzmán

Equipo de Trabajo
Alejandro López Mieres
Ignacio López Mieres
Claudio Lozano

Coordinación
Ana Rameri

Mayo 2020

Síntesis

- La crisis internacional desatada por la pandemia del COVID-19 se perfila a ser la más profunda de la que se tenga registro. En respuesta, las potencias mundiales han diseñado paquetes de estímulo económico por parte del Estado que alcanzan o incluso superan el 20% del PBI. Se puede apreciar cómo en los momentos de crisis del capitalismo se vuelve a discutir el papel del Estado y las políticas públicas a implementar. Los planteos hipócritas del neoliberalismo para convertir al Estado en un dispositivo que le ponga un piso a la recesión y socialice las pérdidas deben responderse con la idea de un Estado que intervenga creando condiciones de mayor igualdad.
- Para afrontar la crisis, países de la región como Chile, Perú y Brasil están invirtiendo más recursos en relación con el PBI que la Argentina. La pandemia del Coronavirus encontró a nuestro país en una situación de extremada fragilidad económica y social, derivada de la miserable herencia que dejó Cambiemos. El gobierno de Mauricio Macri dejó una deuda pública impagable, cuyos servicios llegaron a comprometer la totalidad de los recursos tributarios del año 2019.
- En la coyuntura de la cuarentena, resulta indispensable suspender los pagos de la deuda con el objeto de liberar la presión que ejercen los vencimientos sobre el presupuesto del Estado, liberando recursos para invertir lo necesario en servicios sanitarios, sostener los ingresos de los hogares, garantizar la reproducción de las actividades esenciales y proteger a las instituciones que poseen el "saber hacer" de la sociedad. Terminada la pandemia, será necesario volcar recursos adicionales en un mercado interno sumamente golpeado. Por estos motivos, es importante sostener la definición que contiene la oferta argentina de suspender los pagos de capital e interés de la deuda bajo legislación extranjera hasta el 2023.
- En este sentido, la propuesta de reestructuración de U\$S 65.620 millones de deuda pública en moneda y legislación extranjera presentada por el ministro Guzmán supone no pagar nada en concepto de la misma en los próximos tres años (el primer pago de interés se hace en mayo de 2023). Por lo tanto, podrían ahorrarse cerca de U\$S 26.000 millones en los próximos cuatro años, y en caso de aplicar el mismo tratamiento a los títulos con legislación argentina (y en moneda extranjera), ese ahorro podría llegar a los U\$S 37.000 millones.
- Existe una discusión entre el gobierno y los fondos del exterior sobre la quita real que implica la oferta, dado que suponen distintas cotizaciones de los títulos en el mercado luego de la reestructuración. Para darle objetividad a la discusión, estimamos que la quita real es del 42% para los bonos en dólares y del 38% para los bonos en euros, lejos del 65% que vociferan los fondos de inversión, y que se ubica en niveles que los inversores declararon aceptables.
- Sin embargo, la estrategia respecto de la reestructuración de la impagable deuda pública heredada que encaró el gobierno de Alberto Fernández no cuestionó

formalmente el endeudamiento heredado, sino que lo convalidó al avanzar en una alianza estratégica con el principal acreedor de la Argentina: el Fondo Monetario Internacional.

- Dicha estrategia consistió en que el organismo decretara la insostenibilidad de la deuda pública argentina y facilitara una negociación con los acreedores privados (concentrando la quita sobre estos), siempre que el gobierno convalidara la validez del préstamo que el Fondo le hiciera a la Argentina. En este sentido, es necesario remarcar que dicho crédito no fue realizado en beneficio del país, sino que tuvo como objetivo sostener al gobierno de Mauricio Macri y facilitar su reelección, y en caso de producirse un cambio de gobierno, condicionar las políticas de la nueva gestión. Preocupa que, en esta coyuntura, el gobierno le haya girado U\$S 320 millones al organismo en concepto de intereses del préstamo.
- La posición de la Argentina frente al principal acreedor (FMI) y la estrategia de “amigabilidad con los mercados” seguida por el gobierno, supone resignar la posibilidad de cuestionar la legitimidad y legalidad del endeudamiento. Se pierde por tanto una herramienta eficaz que fortalecería la capacidad de negociación argentina frente a un proceso de endeudamiento cuyas irregularidades son múltiples. La estrategia de la “sostenibilidad de la deuda” imposibilitó su impugnación, limitando las posibilidades de recomposición económica y productiva y comprometiendo los superávits fiscales y externos de los próximos años. Además, dicha estrategia supone que, para reducir progresiva y sistemáticamente la deuda, la Argentina deba pagar de forma permanente los intereses y las amortizaciones del capital adeudado, renovando el endeudamiento a una tasa de interés inferior a la del capital amortizado y bajo la condición que esa tasa de interés sea menor a la tasa de crecimiento de la economía. Esta situación es de difícil cumplimiento, dado que la tasa de interés para renovar la deuda depende de la tasa de interés internacional (que es un dato sobre el cual nuestro país no incide).
- La brutal crisis que va a dejar el Coronavirus, con una caída proyectada del producto bruto del 7% para el 2020, requiere de un alivio de los vencimientos mayor que el que se necesitaba antes de la pandemia. Sin embargo, como ha trascendido, la oferta no ha sufrido cambios significativos con el advenimiento de la pandemia; así como tampoco se ha modificado la postura de los acreedores. En los últimos días se conoció públicamente que la oferta argentina ha tenido un bajo grado de aceptación de parte de los acreedores externos, de forma que no se ha superado el 20% de adhesión.
- De forma tal que, si el gobierno mantiene la pretensión de llegar a un acuerdo, deberá resignar algunos de los lineamientos que impuso para lograr la sostenibilidad de la deuda pública. Los acreedores pretenden recibir el 100% del capital y capitalizar intereses en un período de gracia menor a los tres años. ***Esto resulta completamente inaceptable dada la situación crítica que atraviesa la economía argentina.***

- **Introducción. La crisis internacional del COVID-19 y los debates en torno al rol del Estado.**

La crisis que ha desatado la propagación mundial del virus del COVID-19 se perfila como la más profunda de la historia económica moderna. Solo en los Estados Unidos ya se contabilizan más de 30 millones de solicitudes del seguro por desempleo, y se proyecta que la tasa de desocupación se dispare del 4% al 30%¹. Además, se estima que en el segundo trimestre del año el producto bruto de ese país se contraiga entre un 24% y un 30% en términos interanuales². Para comprobar la magnitud de esta crisis, basta comparar con lo acontecido durante la Gran Depresión: en 1933, la tasa de desempleo llegó a un máximo de 25%, mientras que entre 1929 y 1933 el producto cayó un 30%.

Si bien podemos hacernos una idea sobre la contundencia de la magnitud de la caída económica, no tenemos ninguna certeza respecto de la duración que pueda llegar a tener. En este sentido, se destaca la potencia de las medidas económicas presentadas por el gobierno estadounidense en respuesta a la crisis, equivalentes al 12% del PBI. A ello hay que sumarle la intervención de la Reserva Federal, que bajó la tasa de interés a cero e inyectó un flujo enorme de liquidez mediante la compra de bonos del Tesoro.

