

**ESTUDIO 3.**

# La sostenibilidad de la deuda pública

## 1. Introducción

A principios del año 2020, Argentina se encontraba en un escenario complejo, marcado por una crisis de balanza de pagos a causa del sobreendeudamiento público, especialmente en moneda extranjera, iniciado cuatro años antes. Prácticamente, la deuda pública alcanzaba niveles insostenibles. Se había perdido el acceso a financiamiento en mercados internacionales, el Fondo Monetario Internacional había suspendido el último desembolso del acuerdo con el gobierno de Macri y el mercado local se hallaba básicamente cerrado desde agosto de 2019.

En un contexto de inestabilidad macroeconómica y enfrentando las nuevas dificultades económicas, sociales y políticas generadas por la crisis del COVID-19, Argentina decidió avanzar en un proceso de reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera y en la normalización del acceso a financiamiento local en pesos. Así, el objetivo del gobierno fue recuperar la sostenibilidad de la deuda pública, mejorar el perfil de vencimientos de corto plazo y recuperar la estabilidad financiera y cambiaria. No obstante, la crisis sanitaria producto del COVID-19 derivó en una crisis económica y social sin precedentes. En Argentina, se incrementó la inestabilidad y se condicionaron las negociaciones en torno a la reestructuración de la deuda pública.

Con la situación de la pandemia algo más contenida y en medio del debate por las elecciones de medio término, la problemática del endeudamiento público tomó especial relevancia. Desde la oposición intentaron defender en varias oportunidades la política de endeudamiento seguida entre los años 2016 y 2019, sosteniendo que el gobierno actual se estaría endeudando más (o más rápido aún) que el anterior. No obstante, es importante

tener en cuenta no solo el tamaño de la deuda sino también sus plazos y el tipo de endeudamiento que se contrae. En este sentido, cabe recordar las características del último proceso de sobreendeudamiento que tuvo lugar en Argentina entre 2016 y 2019 y cómo ha encarado el gobierno actual la reestructuración de dicha deuda.

La problemática del endeudamiento público en nuestro país ha sido trabajada en distintas notas del Informe IEFE. Esta nota se propone analizar la situación de la deuda pública en la Argentina haciendo un repaso por el proceso que permitió que se llegue al estado actual. En primer lugar se describe el proceso de sobreendeudamiento público reciente. Luego, se aborda el proceso de reestructuración de deuda que emprendió el gobierno argentino en 2020 y qué sucedió en 2021, considerando los condicionamientos que impuso la pandemia por COVID-19. Finalmente, se presentan algunas reflexiones.

## 2. El último ciclo de sobreendeudamiento en Argentina

El escenario de la economía argentina a fines de 2019 era complejo. En 2016 había comenzado un brusco cambio de rumbo marcado por la apertura a flujos financieros internacionales, la eliminación de controles cambiarios y el retorno a los mercados voluntarios de crédito que abrió una nueva etapa de sobreendeudamiento público. En otras palabras, se puso en marcha un esquema macroeconómico que contribuyó al aumento de la vulnerabilidad externa y la exposición del país a las fluctuaciones de la economía mundial (Beltrani, 2019).

En este contexto, ingresaron al país flujos de capital dirigidos a acciones, letras y títulos públicos, que contribuyeron al *boom* financiero y al incremento del precio de los activos locales. El sector público emitió deuda en los mercados internacionales y locales, lo que permitió la acumulación acelerada de pasivos, mayormente nominados en moneda extranjera. Paralelamente, el BCRA emitió una serie de instrumentos, Lebac y Leliqs, que ofrecieron altos rendimientos en pesos y alentaron una fuerte demanda por parte del sector privado (BCRA, 2020). En junio de 2018, el gobierno de Mauricio Macri recurrió a un programa de asistencia del FMI: el país accedió a un financiamiento de 57 mil millones de dólares<sup>1</sup> por un plazo de 3 años para lo que se comprometió a un conjunto de metas/objetivos que serían monitoreados trimestralmente por el FMI. Con este acuerdo, Argentina pasó a ser el principal deudor del organismo.

