



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

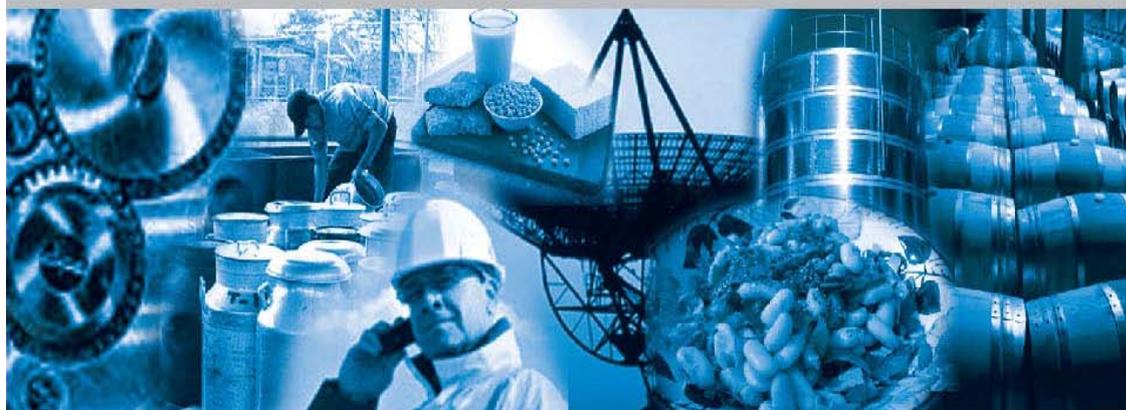
Año 36 - Edición N° 801 – 10 de Noviembre de 2014

### ¿Se viene un festival de bonos?

Jorge Vasconcelos

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

Edición y compaginación  
Karina Lignola y Silvia Ochoa



**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)

## ¿Se viene un festival de bonos?<sup>1</sup>

La sed de activos dolarizados hizo que la reciente emisión de un bono nacional, pagadero en pesos pero ajustable por el tipo de cambio oficial, tuviera una demanda sostenida en el mercado. Ahora se anuncia una nueva colocación, por lo que se estaría totalizando el equivalente a 2.000 millones de dólares en estos títulos (BONAD), con vencimiento en 2016 y 2018. El gobierno apunta a lograr varios objetivos a la vez con esta política de financiamiento, ya que desalienta la ampliación de la brecha cambiaria, reduce las presiones inflacionarias por la menor demanda de pesos al Banco Central, otorga un seguro de cambio a los importadores que no han podido cancelar sus obligaciones con el exterior y le quita presión a la necesidad de llegar a un acuerdo con los holdouts apenas arranque el 2015. Sin embargo, este mecanismo, que podría multiplicarse en los próximos meses, desatiende los problemas del sector real de la economía y puede complicar las soluciones de mañana: se está aumentando la deuda pública con vencimientos de muy corto plazo y, al ser los bonos indexados al tipo de cambio oficial, estos compromisos pueden llegar a ser muy caros si el próximo gobierno decide unificar el mercado de cambios.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea. Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5160632 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 en el diario La Voz de Interior del día 9 de noviembre de 2014

A lo largo de los últimos años el gobierno ha recurrido a múltiples mecanismos de financiamiento de una política fiscal que ha intentado ser permanentemente expansiva. Primero fue una fortísima suba de la presión impositiva, después la estatización de los activos de las AFJP, luego el uso intenso de las reservas del Banco Central, junto con el explosivo aumento de la emisión monetaria a favor del Tesoro nacional. Como los fallos de la justicia estadounidense impidieron volver a emitir bonos en el exterior, y ante el agotamiento de aquellos instrumentos, ahora se abre paso la colocación de deuda interna pagadera en pesos. Pero no se recurre a títulos que abonen una tasa de interés fija, porque no tendrían suficiente demanda. De allí que el instrumento elegido es una serie de BONAD, denominados dólar-linked, porque son ajustables por el tipo de cambio oficial.

