

ESTUDIO 3.

La pesada herencia M: la deuda del gobierno nacional.

Introducción

Desde fines de 2011, la economía argentina se enfrenta a un período de estancamiento en términos de la actividad económica y a una caída continua en los ingresos por habitante, especialmente desde fines de 2015. A esta situación, se sumó el problema de la deuda pública en tan solo tres años y medio, en un contexto de fuerte apertura comercial y financiera. A partir del segundo semestre de 2018, las tensiones y contradicciones contenidas en el modelo de Cambiemos se pusieron de manifiesto dando lugar al episodio de inestabilidad financiera más pronunciado de los últimos años.

En líneas generales, en la lectura que realiza el gobierno de Cambiemos las inconsistencias fiscales son las principales causantes de los problemas por los que atraviesa la economía argentina. Cuando la capacidad del estado para hacer frente al pago de sus deudas entra en cuestionamiento, el financiamiento se detiene y el gasto privado se contrae. La forma de “solucionar” este problema para la gestión de Macri fue recurrir al FMI. De esta forma, se adicionó al endeudamiento externo de Argentina una suma de 57 mil millones de dólares, en el marco de un programa de ajuste en las cuentas públicas. En el modelo económico del gobierno, ordenar las cuentas fiscales elimina un factor clave de incertidumbre, lo que posibilita la recuperación del gasto privado como consecuencia de una mejora en las expectativas de los agentes. No obstante, en la memoria colectiva de los/as argentino/as respecto a las intervenciones del Fondo en la política económica del país, parece no validar esta narrativa del plan de ajuste.

En los tres años y medio de gestión, Cambiemos utilizó el endeudamiento como principal fuente de financiamiento. Lo que más creció fue la deuda externa, a un ritmo sin precedentes en la historia económica argentina (Informe IEFE, 2017), al pasar de 170 mil millones en diciembre de 2015 a 280 mil millones en mayo de 2019. La situación se agrava cuando se observa el perfil de vencimientos de esta deuda, que se concentra cada vez más en el corto plazo.

El mes de mayo cerró con un stock de deuda bruta del gobierno central de 328 mil millones de dólares. Los intereses a pagar que se estimaba serían para 2019 de 750 mil millones de pesos, se incrementan por la toma de nueva deuda y por el incremento de las tasas de interés y el acortamiento de plazos que obliga a reestructuraciones más frecuentes (ITE, 2019). El crecimiento de la deuda se observó en todos los ámbitos y niveles del estado (nación, provincias, empresas del estado, etc.) y se hizo sin demostración de la capacidad de repago, es decir, por medio de operaciones financieramente irresponsables por parte del gobierno con la complicidad de los acreedores que prestaron a Argentina a conciencia de que el país no podría cumplir con las obligaciones. Esta nota pretende dar cuenta de esta situación.

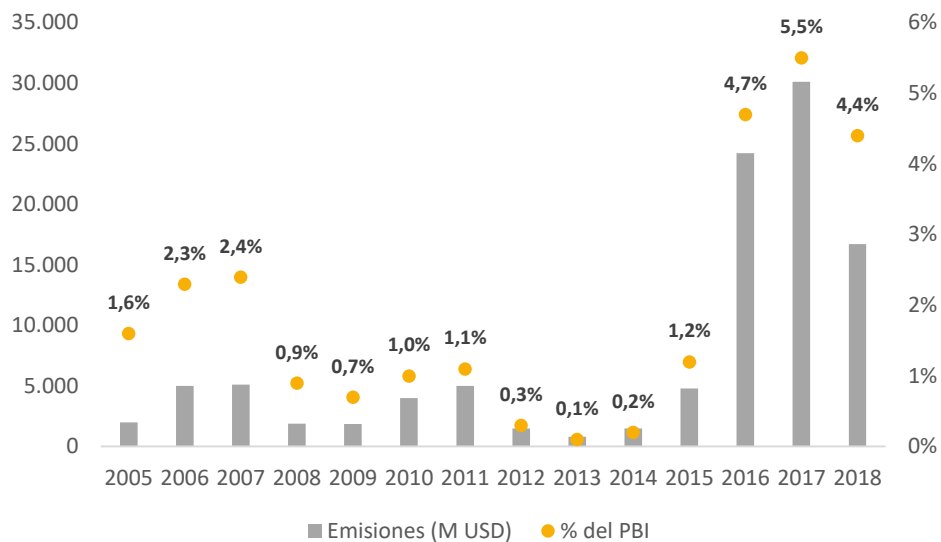
La deuda pública en el gobierno de Cambiemos

