Economía

Desde que se perdieron los “superávits gemelos” la deuda de la Administración central se duplicó en Argentina

Bruno Ferrari – Julio Calzada

Desde el 2016 la deuda bruta se incrementó en US$ 155.890 millones con perfiles de vencimientos ajustados. Los descalabros monetarios/fiscales y del sector externo han generado desequilibrios en el BCRA que se expresan en una economía de alta inflación.

Argentina atraviesa nuevamente un escenario de importantes desequilibrios macroeconómicos y parece un callejón sin salida que la política no logra resolver. Se renueva la afluencia de propuestas de política económica para solucionar los problemas estructurales, aunque resulta importante, en primer lugar, realizar un diagnóstico de largo plazo para no repetir errores y, en segundo lugar, fijar el punto de partida para plantear un plan de estabilización sustentable con la cohesión social.

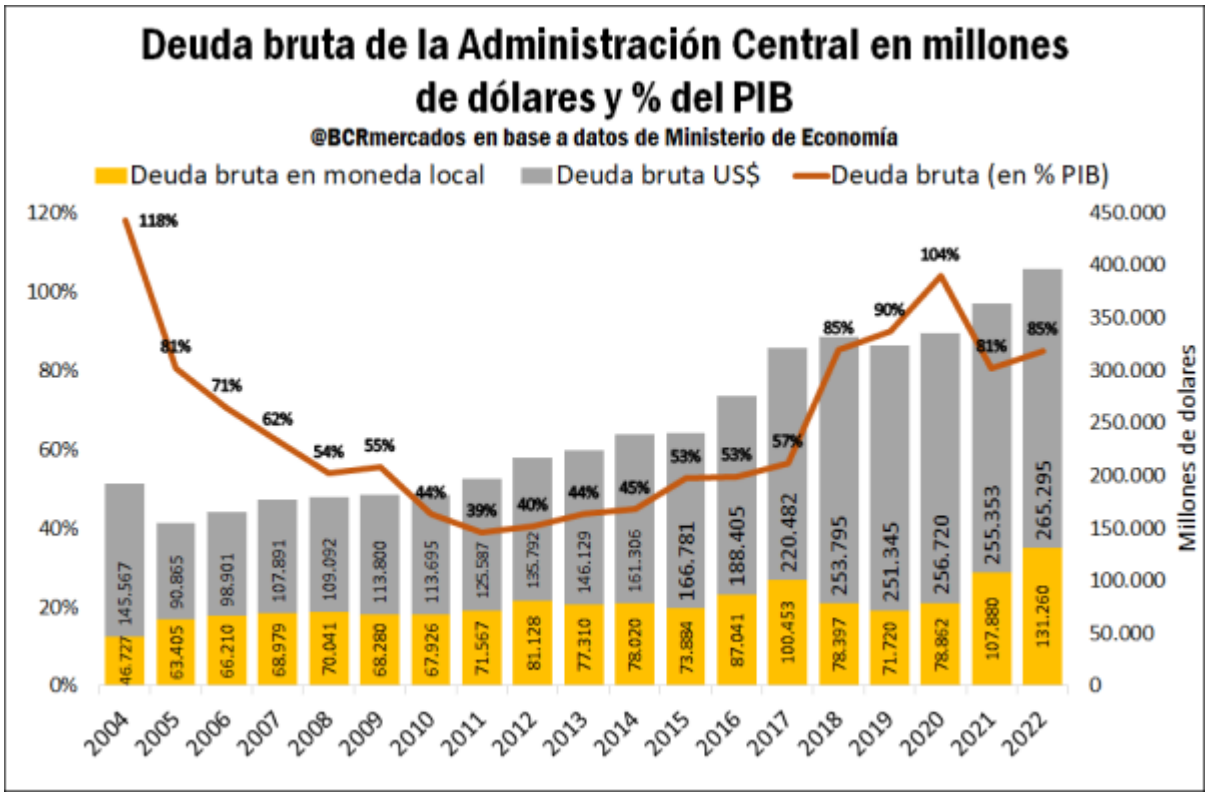
Al analizar la evolución de la deuda bruta de la Administración Central en términos históricos, se observa un sendero creciente y prácticamente sin pausa, salvo años particulares como 2005, que cayó en US$ 38.024 millones, 2010 con una caída de US$ 459 millones y 2019 con una merma de US$ 9.127 millones.

No obstante, un dato clave a seguir es el indicador de ratio de deuda vs PIB (Producto Interno Bruto). En este caso, hasta el año 2011 hubo un proceso de desendeudamiento relativo muy importante debido a que la economía creció de forma sostenida tras la salida de la crisis de la convertibilidad. Desde el año 2012 este indicador retomó un sendero ascendente y se duplicó desde entonces, al igual que lo hizo en términos absolutos. Es decir, hubo un escaso crecimiento del PIB que brinde una mayor sostenibilidad a la deuda, aunque la misma también depende del esquema de flujos de pagos futuros.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