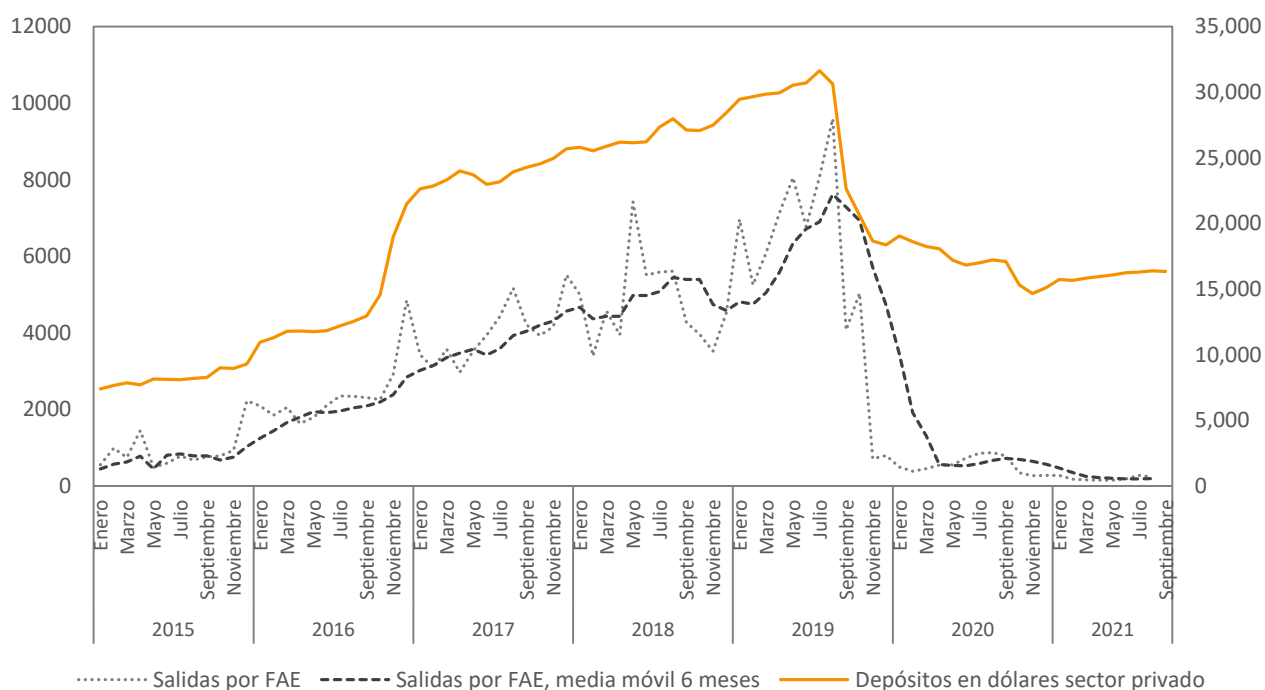
Como era de esperarse, los indicadores de vulnerabilidad empeoraron y el riesgo cambiario y soberano creció. La fuga de capitales (aproximada por la salida de activos externos)

---

<sup>1</sup> Argentina finalmente recibió solo 45.000 millones de dólares entre junio de 2018 y julio de 2019, fecha del último desembolso.

conjuntamente con el retiro de depósitos en dólares de los bancos (ver Gráfico 1), provocaron una importante caída en las reservas, una nueva devaluación, el crecimiento de las tasas de interés y el deterioro del valor de los activos financieros locales. A fines de agosto, continuar refinanciando la deuda en el mercado financiero local ya no era una posibilidad, por lo que se dispuso un nuevo perfil de vencimientos de títulos públicos en moneda extranjera y local de corto plazo, conocido localmente como “reperfilamiento”. Este virtual default profundizó los desequilibrios macroeconómicos en la medida en que cerró definitivamente el acceso al mercado local, alimentó una mayor inestabilidad y contribuyó a una mayor pérdida de reservas.

**Gráfico 1. Formación de Activos Externos y depósitos en dólares del sector privado, en millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia con base en BCRA

Entre los meses de agosto y octubre de 2019, Argentina se encontró en un contexto marcado por una importante aceleración en la salida de capitales, estrés económico y sin posibilidad de sostenerse con endeudamiento. Ante esto, se recompusieron los controles en el mercado de cambios, lo que permitió momentáneamente poner un freno a la pérdida de reservas. No obstante, las presiones sobre el tipo de cambio oficial se trasladaron hacia los dólares financieros incrementando la brecha cambiaria. De esta manera, el último año de gobierno de Cambiemos cerró en una importante crisis macroeconómica, cargando dos años consecutivos de recesión y deterioro de los indicadores sociales y del mercado de trabajo. Asimismo, la deuda pública alcanzó niveles insostenibles y con un perfil de vencimientos de capital e

