



# AGENDA ECONÓMICA 12

## LA PEOR VERSIÓN DE LA RESTRICCIÓN EXTERNA

Septiembre 2019



**Observatorio**  
de Coyuntura Económica  
y Políticas Públicas

## CLAVES

- El reperfilamiento le permite al gobierno ahorrarse el pago de 9.306 millones de dólares en 2019. De los cuales 45% son en moneda extranjera y 55% en moneda local.
- Los montos reperfilados (con sus respectivos intereses) se sumarán a los elevados vencimientos ya pautados para el año próximo, por lo que ahora el perfil de vencimientos de capital e intereses para 2020 se ubica en 30.483 millones de dólares en moneda extranjera y 22.985 millones de dólares en moneda local.
- Si descontamos la deuda a pagar con organismos del sector público, el monto a desembolsar es 25.244 millones de dólares en moneda extranjera y 15.354 millones de dólares en moneda local.
- Aún con la importante recesión que acarrea el país, el superávit de cuenta corriente estimado para el año próximo no será suficiente para financiar los vencimientos de deuda de 2020.
- En 2015, los vencimientos proyectados para 2020 (excluyendo al sector público) ascendían a 7.264 millones de dólares, de los cuales apenas 3.323 millones de dólares correspondían a moneda extranjera. Es decir que el 87% de los vencimientos en moneda extranjera y el 83% de los vencimientos totales del próximo año se explican por la política económica del actual gobierno.
- El aspecto financiero de la restricción externa será un gran desafío para la economía argentina en los próximos años. Si antes el superávit de cuenta corriente alcanzaba para equilibrar al sector externo, hoy ya no. Esto es particularmente preocupante en un contexto donde la Argentina se encuentra aislada del mercado financiero internacional desde enero de 2018, por lo que las posibilidades de refinanciación de la deuda son acotadas o inciertas.

### 1- EL AGRAVAMIENTO DE LA RESTRICCIÓN EXTERNA

El principal problema económico de la Argentina en el año 2015 era la escasez de divisas. Para ese entonces, se había extinguido el superávit comercial que había permitido financiar el crecimiento económico, el desendeudamiento y la acumulación de reservas. En efecto, según el balance cambiario, en 2015 el déficit de cuenta corriente<sup>1</sup> fue de 6.949 millones de dólares (sin contar intereses del sector público nacional)<sup>2</sup>. Con el cambio de gobierno, el déficit de cuenta corriente sin la mencionada partida se profundizó llegando a un récord de 10.200 millones de dólares.

Este agravamiento de la pérdida de divisas por la cuenta corriente fue financiado fundamentalmente con ingresos de deuda externa. Primero con fondos privados, luego con el Fondo Monetario Internacional. Esta dinámica explotó en 2018. Desde ese entonces la devaluación y el ajuste fiscal han impactado fuertemente en la actividad económica y con ello en la salida de divisas. En efecto, para los próximos cuatro meses se espera un superávit por la vía de la cuenta corriente de 10.293 millones de dólares (excluyendo intereses), que se explica principalmente por el derrumbe de las importaciones a causa de la recesión.

---

<sup>1</sup> El resultado de la Cuenta Corriente abarca saldo comercial de bienes y servicios, remisión de utilidades, intereses y transferencias.

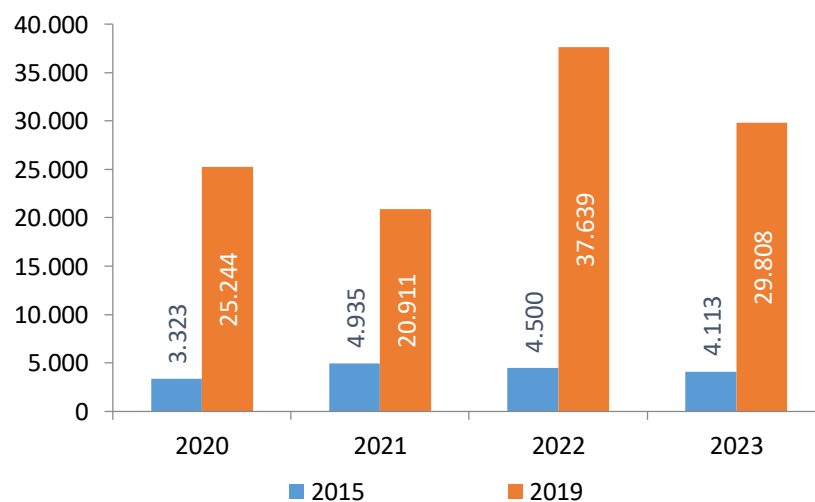
<sup>2</sup> En este informe nos referiremos al saldo de la Cuenta Corriente restando el pago de intereses del sector público nacional para evitar la contabilización duplicada cuando se compara dicho saldo con el monto de vencimientos de deuda, que incluye pagos de capital e intereses.