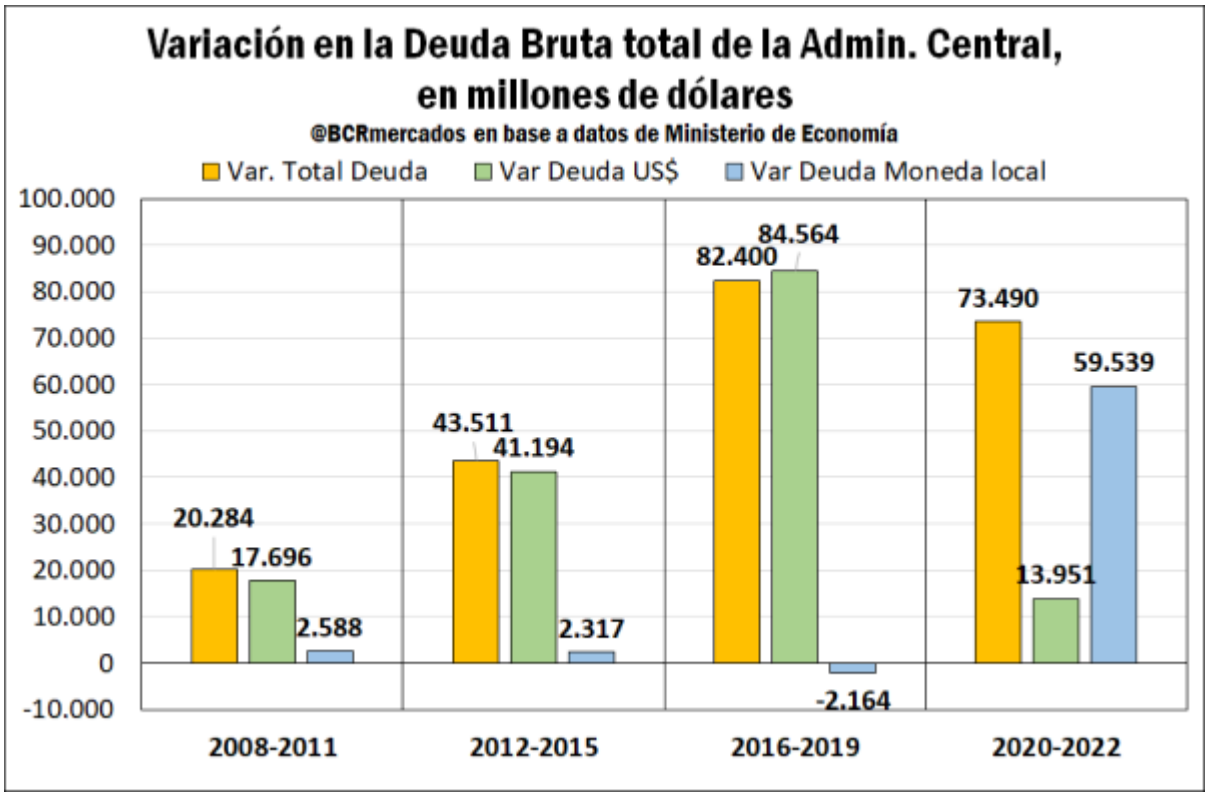
En cuanto a las últimas gestiones de gobierno, la deuda bruta total se ha incrementado de forma creciente y, particularmente, desde 2012 también en términos del PIB, tal como se comentó anteriormente. Desde el año 2016 la deuda bruta de la Administración Central se incrementó en nada menos que US$ 155.890 millones. En la gestión de Mauricio Macri, el incremento de la deuda bruta fue de US$ 82.400 millones y prácticamente su totalidad en moneda dura. En lo que va de la gestión de Alberto Fernández, hasta finales de 2022, el incremento de la deuda bruta arriba a US$ 73.490 millones, aunque una diferencia con las presidencias previas es que el 81% reflejó un aumento de la deuda en pesos. Esto se debe a que Argentina quedó afuera de los mercados internacionales ante las malas perspectivas de repago que existen de su deuda externa. De esta manera, esto explica la mayor atención del mercado al perfil de vencimiento de la deuda del Tesoro, ya que el financiamiento del Estado se comenzó a centralizar en la búsqueda capitales locales siendo algo importante para un país, aunque con una estructura de vencimientos de muy corto plazo que no brinda estabilidad y genera inquietud respecto a las necesidades de roleos mensuales de la deuda local en pesos.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos

BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: **Bolsa de Comercio de Rosario**
DIRECTOR: **Dr. Julio A. Calzada**
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



Si se observa el perfil de vencimientos de la deuda bruta de la Administración Central según datos al 31 de diciembre de 2022, en 2023 vencen nada menos que US$ 130.798 millones incluyendo deuda en dólares y en pesos (pero valuada en moneda extranjera). Una alta proporción de los vencimientos corresponde al concepto que se denomina "resto de títulos públicos y letras", que es mayormente deuda en pesos contraída por el Tesoro, destacándose que en el primer cuatrimestre del año se ha podido ir roleando y despejando el perfil de vencimiento. El problema es que el gobierno tiene dificultades notorias para contraer deuda de largo plazo, aspecto clave para mantener la estabilidad macroeconómica. Luego, en este año se registran importantes vencimientos de adelantos transitorios del Tesoro con el BCRA los cuales tienen mayor facilidad de rolear hacia el futuro.

