

09 de Mayo de 2014

Los tranquilos vencimientos de deuda

El próximo gobierno recibirá en 2015 una macroeconomía compleja y desequilibrada, afrontando los grandes desafíos de reducir la inflación y encontrar un sendero de crecimiento estable que permitan reducir los niveles de desigualdad, pobreza y conflictividad social. Sin embargo, también encontrará un país con gigantescas oportunidades. En esta nota nos referiremos a una de ellas, que es la reducida carga de vencimientos de deuda en moneda extranjera.

Por primera vez en mucho tiempo, los vencimientos de deuda no deberían ser problema para la argentina. Su peso es tan bajo que ni siquiera deberían ocupar un lugar prioritario en la agenda económica. Esto se explica, fundamentalmente, por el crecimiento económico del periodo 2003-2011 (con excepción de la crisis de 2009), la reestructuración de la deuda en 2005 y las amortizaciones de capital -no roleo de deuda- a partir de entonces.

Sin embargo, por las malas decisiones de política económica en el último tiempo, todavía estamos discutiendo si las reservas serán suficientes para pagar el Boden 2015 en un contexto internacional tan rebalsado de liquidez que hasta Grecia consigue fondos al 6% a diez años, increíble pero real.

La deuda en números

Según los últimos datos oficiales -III trimestre de 2013- la deuda pública neta alcanzó los U\$79.324M (excluyendo los compromisos contra el propio sector público). El endeudamiento equivale al 18% del PBI, significativamente menor al 135% y 67% del 2003 y 2005, respectivamente. Considerando solamente la deuda emitida en moneda

extranjera, el stock se reduce al 15% del producto, de los cuales aproximadamente dos tercios son emisiones en dólares y el resto mayoritariamente en euros. Es más, teniendo en cuenta la deuda que tiene como acreedor al sector privado, lo más complejo de refinanciar ya que los vencimientos con organismos multilaterales se renovarían sin complicaciones, el stock se ubica levemente por encima del 9% del PIB.

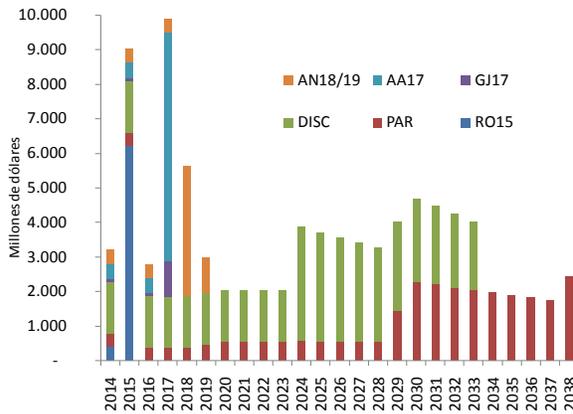
El nivel de la deuda es muy bajo, tanto en términos históricos como en relación a la media mundial. Más manejable aún es el stock medido en valor presente, gracias al extendido perfil de vencimientos logrado en el canje del 2005. La mitad de la deuda vence con posterioridad al 2025.

Lo que hay que pagar, lo que deberíamos refinanciar

Durante las décadas del 80 y 90 pagamos intereses por el equivalente a 2 puntos del producto. Antes del colapso de la convertibilidad la carga se hizo muy pesada, superando los 3 puntos. Aun incluyendo los vencimientos de capital, además de los intereses, las obligaciones son muy digeribles en los próximos años.

En 2014 no hay vencimientos de capital, únicamente intereses por un total de U\$3.194M, un 0,7% del PBI. El 2016 es muy similar, afrontando intereses por U\$2.787M. El 2015 y 2017 lucen más trabajosos, con vencimientos equivalentes al 2% y 2,21% del PBI, respectivamente. En primer turno amortiza el Boden 15, con una emisión de U\$5.818M, que sumado a los intereses de ese año totalizan un monto levemente superior a los U\$9.000M. En el 2017 tocan las amortizaciones del Bonar X por U\$6.398M y del Global 17 por U\$966M. Al considerar los intereses, los vencimientos superan los U\$9.800M. En 2018 vencen U\$5.629, de los cuales U\$3.374M corresponden a la emisión del Bonar 2018. El

2019 es todavía más tranquilo con U\$2.960M, que incluyen la amortización del Bonar 2019 de U\$961M. Vale remarcar que la mayor parte de la emisión de los Bonar 18 y 19 ya están en cartera de la ANSES.

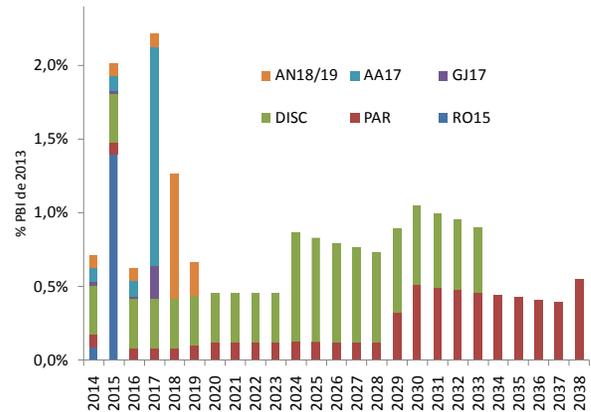


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas e INDEC.

A partir de entonces, el panorama es todavía más despejado. Desde el 2020 hasta el 2038, los compromisos caen a un promedio anual del 0,7% del PBI. Si en lugar del PBI de hoy suponemos que el producto nominal en dólares crecerá al 3,5% anual – tasa últimos 20 años- las obligaciones representarían apenas el 0,4% del PBI. El canje de la deuda en 2005, y su reapertura en 2010, extendieron los plazos dando origen a los bonos Par, Discount, Globales y Cuasipar. Sacando este último del análisis dado que fue emitido sólo en pesos y al ya comentado Global, el país debe afrontar los vencimientos correspondientes a las emisiones del Par y el Discount.

El primero implica un pago anual de intereses de U\$366M en los primeros años, de U\$548M desde 2020 al 2028, y a partir de entonces paga intereses y capital en torno a los U\$2.000M –promedio- hasta el 2038. El 55% de dichos montos son vencimientos en euros, el 44% en dólares y menos del 1% en yenes. El segundo contempla intereses por U\$1.498M hasta el 2023 y luego paga intereses y capital en torno a U\$2.643M – promedio- hasta el 2033. Cerca del 41% son

vencimientos en euros, el 59% en dólares y menos del 1% en yenes. De las obligaciones totales del Par y el Discount en moneda extranjera, casi el 79% corresponden a la reestructuración del 2005 y el resto al canje del 2010.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas e INDEC.

Por último debemos incluir la deuda con el club de Paris (U\$6.204M), los bonos no presentados al canje (U\$11.704M), la reciente emisión para el pago a Repsol (cerca de U\$6.000M) y los pagos remanentes de los cupones PBI, que dependerán de la evolución de la economía y de la imaginación del INDEC para presentar las cifras. Si bien la deuda podría en varios puntos del producto, las conclusiones se mantienen, el nivel de endeudamiento continúa siendo bajo y el perfil de vencimientos muy favorable. Resolver definitivamente el problema de los fondos buitres sería más que bienvenido para cerrar un mal capítulo de nuestra historia.

El paso del tiempo acompañado de ciertas señales de certidumbre y racionalidad deberían acomodar las cosas. ¿Tiene sentido que nuestro país pague una tasa que duplica la de Grecia, un país recientemente rescatado y cuya deuda en moneda que no emite supera el 170% PBI?