



**INFORME
INTERNACIONAL
EMBAJADA
ABIERTA**

**Informe
Septiembre de 2019**

Contenidos

**- Radiografía del endeudamiento
argentino**

I – RADIOGRAFÍA DEL ENDEUDAMIENTO ARGENTINO

Desde finales de 2015 y hasta la actualidad, Argentina experimentó el proceso de endeudamiento de mayor magnitud y velocidad de toda su historia. El vertiginoso crecimiento de la deuda propició de forma temprana una crisis que da cuenta del fracaso de la estrategia financiera elegida.

A principios de 2018, frente a un desbalance record en las cuentas externas y el cambio de humor de los mercados internacionales, el gobierno recurrió a la asistencia del FMI para atender la crítica situación de la deuda. La decisión evidenciaba que los compromisos resultaban ya por entonces impagables sin el acceso a nuevo financiamiento.

Luego de casi un año y medio, y con la derrota en las elecciones primarias todavía fresca, la propia estrategia de asistencia acordada con el FMI naufragó. El pasado 26 de agosto, el gobierno argentino anunció el incumplimiento de los compromisos de deuda de corto plazo y dio inicio a un proceso de reestructuración cuyos detalles son aún desconocidos.

El reciente impago de la deuda de corto plazo y la decisión de avanzar en una reestructuración de los títulos de mediano y largo plazo, así también como de los compromisos con el Fondo Monetario Internacional, sinceran una situación que la cotización de los títulos públicos reflejaba hace mucho tiempo.

Por primera vez en la historia económica argentina, un gobierno debe reestructurar los pagos de la deuda contraída en su propia administración, aún a pesar de haber contado con un apoyo histórico del FMI. La magnitud, la velocidad y las características del endeudamiento asumido explican en buena medida los trágicos resultados alcanzados y configuran la carga que heredará la próxima administración.

- Crisis y deuda

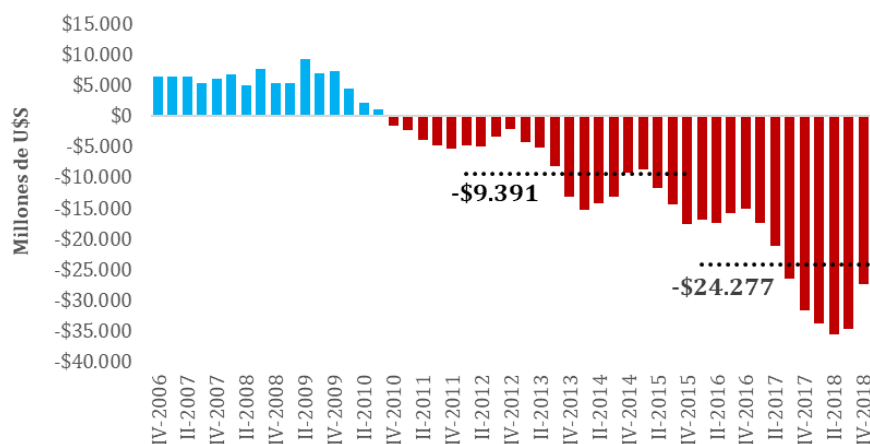
Las crisis económicas en Argentina tienen, por lo general, su raíz en el desbalance de las cuentas externas. La acumulación de resultados negativos en las transacciones internacionales desencadena ajustes violentos que suelen expresarse en episodios de crisis cambiarias con impacto sobre la dinámica de los precios, la distribución del ingreso, el crecimiento económico y el desempleo (Ver Informe EA – Agosto 19).

La deuda externa ha jugado históricamente un peligroso papel en los ciclos económicos argentinos. Se trata de un elemento que usualmente se ha utilizado para postergar por

un cierto período de tiempo la corrección de las cuentas externas, pero que a mediano plazo termina por agravar la situación, debido a la necesidad de hacer frente a los vencimientos de intereses y capital de la deuda.

La actual crisis no es la excepción; la decisión de la administración Macri de acrecentar el desbalance externo de la economía argentina¹ y financiarlo con un masivo proceso de endeudamiento externo, terminó por desencadenar una grave crisis en la primera mitad de 2018 y generó una carga de endeudamiento que afectará la agenda de política económica e internacional del país en los próximos años.

Cuenta Corriente del Balance de Pagos como % del PBI



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC.