Esta estrategia de intervención económica del Estado no es patrimonio exclusivo de los Estados Unidos, sino que el resto de las potencias mundiales ha encarado un camino similar, e incluso algunas de ellas han diseñado medidas más ambiciosas. Por ejemplo, varios países de la Unión Europea han adoptado medidas que, entre los paquetes de estímulo fiscal y los préstamos y garantías financieras entregados por los bancos, representan una masa de recursos muy importante en términos de los PBI: son los casos de Alemania (34%), Italia (33,6%), Reino Unido (18,8%), Francia (14,6%) y España (11%). Por su parte, Japón ha destinado una cifra cercana al 20% del PBI, seguido por Australia (12,5%), Canadá (8,5%) y Corea del Sur (7,9%).

Se puede ver claramente cómo en los momentos de crisis del régimen capitalista se vuelve a discutir el papel del Estado y de las políticas públicas a implementar. Es paradójico ver cómo los cultores de la liberalización y la desregulación de la economía – que en los momentos de bonanza alientan la privatización de los beneficios y el vaciamiento del Estado – son los mismos que hoy reclaman un Estado que le ponga un piso a la recesión y socialice pérdidas a como de lugar. Un claro ejemplo de ello se vio durante la crisis mundial del 2008, cuando el gobierno de los Estados Unidos llevó a cabo un masivo rescate financiero de los bancos.

Resulta de vital importancia señalar la hipocresía presente en las recomendaciones neoliberales para salir de la crisis, de forma tal de abrir un profundo debate sobre el papel del

¹ Según las declaraciones del presidente de la Reserva Federal de St. Louis, 46 millones de estadounidenses corren riesgo de perder sus empleos.

² Proyecciones realizadas por los grupos financieros Goldman Sachs y Morgan Stanley respectivamente.

Estado en medio de la pandemia. No se trata de socializar pérdidas para perpetuar un sistema que promueve la exclusión y la desigualdad, que es el que nos ha traído hasta aquí. Por el contrario, se trata de intervenir creando condiciones de mayor igualdad³.

Las asimetrías existentes entre las estructuras económicas y financieras de los países desarrollados y emergentes determinan grandes diferencias respecto a las capacidades de intervención. De hecho, desde los centros de poder político y económico como la ONU, el FMI y el Banco Mundial han convocado al aplazamiento de las deudas de los países más atrasados para aliviar las necesidades de financiamiento, y así liberar una mayor cantidad de recursos para afrontar la crisis. En América Latina, Perú y Chile son los países que lideran en el tamaño de la intervención pública con paquetes de estímulo superiores al 10% del producto bruto, seguidos por Brasil con un 7% de inversión pública sobre PBI. En contraste, la Argentina ha anunciado una batería de políticas equivalentes al 5,6% del PBI⁴, que si bien se ubica por debajo de lo implementado por las potencias e incluso algunos de los países latinoamericanos, resulta un esfuerzo importante si se considera el estado calamitoso de las finanzas públicas que dejó el gobierno de Cambiemos.

El contexto argentino. La miserable herencia que dejó Cambiemos para afrontar la pandemia.

Que el Estado argentino esté invirtiendo menos que los mencionados países latinoamericanos no es casualidad. La pandemia del COVID-19 encontró a nuestro país en una situación de extrema fragilidad económica, social y financiera para afrontarla. Las políticas llevadas a cabo por el gobierno de Cambiemos condujeron a un profundo deterioro del tejido productivo y social, y dejaron un monumental endeudamiento que representa una verdadera espada de Damocles sobre las cuentas públicas. La administración de Macri dejó un déficit fiscal de \$820.000 millones en el 2019, que supera los \$933.000 millones si se netean los recursos extraordinarios provenientes de la venta de activos del sector público. De ese total, el 77,6% del déficit se explica por el pago de intereses.

Esta pesada herencia que constituye la deuda es producto del más feroz endeudamiento público del que se tenga registro en la historia argentina, por el tamaño y el corto tiempo en el que se tomó. La insostenibilidad de la deuda se refleja en la evolución de los siguientes indicadores entre 2015 y 2019 presentados en el **Cuadro N°1**:

- a) La relación Deuda Pública/PBI pasó de 52,6% al 89,4%. Además, la Deuda Pública Externa/PBI se disparó desde el 13,9% hasta el 43,1%, mientras que la relación Deuda

³ Sobre esta cuestión, ver Lozano (2020), *Estado, Capitalismo y Comunidad. Una agenda para sostener y transitar la cuarentena*. Disponible en <https://ipypp.org.ar/>

⁴ Considerando las medidas de inversión pública anunciadas a fines del mes de abril, tanto las directas de parte del gobierno nacional (3,5% del PBI) como los créditos y garantías brindadas por los bancos (2,1% del PBI).

Pública Externa/Reservas pasó de 248% a 348%⁵. Además, la relación Deuda Pública Externa/Exportaciones se más que duplicó.

- b) Solamente los pagos de intereses de la deuda pública representaron el 18,2% de los recursos tributarios generados en el año 2019, y el 4,2% del producto bruto. En 2015, estos pagos de intereses eran el 7,9% de los recursos tributarios, y el 2% del PBI.
- c) En 2015, los servicios totales de la deuda pública (sumando pagos de capital e interés) eran el 46,8% de los recursos tributarios nacionales, y el 12% del producto bruto. Cuatro años después, los servicios totales superaron al volumen de recursos tributarios, representando el 103,2% de los mismos. Por su parte, la relación entre los servicios totales y el producto se duplicó, al pasar del 12% al 24%.
- d) La composición de la deuda pública total a fines de 2015 era 28,5% en manos de residentes del exterior (deuda externa) y 71,5% con residentes argentinos. Cuatro años después, la deuda externa explicó el 48,6% de la deuda total (con 51,4% de la deuda en manos de residentes argentinos). Por otro lado, del total de la deuda pública, en 2015 el 66,9% estaba denominada en moneda extranjera (33,1% en pesos), mientras que a fines del 2019 ascendió al 77,7% del total (y 22,3% en pesos)⁶.

Cuadro N°1. Indicadores de sostenibilidad de la deuda pública (2015-2019).

⁵ Es decir, si en 2015 había U\$S 248 de deuda externa por cada U\$S 100 de reservas, en 2019 esta relación se incrementó un 40% en cuatro años.

⁶ No debe confundirse la deuda externa (que es aquella contraída con acreedores residentes fuera de la Argentina) con la deuda en moneda extranjera. Es importante aclarar que, como consecuencia de las sucesivas devaluaciones, el peso de la deuda en moneda local sobre el total se reduce.

		2015	2019
En relación al PBI	Deuda Pública Total	52,6%	89,4%
	Deuda Pública Externa	13,9%	43,1%
	Pagos de Intereses	2,0%	4,2%
	Servicios Totales de la Deuda Pública	12,0%	24,0%
En relación a las reservas	Deuda Pública Externa	248,7%	348,1%
En relación a las exportaciones	Deuda Pública Externa	90,8%	196,5%
En relación a los recursos tributarios	Pagos de Intereses	7,9%	18,2%
	Servicios Totales de la Deuda Pública	46,8%	103,2%
En relación a la Deuda Pública Total	Deuda Pública Externa	28,5%	48,6%
	Deuda Pública en Moneda Extranjera	66,9%	77,7%

Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Este brutal endeudamiento público – sesgado hacia los acreedores externos y en una moneda que Argentina no emite – determinó que, desde fines de abril del 2018, nuestro país se encuentre en una situación de virtual default de su deuda. La última colocación de deuda pública en moneda extranjera en el exterior data del mes de enero de ese año, y en el mes de abril comenzaron una serie corridas cambiarias encabezadas por los fondos extranjeros, que bajaron su apoyo al endeudamiento macrista. En lugar de reconocer el default y encarar una reestructuración de la deuda, el gobierno de Cambiemos decidió solicitar el mayor préstamo de la historia del FMI para pagarles a los acreedores privados, a cambio de un programa de ajuste de las cuentas públicas y externas.