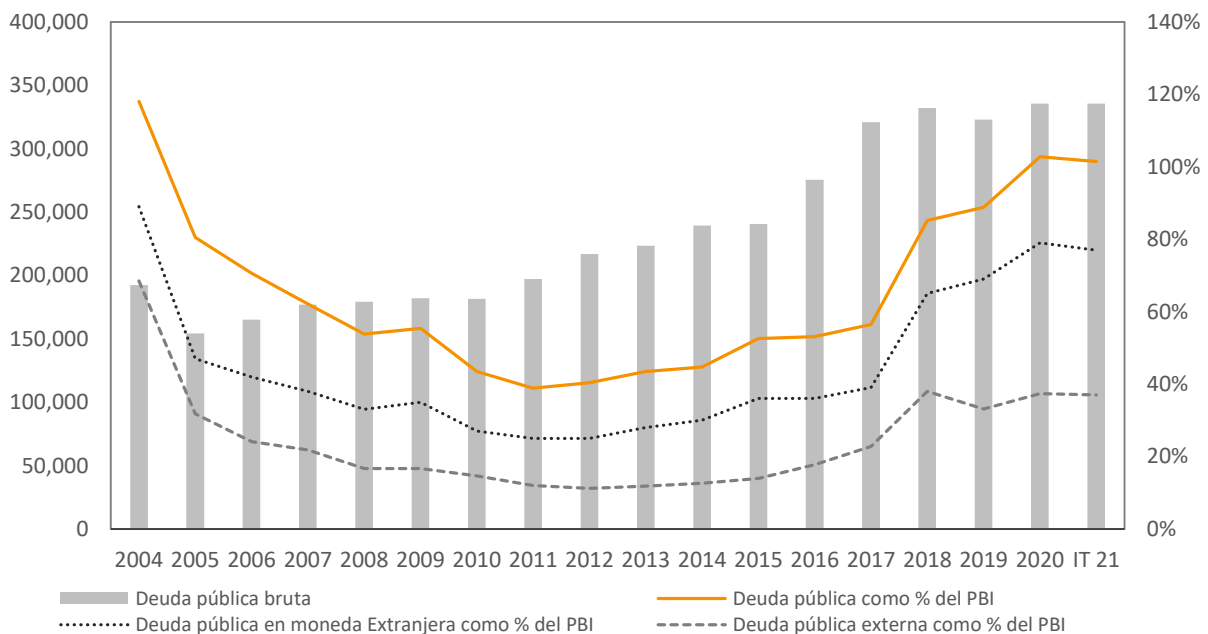
intereses entre 2020 y 2023 por una suma cercana a los 220 mil millones de dólares, algo prácticamente imposible de sostener para Argentina, incluso sin considerar el contexto de pandemia. En este contexto y sin posibilidad de acceso a los mercados financieros locales e internacionales, resolver el problema de la deuda se veía a inicios de 2020 como un tema prioritario.

### 3. Los desafíos de la deuda pública en la Argentina reciente

A fines de 2019 la deuda bruta de sector público nacional alcanzaba los 323 mil millones de dólares. En apenas 4 años el crecimiento había sido de 80 mil millones de dólares. Relativa al producto, se pasó de un 53,6% en diciembre de 2015 a un 89,4% en diciembre de 2019 (ver Gráfico 2). De este monto total, lo más relevante era su composición: la deuda en moneda extranjera representaba el 77,7%, triplicaba las exportaciones anuales y quintuplicaba las reservas brutas del BCRA.

Respecto a los vencimientos, Argentina enfrentaba fechas de pago de capital e intereses por 220 mil millones de dólares en los próximos 4 años (2020-2023), 70% de los cuales correspondía a compromisos en moneda extranjera y 20,3% a deuda con organismos internacionales.

**Gráfico 2. Evolución de la deuda pública como porcentaje del PBI.**



Fuente: Elaboración propia con base en Secretaría de Finanzas de la Nación

En lo anterior hay dos puntos importantes. El primero es la concentración de vencimientos en el primer semestre de 2020, consecuencia del “reperfilamiento” de títulos llevado a cabo por

gestión de Cambiemos. Esto complicaba la situación en lo inmediato dado que la capacidad de pago de la Argentina se encontraba fuertemente deteriorada en dicho período.

