



OBSERVATORIO DE LA DEUDA: BALANCE 2018

Enero 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

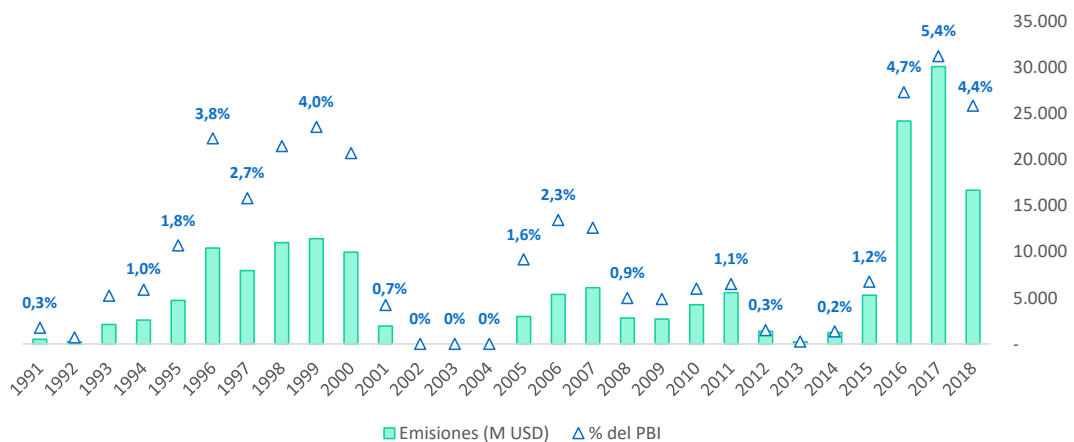
Los primeros coletazos de un endeudamiento que va a ser el principal condicionante de los próximos años

La crisis económica autoinfligida más severa desde el 2001, puso en evidencia las consecuencias del abultado y vertiginoso endeudamiento llevado a cabo durante los primeros años de la gestión de Cambiemos. Más grave aún, esto fue solo una primera manifestación del problema, asociada a una falta de liquidez, mientras que todavía queda lidiar con la cuestión de la (in)solvencia.

Para entender cómo se gestó en tan poco tiempo, basta con poner en contexto histórico las emisiones de bonos en moneda extranjera. **En tan solo tres años, Cambiemos emitió más deuda que en toda la década que duró la Convertibilidad y casi el doble que en los últimos 10 años del kirchnerismo (USD 71.000, 63.000 y 38.000 millones, respectivamente).**

La “lluvia” de dólares al final provino de la deuda

Emisiones de bonos denominados en moneda extranjera (en millones de dólares y como % de las exportaciones)



Fuente: Observatorio de la deuda (ITE)

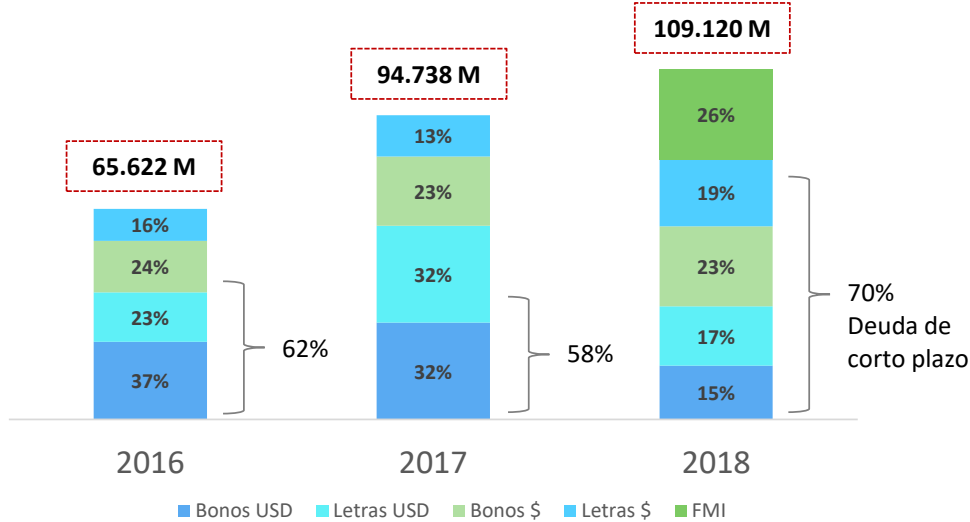
Puntualmente en 2018, Cambiemos emitió USD 16.700 millones en bonos denominados en moneda extranjera y USD 24.908 millones en moneda local, sumados a Letras del Tesoro en moneda extranjera por USD 18.504 millones y USD 20.998 millones en moneda local.