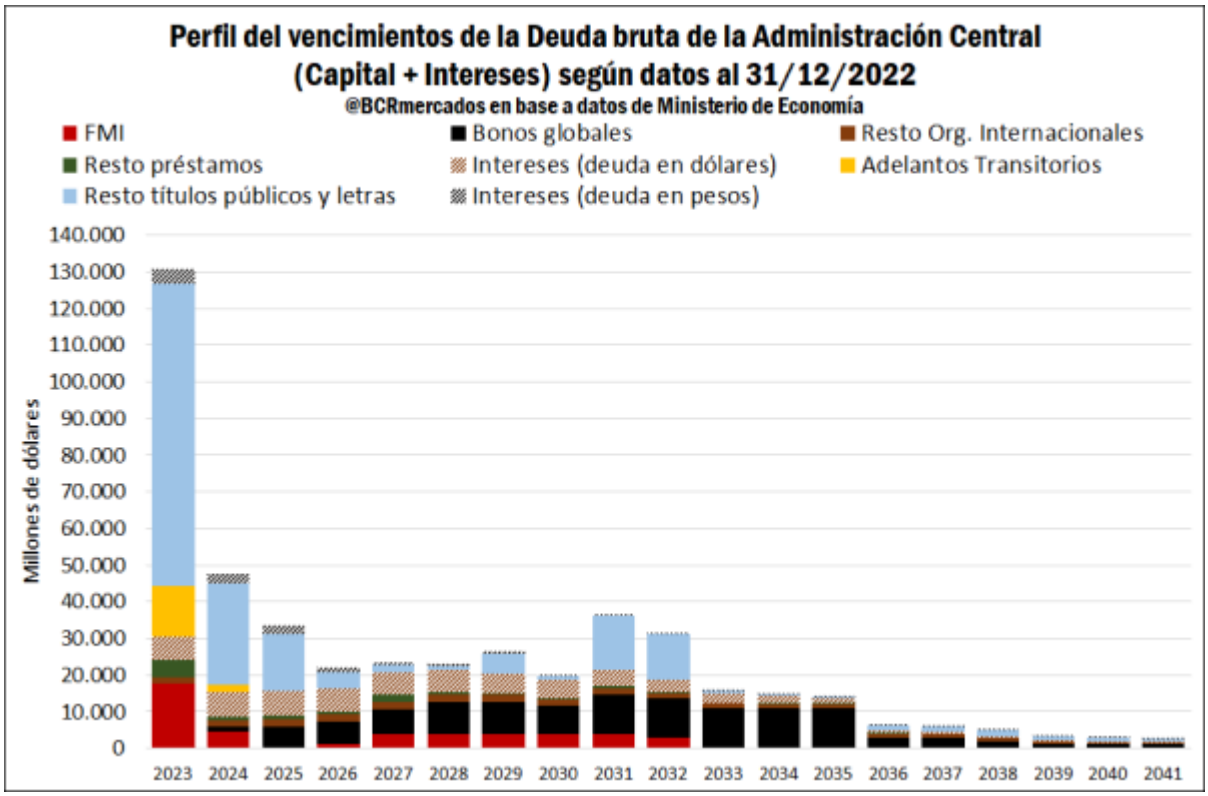
Respecto a los compromisos con el FMI (Fondo Monetario Internacional), éstos están cubiertos este año con los desembolsos trimestrales que va realizando el organismo luego de cada revisión, aunque aún no hay mayores noticias en cuanto a cómo avanza la renegociación del acuerdo debido a que las metas fiscales y de reservas del segundo trimestre del año se han incumplido y eran un mandato importante del organismo para avanzar con los siguientes desembolsos. Es muy probable que el FMI flexibilice aún más las metas establecidas para garantizar la estabilidad macroeconómica, teniendo en consideración que se está frente a un año de transición debido a las elecciones presidenciales.

De cara al 2024, el próximo gobierno se encontrará muy próximo a vencimientos importantes de capital e intereses de deuda pública externa con acreedores privados (Globales), compromisos que se acordaron en la renegociación del ex ministro de economía Martín Guzmán en el año 2020. El punto crítico es que el Banco Central no logró acumular reservas

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

de forma sostenida y la deuda es de difícil repago con el actual flujo de fondos pactado, tarea que quedará pendiente para la próxima gestión. Actualmente, dicha deuda cotiza a precios de default en el mercado y se descuenta que se tendrá que renegociar de cara al próximo año.



En términos generales, la deuda en dólares se ha incrementado a niveles poco sostenibles en la última década y el país ha quedado prácticamente fuera del mercado de deuda a nivel internacional debido a que no hay buenas perspectivas de repago ante la dificultad de acordar plazos más largos de pago sumado a la escasez de divisas en el Banco Central. En los últimos años, desde 2020, los desequilibrios no se han podido resolver y las necesidades de financiamiento se han cubierto casi en su totalidad con un aumento de la deuda en pesos, la cual también ya genera problemas de estabilidad debido a que la falta de confianza por la alta inflación complejiza alargar los plazos de pago y garantizar las renovaciones mensuales.

¿Qué desequilibrios macroeconómicos llevaron a la Argentina nuevamente a una situación de estrangulamiento del sector externo y problemas de deuda?