Pero si antes el superávit comercial hubiese alcanzado para equilibrar las cuentas externas, en la situación actual el peso de los vencimientos de la deuda impide esta posibilidad. En efecto, en lo que resta del año, a pesar del reperfilamiento, el Estado Nacional afronta vencimientos por 11.913 millones de dólares entre capital e intereses con el sector privado y organismos internacionales, de los cuales 6.501 millones son en moneda extranjera. Cuando proyectamos salidas por otras vías de la cuenta capital como la formación de activos externos, el resultado es una pérdida neta de divisas.

Una situación análoga se presenta para el año siguiente. De mantenerse deprimido el nivel de actividad económica y el tipo de cambio real en los niveles actuales, el superávit de cuenta corriente sin intereses del sector público nacional ascendería a 18.945 millones de dólares, por debajo de los vencimientos por 25.244 millones de dólares en moneda extranjera y los 40.598 millones de dólares totales. El escenario sería aún pero si se incluyen otras partidas de la cuenta capital y financiera.

Esta situación evidencia la negligencia de la política de endeudamiento llevada adelante en los últimos tres años. En el año 2015, el perfil de vencimientos para el año 2020, sin incluir la deuda intra Estado, era apenas de 7.624 millones de dólares (USD 3.323 M en moneda extranjera). En el gráfico 1 se puede ver cómo se modificó el perfil de vencimientos de capital e intereses con el sector privado y organismos internacionales para el periodo 2020-2023. Además del considerable aumento de los compromisos externos, y en parte producto de este cambio, la economía argentina sufre el agravante de encontrarse en un contexto de total aislamiento en el mercado de deuda, lo que dificulta cualquier refinanciación. Por caso, desde enero de 2018 el país no realiza colocaciones de bonos en el mercado internacional de deuda y la última licitación de letras de corto plazo se declaró desierta.

**Gráfico 1. Perfil de vencimientos de la deuda en moneda extranjera\* en 2015 y en 2019 con el sector privado y organismos internacionales.**



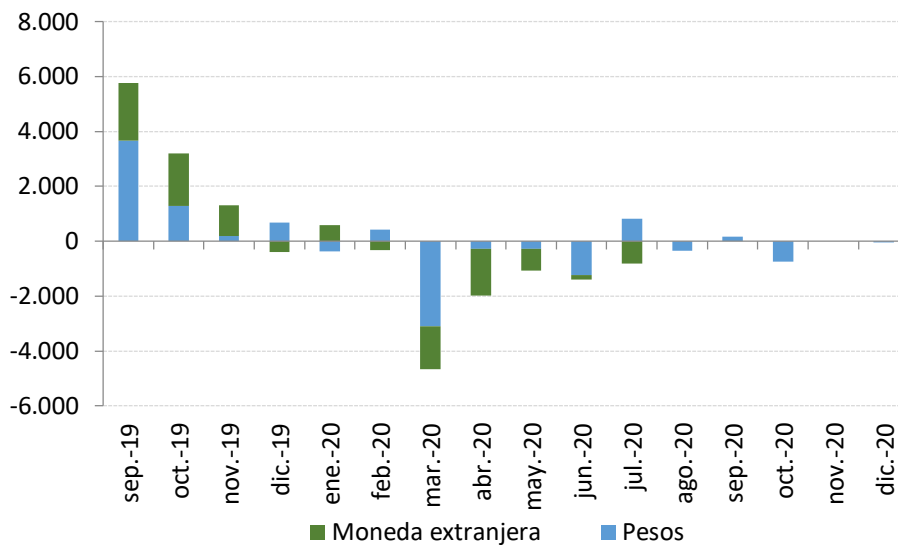
Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, BCRA, ANSES y BNA.