El préstamo del Fondo estuvo repleto de irregularidades desde sus comienzos, empezando porque el mismo eludió todos los procedimientos administrativos necesarios, sumado a que su tratamiento no pasó por el Congreso. Es pertinente señalar que el artículo sesenta de la Ley de Administración Financiera que podría autorizar al poder Ejecutivo a negociar con el organismo sin pasar por el Parlamento no estaba en vigencia y no fue prorrogado. Por si ello fuera poco, la totalidad de los desembolsos recibidos entre octubre de 2018 y julio de 2019 terminaron financiando la fuga de capitales, violando los términos establecidos en el artículo VI de la carta constitutiva del organismo⁷. En definitiva, el acuerdo con el Fondo está flojo de papeles.

⁷ Entre julio del 2018 y agosto del 2019 entraron U\$S 29.500 millones por desembolsos del FMI, y salieron U\$S 30.300 millones por Formación de Activos Externos (FAE).

El estrepitoso fracaso del acuerdo Macri-Lagarde, estrategia que nombramos como la **fórmula del empobrecimiento**⁸, se plasmó en la sistemática caída de las reservas internacionales del BCRA y en la devaluación del peso, con una consecuente aceleración de la inflación e incremento de la pobreza y la indigencia. De esta forma, la asunción de Alberto Fernández se dio en un entorno caracterizado por la presencia de gravísimos desequilibrios económicos, sociales y financieros. Frente al desastre recibido, el gobierno entrante contaba con el apoyo de vastos sectores sociales para mantener el default declarado por Macri⁹, suspendiendo los pagos de la deuda y comenzando una investigación acerca de la relación entre el proceso de endeudamiento y la fuga de capitales. De este modo, la suspensión de pagos hubiese reducido la carga de la deuda pública y hubiese facilitado un mayor volumen de recursos disponibles para encaminar una recuperación económica. Además, esto hubiese significado un acto de reivindicación histórica de las denuncias de los sectores populares sobre los procesos de sobreendeudamiento y fuga de divisas iniciados en la última dictadura militar.

A pesar de la gran cantidad de elementos que marcaban que **el acuerdo con el Fondo estaba flojo de papeles, y de los enormes conflictos de intereses que surgieron de los vínculos entre los funcionarios macristas, los bancos colocadores y los fondos que compraron los títulos de deuda**¹⁰, el flamante gobierno de Alberto Fernández optó por una **estrategia mucho más amigable con los acreedores** frente al problema de la deuda. Desde nuestro espacio hemos denunciado las irregularidades presentes en el endeudamiento macrista, que puestas sobre la mesa hubiesen facilitado una negociación más agresiva de parte de la Argentina.

Esta actitud contrastó fuertemente con lo enunciado por el propio presidente Fernández durante la apertura de las sesiones ordinarias del Congreso, en donde afirmó que el Banco Central había comenzado una investigación en torno al destino que tuvieron los préstamos en divisas recibidos por nuestro país, para determinar si efectivamente éstos se

⁸ Para mayores detalles de la herencia macrista, ver: IPyPP (2020): *"38% de Pobreza y más del 8% de Indigencia. La miserable herencia que nos dejó cambiemos para afrontar el COVID-19"*.

Disponible en <https://ipypp.org.ar/>

⁹ La declaración del default la hizo el propio Macri, al acudir al Fondo Monetario Internacional. Después de agotar los desembolsos recibidos en un contexto de elevada fuga de capitales, el gobierno de Cambiemos terminó defaulteando la deuda en pesos que tomó.

¹⁰ En este sentido, en 2018 el fiscal Federico Delgado pidió la declaración indagatoria de los ex funcionarios Luis Caputo, Santiago Bausili y Mario Quintana por los conflictos de intereses surgidos por la especulación con las letras del Banco Central y las emisiones de deuda.

fueron por vía de la fuga de capitales. Por el momento no hemos tenido noticias acerca de los resultados de dicha investigación.

En contraposición con la postura enunciada por el presidente, el gobierno eligió una estrategia de mayor amigabilidad con los acreedores: **seguir pagando a los acreedores, y mientras tanto, diseñar una propuesta de reestructuración de la deuda en manos del sector privado**. De hecho, esta semana el gobierno le pagó 320 millones de dólares al FMI en concepto de intereses del préstamo. **Dicha estrategia se basó en una alianza estratégica con el principal acreedor del país en los próximos años, que es el FMI**. Nos resulta fundamental aclarar algo que hemos sostenido en más de una ocasión: el gran **contenido geopolítico que caracterizó el acuerdo con el Fondo**. En este sentido, vale destacar la magnitud del crédito (el más grande de la historia del organismo) así como las innumerables violaciones a la carta orgánica del propio FMI. El forzamiento de dicho acuerdo fue impuesto por Trump, con el objetivo de facilitar la reelección de su aliado geopolítico en la región, Mauricio Macri. Crédito que – además- se otorgó en el marco de una serie de concesiones que involucraron la autorización de parte de nuestro país para la instalación de las denominadas Bases de Ayuda Humanitaria del Comando Sur de los Estados Unidos, comprometiendo nuestros recursos naturales.

Como toda elección resulta incierta, el préstamo del Fondo incluyó una **acumulación de vencimientos para el próximo período presidencial (es decir, el actual) con el objetivo de mantener una capacidad de condicionamiento sobre las políticas futuras**. En este sentido, es pertinente destacar que **los pagos totales al Fondo en el bienio 2022-23 representan el 42% de los vencimientos totales en moneda extranjera que tiene el país para ese período**. Esto equivale a un total de U\$S 37.800 millones, que llegan a U\$S 44.700 millones si sumamos los pagos acordados en 2020-21. Queda claro que, además de lo disparatado que resultaría efectivamente pagar estos vencimientos, el Fondo es el principal acreedor individual del país en los próximos años.

Frente a la salida de Christine Lagarde de la conducción del FMI, Alberto Fernández decidió forjar una alianza con la nueva directora del organismo, Kristalina Georgieva. En los hechos, esta unión implicó que el organismo declare insostenible la deuda pública argentina y **planteara la necesidad de una quita sustancial de la misma, en un rango de entre U\$S 55.000 a U\$S 85.000 millones en los próximos 10 años**. A cambio del apoyo a la estrategia argentina, el gobierno argentino debía reconocer la validez del acuerdo celebrado por Mauricio Macri y concentrar la quita necesaria sobre los acreedores privados, asegurándole al Fondo el pago de los más de U\$S 44.000 millones que le prestó al gobierno anterior. Según trascendió, el FMI podría avalar una postergación de los pagos que se le adeudan si Argentina lograra acordar primero con los acreedores privados.

Cuadro N°2. Vencimientos de capital e interés con el Fondo Monetario Internacional (2020-23). En millones de U\$S.