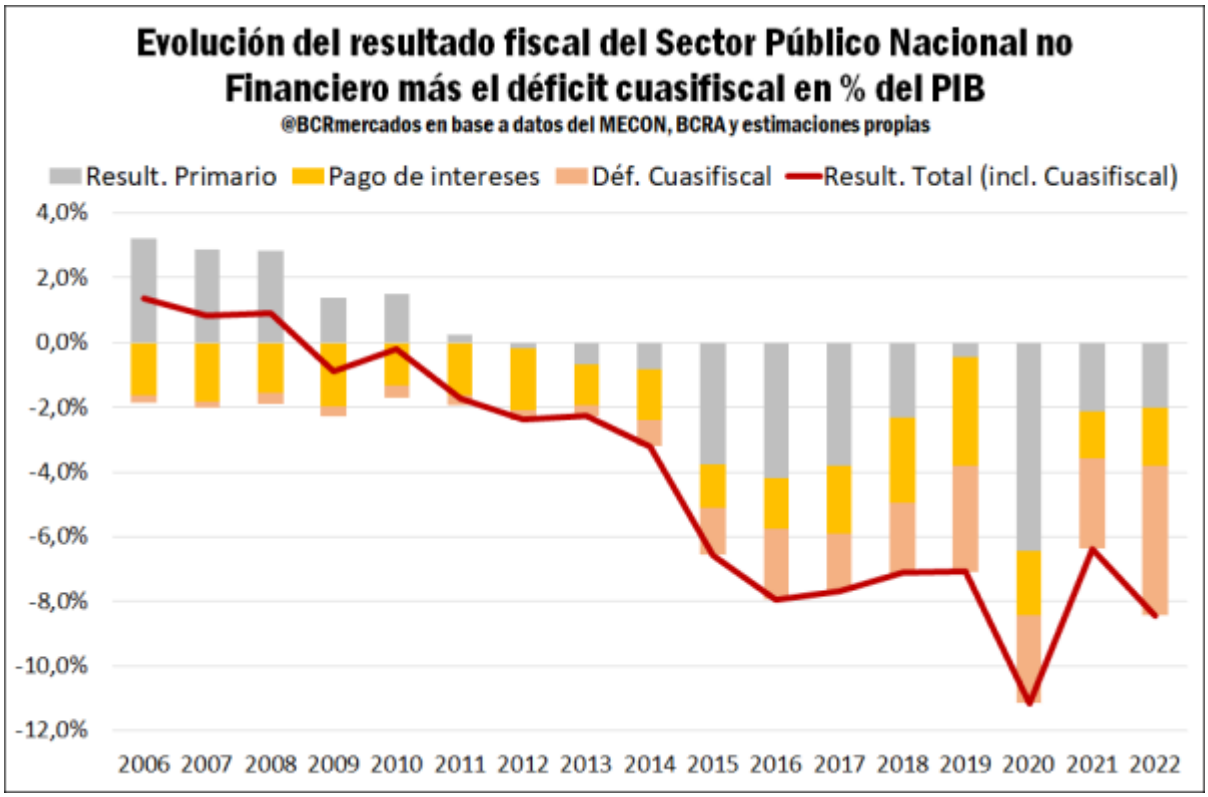
Para analizar la situación actual de un renovado problema de deuda externa e interna y un balance del Banco Central muy deteriorado, no hay más alternativa que evaluar la trayectoria fiscal con sus formas de financiamiento y el resultado del sector externo. Ambos elementos tienen implicancias directas en la evolución de la deuda, las reservas internacionales y los pasivos monetarios.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

- El Sector Público Nacional hace más de una década que no registra superávit fiscal, con una demanda sostenida de asistencia del BCRA

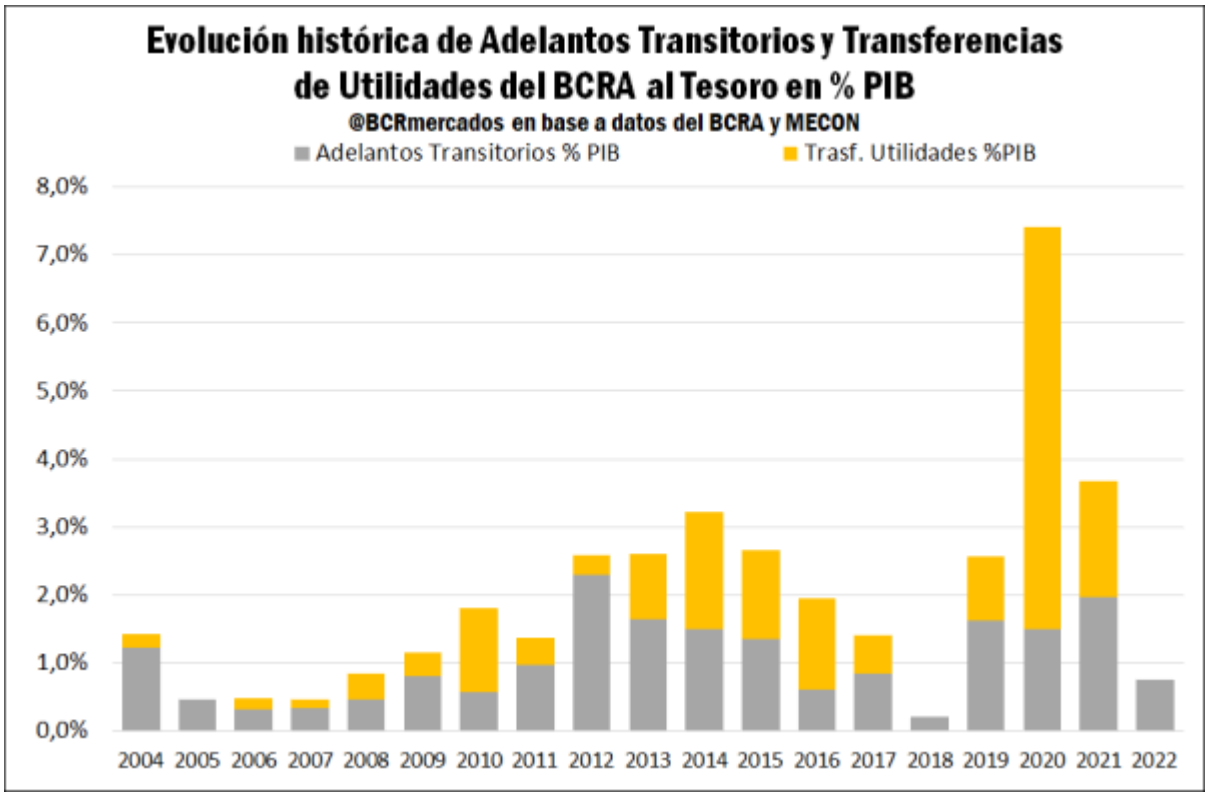
La situación fiscal en Argentina atraviesa desde hace más de una década falta de rumbo con un déficit financiero estructural que ninguna administración termina de reencauzar, al tiempo que se fue incrementando el financiamiento monetario del BCRA, generando excesos de liquidez que se esterilizan con pasivos remunerados que hoy en día generan un gran problema de déficit cuasi fiscal y emisión contenida. Es más, se estima que, en el último año 2022, este déficit cuasi fiscal fue más grande que el déficit financiero (primario + intereses) del Sector Público Nacional.