El otro punto, es que la cuestión de la sostenibilidad de la deuda cambia considerablemente cuando la misma está denominada en moneda extranjera o, básicamente, en dólares. En este caso, el país tiene una deuda en una moneda que no emite y sobre la que no tiene control alguno en la tasa de interés (Amico, 2021). A su vez, el indicador clásico de Deuda/PBI ya no nos brinda información lo suficientemente útil, ya que toma al PIB (e impuestos recaudados) como indicador de la capacidad de pago de la deuda en dólares, cuando el PIB se realiza en pesos y los impuestos se recaudan en pesos. En este caso, podría pensarse en las exportaciones y reservas como indicadores de capacidad de pago, pero como se mencionó, la deuda en moneda extranjera representaba 3 veces las exportaciones y 5,5 veces las reservas en poder del BCRA.

La crisis por la pandemia de COVID-19 alteró sustancialmente el escenario local y global. La caída en la circulación de personas, la suspensión de actividades y el cierre de fronteras afectaron los niveles de producción y la oferta mundial de bienes y servicios; y la pérdida de empleos e ingresos provocaron una importante contracción del consumo. En este contexto, Argentina se vio en la necesidad de reordenar sus prioridades, hasta entonces centradas en resolver el problema de la deuda pública. La situación del país era algo compleja: no tenía acceso al crédito, contaba con un ajustado control de cambios, iniciaba un proceso de reestructuración de deuda pública y la rápida salida de capitales (alentada por la incertidumbre y volatilidad de los mercados) provocó una caída en el precio de los activos domésticos, en particular, el de los títulos públicos, afectando el valor de los bonos argentinos.

En los inicios de la pandemia, el gobierno argentino estableció una serie de medidas para contener los efectos socioeconómicos de la pandemia y las medidas de aislamiento que afectaban la circulación de personas, el consumo y la producción. El Tesoro financió programas de transferencia de ingresos a los sectores más vulnerables y expuestos por la situación de pandemia, mientras que el BCRA inyectó liquidez a través de los bancos con el objetivo de promover préstamos en condiciones favorables a empresas afectadas por la situación. No obstante, el crédito no resultó un estímulo importante en el sistema productivo, ya que en un contexto de caída de la demanda y gran incertidumbre no hay incentivos para avanzar en operaciones de crédito, tanto para el sistema financiero como para el sector privado. Por el contrario, la liquidez se canalizó en los dólares financieros (MEP y CCL), incrementando la brecha cambiaria. Luego, el incremento en el precio de los dólares financieros alimentó expectativas de devaluación futura, lo que derivó en presiones devaluatorias sobre el mercado oficial de dólares.

## 4. La reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera

Es en este contexto en el que se inicia el proceso de reestructuración de la deuda pública bajo legislación extranjera. Entre los meses de diciembre de 2019 y febrero de 2020 se sancionaron dos Leyes, que declararon la restauración de la sostenibilidad de la deuda como prioritaria. De acuerdo al marco legal, la negociación debía considerar integralmente a los acreedores privados, al FMI y al Club de París, aunque el tratamiento de cada uno sea abordado en etapas sucesivas. El conjunto de deuda sujeto a reestructuración se conformaba de una serie de bonos por más de 68,8 mil millones de dólares, de los cuales casi un 70% habían sido emitidos entre abril de 2016 y enero de 2018. Los servicios de capital e intereses alcanzaban los 126 mil millones de dólares, mientras que los vencimientos llegaban al año 2117, con más del 60% de los vencimientos concentrados entre 2020 y 2030.

En el inicio de las negociaciones, el gobierno buscaba que el perfil de vencimientos luego de la reestructuración permita a la Argentina recuperar un camino de crecimiento y recomponer los indicadores económicos y sociales que se vieron significativamente deteriorados, primero, luego de la crisis 2018-2019 y, luego, como resultado de los efectos socioeconómicos de la pandemia. A su vez, como destaca el informe del Ministerio de Economía (2020), se esperaba que el acuerdo permita mejorar sensiblemente la capacidad de repago de la economía, tanto al descomprimir los vencimientos en el corto plazo, como al facilitar el acceso a los mercados internacionales en el futuro y generar mecanismos de protección contra futuros *shocks* de origen doméstico y externo. También se esperaba una mejora en la situación financiera y cambiaría, y un alivio en las tensiones sobre las reservas.

