

# El valor presente del superávit fiscal y la deuda a reestructurar

Dr. Guillermo López Dumrauf

El Gobierno ha presentado una nueva oferta para la deuda soberana en *default* y los analistas ya han comenzado a realizar estimaciones del porcentaje de quita en términos del valor presente de los nuevos bonos. Algunas aclaraciones son imprescindibles, ya que suele confundirse el concepto de “valor de la deuda” con la posibilidad efectiva de servirla, y no estamos hablando de amortizar el capital: no hace falta hacer muchos cálculos para darse cuenta que la deuda externa es una perpetuidad, más allá de que pueda aliviarse su peso como porcentaje del PBI y hacerse manejable.

Con respecto al valor y el porcentaje de quita, la tiranía de la regla del valor presente neto no asegura una correcta valuación de los nuevos títulos que se entregarían a los acreedores, si no se contempla la capacidad de largo plazo del deudor. ¿Puede la deuda total tener un mayor valor que el valor presente del superávit fiscal si consideramos un horizonte de largo plazo? Si se coincide en que no, el valor de la deuda reestructurada no debería superar el valor presente del flujo de superávit fiscal menos el valor de la deuda no reestructurada, ya que se asegura que esta se seguirá pagando.

El Gobierno se ha mantenido inflexible en el compromiso de un superávit del 3% del PBI para servir ambas deudas. Ejercitando el optimismo, si suponemos un PBI de 435.000 millones de pesos a fin de 2004, a un tipo de cambio de 2,9 pesos por dólar implicaría superávit fiscal de 4.500 millones de dólares.

En la infografía puede apreciarse el valor presente del superávit fiscal calculado a *perpetuidad* para diferentes tasas de crecimiento del PBI y diferentes tasas de descuento.

Tasa descuento/crecim PBI	2%	3%	4%
12%	45.000	50.000	56.250
11%	50.000	56.250	64.286
10%	56.250	64.286	75.000
9%	64.286	75.000	90.000
8%	75.000	90.000	112.500
7%	90.000	112.500	150.000
6%	112.500	150.000	225.000

Aún cuando puedan computarse otros factores que podrían incrementar el valor presente en dólares (recuperación de la actividad económica con caída del tipo de

cambio real a 1,40 al final de la década) éstos no elevarían el valor presente del superávit fiscal por encima de los U\$S 83.000/84.000 millones al 10% de descuento (es de esperar que la tasa de descuento de los nuevos bonos se ubique por encima de la exigida a la deuda *performing*, debido a su mayor *duration*).

Aún suponiendo una evolución favorable del PBI y del tipo de cambio real - variables clave para la valoración de la deuda - el valor presente del superávit fiscal considerando un flujo a perpetuidad apenas superaría los 83.000 millones. Esto representa el valor del "pastel" que se divide entre el valor de la deuda *performing* y el valor de la deuda a reestructurar. Si tomamos como referencia la paridad de los Boden entonces la deuda *performing* absorbería 53 mil millones del valor del pastel, dejando unos 30 mil millones para el valor de la deuda a reestructurar (una quita de 70%), en un escenario muy optimista. Siendo menos optimistas, se requeriría un superávit primario más alto para soportar la misma quita.

El aspecto del valor de la deuda hace a la posibilidad de una negociación exitosa. La clave, más que incrementar el superávit primario, es buscar la forma de reducir el riesgo intrínseco del flujo de fondos destinado a servir la deuda, ya que el valor presente es muy sensible a la variación en la tasa de descuento. Es posible pensar en constituir fondos de amortización (*sinking funds*) o atar el pago de alguna manera a las exportaciones. Esto permitiría reducir la tasa de rendimiento exigida a los nuevos bonos reduciendo la quita en valor presente y facilitaría la negociación.

El otro aspecto y no menos importante es la posibilidad de pagar la deuda en el tiempo, que hace a un ejercicio de "matching" entre los servicios de la deuda y la corriente del superávit fiscal. Que el valor presente del superávit fiscal sea menor al valor facial de la deuda no significa que esta no pueda servirse. El servicio de la deuda (los cupones de interés y amortización de capital) es algo que viene definido por contrato. El "valor" de la deuda viene definido por la tasa de rendimiento que exigen los bonistas para una corriente de efectivo riesgosa. La clave para hacer sustentable la deuda, es que la corriente del superávit fiscal sea un *capital equivalente* al valor facial de la deuda que finalmente se renegocie, descontados a la misma tasa de interés. Si dos capitales no son equivalentes en un momento, no lo son nunca, y más tarde o más temprano se produce el quiebre en el flujo de fondos. Las tasas de interés internacionales todavía bajas son una oportunidad que debe aprovecharse sin dilaciones, ya que esto define la masa de dinero del servicio de la deuda.