\*Incluye capital e intereses

## 2- LOS VENCIMIENTOS REALES DE LA DEUDA

El “reperfilamiento” de deuda dispuesto por el gobierno nacional permitirá posponer en lo que queda del año pagos por 9.306 millones de dólares. Estos se agregarán a los abultados vencimientos de 2020,<sup>3</sup> junto a 1.472 millones de dólares en concepto de intereses adicionales. En este sentido, el mes de marzo será el más cargado por los vencimientos de la deuda reperfilada.

**Gráfico 2. Ahorro neto por reperfilamiento de letras en pesos y en dólares. En millones de dólares.**



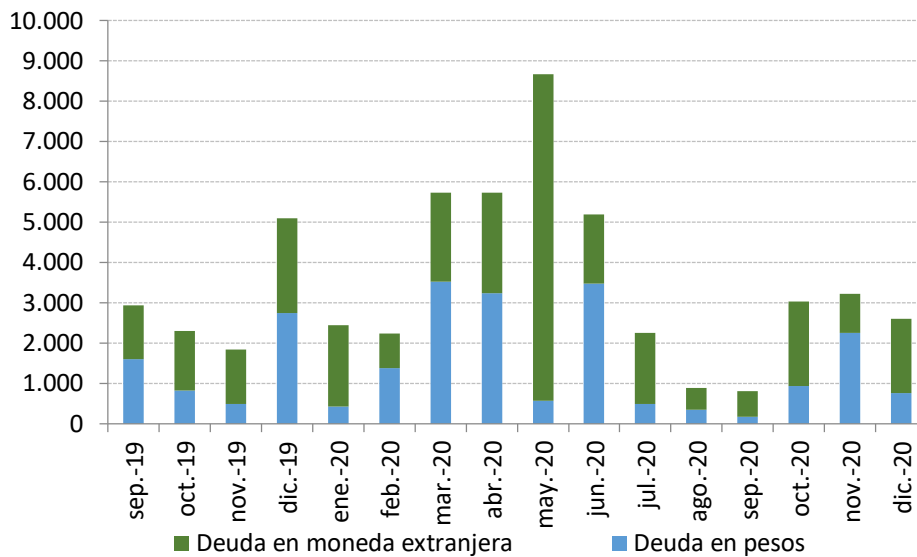
Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas

A continuación se presentará un análisis detallado de los vencimientos restantes de 2019 y de 2020, diferenciando por acreedor. Para realizar este ejercicio se utilizaron los datos de la Secretaría de Finanzas, los cuales fueron ajustados por el reperfilamiento y pagos adelantados como el Repo. Asimismo, se actualizó el perfil de vencimientos en pesos al tipo de cambio vigente<sup>4</sup>. La diferenciación por tipo de moneda resulta relevante por diversos factores. En primer lugar, porque contextos devaluatorios licúan los montos adeudados en pesos, no así en dólares. En segundo lugar, porque el Estado Nacional tiene capacidad de emitir o de acceder a financiamiento en moneda local bajo condiciones menos estrictas. En tercer lugar, porque si bien los pesos pueden resultar en mayor demanda de divisas, este traspaso se puede limitar con diversas medidas regulatorias. Por lo tanto, la deuda en moneda extranjera plantea mayores exigencias que la denominada en moneda local. El gráfico 2 refleja los vencimientos de capital e intereses por tipo de moneda para lo que resta de 2019 y 2020 con el sector privado y organismos internacionales.

<sup>3</sup> Las letras reperfiladas se pagan en su totalidad a las personas humanas a la fecha de vencimiento, en tanto a las personas jurídicas se les abona el 15% de inmediato, el 25% a los 3 meses y el 60% a los 6 meses.

<sup>4</sup> Los datos de la Secretaría de Finanzas se encuentran actualizados hasta julio, por lo cual la estimación en millones de dólares de la deuda en moneda local se realizó a un tipo de cambio que no es el vigente.