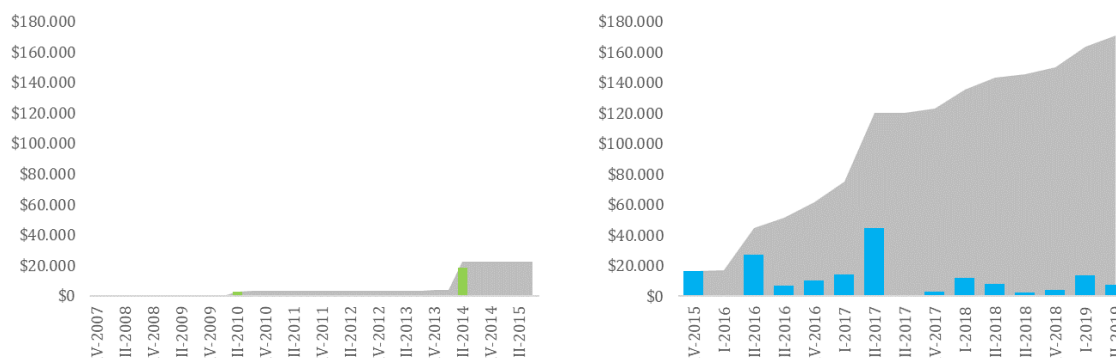
- A toda velocidad y en moneda extranjera

El proceso de endeudamiento reciente ha sido no sólo el de mayor magnitud de la historia argentina, sino también el de mayor velocidad. El análisis de la evolución de las emisiones de deuda permite observar que la administración actual contrajo nueva deuda con tenedores privados entre diciembre de 2015 y agosto de 2019 por un monto superior a los U\$S171.000 millones. Los registros no incluyen el préstamo record del

¹ En 2017, la economía argentina alcanzó un record histórico de necesidades de financiamiento, las cuales superaron los U\$S 31.000 millones anuales.

FMI, ni el incremento del financiamiento de otras instituciones internacionales de crédito como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros.

Emisiones de deuda acumuladas por trimestre en distintas presidencias.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos Eikon Reuters.

La política de endeudamiento se inició de manera temprana en diciembre de 2015, a través de la suscripción de un conjunto de títulos que se utilizarían para afrontar el fallo por el litigio que Argentina mantenía en tribunales de Nueva York con los Fondos Buitres. Los aproximados U\$S13.700 millones de deuda emitidos bajo legislación extranjera con vencimientos en 2022, 2023 y 2025, fueron la llave que permitió a la gestión Macri destrabar el acceso a los mercados financieros².

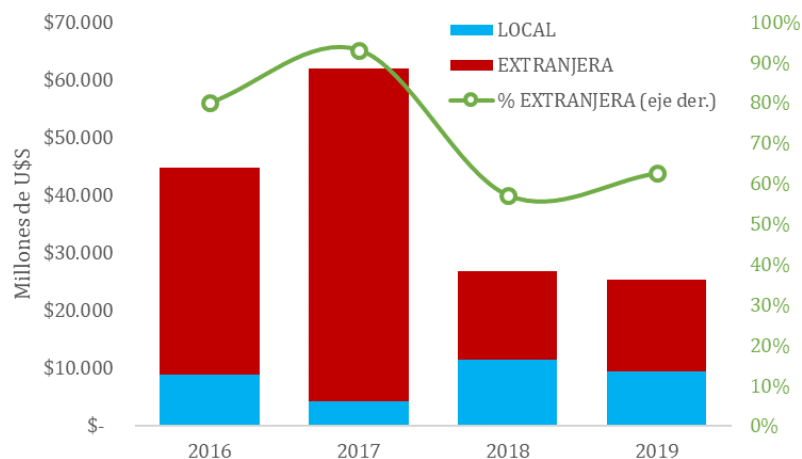
Desde entonces, la deuda adquirió un ritmo vertiginoso, siendo la mayor parte de la misma denominada en moneda extranjera. La suscripción de un elevado volumen de deuda en moneda extranjera suele conocerse como el “pecado original” de las economías en desarrollo. Se trata de un fenómeno ampliamente estudiado y documentado, que da cuenta de que la incorporación de deuda en una moneda diferente a la que domina los ingresos del acreedor puede generar graves problemas de repago. El freno repentino al financiamiento externo y la irrupción de episodios de crisis cambiaria tiende a incrementar el peso de la deuda afectando las condiciones de liquidez y solvencia.