La gestión de Cambiemos intentó “resolver” las problemáticas externas, estructurales en la economía argentina, a través del endeudamiento externo, tal como ocurrió durante el ciclo neoliberal en argentina (Informe IEFE, 2017). Una vez iniciada su gestión, comenzaron las negociaciones con los *holdouts* con el objetivo de acceder al crédito internacional, interrumpido por la situación de cese parcial de pagos del país. Así, se acordó un pago cercano a la totalidad de lo reclamado por los acreedores y Argentina emitió 16,5 mil millones de dólares en bonos soberanos. En marzo de 2016, 9,3 mil millones de esos bonos emitidos fueron utilizados para cumplir con las demandas de los acreedores (Basualdo et al., 2017).

Esta emisión de bonos destinada en mayor medida a cancelar la deuda con los acreedores externos en conflicto, significó el punto de partida para de un proceso de endeudamiento público sin precedentes en la historia económica argentina. En tan solo tres años de gestión, Cambiemos emitió casi el doble de deuda que en los últimos 10 años del kirchnerismo (71 y 38 mil millones de dólares, respectivamente). En 2018 el gobierno nacional emitió 16.700 millones de dólares en bonos denominados en moneda extranjera y 24.908 millones de dólares en moneda local. En letras del Tesoro, emitió 18.504 millones de dólares en moneda extranjera y 20.998 de dólares millones en moneda local. En el gráfico 1, se observan las emisiones de bonos en moneda extranjera: en 2016 y 2017, explicaban más de un 60% del total de las emisiones de

deuda, pero en 2018, alcanzan el 32%, contracción que se explica por la caída en la demanda tanto de residentes locales como extranjeros por este tipo de activos.

Gráfico 2. Emisiones de bonos denominados en moneda extranjera (en millones de dólares y como % del PBI)

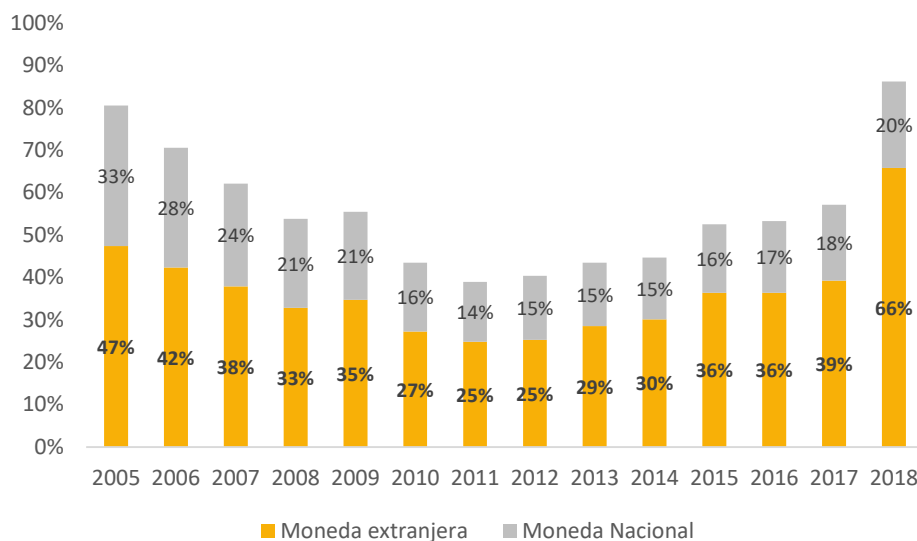


Fuente: elaboración con base en Secretaría de Finanzas.

En el gráfico 2 puede observarse la evolución de la deuda bruta como porcentaje del PBI. Si bien entre 2016 y 2017 parecía mantenerse relativamente estable (producto de la apreciación del tipo de cambio) el doble salto cambiario ocurrido en 2018 puso fin a tal estabilidad. Si bien el ratio deuda/PBI alcanzó un pico del 94,5% en el tercer trimestre de 2018, la estabilización del tipo de cambio nominal durante el último trimestre de ese mismo año (con su consecuente apreciación en términos reales) llevaron a que finalice en el 86% del PBI.

El gráfico 2 también refleja la marcada dependencia del sistema de la deuda pública en su estructura institucional: más del 75% de la deuda bruta de la administración central se encuentra denominada en moneda extranjera y la cifra equivale al 66% del PBI, esto es, 30 puntos porcentuales más que el valor alcanzado en 2015.