	2020	2021	2022	2023	2022-23	Total 2020-23
Vencimientos con el FMI	1.562	5.335	18.788	19.018	37.807	44.704
Vencimientos Totales en moneda extranjera	32.698	31.413	46.877	42.977	89.854	153.966
Relación FMI/Pagos Totales	5%	17%	40%	44%	42%	29%

Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

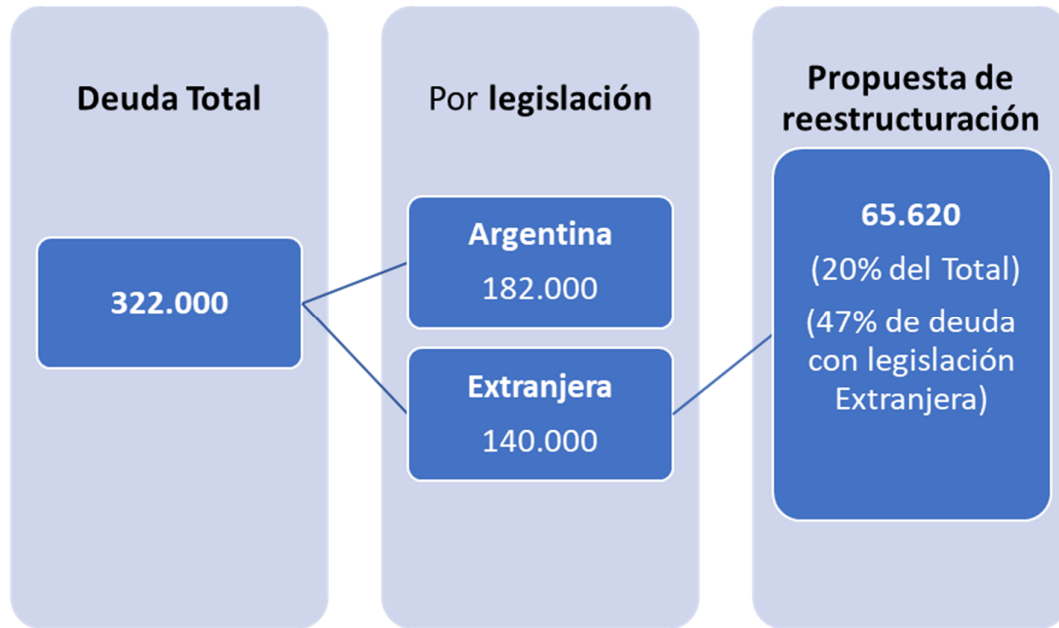
Las proyecciones sobre las cuales se estableció la estrategia Fernández-Georgieva quedaron pulverizadas ante el advenimiento de la pandemia, que obligó la imposición de una cuarentena que desactivó toda perspectiva de recomposición económica. En este contexto, nuestro país necesita un alivio financiero sustancial para invertir lo necesario en recursos sanitarios, sostener los ingresos de los hogares, garantizar la reproducción de las actividades esenciales y proteger a las instituciones que tienen el “saber hacer” de la sociedad (empresas, cooperativas). La inexistencia de una vacuna implica que la cuarentena se imponga como la única herramienta para sobrellevar la pandemia, evitando el colapso del sistema de salud. **Lo que queda claro es que en la coyuntura del Coronavirus cobra una vital importancia la suspensión de los pagos de la deuda en los próximos años**, entre los cuales se encuentran acreedores vinculados al sector privado (local y externo), organismos internacionales (siendo el FMI el mayor acreedor) y el sector público local.

Una radiografía de la deuda pública argentina a fines del gobierno de Macri.

Un examen de los datos presentados por el Ministerio de Economía muestra que a fines del año pasado el sector público nacional acumulaba una deuda de U\$S 320.000 millones:

- Si la clasificamos por moneda, hay U\$S 250.000 millones en moneda extranjera y U\$S 70.000 millones en moneda local.
- Del total, hay U\$S 182.000 millones en instrumentos de deuda pública emitidos bajo legislación argentina y U\$S 140.000 millones en legislación extranjera. En este segundo universo se inscribe la propuesta de reestructuración de U\$S 65.620 millones, que representa el 47% de la deuda pública con legislación internacional y el 20% de la deuda pública total.

Figura N°1. La desagregación de la deuda pública bruta a diciembre de 2019. En millones de U\$S.



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON y la Oficina de Presupuesto del Congreso.

Adicionalmente, los U\$S 322.000 millones de deuda pública total pueden clasificarse por **tipo de acreedor**: el 40% (U\$S 129.000 millones) está en poder del sector público nacional¹¹, el 37% (U\$S 120.000 millones) lo tiene el sector privado (local e internacional) y el restante 23% (U\$S 70.000 millones) se le adeuda a los organismos internacionales, siendo el Fondo el mayor acreedor. Si al monto contemplado para el canje de la deuda privada, en moneda y legislación extranjera (U\$S 65.620 millones) se le suma la deuda con los organismos internacionales, prácticamente se cubre la totalidad de la deuda con legislación extranjera. Esta clasificación se puede apreciar en la **Figura N°2**:

¹¹ La deuda intra-sector público es un mecanismo de financiamiento que utiliza el Tesoro Nacional para captar recursos de los organismos estatales como la Anses, el Banco Central o el Banco Nación, entre otros.

Figura N°2. Deuda Pública Total por acreedor, a diciembre 2019. En millones de U\$S.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

Los principios básicos de la estrategia de Guzmán.

La estrategia encabezada por el ministro Martín Guzmán frente al problema de la deuda contiene una serie de principios básicos sobre los cuales se encara el proceso de reestructuración de la deuda pública, para lo cual la clasificación presentada anteriormente es relevante para comprenderlos. Entre ellos, se ha anunciado que:

1. **La deuda es pesos se va a pagar** para promover el ahorro en moneda doméstica y desincentivar la dolarización de la economía. De esta forma, se excluirían de la propuesta de reestructuración, y se irían pagando a medida que el gobierno coloque nueva deuda en moneda local (**estrategia de roll-over o renovación de deuda**).
2. De los U\$S 250.000 millones en moneda extranjera, hay una buena parte **en manos del sector público, por lo cual es refinanciable**.
3. Hay U\$S 70.000 millones en poder de los organismos internacionales, los cuales se renegociarían una vez que se acuerde con el sector privado. La mayoría corresponde al acuerdo con el Fondo (U\$S 44.000 millones).
4. De la deuda con el sector privado – un total de U\$S 120.000 millones – hay aproximadamente U\$S 37.000 millones en pesos y U\$S 83.000 millones en moneda extranjera. **Este segundo universo es el relevante a la hora de analizar la estrategia oficial actual respecto a la deuda pública, porque es considerado el más difícil de negociar.**

En definitiva, el universo de la deuda que el gobierno busca reestructurar con mayor urgencia es el que está denominado **en moneda extranjera, y en manos del sector privado**. Estos son **U\$S 83.000 millones**, de los cuales hay **U\$S 67.400 millones con legislación extranjera** y **U\$S 15.600 con legislación argentina**. La premisa del gobierno es que resulta fundamental lograr acordar con los acreedores externos con legislación extranjera, entre los cuales se encuentran grandes firmas internacionales con poder de lobby para bloquear cualquier propuesta

argentina en los tribunales internacionales. Entre estos fondos de inversión se encuentran BlackRock, Fidelity, Rowe Price y Ashmore, que poseen alrededor del 25% de los títulos emitidos por el gobierno de Macri a partir del 2016, y más del 15% de los bonos de los canjes 2005 y 2010.

Los principales lineamientos del canje propuesto para la deuda en moneda y legislación extranjera. Nuevos plazos, tasas y vencimientos. ¿Qué ahorro de divisas implica?