Hasta agosto de 2019, el 81% de la deuda emitida en mercados privados por la administración Macri se denominaba en moneda extranjera (mayormente dólares). Los encargados de la definición de la estrategia financiera justificaban su decisión en los

² Se trata del 82% de las emisiones de deuda del 2015, que se incluyeron en la contabilidad de 2015.

menores intereses implícitos en la deuda denominada en dólares. Detrás de estos argumentos operaban un conjunto de proyecciones y escenarios económicos con una inflación descendente, que terminaron demostrándose a todas luces irreales.

Emisiones de deuda de la Argentina por tipo de moneda



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos Eikon Reuters.

La preminencia del endeudamiento en moneda extranjera configuró un peculiar escenario. Las divisas provenientes de la deuda eran ingresadas al país y canjeadas por pesos. Dichos pesos eran posteriormente absorbidos por los instrumentos de deuda del Banco Central en el marco de su estrategia monetaria (LEBACS). Mientras el Gobierno emitía deuda en dólares para solventar sus necesidades fiscales y externas, el Banco Central emitía deuda para neutralizar los efectos monetarios de la deuda del Tesoro. Argentina desarrollaba así, una paradójica estrategia según la cual el Estado Nacional contraía deuda para compensar los efectos de la emisión de su propia deuda.

Los cuantiosos volúmenes de deuda externa contraída hasta principios de 2018, favorecieron un escenario de apreciación cambiaria que, junto a los atractivos intereses ofrecidos por los títulos de deuda de corto plazo del Banco Central y la desregulación a los movimientos de capitales internacionales propiciaron el arribo de capitales especulativos. El denominado *carry trade*, se configuró como una carga adicional de corto plazo, que cuando las condiciones financieras se modificaron, se transformó en un agravante para la crisis cambiaria y el deterioro de las reservas. Tras el estallido de

la crisis de 2018, dicha deuda fue parcialmente transformada en deuda del Tesoro a través de un conjunto de nuevos instrumentos (LECAP, BOTES, LETES, LECER, etc.).

- La tormenta que no fue

A principios de 2018 una serie de factores internacionales parecían poner fin al ciclo de bajas tasas de interés a nivel internacional (Ver Informe EA – Febrero 18). En dicho contexto, al que se agregó un desbalance externo record y la sequía que afectó a la producción agropecuaria argentina, el gobierno realizó una serie de movimientos que terminaron por incrementar la preocupación sobre la situación de la deuda. En enero de 2018, el Ministro de Finanzas de la Nación realizó una colocación de U\$S9.000 millones con la que buscó adelantarse a los acontecimientos. El apuro y el volumen de la operación sembró alarmas respecto de las necesidades de financiamiento que presentaba Argentina en el nuevo contexto.

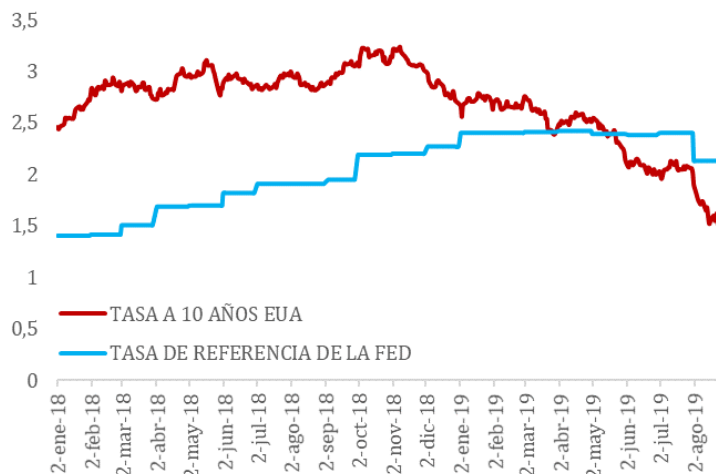
Una vez iniciada la salida de capitales y la huida de los títulos de deuda argentina, el gobierno decidió recurrir al Fondo Monetario Internacional. También en este caso, la decisión gatilló una mayor desconfianza de los inversores. Se ratificaba que Argentina había perdido el acceso a los mercados internacionales de crédito, por lo que debía recurrir al prestamista de última instancia internacional para no *defaultear* su deuda.

En tiempo record, con importantes incongruencias y renegociaciones y un monumental sacrificio de reservas, el FMI asistió al gobierno argentino con un paquete de ayuda que resultó ser el más importante de la historia del organismo (U\$S 57.000 millones).