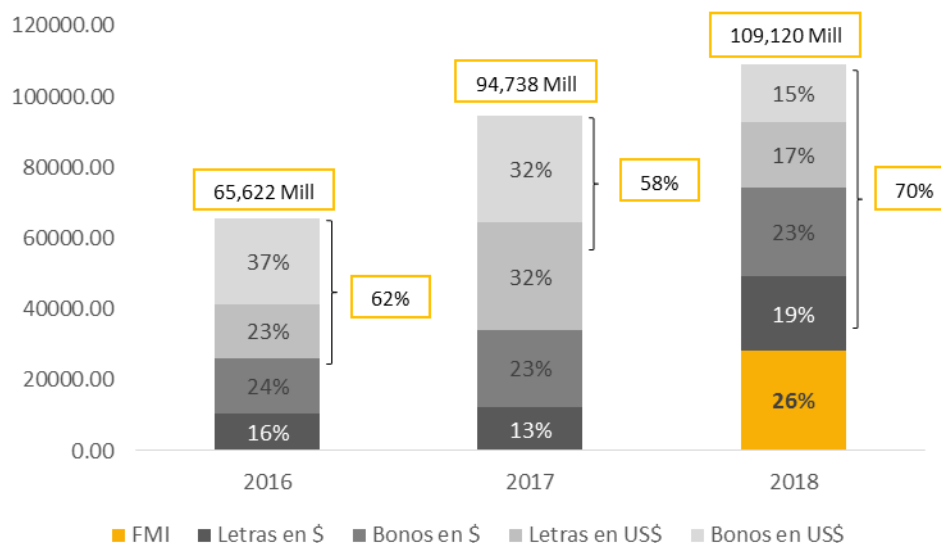
Gráfico 3. Deuda bruta de la administración central como porcentaje del PBI. Composición moneda nacional y extranjera.



Fuente: elaboración con base en Secretaría de Finanzas.

Esta situación empeora con el perfil de vencimientos que es crítico, dado que en 2018 un 70% de la deuda del gobierno central era de corto plazo (vencimiento hasta 5 años). Frente a la necesidad de moneda extranjera, el gobierno macrista recurrió al FMI; no solo por el cierre de los mercados financieros, sino porque la reducida capacidad de colocar deuda no era suficiente para financiar los vencimientos (cada vez más cortos y crecientes). La magnitud de los vencimientos acumulados fue tal, que la confianza del mercado sobre la trayectoria fiscal/externa del país se desplomó. La creciente necesidad de financiamiento se explica no solamente por el mayor nivel de endeudamiento, que en 2018 alcanzó 86% del PBI, sino también por la concentración de emisiones de corto plazo. Esto significa que la deuda contraída en solo un año se tradujo en necesidades de financiamiento por 76,1 mil millones de dólares que deberán ser afrontadas entre 2019 y 2023.

Gráfico 3. Emisiones del sector público por tipo. Los porcentajes indican deuda de corto plazo.



Fuente: elaboración con base en Secretaría de Finanzas.

El acuerdo con el FMI

Del análisis de la situación financiera actual de la Argentina, no puede dejarse de lado el acuerdo del gobierno de Macri con el FMI. En poco más de tres años, la gestión de Macri firmó dos acuerdos con el FMI y los acontecimientos recientes sugieren que la problemática historia del país con el Fondo podría repetirse.

El gobierno acude al Fondo en junio de 2018, con déficit fiscal y de cuenta corriente equivalentes al 11% del PBI. Como mencionamos anteriormente, esta situación generó desconfianza en los inversores de bonos argentinos y el gobierno de Macri acudió al FMI. Con el fuerte respaldo de los Estados Unidos, el FMI otorgó un préstamo de 50 mil millones de dólares para los próximos tres años. El gobierno fingió que la solicitud del préstamo fue por motivos precautorios y que mantendría el dinero con el fin de tranquilizar a los inversores privados. No obstante, al poco tiempo el presidente admitió requerir una suma mayor: se acordaron 7 mil millones de dólares adicionales, llevando a una cifra de 57 mil millones de dólares.