No obstante, la incertidumbre respecto a las negociaciones en curso conjuntamente con la incertidumbre generada por a partir de la pandemia por COVID-19, continuaron afectando la volatilidad y contribuyendo a la pérdida de reservas. En abril de 2020 el Ministerio de Economía dialogó y presentó su propuesta de reestructuración que fue bien recibida por un amplio conjunto de la sociedad así como también de la comunidad financiera internacional. En este marco, el FMI consideró la necesidad de reducir las cargas financieras para que el país pueda recuperar su capacidad de pago, al aceptar que la situación de la deuda era insostenible.

La presencia de grandes fondos de inversión en el acuerdo y su acción coordinada, fue clave en el resultado de las negociaciones. Especialmente, porque poseían una importante participación en la tenencia de títulos sujetos a reestructuración y, en consecuencia, tenían la capacidad para impedir el cumplimiento de la cláusula de acción colectiva. Luego de un ritmo de propuestas, rechazos y propuestas, en el mes de agosto se logró la adhesión de los acreedores mayoritarios al acuerdo, quienes 'aceptaron la propuesta con modificaciones,

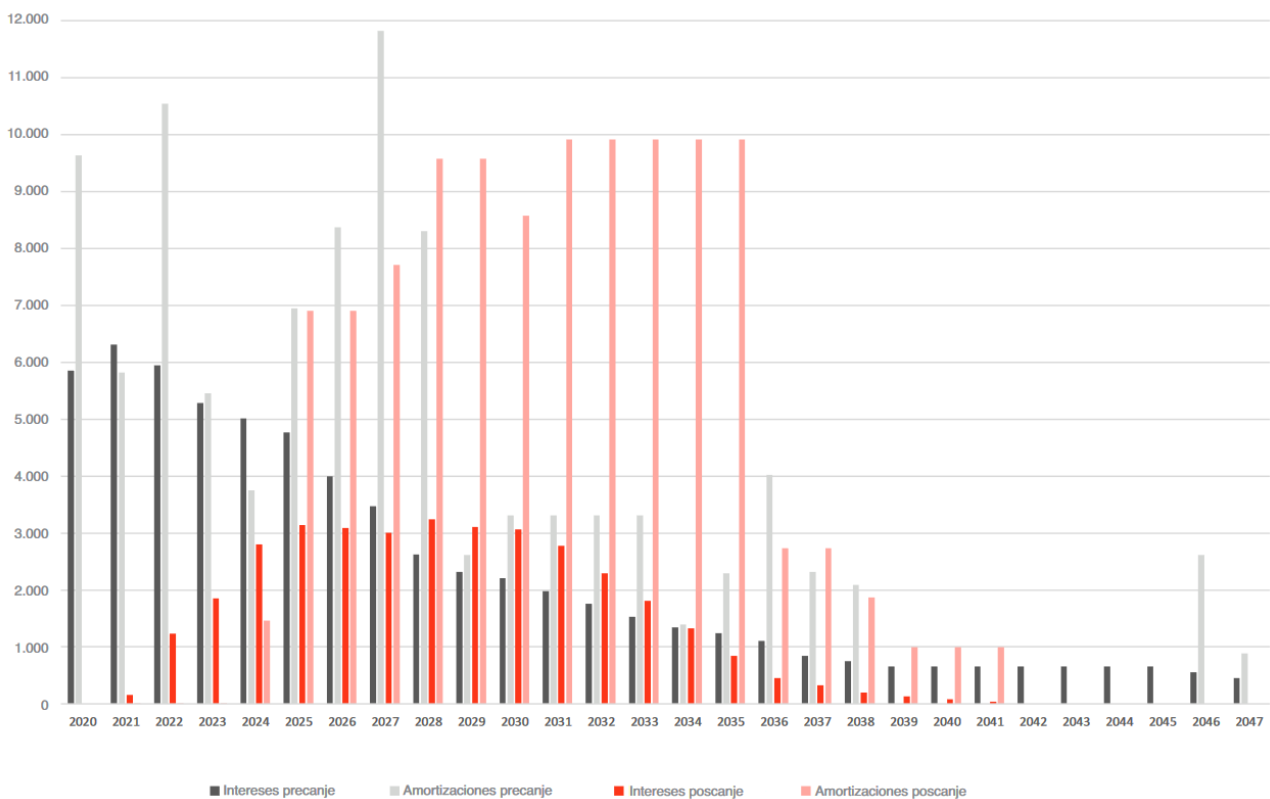
cerrando el acuerdo. Luego, el gobierno avanzó en el tratamiento de la deuda bajo legislación local y mediante una Ley enviada al Congreso basada en el principio de tratamiento equitativo entre legislaciones, logró obtener un acuerdo importante en este segmento.