La economía internacional modificó rápidamente su rumbo, y antes de finales de 2018 el temor respecto de un cambio de enfoque en las políticas monetarias de los países desarrollados se disipó (Ver Informe EA – Febrero 19). La Reserva Federal abandonó su estrategia de suba de tasas, y a principios de 2019 anunció nuevas bajas.

A pesar del cambio de las condiciones internacionales, que según las autoridades locales había precipitado la crisis, la economía argentina continuó inmersa en un escenario de altísima fragilidad. Ni la reducción de las tasas en el plano internacional, ni las reformulaciones del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional permitieron disipar las dudas sobre la capacidad de pago de la economía argentina.

Tasa de referencia de la Reserva Federal y de la deuda a 10 años de EUA.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos FRED St. Louis.

Las negociaciones entre el gobierno y el FMI respecto de utilización de los recursos comprometidos para garantizar el pago de la deuda externa a fin de alcanzar una cierta estabilidad cambiaria en el marco del cronograma electoral signaron la relación con el organismo internacional en 2019 (Ver Informe Mayo-19).

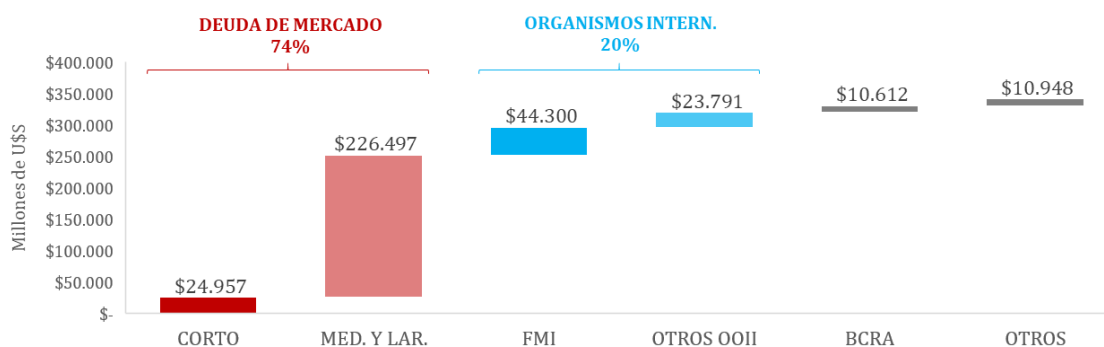
Los resultados de dichas negociaciones se encuentran hoy a la vista tras el anuncio de la reestructuración de la deuda pública de corto plazo. En contra de sus estatutos, el FMI accedió a que se utilizaran recursos del préstamo *stand by* para sostener la estabilidad del tipo de cambio. En particular aquellos fondos que el Tesoro debía reservar para el pago de las deudas de corto plazo, se volcaron en subastas diarias hasta las elecciones de agosto. Se trata precisamente, de la deuda que el gobierno decidió reestructurar semanas después de conocerse el resultado de las elecciones primarias.

- La estructura de la deuda

Según la información disponible del Ministerio de Hacienda de la Nación, la deuda bruta de la argentina ascendía a U\$S341.105 millones, de la cual aproximadamente el 74% corresponde a deuda de mercado (es decir con cotización e intercambios en mercados de deuda secundarios), el 20% a organismos internacionales, y el resto a deuda en manos de organismos oficiales y el BCRA.

Los malos resultados de las licitaciones para la renovación de letras de corto plazo del 16 y 28 de agosto terminaron por impulsar la reestructuración de la deuda soberana. La estrategia de “reperfilamiento” establecida por el Ministerio de Hacienda propone un tratamiento diferencial para los principales segmentos de la deuda: (i) deuda de corto plazo, (ii) deuda de mercado de mediano y largo plazo, y (iii) deuda con el FMI.

Estructura de la deuda bruta argentina al 31/07/2019 según composición.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Ministerio de Hacienda.

Para la deuda de corto plazo (LECAP, LETES, LECER y LELINK), que representa alrededor de U\$S25.000 millones (10% de la deuda de mercado y 7% del total), se estableció una reprogramación según la cual se reconoce solamente el 15% del capital al momento de vencimiento, un 25% tres meses después y un 60% luego de seis meses. Se excluyó de la reestructuración a las personas humanas, ya sean tenedores directas o través de Fondos Comunes de Inversión.