Como se puede observar del gráfico, **las emisiones de bonos y letras en moneda extranjera, que venían mostrando una participación por encima del 60% del total en los dos años anteriores, sufrieron una**

notable contracción hasta ubicarse en torno al 32%, debido a la caída en la demanda tanto de residentes locales como extranjeros por este tipo de activos.

Emisiones crecientes con plazos cada vez más cortos

Emisiones del Sector Público Nacional (SPN), por tipo y plazo



Fuente: Observatorio de la deuda (ITE)

Frente a las crecientes necesidades en dicha moneda (USD 35.100 millones en amortizaciones, más del doble que las observadas durante 2016), el gobierno optó por volver al Fondo Monetario Internacional.

Luego de cerrar un primer acuerdo que tuvo que ser revisado a los pocos meses por resultar insuficiente, el FMI terminó prestando unos USD 28.000 millones. Así, **las emisiones de 2018 fueron en total de USD 109.110 millones, mostrando una dinámica creciente difícil de sostener.**

Un punto importante a destacar es que la decisión del gobierno de recurrir al FMI no parece haber sido solo por el cierre de los mercados financieros, sino porque su (menor) capacidad de colocar deuda no era suficiente para financiar los crecientes vencimientos que, paradójicamente, eran fruto de su propia gestión.

La diferencia puede parecer sutil, pero no lo es, dado que de ella depende la raíz del problema. La magnitud de los vencimientos acumulados alcanzó un nivel que disparó la desconfianza del mercado sobre la trayectoria fiscal/externa que llevaba el país. Esto es, **más allá de los cambios en el humor global, la crisis tuvo su origen en la inconsistencia macro de las políticas del gobierno.**

La clara tendencia creciente de las necesidades que se observó en estos años no solo obedece a un mayor nivel de endeudamiento sino a la **concentración cada vez más elevada de emisiones de corto plazo (vencimiento hasta cinco años)**, llegando a una preocupante participación del 70% en 2018 -ver gráfico anterior.

Para que se entienda mejor: **esto significa que la deuda contraída en solo un año se tradujo en necesidades de financiamiento por USD 76.100 millones que deberán ser afrontadas por Cambiemos durante su último año de mandato, pero principalmente por la próxima gestión entre 2020 y 2023** (ver más adelante).

Las LETES y la crisis cambiaria

Uno de los instrumentos que decidió utilizar el gobierno para su gestión financiera fue la emisión de Letras del Tesoro en moneda extranjera (LETES). **A partir de mediados de 2016, el stock de LETES creció vigorosamente hasta alcanzar un máximo de USD 17.800 millones en febrero de 2018**, pero a partir de allí se observa una caída de la demanda que se profundiza en abril.

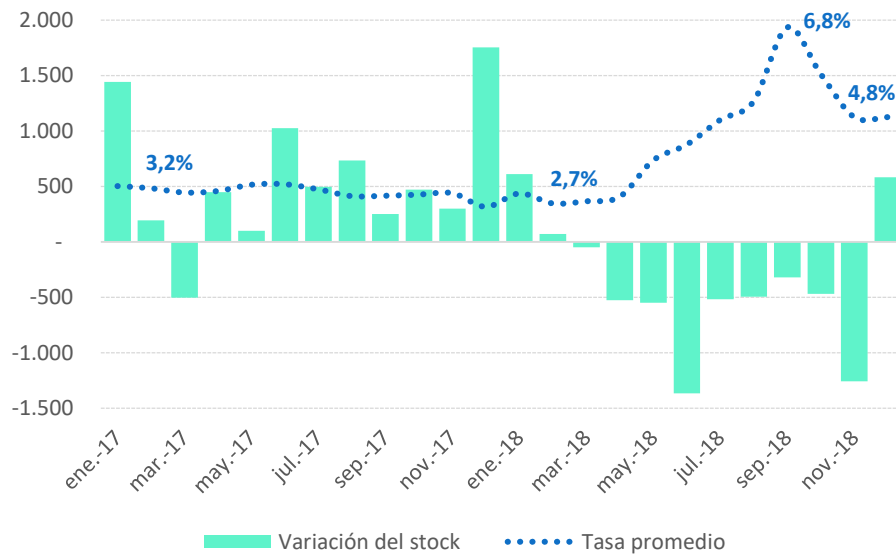
En ese mismo mes, según los datos del Balance Cambiario del Banco Central, se observa que la salida de capitales de portafolio se profundiza (y antecede a la FAE, que se acelera en mayo). **El desprendimiento de las LETES por parte de los inversores¹ se tradujo en pérdidas de reservas del BCRA, lo cual despertó la alarma del mercado**, generando un foco de tensión adicional en los meses subsiguientes.