Como resultado de las negociaciones, el gobierno argentino logró la reestructuración del 99,01% de los títulos públicos en moneda extranjera bajo legislación extranjera y del 99,49% de los títulos públicos en moneda extranjera bajo legislación local.

El perfil de vencimientos mejoró significativamente, ya que se descomprimieron las obligaciones concentradas en el corto plazo, logrando un alivio financiero sustantivo (ver Gráfico 3). A su vez, en lo que refiere a la reestructuración bajo legislación extranjera se logró una reducción considerable en los intereses, ya que el cupón promedio pasó del 7% al 3,07% y el máximo de 8,28% al 5%. Al mismo tiempo, hubo una reducción en el capital del orden del 2,1% y una extensión en el plazo o vida promedio de la deuda (Ministerio de Economía, 2020).

En lo que refiere a los títulos públicos bajo legislación local, los resultados fueron similares: el cupón promedio pasó del 7,6% al 2,4% y también se extendió la vida promedio de los nuevos títulos (Ministerio de Economía, 2020).

**Gráfico 3. Vencimiento de títulos públicos en moneda extranjera, pre y post reestructuración.**



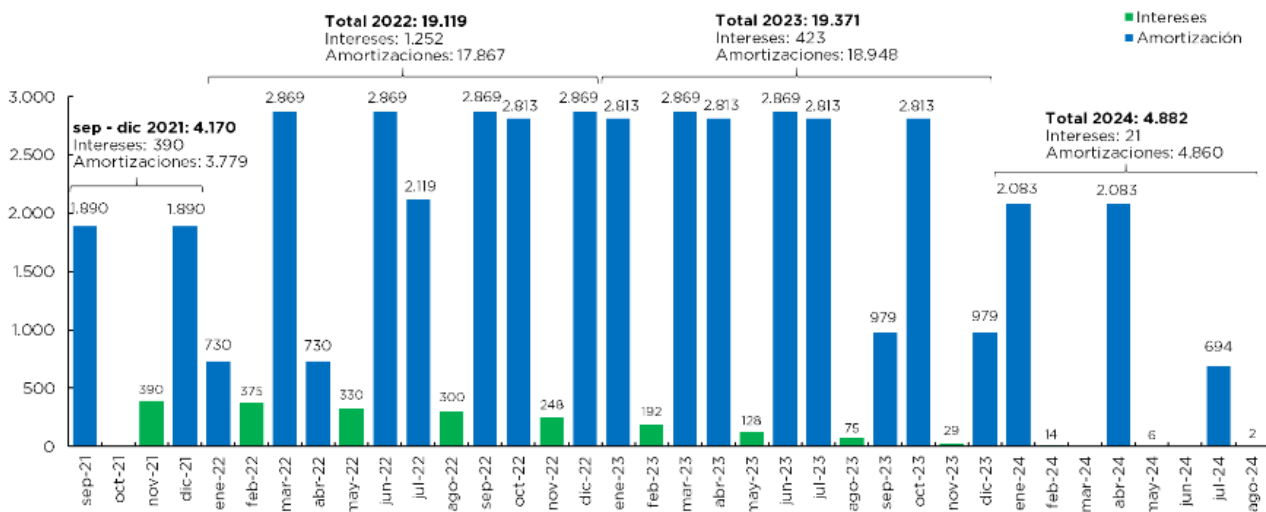
Fuente: Nemiña y Val (2020)

Para sintetizar, más allá de las fallas que se puedan encontrar en los acuerdos, la reestructuración de la deuda en moneda extranjera con acreedores privados, tanto bajo legislación extranjera como local, contribuyeron a aliviar las necesidades financieras del país en el corto plazo al descomprimir los vencimientos que se encontraban concentrados en los próximos años. No obstante, debe tenerse en cuenta que las cargas vuelven a crecer en el mediano plazo, como puede observarse en el Gráfico 3.