Luego de seleccionar el universo de deuda “relevante” a ser reestructurada con urgencia (U\$S 83.000 millones), el siguiente paso consistió en patear todos los vencimientos pendientes de este año en moneda extranjera con legislación argentina. Según declaró el ministro de economía, el plan del gobierno es ofrecerles un trato similar al de los títulos con legislación internacional.

El 16 de abril el gobierno dio a conocer los principales lineamientos de la propuesta de reestructuración de **U\$S 65.620 millones**¹² en bonos con legislación extranjera. La misma está compuesta por 21 series de bonos (13 en dólares, 7 en euros y 1 en francos suizos), 17 emitidos durante la gestión macrista (acumulan U\$S 41.362 millones, el 63% del total a reestructurar) y 4 lanzados durante los canjes de 2005 y 2010 (U\$S 24.258 millones, el 37% del total). La base de la propuesta consiste en **alargar los plazos de vencimiento y amortización, reducir levemente el capital adeudado y recortar en mayor medida los intereses a pagar** mediante un canje de la deuda vigente por nuevos títulos, que implican en forma general:

- No se realizan pagos de capital e interés durante tres años. **El primer servicio de intereses se hace en mayo de 2023.**
- Los pagos de capital comienzan en 2026 y terminan en 2047 (dependiendo del bono).
- Se reducen las tasas de interés, en niveles que se incrementan a lo largo del tiempo, desde 0,5% hasta 4,9%. **La tasa de interés promedio de la propuesta es del 2,33%.** Para tener una idea de la reducción que significaría, los bonos emitidos desde 2016 están pagando un cupón promedio del 6,4% por año, mientras que los bonos de los canjes 2005 y 2010 pagan en promedio 5,9% anual.
- **La quita nominal de capital equivale al 5,4%** del stock vigente, equivalente a unos **U\$S 3.600 millones.**

¹² El prospecto de la oferta detalla un monto de U\$S 64.650 millones, que es el total en circulación excluyendo las tenencias dentro del sector público. Por otro lado, se excluyeron del canje a los títulos emitidos en yenes debido a que, según el gobierno, cumplen con los “estándares de sostenibilidad”.

- La **quita nominal de intereses asciende al 62%** de lo estipulado en los contratos vigentes, lo que representa una reducción de **U\$S 37.900 millones**¹³.

El nuevo perfil de vencimientos que surgiría de una reestructuración exitosa con un 100% de adhesión implicaría un ahorro en los próximos diez años de U\$S 45.000 millones, U\$S 20.800 millones en concepto de intereses y U\$S 24.200 millones en pagos de capital (ver anexo). Como puede apreciarse, **el alivio financiero que otorga la propuesta se ubica por debajo del piso de reducción que reclamó el propio FMI (U\$S 55.000 millones)**.

Cuadro N°2. Ahorro que representaría el canje de la deuda en moneda extranjera con legislación extranjera en los próximos cuatro años. En millones de U\$S.

	2020	2021	2022	2023	Total 2020-23
Vencimientos con legislación extranjera pre-canje	3.435	8.373	8.233	6.277	26.319
Vencimientos con legislación extranjera post-canje	0	0	0	334	334
Ahorro que representa el canje	3.435	8.373	8.233	5.943	25.985

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

Si suponemos que se efectivamente se replican las mismas condiciones para los acreedores con legislación local, se podría sumar una quita de capital de U\$S 800 millones y un recorte de intereses cercano a los U\$S 8.500 millones en la próxima década. Esto implicaría una reducción de los vencimientos en moneda extranjera con legislación local por U\$S 11.000 millones en los próximos cuatro años. En total, si sumamos los ahorros totales derivados del canje de la deuda pública con legislación extranjera y el supuesto canje con legislación local, se dejarían de pagar alrededor de U\$S 37.000 millones en los próximos cuatro años¹⁴. Como se evidencia, la reducción de la carga de los vencimientos en los próximos años seguiría por debajo del mínimo recomendado por el FMI.

Cuadro N°3. Ahorro que representaría el canje de la deuda en moneda extranjera con legislación argentina.

	2020	2021	2022	2023	Total 2020-23
Vencimientos con legislación local pre-canje	4.827	1.955	1.860	2.630	11.272
Vencimientos con legislación local post-canje	0	0	20	80	100
Ahorro que representa el canje	4.827	1.955	1.840	2.550	11.172

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso y Ministerio de Economía.

¹³ Hay que tener en cuenta que este cálculo contempla el período 2020-2117 (cuando vence el bono a 100 años).

¹⁴ Se llega a este ahorro total si se consideran los U\$S 26.000 millones que se dejarían de pagar por vencimientos de capital e interés en moneda y legislación extranjera, y los U\$S 11.000 millones que saldrían de aplicar las mismas condiciones del canje propuesto a las acreencias con legislación argentina.

Nos parece fundamental señalar que, si bien un escenario de completa aceptación de la propuesta significaría reducir considerablemente el horizonte de vencimientos en moneda extranjera para los próximos años, el mismo luce bastante lejano por el momento. Luego de la publicación de la oferta argentina, se ha visto cómo los fondos del exterior han desplegado una estrategia de bloqueo a la propuesta, dado que la consideran inaceptable. Esta respuesta de los fondos es verdaderamente increíble si se considera que la oferta argentina no se modificó con el advenimiento de la pandemia, la cual está generando estragos sobre la economía mundial y probablemente desencadene una serie de defaults soberanos. De hecho, la propuesta argentina contempla una quita sustancialmente menor que la solicitada por el Fondo y distintos analistas internacionales antes de la pandemia, que llegaba hasta los U\$S 85.000 millones en la próxima década.

Los detalles de la propuesta y lo que miran los bonistas: toda exit yield (tasa de salida) es política. Para darle objetividad a la discusión: ¿cuál es la quita real?

Antes de evaluar cuál es la quita real que enfrentan los bonistas, es necesario detallar algunos de los aspectos contractuales de la propuesta que éstos miran atentamente:

- a) Se trata de canjear los bonos “viejos” por 10 bonos nuevos: cinco en dólares y cinco en euros, con vencimientos en los años 2030/36/39/43/47, amortizaciones parciales anuales y tasas de interés crecientes.
- b) Existen prioridades para suscribir los bonos nuevos¹⁵: los tenedores de bonos cortos y medios (con vencimientos entre 2020 y 2036) podrán suscribir, en orden de prioridad, 2030-2036-2047. Por su parte, los bonos largos (2036 a 2117) tienen como opción a los bonos 2036 o 2047. Los tenedores del Discount 2005 y 2010 podrán suscribir 2039, 2043 o 2047, y los bonos Par 2005 y 2010 suscribirán 2043 o 2047.
- c) Además, existen límites cuantitativos para suscribir el bono 2030: U\$S 11.400 millones para el 2030 (prioridad 1) y U\$S 20.700 millones para el 2036 (prioridad 2), en tanto que en euros, €3200 millones para el 2030 y €2700 para el 2036.
- d) El canje por el bono 2030 implicará una quita nominal del 12% en el caso de dólares, y del 18% en el caso de euros. El canje por los bonos 2036 y 2047 implicará una quita del 5% en ambas monedas. Y los bonos 2039 y 2043 se realizan contra el valor nominal del bono viejo, por lo cual no sufren quitas nominales.

¹⁵ Ver Anexo.

Cuadro N°4. Tasas de interés, amortización anual y quita nominal por bono del canje.