Una vez materializada la suba del tipo de cambio, continuó la caída en la demanda de LETES, lo que obligó al gobierno a tener que convalidar tasas cada vez más altas para hacer el *roll over* de al menos una parte de las letras, llegando a pagar tasas del 7% en dólares en septiembre, momento del pico de la segunda devaluación.

¹ En la presentación del programa financiero realizada por la Sec. de Finanzas en octubre de 2018, se observa una drástica reducción en la participación de las LETES en manos de los no residentes, pasando desde un 46% del total en enero hasta un 20% en octubre.

La dinámica de las LETES, en sintonía con la corrida

Variación del stock de las LETES y tasa promedio de licitación



Fuente: Observatorio de la deuda (ITE)

En el marco del acuerdo con el FMI, se redujo el stock de LETES en manos del S. Privado (USD 9.700 millones en diciembre vs USD 17.100 millones a principio de año), en particular, aquellas en poder de no residentes, siendo reemplazadas en tanto fuente de financiamiento por las LECAP (que son en moneda local).

No resulta muy difícil de entender por qué esto fue así. Las LETES son un instrumento que combinaba, en la actual coyuntura, varios riesgos desde el punto de vista del acreedor: son de corto plazo (lo que hace que se concentren grandes vencimientos que deben ser renovados constantemente), se pagan en moneda extranjera y, además, permitían la suscripción en pesos y a no residentes.

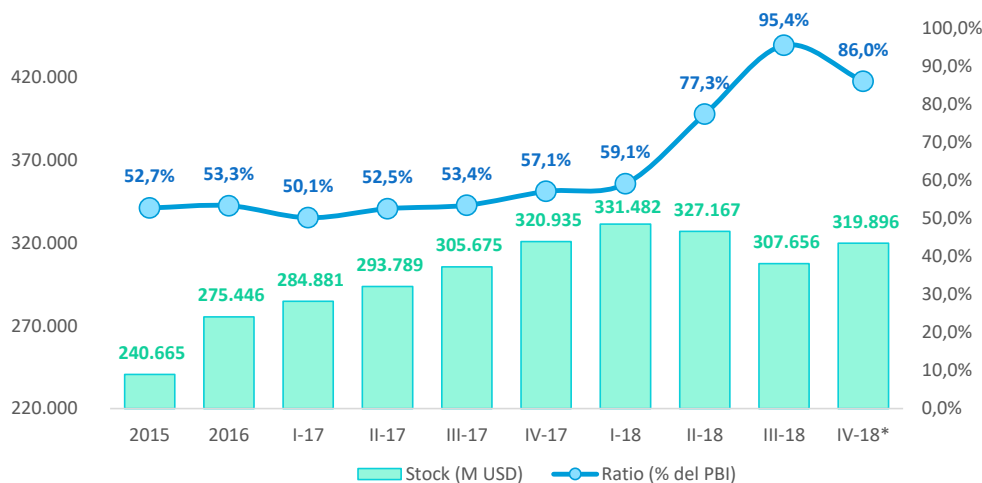
Cachi-Chen

El (doble) salto cambiario le puso fin a la estabilidad del ratio de la deuda observada durante 2016 y 2017. Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, dicha estabilidad convivió con un aumento del stock de deuda, mientras que el salto del ratio, que alcanzó un pico del 95,4% en el tercer trimestre, se dio en simultáneo con una reducción de la misma. La estabilización del tipo de cambio nominal durante el último trimestre del

año (con su consecuente apreciación en términos reales) llevaron a que el ratio finalice en el 86% del PBI para 2018.

El salto del ratio

Evolución del stock (M USD) y del ratio de la deuda (% del PBI)



Fuente: Observatorio de la deuda (ITE) y Sec. Finanzas

A principios del 2017, publicamos [este trabajo](#) en donde mostramos que esta dinámica aparentemente contradictoria en realidad es bastante común y también se observó en los dos episodios anteriores de fuerte endeudamiento (la Convertibilidad y la Dictadura de 1976).

La explicación radica en que el ingreso masivo de deuda en dólares aprecia el tipo de cambio nominal y eso lleva al incremento del PBI (medido en esa moneda), que mantiene estable el ratio y al mismo tiempo brinda una falsa sensación de sostenibilidad que estira el proceso de endeudamiento. Es más, a partir de esas experiencias, alertamos sobre la posibilidad de un salto en el ratio debido a la devaluación del tipo de cambio.