Claramente si los gastos son superiores a los ingresos no hay otra alternativa que buscar financiamiento local, extranjero o vía asistencia del Banco Central. En el siguiente gráfico se observa la evolución de los adelantos transitorios y las transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro en porcentaje del PIB, asistencia que se acentuó en términos reales desde el año 2008 hacia adelante colaborando a cubrir una proporción variable del déficit del Sector Público Nacional. Esto es emisión del Banco Central que fue aumentando el pasivo/circulante y socavando poco a poco el balance de la autoridad monetaria ante un activo cada vez más debilitado.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



Entre 2015-2018 se destaca una caída en el uso de estos instrumentos para financiar el déficit, pero la brecha fiscal no se redujo ampliamente lo cual implicó necesariamente un creciente endeudamiento para cubrir las necesidades de financiamiento. Luego, la pandemia generó un escenario crítico en 2020 cuando el déficit financiero del SPN (Sector Público Nacional) alcanzó 8,4% y entre adelantos/transferencias de utilidades se emitió 7,4% del PIB.

La contracara de persistentes déficits fiscales del Sector Público Nacional que se financian con un aumento creciente de adelantos/transferencias de utilidades del BCRA y sin factores que aumenten la demanda de dinero, redunda en una necesidad del Banco Central de esterilizar excesos de liquidez incrementando los pasivos remunerados que son el origen del déficit cuasi fiscal. Es decir, es el costo de quitar dinero de circulación a cambio de un interés que perjudica el balance del Banco Central. Esto genera un problema adicional y es el desbalanceo del activo versus pasivo de la entidad monetaria (BCRA), sumado a que se limita a los bancos comerciales a realizar emisión secundaria de dinero vía crédito para dinamizar la actividad ya que la liquidez está colocada en estos pasivos remunerados actualmente denominados LELIQ/NOTALIQ y Pases.

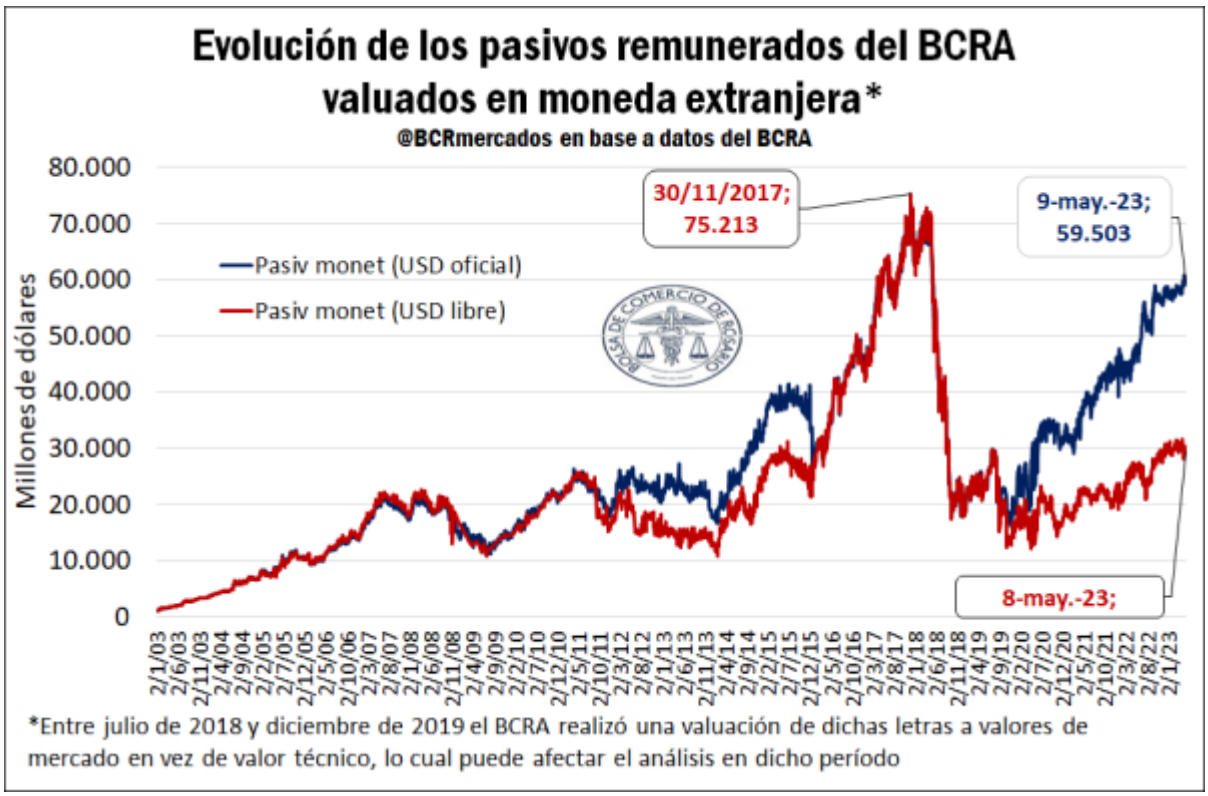
En el cuadro que sigue se observa la evolución de los principales pasivos remunerados del BCRA valuado en dólares oficiales y tipo de cambio libre. La tendencia fue claramente creciente desde el año 2003 hasta 2008, luego se mantuvieron medianamente estables hasta 2013 y desde ahí comenzó un crecimiento muy importante hasta comienzos del año 2018. Se remarca que entre julio de 2018 y diciembre de 2019 se valuaron a valor de mercado en vez de valor técnico lo cual puede afectar al análisis. Más allá de ello, entre 2018 y 2019 se desencadenó un período de gran

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

inestabilidad macroeconómica que estuvo acompañado de un importante salto del tipo de cambio y un desarme de carteras de LEBAC en pesos del BCRA con salida de fondos hacia el exterior que repercutió con una disminución abrupta de los stocks de los pasivos remunerados tras un fenómeno de dolarización importante con salida de capitales al exterior.