Así, el gobierno puede aspirar a volúmenes importantes de nueva deuda, dolarizada aunque pagadera en moneda local, en una rara parábola que arrancó tiempo atrás con loas a la pesificación de los instrumentos financieros. Se trata de una muy buena opción para los ahorristas, que encuentran alguien del otro lado del mostrador dispuesto a endeudarse con una cláusula que pocos elegirían; después de todo pagan los contribuyentes, no los funcionarios: si el próximo gobierno decide unificar los mercados cambiarios, el tipo de cambio oficial seguramente dará un brinco para acomodarse en un andarivel intermedio en la brecha que hoy lo separa del "blue". En otros tiempos los mecanismos de financiamiento del estado eran objeto de acalorados debates parlamentarios a la hora de aprobarse el presupuesto de cada año. Pero ahora ese hábito se ha perdido. Sin ir más lejos, el sustento legal del BONAD se apoya en la ley de presupuesto de...2007.

Puede alegarse que el nivel de endeudamiento del sector público no es tan elevado y que, por ende, el gobierno puede darse este lujo. Sin embargo, la cuenta actual no es tan holgada, aún sin computar el monto que podría agregarse por los nuevos bonos ajustables por el tipo de cambio oficial. El stock de deuda pública es una cifra equivalente a 37 % del PIB. Hay quienes computan un ratio menor, porque excluyen los instrumentos que están en manos de la ANSES. Pero hacer ese cálculo es un autoengaño, porque los compromisos con los futuros jubilados deberán ser cumplidos por parte del sector público, con igual o más razón que si fueran acreedores privados. A los 37 puntos del PIB actuales hay que agregarles los juicios perdidos pero no cancelados con los actuales jubilados por las diferencias en las actualizaciones de sus haberes, más el arreglo al que eventualmente se llegue, no sólo con los llamados "fondos buitres", sino con todos los bonistas que no ingresaron a los canjes de deuda

de 2005 y 2010. Estos reconocimientos podrían engrosar el stock de deuda pública en unos 15 puntos del PIB.

Sumando lo contabilizado y los compromisos pendientes, se llegaría a una cifra en torno a 52 % del PIB para la deuda pública nacional. Además, habría que agregar 5 puntos del PIB de las deudas de cortísimo plazo del Banco Central (Lebacs y Nobacs) que han trepado rápidamente a ese nivel, dada la necesidad de absorber parte de la emisión monetaria utilizada para cubrir el déficit fiscal. Con ese segmento estaríamos en 57 % del PIB, dejando cada vez menos margen para que el próximo gobierno pueda recurrir a emisiones programadas de deuda, como forma de suavizar el tránsito hacia un recorte sustantivo del elevadísimo déficit fiscal, que amaga con instalarse en los 6 puntos del PIB para 2015, extrapolarlo las tendencias actuales de gastos e ingresos .

El riesgo de un nuevo festival de bonos, esta vez de la mano de los BONAD, tiene que ver, justamente, con el rojo cada vez más escarlata de las cuentas públicas, que no muestra ningún signo de reversión. Y cubrir el déficit fiscal con deuda interna implica derivar ahorros privados a gasto público. Dado el poco impacto multiplicador que han mostrado las erogaciones estatales, el efecto sobre el nivel de actividad no parece significativo, como lo sería si el financiamiento viniera del exterior e implicara divisas frescas.

O sea, el aumento del endeudamiento por vía de ese tipo de instrumentos puede aplacar algunas de las tensiones más inmediatas del mercado financiero, pero tiene costos directos por la cláusula de ajuste y por el acortamiento de los plazos de vencimiento. Tiene, además, costos indirectos, ya que implica que se postergan decisiones que sirvan como referencia a las actividades productivas.

Las condiciones externas para la Argentina ya no son las que permitieron años de fuerte crecimiento del PIB. Las importaciones de los países que son nuestros principales socios comerciales se expanden a menor ritmo y la cotización de los productos agrícolas ha recortado una fracción significativa respecto de sus picos. La caída del precio del petróleo podría beneficiar al país ahora que es importador neto de energía, pero esa cuenta "de almacenero" queda relativizada por el hecho que, en este rubro, el 70 % de las compras al exterior se concentran en el gas, que responde más lentamente a esa tendencia bajista y, fundamentalmente, porque este nuevo escenario abre interrogantes acerca de la rentabilidad de yacimientos no convencionales, como es el caso de Vaca Muerta, particularmente para el caso del petróleo.

El nuevo contexto obliga a un profundo replanteo de objetivos e instrumentos de política económica, de modo ampliar el horizonte para las decisiones de inversión. Sin embargo, lo que tenemos a la vista es una sucesión de impulsos de corto plazo y, la mayoría de ellos, a contramano de lo que se necesita en función del largo plazo.