El incumplimiento de la deuda de corto plazo abarcó por igual a las letras denominadas en moneda local (46%) y dólares (54%). Se trata de un aspecto extravagante, dada la potestad de emitir los fondos necesarios para el pago de la deuda en pesos que posee el soberano. La decisión fue analizada inicialmente como parte de una estrategia orientada a evitar que los vencimientos de títulos en pesos sean utilizados por los inversores para adquirir divisas en el mercado cambiario. No obstante, el posterior establecimiento de controles de capitales que restringieron la adquisición de divisas invalida la hipótesis. Tampoco el cumplimiento de la meta monetaria acordada con el FMI permite explicar la situación, en tanto la misma no fue alcanzada en el marco de la crisis cambiaria.

El denominado “reperfilamiento” de la deuda corta afectó principalmente a tenedores locales, generando importantes inconvenientes en la industria de Fondos Comunes de Inversión y entre las empresas que utilizan este tipo de instrumentos para su gestión financiera. La decisión afectó el acceso a fondos cuyo destino final es por lo general el pago de gastos corrientes tales como capital de trabajo y salarios.

En paralelo, se informó la decisión de avanzar en la reestructuración de la deuda de mercado de mediano y largo plazo, que representa las dos terceras partes de la deuda bruta (U\$S226.497 millones). En este caso se propusieron tratamientos diferentes según sean títulos emitidos bajo legislación extranjera o nacional³.

En el caso de los títulos bajo legislación local se enviará un proyecto de ley al Congreso Nacional, en el que deberán especificarse las condiciones de la reestructuración y del que aún se desconocen los detalles. En este segmento se cuentan importantes tenencias del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES, por lo que las decisiones podrían afectar su patrimonio.

En el caso de los títulos emitidos bajo legislación extranjera se pretende iniciar los pasos de negociación establecidos en los prospectos de los títulos. El litigio con los fondos buitres sentó precedentes regulatorios, tales como la interpretación sobre las cláusulas *pari passu*, de default cruzado y las denominadas cláusulas de acción colectiva (CAC), que afectarán el alcance y posibilidades de la reestructuración. Dentro de este universo se concentran las tenencias de grandes fondos de inversión internacionales.

Finalmente, el anuncio incluyó también la decisión de avanzar en la renegociación del acuerdo con el FMI (13% de la deuda bruta). La decisión implica el sinceramiento de una situación a todas luces insostenible, dada la carga que significaban los vencimientos de capital para los años 2021/2023. Desde entonces, y en paralelo a los incumplimientos del gobierno argentino, los desembolsos restantes del programa con el organismo comenzaron a ser puestos en duda.

- Consideraciones finales

La reciente propuesta de reestructuración de la deuda realizada por el gobierno argentino constituye el sinceramiento del fracaso de su estrategia financiera. La velocidad y magnitud del proceso de endeudamiento colocaron a la economía argentina

³ La presentación realizada por el Ministro de Hacienda consigna que se buscará excluir de esta reestructuración a los títulos emitidos en los canjes de deuda resultantes de reestructuraciones anteriores.

en situación de extrema vulnerabilidad ante el cambio en el humor de los mercados financieros. La imposibilidad de hacer frente a los pagos que se expresó en el pedido de ayuda al Fondo Monetario Internacional, tuvo también un desenlace fatídico, al anunciarse la reestructuración de la deuda aún en el marco de un acuerdo de magnitudes históricas.

La reestructuración de la deuda de corto plazo decretada, difícilmente aporte al establecimiento de un cronograma de pagos sostenible para la deuda en su conjunto. Esto se debe no sólo a que representa una proporción baja de la deuda total (7,3% de la deuda bruta), sino que a su vez el abordaje propuesto implicó trasladar la carga de vencimientos al próximo gobierno sin atender el hecho de que los fondos orientados a dicho pago fueron utilizados para el sostenimiento del tipo de cambio en los meses previos a las elecciones primarias y que poco se ha hecho para recuperar el acceso a los mercados.

La desmesura y los desaciertos del endeudamiento de la administración Macri ubican al país en una situación de reincidente mala praxis financiera. Argentina deberá renegociar los términos de su deuda, apenas 9 años después de la apertura del último canje realizado en 2010.

La economía deberá enfrentar no sólo las dramáticas consecuencias de una nueva crisis de endeudamiento sobre el tejido social y productivo del país. Además, deberá incorporar nuevamente a su agenda de política internacional el tratamiento a un heterogéneo conjunto de acreedores entre los que se cuentan organismos internacionales de crédito, grandes fondos de inversión y pequeños y medianos ahorristas.