## 5. La situación con el FMI

Las conversaciones con el FMI iniciaron luego de los acuerdos mencionados, en el tercer trimestre de 2020, persiguiendo el mismo objetivo que en las negociaciones previas: garantizar condiciones de sostenibilidad. Actualmente, el perfil de vencimientos de la deuda correspondiente al préstamo *stand by* del FMI es insostenible. Entre septiembre y diciembre de 2021 se estiman vencimientos por 4,17 mil millones de dólares (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4. Perfil de vencimientos del préstamo Stand-By del FMI. En millones de dólares.**



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC).

La propuesta del gobierno en esta negociación es avanzar en un programa de facilidades extendidas (EFF, *extended fund facility*) en reemplazo del *stand by* vigente. De acuerdo al ministro de economía Martín Guzmán "hoy existen modalidades de programas en las cuales el plazo máximo es de 10 años que se llama Acuerdo de Facilidades Extendidas. Eso es lo que hoy se puede negociar"<sup>2</sup>. Como lo expresa el ministro, los EFF son acuerdos a plazos mayores que el

<sup>2</sup> Ver: <https://eleconomista.com.ar/economia/martin-guzman-aseguro-argentina-busca-acuerdo-distinto-fmi-n45708>



acuerdo *stand by* y usualmente incluyen compromisos por parte del país deudor de reforma estructural en el sistema tributario, previsional y/o laboral.

Acordar con el FMI en esta línea no solo implica una reducción general del gasto público, sino que centralmente supone un recorte importante en la producción y provisión de bienes y servicios públicos que ocupan un lugar preponderante en la reproducción social en su conjunto y en las condiciones de vida de las y los habitantes del país. Si bien se acuerda en un frente (el externo, con el FMI) la situación generaría un fuerte conflicto social interno. De hecho, durante el gobierno de Macri fue justamente la resistencia social al ajuste lo que llevó a la inviabilidad política de la estrategia de sobreendeudamiento (Féiz, 2020) y a un cambio de rumbo brusco en la orientación de las políticas implementadas. En este sentido, el mismo FMI plantea explícitamente la evaluación de la factibilidad política y social de un programa de ajuste y asume la necesidad de contener las consecuencias políticas del mismo.

La propuesta del gobierno de Alberto Fernández de redefinir el perfil de vencimientos de la deuda con el FMI como lo hizo con los acreedores privados, postergando los pagos, pone precisamente el énfasis en el costo social del ajuste. En particular, el ministro de economía Martín Guzmán, cuestiona el impacto del programa que intenta imponer el FMI sobre las condiciones de vida de la población en el corto plazo (subestimado por el Fondo) y, al mismo tiempo, las condiciones de factibilidad política. En este sentido, es necesario tener en cuenta los límites que establecen los sectores populares a las condiciones de vida que suponen como políticamente inviolables.

En este punto, es importante recordar las condiciones en las que se asumió la deuda con el FMI en el gobierno de Cambiemos. En primer lugar, el acuerdo en cuestión supuso asumir nueva deuda con el Fondo para pagar vencimientos con el sector privado, conjuntamente con la implementación de un programa de ajuste que implica una amplia falta a los derechos de la población. Este hecho contradice claramente a la normativa internacional que establece que este tipo de medidas regresivas implican una violación a los derechos económicos y sociales. Al mismo tiempo, hay que mencionar que en la medida en que el FMI conocía que los fondos que otorgaba a la Argentina, serían usados con objetivos que diferían de los formalmente establecidos (colaborar y favorecer la continuidad de las medidas económicas del gobierno de Cambiemos), es posible que hayan sido conocidos también los efectos económicos y sociales de ese endeudamiento y las condicionalidades que implicó (Toussaint, 2018). Por último, el FMI ha puesto un marcado énfasis en la recuperación de la sustentabilidad de la deuda de Argentina, más aún en el marco de las negociaciones actuales, lo que expone de cierta manera una posible complicidad del organismo.

Por lo tanto, el FMI debe asumir su responsabilidad en el proceso de endeudamiento argentino y tomar un rol activo en las investigaciones que busquen localizar los dólares que ingresaron al país en forma de deuda pero que se fugaron centralmente hacia guaridas fiscales en el exterior. Esto podría lograrse, por ejemplo, condicionando los pagos de los compromisos de deuda del país al éxito en la localización de los fondos fugados. De esta manera, la deuda se vuelve sostenible en el sentido en que no queda supeditado a los impuestos recaudados de los bolsillos de las trabajadoras y trabajadores.