NUEVO BONO	INTERES CRECIENTE	AMORT. ANUAL	QUITA NOMINAL
U\$S 2030	0,5% - 1% - 1,75%	20% (2026/30)	-12%
U\$S 2036	0,5% - 1,5% - 2,75% - 3,875%	16,66% (2031/36)	-5%
U\$S 2039	0,6% - 1,75% - 4% - 4,5%	9,09% (2029/39)	0%
U\$S 2043	0,6% - 3% - 3,625% - 4,875%	7,14% (2030/43)	0%
U\$S 2047	0,5% - 1,75% - 3,75% - 4,75%	5% (2028/47)	-5%
EUR 2030	0,5% - 0,75%	20% (2026/30)	-18%
EUR 2036	0,5% - 2% - 2,5%	16,66% (2031/36)	-5%
EUR 2039	0,6% - 1,25% - 2% - 3,25%	9,09% (2029/39)	0%
EUR 2043	0,6% - 1,625% - 2,5% - 3,875%	7,14% (2030/43)	0%
EUR 2047	0,5% - 1% - 2,75% - 3,5%	5% (2028/47)	-5%

Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Luego de hacerse pública la oferta del gobierno argentino, los acreedores privados más relevantes de la Argentina se reunieron en tres comités de fondos: BlackRock, Fidelity y Ashmore por un lado; Greylock y UBS - con otros 70 fondos más - por otro, y Monach con Cyrus y otros. Estos fondos ya rechazaron la oferta del país, puesto que consideran que el Valor Presente Neto¹⁶ (VPN) de la propuesta estaría por debajo de los U\$S 35, por lo que la quita a asumir superaría el 65%, lo cual les resulta inadmisibles.

Lo interesante de la cuestión es el carácter arbitrario del cálculo realizado por los fondos, ya que llegan a ese resultado aplicando una tasa de descuento "esperada" a los flujos futuros de los nuevos bonos. Esa tasa de "salida" -o exit yield- de los bonos nuevos representa el "castigo" que los mercados financieros le adjudicarían a la Argentina luego de la reestructuración, que según los Fondos no sería inferior al 12% anual¹⁷. Resulta insólito que, en un contexto mundial recesivo, con tasas de interés cercanas a cero (o incluso negativas, como en Europa) y habiendo despejado vencimientos hasta el 2023 (asumiendo una reestructuración exitosa), los fondos asuman que los títulos nuevos van a cotizar a esa tasa de descuento.

Lo que sucede es que el proceso es intrínsecamente autorreferencial: los mismos fondos tenedores de los bonos son los que le pondrán un precio a los títulos en el mercado secundario, al cual ellos decidirán operarlos. Y en ese sentido la exit yield no es neutral ni objetiva: es la decisión política de los fondos en un marco de dura negociación. Podemos advertir la gran sensibilidad que posee el VPN de los bonos respecto de la tasa de descuento aplicada, fundamentalmente por la duración promedio de la propuesta. En nuestra simulación, el VPN del bono 2030 en dólares (incluyendo la quita nominal del 12%) es de

¹⁶ El VPN es un cálculo que permite traer al presente un determinado flujo futuro de fondos, valuados a una determinada tasa de descuento.

¹⁷ Según las declaraciones del ministro Guzmán, en el armado de la propuesta se trabajó con una tasa de salida del orden del 8%.

34,4% a una *exit yield* del 12%, pero asciende al 47,2% a una tasa del 8%. O sea que la quita real va del 53% al 65%, dependiendo de la tasa de salida que tomemos. En el caso del bono 2047, observamos un VPN de 30,4% al 12% y del 57,4% al 8%. Es decir, una quita real del orden del 42,6% al 69,6%.

Estos ejemplos permiten entender que **la consistencia de la propuesta de reestructuración no puede depender de la lógica de los actores que intervienen en los mercados secundarios y que -dadas sus envergaduras- los controlan. Por eso desde el punto de vista financiero la mejor forma de evaluar la quita real de la propuesta es calcular el VPN de la misma aplicando como tasa de descuento la tasa promedio de emisión de los bonos “viejos” para cada paquete de bonos nuevos.** El criterio descansa sobre la lógica de que los fondos que detentan deuda argentina mantengan a vencimiento sus tenencias.

De esta forma, elaboramos una simulación alternativa para el VPN con los siguientes supuestos:

- i. Se canjea el 100% de los títulos.
- ii. A partir del 2023, la capitalización de los intereses es anual.
- iii. Se completa el cupo del 2030 y del 2036 -en ambas monedas- con los bonos Indenture 2016 y el saldo de estos va al 2047. Los flujos de estos bonos se descuentan a la tasa de emisión promedio del 6,726% en dólares y del 4,562% en euros.
- iv. Asumimos que los Discount se canjean en su totalidad por el 2039, y a este lo descontamos al 8,28% en dólares y al 7,82% en euros.
- v. Asumimos que los Pares se canjean en su totalidad por el bono 2043, al que descontamos al 4,132% en dólares y 3,98% en euros.

De esta forma, los nuevos VPN promedio obtenidos determinan **una quita real del 42% en los bonos en dólares, y del 37% en euros.** Como se puede ver, estos números están bastante alejados del supuesto 65% de quita real que vociferan los fondos de inversión, y además están en línea con las pretensiones que los mismos demandan a la Argentina.

Cuadro N°5.1 Estimación propia del VPN de los bonos en dólares y de la quita real de la propuesta.

	2030	2036	2039	2043	2047	TOTALES	
T.DESC. 12%	\$ 34,42	\$ 29,80	\$ 34,40	\$ 32,43	\$ 30,11		
T.DESC. 10%	\$ 40,25	\$ 37,30	\$ 42,71	\$ 40,88	\$ 37,99		
T.DESC. 8%	\$ 47,24	\$ 47,04	\$ 53,51	\$ 52,19	\$ 48,62		
TIR de emision	\$ 52,41	\$ 54,75	\$ 51,82	\$ 87,01	\$ 57,37		
NOMINALES	\$ 11.400.000,00	\$ 20.700.000,00	\$ 5.172.377,00	\$ 5.100.599,00	\$ 2.872.812,00	\$ 45.245.788	100%
VPN	\$ 5.975.197,96	\$ 11.333.414,60	\$ 2.680.302,02	\$ 4.438.146,79	\$ 1.648.138,28	\$ 26.075.200	57,6%
QUITA A VPN						\$ 19.170.588	42,4%

Fuente: estimación propia en base a datos del MECON.

Cuadro N°5.2 Estimación propia del VPN de los bonos en euros y de la quita real de la propuesta.

	2030	2036	2039	2043	2047	TOTALES	
T.DESC. 12%	\$ 31,43	\$ 25,70	\$ 29,22	\$ 27,47	\$ 25,62		
T.DESC. 10%	\$ 36,76	\$ 32,47	\$ 36,64	\$ 35,05	\$ 32,58		
T.DESC. 8%	\$ 43,14	\$ 41,31	\$ 46,36	\$ 45,27	\$ 42,05		
TIR de emision	\$ 57,33	\$ 63,56	\$ 47,38	\$ 78,83	\$ 67,73		
NOMINALES	\$ 3.200.000,00	\$ 2.430.000,00	\$ 5.769.042,00	\$ 6.473.223,00	\$ 0,00	\$ 17.872.265	100%
VPN	\$ 1.834.591,49	\$ 1.544.502,77	\$ 2.733.329,02	\$ 5.102.841,91	\$ 0,00	\$ 11.215.265	62,8%
QUITA A VPN						\$ 6.657.000	37,2%

Fuente:
propia en

datos del MECON.

estimación
base a

Sobre las consideraciones técnicas de la presentación argentina ante la SEC.