Tras dicho escenario y el cambio de gobierno, en 2020 los stocks volvieron a retomar su sendero ascendente, fundamentalmente si se observa la valuación en dólares oficiales. Desde marzo de 2021, el BCRA devalúa por debajo de la inflación prácticamente sin pausa, mientras que los pasivos crecen en sintonía con la inflación sumado a que hubo un aumento real en la cantidad de pasivos remunerados tras la gran expansión monetaria por la pandemia. Al observar el balance del BCRA, los pasivos valuados en dólares se incrementaron en una gran magnitud, mientras que del lado del activo los dólares que respaldan esos pasivos son muy escasos.



Desde el BCRA, al analizar la evolución de los principales pasivos de la entidad también plantean pertinente realizar un análisis respecto al PIB según el IPOM (Informe de Política Monetaria) de diciembre de 2022, aunque lo que en realidad respalda esos pasivos es la "calidad" del activo que respalda esos pesos. En Argentina, el respaldo con Reservas Internacionales Netas (RIN) es la forma más adecuada dado que no se posee una moneda aceptada internacionalmente, lo cual se entiende como una desventaja respecto a otros países desarrollados.

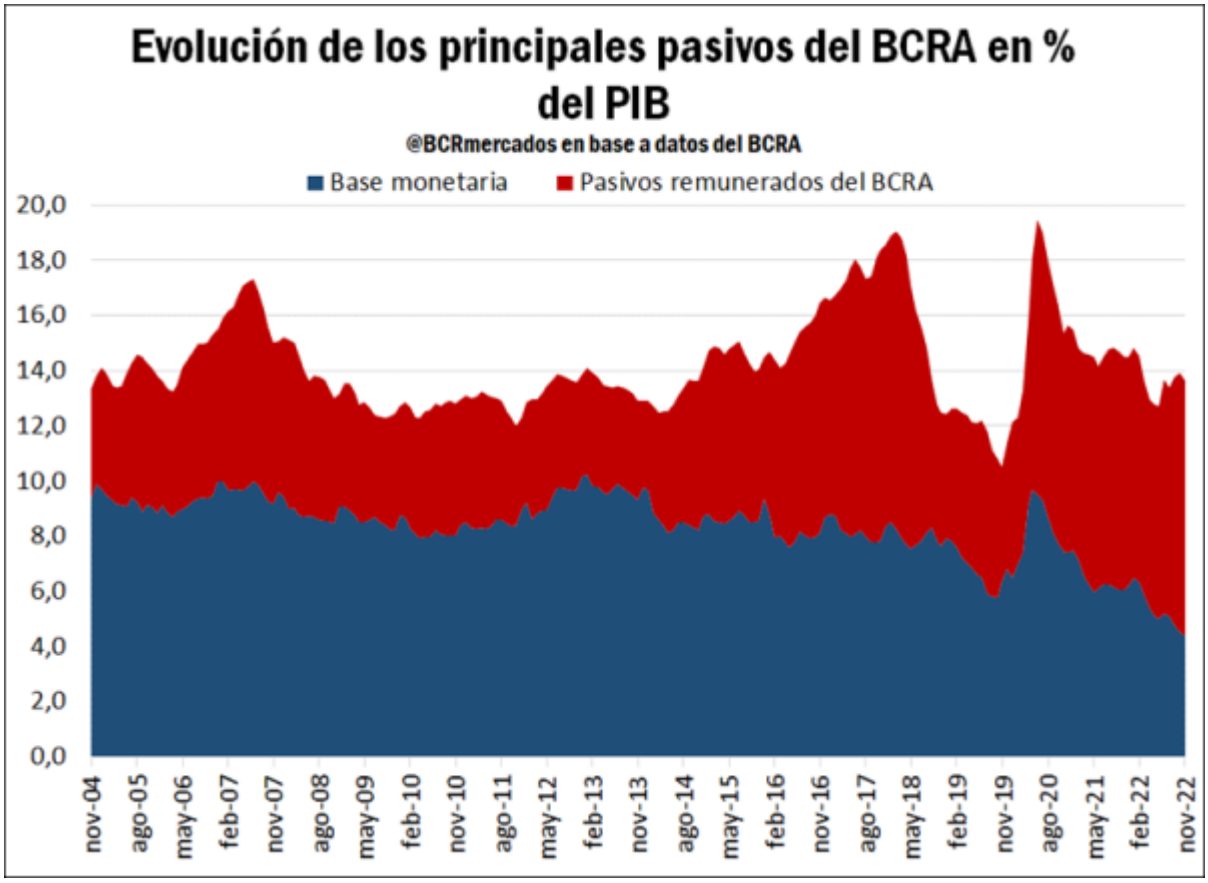
Más allá de eso, un punto a destacar respecto de este indicador es que en el período entre puntas 2004 y 2022, el pasivo se mantuvo estable en términos del PIB, en el orden del 14% aproximadamente. No obstante, es notable la caída en la

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

demanda de dinero que se refleja en la disminución de la ratio entre base monetaria y PIB. Al mes de noviembre de 2022 alcanzó un piso de 4,4% respecto al producto, mientras que en 2004 era prácticamente el doble. A partir del gráfico presentado, se logra observar que desde el año 2013 comienza a comprimirse paulatinamente el indicador de la base monetaria en sintonía con la aceleración inflacionaria que fue provocando falta de confianza en la moneda local, sumado a que la falta de dólares generó controles cambiarios que dificultaron el acceso a dólares oficiales e impactando aún más en la confianza de la moneda local.