Manzanelli y Castells (2018) presentaron un detallado análisis del CR, poniendo en perspectiva el monto global del acuerdo y la magnitud del ajuste propuesto por el Fondo. Se trata del mayor préstamo otorgado por el FMI a un país. El 15 de abril, se transfirió una cuota de \$ 9.6 mil millones, que el gobierno de Macri utilizará para comprar pesos argentinos en lugar de

acumular reservar internacionales o comprar deuda. De esta manera, al cargar anticipadamente el apoyo financiero del FMI en el actual mandato, Macri concentró las futuras obligaciones de reembolso del país con el organismo internacional. Y como tal organismo es acreedor preferencial, será el primer acreedor en ser reembolsado. Esta situación inquieta aún más a los inversores privados (y dispara la prima de riesgo de Argentina): si después de 2020 Argentina no cuenta con la suficiente cantidad de dólares para cumplir con todos los acreedores, los inversionistas privados podrían verse obligados a reestructurar con pérdidas.

El argumento del gobierno es que el Tesoro tiene la necesidad de vender los 9.6 mil millones de dólares en el mercado interno para poder afrontar los gastos presupuestarios (denominados en pesos) y, por inusual que esto parezca, el FMI está de acuerdo. Sin embargo, el argumento no tiene mucho sentido cuando se observa el resultado fiscal primario que, en virtud del acuerdo con el FMI, el gobierno se comprometió a administrar sin déficit. Por lo tanto, no existe la necesidad presupuestaria de utilizar los dólares del préstamo para comprar pesos. Lo más probable es que se utilicen con el objetivo de mantener “estable” el tipo de cambio hasta las elecciones de este año, aumentando las chances de reelección de Macri.

Con esto, el gobierno de Macri con la complicidad del FMI, condiciona significativamente a la próxima administración, ya que los dólares que venden hoy para “estabilizar” el tipo de cambio serán necesarios para atender los pagos de capital e intereses que vencen en 2020. Tener 9,6 mil millones de dólares en lugar del equivalente en pesos depreciados, pondría al próximo gobierno en una situación más cómoda en el caso de una renegociación del acuerdo con el FMI (lo cual parece ser inevitable). Finalmente, cuanto mayor sea la deuda de Argentina con un acreedor privilegiado como el FMI, más difícil será convencer a los inversionistas privados (“no privilegiados”), de reinvertir y continuar financiando al país en 2020 y en adelante.

Comentarios finales: la herencia M en forma de deuda

Desde el inicio de su gestión, el discurso de Cambiemos apuntó a instalar que la raíz de todos los problemas económicos era la pesada herencia que dejaron los gobiernos kirchneristas. Sin embargo, poco más de tres años después es difícil que el discurso sea creíble. El PBI en 2018 es menor a 2015, la inflación se aceleró significativamente en relación a ese mismo año y el déficit fiscal computando intereses de la deuda no se redujo en absoluto. A estos resultados poco alentadores, se suma el endeudamiento récord: la gestión de Macri deja una abundante deuda que va a condicionar significativamente el desempeño económico y financiero del país.

Al momento de asumir, los vencimientos de capital e intereses por deuda en moneda extranjera a los que tenía que hacer frente el macrismo a lo largo de sus 4 años de mandato eran de un total de 52,5 mil millones de dólares, con un máximo de 17,5 mil millones en 2017. Para dar una idea de la capacidad de pago, los pagos anuales representaban en promedio el 20% de las exportaciones (30% en 2017).

El panorama cambia radicalmente para el gobierno que asuma en 2019, ya que deberá afrontar el triple de vencimientos. En los próximos cuatro años, correspondientes a la nueva gestión, se deberán pagar capital e intereses por un total de 149 mil millones de dólares, de los cuales un tercio solo se debe al pago del préstamo del Fondo. En un solo año, el 2022, la próxima gestión deberá pagar 52 mil millones de dólares, es decir, lo mismo que heredó Cambiemos para sus cuatro años de mandato.

Referencias

Banco Central de la República Argentina (2019). Informe mensual de política monetaria.

Basualdo, E. (ed.) (2017). Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri. Buenos Aires: Siglo XXI editores.

Informe IEFE (2017). Un remedio peor que la enfermedad. La “solución” de la restricción a través del endeudamiento público . Informe IEFE nro. 180, estudio 1.

ITE (2018). Observatorio de la deuda pública. Instituto de Trabajo y Economía, Fundación Germán Abdala.

ITE (2019). Observatorio de la deuda pública, informe Abril 2019. Instituto de Trabajo y Economía, Fundación Germán Abdala.

Manzanelli, P. y Castells, J. (2018). Análisis del Acuerdo de la Alianza Cambiemos con el FMI. Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA-CTA), Julio.

Secretaría de Finanzas (2019). Informe trimestral de deuda pública, I trimestre de 2019. Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Nación.

Torres, H. (2019). The IMF Is Fueling an Argentine Crisis – Again. En Project Syndicate, abril de 2019.