Luego de la presentación pública de la oferta argentina ante los acreedores, el gobierno envió la letra chica de la propuesta a la Comisión de Valores de los Estados Unidos (SEC por las siglas en inglés). Aquí detallamos algunos aspectos que nos resultan relevantes de lo que surge de dicha presentación:

- **Respecto a las Cláusulas de Acción Colectivas (CACs), Argentina puede reasignar las series, o sea excluir aquellas donde no obtiene el mínimo de aceptación y aplicar las CAC's en los instrumentos donde si se cumplan.** En el caso del Indenture 2005, para que la cláusula de acción colectiva se aplique a todos los tenedores se requiere la aprobación del 85% del conjunto y el 66,67% de cada serie, pudiendo el país excluir aquellas en las que no se consigan mayorías. En los del Indenture 2016 se requiere 66,67 y 50% respectivamente. Por ejemplo: si en los Globales hay un nivel de aceptación menor al 66% se podrían excluir una o más series donde no se cumpla el piso del 50% y mantener aquellas donde si se cumpla. Esta nueva serie reconfigurada debería tener un agregado de más del 66% con algunas series de más del 50%. El canje resultante sería parcial.
- Se incluye la cláusula RUFO (vigente por 5 años) pero no es aplicable en caso de fallo judicial favorable a los eventuales holdouts. Esta cláusula permite a quien accede al canje a recibir una propuesta superadora en el futuro. Pero si se activan las CAC's, a los que no aceptaron se les entregará el bono 2047 sin posibilidad de acceder a una mejor opción.
- Los nuevos títulos no tienen cláusulas de cross-default contra los actuales. O sea, se pueden pagar aun defaulteando los viejos.
- Los nuevos bonos se emiten bajo el Indenture 2016, lo que hace más difícil que los Discount y Pares cedan derechos del Indenture 2005, como unas CAC's más exigentes y su cláusula pari-passu, que permite cobrar si otro acreedor cobra. El Indenture 2016 no tiene esa cláusula, y los tenedores de los bonos Globales no pueden frenar el pago de instrumentos performing de deuda pública en caso de default.
- La evidencia empírica muestra que las quitas de deudas soberanas son mucho más fuertes en reestructuraciones post-*default* que en aquellas realizadas pre-*default*. Llegado a este punto de pretensiones irreconciliables entre Argentina y los acreedores, el default aparece como un arma estratégica y oportuna.
- Si el 22/5 Argentina no paga U\$S 503 millones de interés de Globales 21, 26 y 2046 se decretará el default. Esto gatilla las cláusulas de *cross-default* y de aceleración: el derecho de los acreedores de cobrar inmediatamente el capital y los intereses corridos. Pero si el país paga los cupones -aun después del límite contractual- el acreedor pierde el derecho a reclamar la aceleración. Una aceleración la puede

solicitar -ante evento de incumplimiento- un 25% de tenedores de una serie determinada. Y si Argentina paga el cupón adeudado, un 50% de los tenedores de esa serie pueden anular la aceleración.

Conclusiones: la “sostenibilidad de la deuda” impone condiciones sobre la Argentina que impugnan las perspectivas de recuperación luego de una década de estancamiento económico.

Con la llegada de la pandemia se quemaron todas las proyecciones económicas realizadas con anterioridad a la misma. De arranque, las previsiones de crecimiento de la economía argentina para el año 2020 no eran muy esperanzadoras, en la medida que se proyectaba una caída del PBI del orden del 2%. Ahora, luego del estallido de la crisis del COVID-19, se estima una caída del producto de aproximadamente 7% para este año, con una pobreza que ya supera el 40% (y va en aumento). De esta forma, **el 2020 cerraría una década de estancamiento económico con una brutal crisis que dejaría un PBI por habitante 17,6% menor que el del año 2011.**

En este contexto, los supuestos detrás del marco de la **“sostenibilidad de la deuda”** que anunció el ministro Guzmán (y que están a tono con las recomendaciones del FMI) **suponen que, para reducir progresiva y sistemáticamente la deuda, la Argentina deba pagar de forma permanente los intereses y las amortizaciones del capital adeudado, renovando el endeudamiento a una tasa de interés inferior a la del capital amortizado y bajo la condición que esa tasa de interés sea menor a la tasa de crecimiento de la economía.** Esta situación es de difícil cumplimiento, dado que la tasa de interés para renovar la deuda depende, entre otros factores, de la tasa de interés internacional (que es un dato sobre el cual nuestro país no incide).

Al revisar las proyecciones macroeconómicas que les presentó Guzmán a los fondos a comienzos de abril (ver Anexo), se desprende que **la idea de “sostenibilidad” implica una reducción importante de los servicios totales de la deuda en moneda extranjera hasta el año 2026, pero no una suspensión completa de los pagos.** Dentro de los supuestos que emplea el ministro para darle forma al “marco de sostenibilidad” se incluye que, además de aplicar el mismo tratamiento de ley extranjera para los tenedores con legislación argentina, el país siga pagando el interés adeudado a los organismos internacionales (incluyendo al Fondo) en el período 2020-2026, y empiece a cancelar el capital a partir del 2027. De esta forma, los pagos totales de la deuda en moneda extranjera promediarían unos U\$S 4600 millones por año entre 2020 y 2026 (con U\$S 3200 millones por año a los organismos). **A partir del año 2027, Argentina debería afrontar pagos en moneda extranjera superiores a los U\$S 20.000 millones anuales. Si se considera toda la década 2021-2030, se estaría comprometiendo casi el 100% del superávit fiscal primario y del**

superávit comercial en el pago de los servicios de la deuda en moneda extranjera¹⁸. Como se puede apreciar, el planteo de la suspensión de pagos en los próximos años se contradice con la continuidad de los pagos a los organismos internacionales.

En definitiva, si tenemos en cuenta el marco que rodea a la reestructuración de la deuda pública argentina, signado por una grave situación económica y social y una enorme incertidumbre global derivada de la pandemia del COVID-19 (y que implica que las proyecciones sobre las que está basada la oferta sean completamente ficticias), ***nos resulta fundamental señalar que la idea de hacer "sostenible" a la deuda impone condiciones sobre la Argentina que cuestionan las posibilidades de recomposición del aparato productivo***. En este sentido, genera preocupación que el Estado argentino le haya pagado U\$S 320 millones al FMI en la última semana demostrando que, a pesar de las irregularidades que rodearon al acuerdo y de la profunda crisis que golpea a nuestro país, el gobierno decidió cerrar filas con el principal acreedor y no cuestionar la validez del acuerdo.

Por último, en los últimos días se conoció públicamente que la oferta argentina ha tenido un bajo grado de aceptación de parte de los acreedores externos, de forma que no se ha superado el 20% de adhesión. De forma tal que, si el gobierno mantiene la pretensión de llegar a un acuerdo, deberá resignar algunos de los lineamientos que impuso para lograr la sostenibilidad de la deuda pública. Los acreedores pretenden recibir el 100% del capital y capitalizar intereses en un período de gracia menor a los tres años. ***Esto resulta completamente inaceptable dada la situación crítica que atraviesa la economía argentina***.

¹⁸ Es importante remarcar que estos datos provienen de la presentación que hiciera Martín Guzmán a los acreedores previo a la presentación de la oferta definitiva.