- **Desde el año 2011 Argentina no logra acumular reservas de forma sostenida ante un gran deterioro de la cuenta corriente cambiaria y una inestable cuenta financiera**

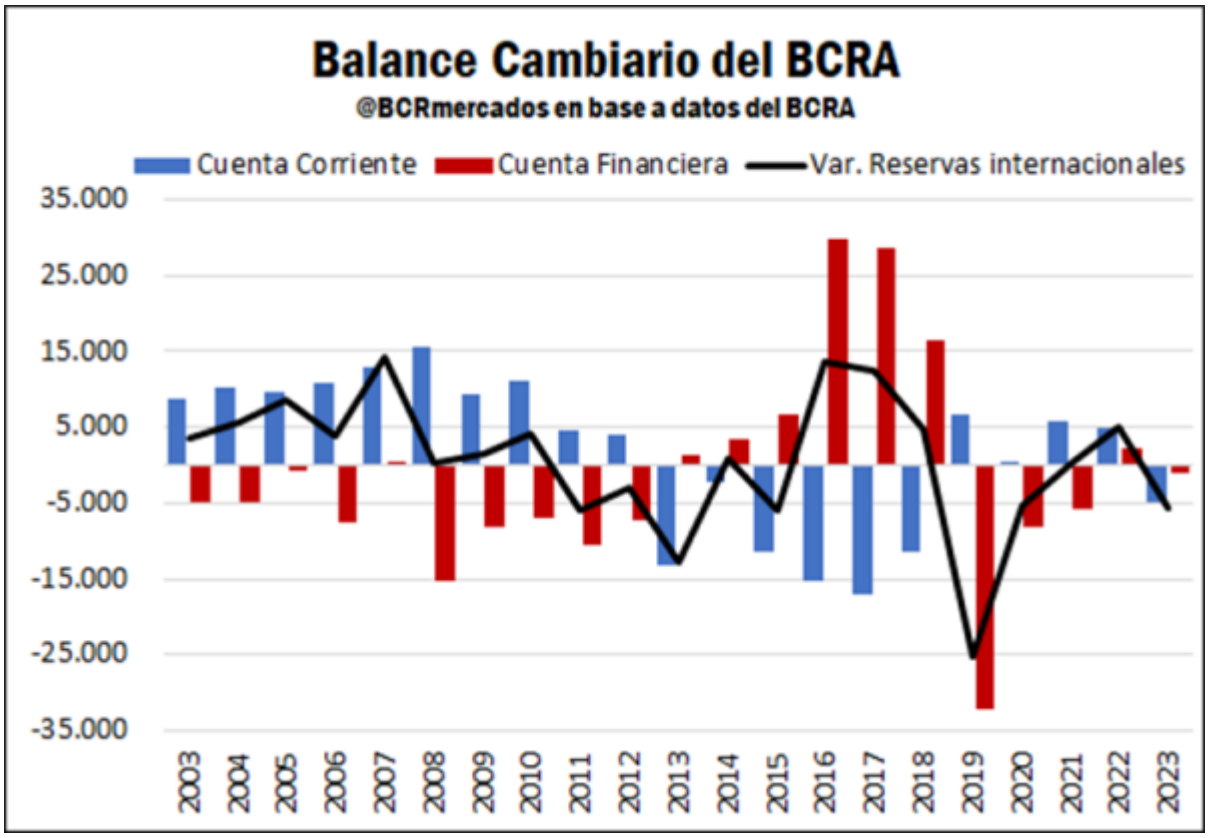
Al observar lo que sucede en el sector externo argentino, por un lado, se encuentra la cuenta corriente cambiaria, que incluye a grandes rasgos los cobros por exportaciones netas (de importaciones) de bienes y servicios, los pagos netos de intereses de deuda y las remesas de utilidades. Por otro lado, la cuenta financiera implica en general los ingresos/egresos por préstamos del exterior, la inversión extranjera directa y en cartera y la dolarización del sector privado.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

El superávit de la cuenta corriente por ingreso genuino de divisas vinculado al comercio de bienes y servicios con el exterior es un aspecto fundamental para financiar la cuenta financiera y en todo caso acumular dólares para fortalecer el activo del Banco Central.

Entre 2003 y 2010 se observa un resultado muy positivo de la cuenta corriente cambiaria del Central, por altos superávits comerciales y cobros netos por servicios que sobrepasaban ampliamente las necesidades de pagos de intereses de deuda, los envíos al exterior de remesas de utilidades y el déficit de la cuenta financiera. Es decir, se pudo acumular reservas internacionales que permitían mantener el equilibrio macroeconómico del sector externo.



A partir de 2011, la cuenta corriente cambiaria comenzó a debilitarse ante una demanda creciente de dólares por importaciones de sectores diferentes al agro y una creciente presión de la cuenta financiera dominada por una gran dolarización del sector privado no financiero. Entre 2006 y 2011 la Formación de Activos Externos de este sector fue de US$ 81.950 millones, algo que se tornó insostenible y que terminó con la instauración de un cepo cambiario en octubre de 2011, el que perduró hasta diciembre de 2015.

