



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

BROKERS / AQAP

Año 37 - Edición Nº 820 - 27 de Abril de 2015

### Sin deuda, no hay transición

Jorge Vasconcelos

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

Edición y compaginación  
Karina Lignola



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Sin deuda, no hay transición<sup>1</sup>

En materia de inflación, problemas de competitividad, magro nivel de actividad, el escenario actual no se diferencia demasiado del 2014. Lo que si distingue al 2015 de los anteriores es la necesidad imperiosa del gobierno nacional de salir al mercado a colocar nueva deuda, tanto en pesos como en dólares y esto se ha percibido claramente en los últimos treinta días, con una emisión por semana, en una dinámica que persistirá en los próximos meses. Sucede que el déficit fiscal es cada vez mayor y que ya no alcanzan ni la “maquineta” ni las reservas del Banco Central para cubrir plenamente las necesidades de financiamiento. Ayudado porque se presume que la política económica habrá de cambiar a partir del 10 de diciembre y aprovechando la “ventana de oportunidad” que abrió el gradualismo de la Reserva Federal de Estados Unidos, el gobierno recurrió a la muleta del endeudamiento para transitar lo que resta del año. Pero por la magnitud y el costo de estas operaciones, el mensaje es bastante claro para la próxima administración: esta dinámica no es sostenible más allá de unos pocos meses, por lo que no quedará más remedio que buscar reducir el desequilibrio fiscal y, al mismo tiempo, normalizar la situación externa (lo que implica buscar la mediación del juez Griesa) para no seguir pagando la elevadísima tasa de interés del 9 por ciento anual en dólares cada vez que el Tesoro sale en la búsqueda de divisas.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° (5225373) ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: [info@ieral.org](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

---

<sup>1</sup> Nota publicada el 26 de abril en diario La Voz del Interior

En las últimas cuatro semanas, el Tesoro nacional tomó nueva deuda en pesos por casi 15 mil millones de pesos, a través de dos colocaciones de un flamante título (el BONAC) y de una nueva operación con el Fondo de Garantía de la Anses, a lo que sumaron los 1.415 millones de dólares obtenidos en los últimos días a través del Bonar 24.

Dos tendencias convergentes explican este activo rol del sector público en el mercado de capitales.

-Por un lado, con datos del primer bimestre ya es un hecho que el déficit fiscal de 2015 alcanzará una cifra en torno a los 300 mil millones de pesos sin computar los recursos extraordinarios que anota la contabilidad oficial. Así, el próximo gobierno recibirá las llaves de un estado nacional que, cada 100 pesos de gasto, estará solventando sólo 78 pesos con ingresos genuinos (impuestos).

-Por otro lado, en la dimensión dólares, la reacción oficial se explica por el hecho que las reservas del Banco Central, netas de compromisos de corto plazo (encajes, deuda con China, etc), habían caído en 3,1 mil millones de dólares en el primer trimestre, para marcar un piso de 15,3 mil millones de dólares en la segunda semana de abril (pese a que las reservas brutas seguían estables en 31,4 mil millones de dólares). Y los vencimientos de deuda de aquí a fin de año, incluyendo el Boden 2015, suman 10,3 mil millones de dólares, mientras que el llamado "dólar ahorro" –de seguir la ventanilla abierta- insumiría unos 4 mil millones adicionales hasta noviembre. Para no seguir abultando esta cuenta hay que suponer que los organismos internacionales (Banco Mundial, BID) habrán de otorgar un dólar de nuevos créditos por cada dólar de vencimientos.

Por estos motivos, el festival de bonos observado en las últimas semanas no será una excepción, sino la regla de este 2015. Lo paradójico es que el mercado no estaría dispuesto a absorber esa avalancha de deuda si no fuera porque el país se encuentra en medio de la transición política. Hay un supuesto clave para que haya tomadores de los títulos argentinos: que la política económica habrá de cambiar a partir del 10 de diciembre, ya que de lo contrario las actuales tendencias serían insostenibles. Así, el 2015 es, al mismo tiempo, el año de mayor búsqueda de fondos por parte del estado nacional por fuera de lo aportado por el Banco Central y el de menores temores del lado de los inversores para tomar papeles argentinos, pese a que el "factor Griesa" sigue afectando el normal funcionamiento del mercado de capitales. Aun cuando los inversores parecen otorgar a la Argentina el "beneficio de la duda", no debe olvidarse que en el presente hay sólo dos países relevantes que tienen un riesgo financiero superior: Grecia, que se encuentra al borde del default y Ucrania, golpeada por la guerra.

Los "brotes verdes" no significan que los candidatos presidenciales puedan relajarse. Primero, porque se trata del aprovechamiento de una ventana de oportunidad abierta

por la expectativa de una suba muy gradual de los Estados Unidos, como se analizó aquí hace dos semanas, fenómeno que también se expresa en el retorno a una paridad inferior a los 3 reales por dólar, situaciones que pueden ser temporales. Segundo, porque después habrá que justificar el “beneficio de la duda”. Y la tarea no será fácil, ya que al rojo fiscal de 2015, estimado en 5,4 puntos del PIB, se le agrega el déficit “cuasi-fiscal” que puede llegar este año a 2 puntos del PIB, por el costo de la deuda del Banco Central (Lebacs y Nobacs), que crece a un ritmo vertiginoso. Esta es la contra-cara de la elevada emisión monetaria, que es parcialmente absorbida por el BCRA para evitar mayores presiones sobre la inflación y la brecha cambiaria. El stock de Lebacs y Nobacs era de 110 mil millones de pesos a fin de 2013, pasó a 275 mil millones a fin de 2014 y podría perforar la línea de los 500 mil millones antes que termine el año. Para el próximo gobierno queda el desafío de evitar que su política económica sea un rehén de la deuda del Banco Central.

Tampoco podrá apostarse a resolver todo con otro “festival de bonos” tras un eventual arreglo del tema “buitres”. La deuda externa de la Argentina no es tan baja como se cree: aparte de las “Letras Intransferibles”, esos papeles que el Tesoro fue dejando en la caja fuerte del BCRA a cambio de sus reservas y que todos consideran un “pagadíos”, los pasivos registrados en bonos, con organismos internacionales y el Club de París suman 90 mil millones de dólares. Hay quienes restan los títulos que están en poder de la Anses (unos 15 mil millones), pero eso implicaría considerarlos otro “pagadíos”, y no es algo que los jubilados vayan a aceptar. Si a los referidos 90 mil millones se le agregan compromisos pendientes con importadores y la deuda de corto plazo con China y Francia, entonces estaríamos superando los 100 mil millones de dólares de deuda pública externa consolidada. Y en 2016 habrá que reconocer una montaña de pasivos pendientes (fallo de Griesa, Ciadi), por lo que rápidamente el stock de deuda habrá de llegar a una relación de 2 a 1 con las exportaciones del país, que este año apuntan a 63 mil millones de dólares.

Para comparar ese ratio, veamos el caso de Brasil: la deuda externa del sector público es de 103 mil millones de dólares y las exportaciones de 200 mil millones. No hay error en las cifras: mientras en Brasil la deuda externa del sector público es el 50 % de sus exportaciones, en la Argentina hay que pensar en una relación de 2 a 1 cuando el país normalice su situación financiera externa. Y en Brasil las reservas suman 370 mil millones de dólares, mientras aquí apenas superan los 30 mil millones (en términos brutos).

Mejor olvidarse de la idea de financiar el próximo ciclo de crecimiento de la Argentina en base a una alegre política de endeudamiento externo.