Un paso que se dio en el objetivo de lograr un mayor control sobre los procesos de endeudamiento y fortalecer la sostenibilidad de la deuda pública, fue la ley sancionada a principios de 2021, enviada al Congreso por el ejecutivo. De acuerdo a este marco, el Congreso deberá aprobar todos los préstamos en moneda extranjera y bajo legislación extranjera que excedan los montos aprobados en el Presupuesto Nacional, así como también los programas negociados con el FMI.

## 6. Comentarios finales

En el año 2020, Argentina enfrentó conjuntamente con la crisis por la pandemia de COVID-19 y los problemas asociados a la restricción externa, con el endeudamiento público en moneda extranjera como principal factor, y los desequilibrios macroeconómicos derivados de la misma. Si bien se trata de una problemática de origen histórico y carácter estructural, en los últimos años se profundizó, condicionando el presente y futuro socioeconómico de Argentina.

A pesar de las restricciones de financiamiento que enfrentaba el sector público y que limitaron y condicionaron su capacidad de gestión, el Estado se mantuvo en un rol protagónico en la administración de la crisis por la pandemia por COVID-19 y en la mitigación de los efectos socioeconómicos que la misma generó. De manera paralela, llevó adelante un proceso de reestructuración de la deuda pública a partir de un acuerdo con privados que permitió, en parte, recuperar un camino de sostenibilidad de la deuda y descomprimir los vencimientos en el corto plazo.

No obstante, persisten muchos de los problemas de la economía argentina y es posible que los mismos condicionen la recuperación post-crisis. En este contexto, resulta importante tomar medidas que tiendan a mejorar la posición de reservas en poder del BCRA, de manera de recuperar el poder de la autoridad monetaria para intervenir en el mercado de cambios y disminuir la capacidad del mercado de reducir el valor de la moneda.

La desdolarización de los pasivos de la economía es otro punto importante a tener en cuenta. Este proceso permite reducir la vulnerabilidad externa y el nivel de exposición de nuestro país

a los ciclos financieros globales. Dos importantes avances en esta línea fueron el acuerdo con los acreedores privados y una estrategia de financiamiento en pesos por parte del Tesoro en 2020. En este sentido, es importante reconstruir la capacidad de financiamiento en pesos, en condiciones razonables. El fortalecimiento del mercado de capitales local podría permitir mejorar las condiciones de financiamiento del sector público y asegurar un mercado de deuda local que le permita a este último financiarse sin recurrir a los mercados internacionales.

Finalmente, en relación a la deuda asumida con el FMI, es importante tener en cuenta que las demandas concretas de la población para garantizar sus condiciones de reproducción material establecen en la práctica los límites políticos al ajuste que se busca como objetivo último la sustentabilidad de la deuda sólo desde una perspectiva fiscal. Por lo tanto, es necesario que los conceptos de reproducción social y condiciones de vida ocupen un lugar más relevante en el análisis para conocer mejor las limitaciones políticas y sociales de un posible acuerdo con el Fondo. Como destaca Féliz (2020; 381), sin considerar en la discusión y en la práctica la sostenibilidad de la vida y los derechos humanos de la población argentina, *"la deuda es siempre insustentable"*.

## 7. Referencias

Amico, F. (2021). El debate sobre el endeudamiento externo. CITRA-UMET.

Beltrani, M. (2019). Una nota sobre la experiencia de las Metas de Inflación en Argentina. Divulgatio. Perfiles académicos de posgrado. Vol. 3, Núm. 9, 134-148

BCRA (2020). Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos (2015-2019). Buenos Aires: BCRA.

Féliz, M. (2021). ¿Puede la deuda ser sustentable si la vida no lo es? Derechos En Acción, 18(18), 485.

Ministerio de Economía (2020). Restauración de la sostenibilidad de la Deuda Pública. Informe especial. Buenos Aires: Ministerio de Economía de la Nación.

Nemiña, P. L. y Val, M. E. (2020). La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo. Fundación Carolina, Documentos de trabajo, 38, 11-2020, 1-30.

Toussaint, É. (2018). Sistema deuda: historia de las deudas soberanas y de su repudio. Icaria.