A finales de 2015, tras el cambio de gobierno, se salió rápidamente del cepo, lo que generó confianza en los mercados y motivó un gran ingreso de capitales con un saldo de la cuenta financiera sumamente elevado que financió los resultados de la cuenta corriente que se tornó muy negativa. Claramente esa necesidad de financiamiento permanente conformaba

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

una situación poco sostenible en el largo plazo. En general, se configuró un escenario de un gran atraso cambiario financiado por ingreso de capitales que descalabró el sector externo hasta que, en 2018, se produjo un Sudden Stop, momento en el cual se comenzó a devaluar y los capitales -muchos de ellos colocados en pasivos remunerados del Central (LEBAC)- decidieron salir del país de forma dolarizada y generaron un escenario de gran inestabilidad que perdura hasta la actualidad. En dicho momento, se decidió tomar un crédito con el FMI para brindar confianza a los mercados, pero no funcionó y los dólares se utilizaron para pagar vencimientos de deuda y cubrir la corrida cambiaria que no se pudo frenar. Esto terminó con un nuevo cepo cambiario hacia agosto/octubre de 2019, previo al cambio de gobierno, y que se mantiene hasta el día de hoy, con un gobierno que busca sostener la estabilidad externa con una sequía histórica que no colabora para acumular dólares y mantener la sustentabilidad de las cuentas externas.

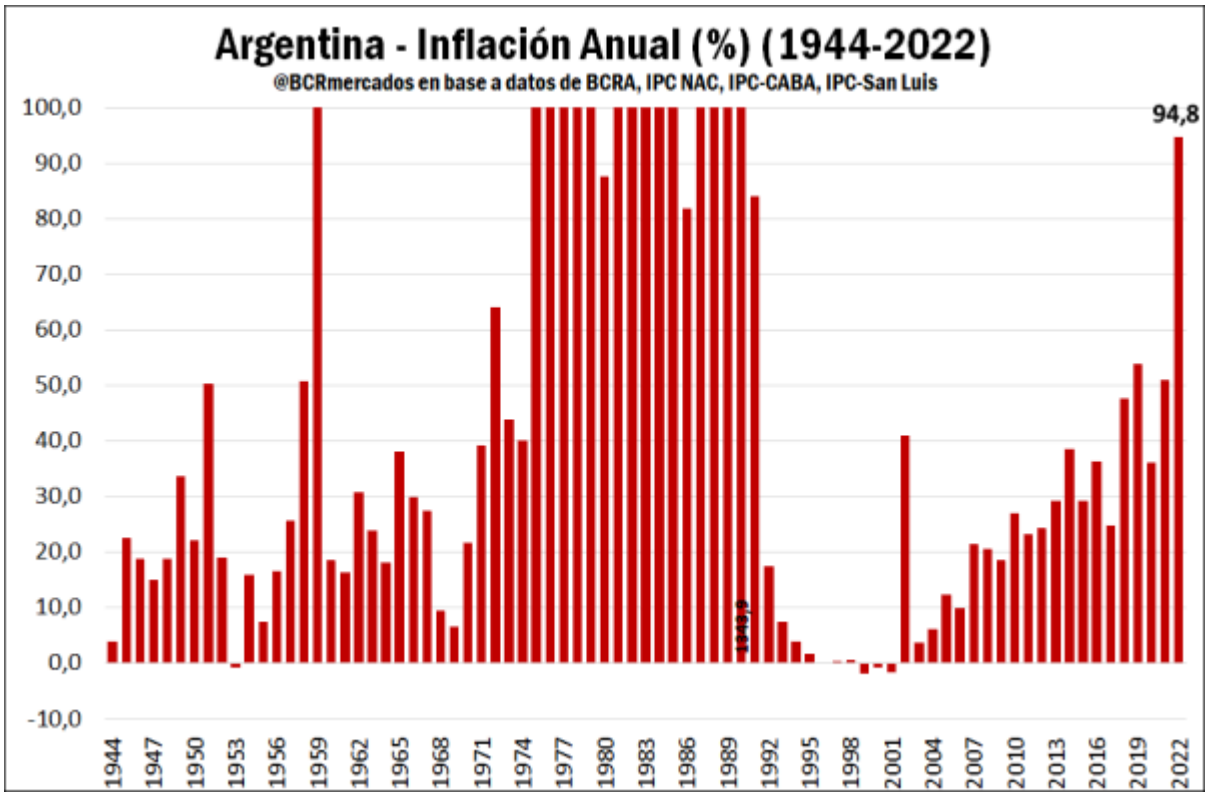
- **Las consecuencias de los descalabros monetarios y del sector externo llevan a una inflación que está en el punto máximo desde 1990**

A partir los aspectos descritos anteriormente, se puede concluir que Argentina hace más de una década que no logra salir de un escenario de desequilibrios macroeconómicos básicos. Del lado fiscal, importantes déficits fiscales con amplio financiamiento monetario dificultando la estabilidad del pasivo del Banco Central. Respecto al sector externo, desde 2011 no se logra un proceso de acumulación de divisas sustentable vía cuenta corriente y exportaciones netas positivas de bienes y servicios. El resultado ha sido grandes aumentos en los volúmenes de deuda y caídas sucesivas en las reservas internacionales netas; es decir, un activo de la autoridad monetaria cada vez más debilitado con un pasivo en pesos cada vez más grande.

De esta forma, las dificultades de los gobiernos para mantener una economía sostenible en un marco de concertación con los diferentes actores de la economía y la sociedad argentina, ha conducido al escenario actual de inestabilidad monetaria generalizada con una inflación creciente, que es la consecuencia y no la causa de los problemas macroeconómicos.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



De cara al futuro, persisten importantes desafíos y la necesidad de una gran capacidad de gestión política/técnica para encauzar la economía hacia un escenario de estabilidad y crecimiento. Los caminos para alcanzar dicho objetivo pueden ser diversos, pero será primordial encontrar una salida que no siga socavando la credibilidad de los gobiernos en su accionar de la política económica.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824