Otro dato a destacar es que, a partir de nuestra estimación de la deuda, **el stock para fines de 2018 se ubicaría prácticamente en el mismo nivel que en 2017 (USD 319.896 millones), aunque con una participación de la deuda en moneda extranjera casi 10 p.p. mayor (que pasaría de 68,5% en 2017 a 77,5% para fines de 2018)**. La explicación también se encuentra vinculada con la metodología que se utiliza para su medición: la devaluación del tipo de cambio licúa la deuda en pesos, reduciendo su participación sobre el total, mientras que deja inalterada a la deuda en dólares.

Hablemos de herencias

Desde el inicio de su gestión, Cambiemos repitió una y otra vez que la raíz de todos los problemas económicos era la “pesada herencia” que dejó el kirchnerismo: una economía estancada, con un cepo cambiario, elevada inflación y déficit fiscal. Finalizados tres de sus cuatro años de gestión, los resultados están a la vista: el PBI es menor al de 2015, la inflación es más alta y el déficit fiscal no bajó (precisamente, por el pago de los intereses de la deuda contraída en estos tres años).

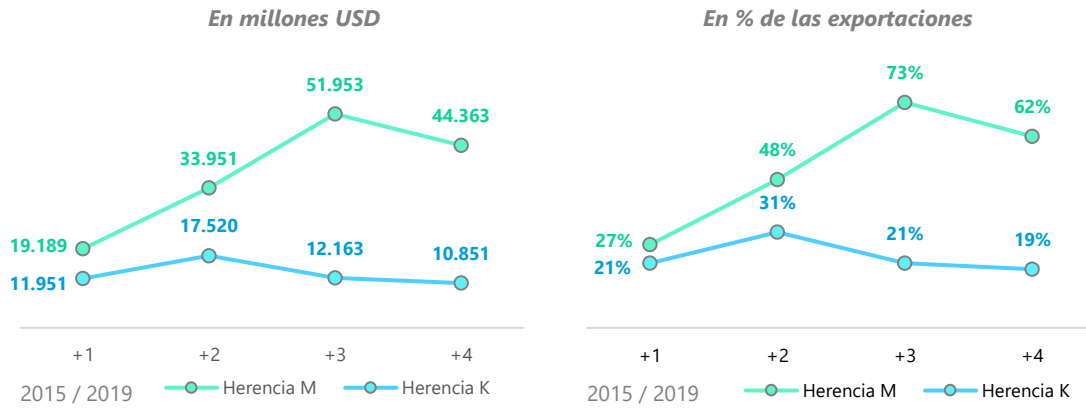
Por si fuera poco, **Cambiemos logró peores resultados económicos a pesar de haberse endeudado por niveles récord. Así, la herencia macrista no solo deja una economía sumamente deteriorada sino además una abultada deuda que va a comprometer seriamente los recursos y el crecimiento del país.**

Como se desprende del gráfico a continuación, al momento de asumir Cambiemos tenía que hacer frente a vencimientos de capital e intereses en moneda extranjera por un total de USD 52.500 millones a lo largo de sus cuatro años de mandato, con un máximo de USD 17.520 millones en el segundo año (es decir, en 2017). Por otro lado, si comparamos eso con el nivel de las exportaciones de 2015 (como muestra aproximada de la capacidad de pago en esa moneda), se observa que representan el 20% salvo en 2017 donde llega al 30%².

² Para el cálculo de los vencimientos 2016-2019 se tomaron los datos oficiales al 31/12/2015 (incluye la deuda con los *holdouts*). Para el cálculo de los vencimientos 2020-2023 se tomaron los datos oficiales al 30/9/2018 y se asumió que durante 2019 el gobierno no realiza emisiones de deuda en moneda extranjera (salvo el préstamo del FMI), tal como se desprende del programa financiero. Para las exportaciones de 2015 se tomó el dato del ICA, mientras que para las de 2019 se proyectó sobre esa misma base un aumento del 16%, tal como figura en el Presupuesto. También se podrían utilizar las reservas del BCRA como aproximación a la capacidad de pago (lo que mejoraría el panorama 2020-2023), aunque no hay estimaciones oficiales para 2019 y dicha variable no representa un flujo sino un stock.

La pesada herencia M

Vencimientos de capital e intereses en moneda extranjera dejados por cada gestión (en millones de USD y en % de las exportaciones)



Fuente: Observatorio de la deuda (ITE)

El panorama cambia radicalmente para el gobierno que asuma en 2019: deberá enfrentar el triple de vencimientos, por un total de USD 149.000 millones (un tercio solo se debe al pago del préstamo del FMI). **En un solo año, el 2022, la próxima gestión deberá pagar lo mismo que heredó Cambiemos para sus cuatro años de mandato (USD 52.000 millones).** Al analizarlo en relación a las exportaciones, la situación no cambia, a pesar del dudoso optimismo del gobierno en su proyección de exportaciones para 2019 (al respecto, ver [acá](#)).