ANEXO

Proyecciones macroeconómicas del gobierno para la década 2020-2030. En millones de U\$S.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Crecimiento PBI	-6,5%	3,0%	2,5%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Superávit Fiscal Primario	-12.958	-4.350	-2.250	0	1.425	2.440	4.008	5.150	5.290	5.430	5.580
Superávit Comercial	15.048	11.310	9.000	8.797	8.550	8.296	8.016	8.240	8.464	8.688	8.928
Servicios Totales de Deuda en Moneda Extranjera	5.016	3.480	3.150	3.241	5.225	5.368	7.014	20.085	20.102	20.634	20.646
PBI en Millones de USD	418.000	435.000	450.000	463.000	475.000	488.000	501.000	515.000	529.000	543.000	558.000

Fuente: elaboración propia en base a estimaciones del MECON.

Nota: estas proyecciones se presentaron de forma ilustrativa, por lo cual no forman parte de la propuesta definitiva. Sin embargo, sirven como aproximación al marco de sostenibilidad de la deuda que plantea el ministro Guzmán.

Títulos públicos incluidos dentro del canje de deuda en moneda extranjera con legislación local. Stock vigente y vencimientos 2020-23. En millones de dólares.

Bono	Moneda	Cupón actual	Stock Vigente	Vencimientos pre-canje				
				2020	2021	2022	2023	Total 2020-23
PAR USD 2038	USD	3,75%	5.394	101	202	202	202	707
PAR EUR 2038	EUR	3,38%	7.028	119	238	238	238	833
DISCOUNT USD 2033	USD	8,28%	5.565	461	461	461	461	1844
DISCOUNT EUR 2033	EUR	7,82%	6.271	490	490	490	490	1960
Bonos Canje 2005 + Canje 2010			24.258	1.171	1.391	1.391	1.391	5.344
BIRAF 2020	CHF	3,38%	413	427	0	0	0	427
BIRAD 2021	USD	6,88%	4.500	309	4655	0	0	4964
BIRAE 2022	EUR	3,88%	1.357	0	53	1410	0	1463
BIRAD 2022	USD	5,63%	3.250	91	183	3341	0	3615
BIRAD 2023	USD	4,63%	1.750	40	81	81	1790	1992
BIRAE 2023	EUR	3,38%	1.086	0	37	37	1122	1196
BIRAD 2026	USD	7,50%	6.500	488	488	488	488	1952
BIRAE 2027	EUR	5,00%	1.357	0	68	68	68	204
BIRAD 2027	USD	6,88%	3.750	129	258	258	258	903
BIRAD 2028 - ENE	USD	5,88%	4.250	125	250	250	250	875
BIRAE 2028	EUR	5,25%	1.086	0	57	57	57	171
BIRAD 2028 - JUL	USD	6,63%	1.000	33	66	66	66	231
BIRAD 2036	USD	7,13%	1.750	62	125	125	125	437
BIRAD 2046	USD	7,63%	2.750	210	210	210	210	840
BIRAE 2047	EUR	6,25%	814	51	51	51	51	204
BIRAD 2048	USD	6,88%	3.000	103	206	206	206	721
BIRAD 2117	USD	7,13%	2.750	196	196	196	196	784
Bonos 2016 en adelante			41.362	2.264	6.982	6.842	4.886	20.974
Total			65.620	3.435	8.373	8.233	6.277	26.318

Comparación del perfil de vencimientos actual con el teórico post-canje exitoso.

Año	Perfil de vencimientos actual			Escenario de aceptación 100%					
	Intereses	Capital	Total	Intereses	Capital	Total	Ahorro de intereses	Ahorro de Capital	Ahorro Total
2020	3.023	413	3.435	0	0	0	3.023	413	3.435
2021	3.873	4.500	8.373	0	0	0	3.873	4.500	8.373
2022	3.626	4.607	8.233	0	0	0	3.626	4.607	8.233
2023	3.442	2.836	6.277	334	0	334	3.108	2.836	5.943
2024	3.341	1.184	4.525	872	0	872	2.469	1.184	3.652
2025	3.246	1.184	4.430	872	0	872	2.374	1.184	3.557
2026	2.907	7.684	10.590	1.555	2.975	4.530	1.352	4.709	6.060
2027	2.439	6.291	8.730	1.527	2.975	4.502	912	3.316	4.228
2028	2.022	7.519	9.542	1.893	3.379	5.272	129	4.141	4.270
2029	1.767	1.805	3.572	1.863	4.455	6.317	-95	-2.650	-2.745
2030	1.714	2.426	4.140	1.887	5.342	7.229	-173	-2.916	-3.089
2031	1.557	2.426	3.983	1.743	4.824	6.567	-186	-2.398	-2.584
2032	1.401	2.426	3.827	1.553	4.824	6.377	-152	-2.398	-2.551
2033	1.244	2.426	3.670	1.363	4.824	6.187	-119	-2.398	-2.517
2034	1.111	1.242	2.353	1.173	4.824	5.997	-62	-3.582	-3.644
2035	1.049	1.242	2.292	983	4.824	5.807	67	-3.582	-3.515
2036	988	2.992	3.980	793	4.824	5.617	195	-1.832	-1.637
2037	801	1.242	2.044	602	2.367	2.969	199	-1.125	-926
2038	748	1.863	2.611	504	2.367	2.871	244	-504	-260
2039	663	0	663	405	2.367	2.772	258	-2.367	-2.109
2040	663	0	663	306	1.291	1.597	357	-1.291	-934
2041	663	0	663	249	1.291	1.540	414	-1.291	-877
2042	663	0	663	192	1.291	1.483	471	-1.291	-820
2043	663	0	663	134	1.291	1.425	529	-1.291	-762
2044	663	0	663	77	404	480	586	-404	182
2045	663	0	663	58	404	461	605	-404	201
2046	558	2.750	3.308	38	404	442	520	2.346	2.866
2047	453	814	1.267	19	404	423	434	410	844

Prioridad establecida para los bonos viejos en el ingreso al canje.

BONO VIEJO	COD. BYMA	MONEDA	TASA ANUAL	PRIORIDAD
BIRAF 2020	NO	CHF	3,375%	1
BIRAD 2021	AA21	U\$S	6,875%	1
BIRAE 2022	AE22	EURO	3,875%	1
BIRAD 2022	A2E2	U\$S	5,625%	1
BIRAD 2023	A2E3	U\$S	4,625%	1
BIRAE 2023	AE23	EURO	3,375%	1
BIRAD 2026	AA26	U\$S	7,500%	2
BIRAE 2027	AE27	EURO	5,000%	2
BIRAD 2027	A2E7	U\$S	6,875%	2
BIRAD 2028	A2E8	U\$S	5,875%	2
BIRAD 2028	AL28	U\$S	6,625%	2
BIRAE 2028	AE28	EURO	5,250%	2
BIRAD 2036	AL36	U\$S	7,125%	2
BIRAD 2046	AA46	U\$S	7,625%	3
BIRAE 2047	AN47	EURO	6,250%	3
BIRAD 2048	AE48	U\$S	6,876%	3
BIRAD 2117	AC17	U\$S	7,125%	3
PAR U\$S	PARY/PAY0	U\$S	0,04132	2043 o 2047
PAR EURO	PARE/PAE0	EURO	0,0398	2043 o 2047
DISC U\$S	DICY/DIY0	U\$S	0,0828	2039/43/47
DISC EURO	DICE	EURO	0,0782	2039/43/47