**Gráfico 3. Vencimientos en moneda extranjera y moneda doméstica post-reperfilamiento con el sector privado y organismos internacionales. En millones de dólares.**



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, BCRA, ANSES y BNA.

Asimismo, resulta relevante descomponer la deuda por acreedor. En particular, es importante distinguir aquellos pagos destinados al sector público, ya que las condiciones de refinanciamiento con los organismos públicos es más elevada que con el sector privado. En otras palabras, la dificultad de refinanciar vencimientos con los privados que se evidencia en Argentina desde principios de 2018 no se expresa en aquellos pagos orientados a agencias públicas. En este sentido, también es interesante descomponer los vencimientos destinados a organismos internacionales, ya que las condiciones de refinanciamiento no necesariamente son las mismas que con el sector privado.

**Cuadro 1. Vencimientos de capital e intereses por moneda y acreedor. En millones de dólares.**

Mes	Deuda en pesos				Deuda en dólares			
	Privado	Sector público	OoII	Total	Privado	Sector público	OoII	Total
Sep-Oct 2019	5.413	4.658	0	10.070	5.078	463	1.422	6.964
2020	15.354	7.541	0	22.895	21.028	5.239	4.216	30.483
2021	5.249	1.858	0	7.106	13.070	10.471	7.842	31.383
2022	2.489	201	0	2.689	17.282	8.476	20.357	46.115
2023	2.376	201	0	2.577	11.379	10.035	18.429	39.843
<b>2020-2023</b>	<b>25.468</b>	<b>9.800</b>	<b>0</b>	<b>35.268</b>	<b>62.759</b>	<b>34.221</b>	<b>50.844</b>	<b>147.824</b>
<b>2024-2117</b>	<b>5.947</b>	<b>9.519</b>	<b>0</b>	<b>15.466</b>	<b>136.556</b>	<b>25.994</b>	<b>23.370</b>	<b>185.920</b>

Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, ANSES, BNA y BCRA

\* Sector público incluye BCRA, BNA y ANSES.

Los datos del cuadro resultan elocuentes. El próximo gobierno deberá afrontar vencimientos de capital e intereses equivalentes a 183.092 millones de dólares. Dentro de ellos, se registran 147.824 millones de dólares en moneda extranjera, de los cuales 62.759 tienen como acreedor al sector privado. En particular, en 2020 los vencimientos en moneda extranjera con el sector privado ascienden a 21.028 millones de dólares.

En este sentido, un desafío a afrontar por el próximo gobierno es el tipo de vencimientos que se avecinan. El 80,7% del capital y los intereses a vencer se encuentran nominados en moneda extranjera y un 76,8% de ese monto se afrontará con el sector privado y los organismos internacionales. Del total de deuda a afrontar, la deuda en moneda extranjera con el sector privado representa el 34,3% y con organismos internacionales el 27,8%. En otras palabras, predomina el peor tipo de deuda.

La deuda en pesos apenas representa el 19,3% del total de los vencimientos de los próximos cuatro años. La participación del sector público en este rubro asciende al 28%, pero es apenas el 5,4% del total de la deuda.

**Cuadro 2. Vencimientos de capital e intereses por moneda y acreedor. En %.**

Tipo de deuda	2020-2023	2024-2117	Total
Pesos			
Privado	13,9%	3,0%	8,2%
Sector público	5,4%	4,7%	5,0%
OOII	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Total</b>	<b>19,3%</b>	<b>7,7%</b>	<b>13,2%</b>
Dólares			
Privado	34,3%	67,8%	51,8%
Sector público	18,7%	12,9%	15,7%
OOII	27,8%	11,6%	19,3%
<b>Total</b>	<b>80,7%</b>	<b>92,3%</b>	<b>86,8%</b>

Fuente: *elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, ANSES, BNA y BCRA*

\* *Sector público incluye BCRA, BNA y ANSES.*

### 3- REFLEXIONES FINALES: LOS DESAFÍOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

En un contexto de acceso “normal” al mercado financiero internacional, los compromisos externos de la economía argentina son significativos aunque manejables. De mantenerse el contexto de aislamiento financiero como el que se encuentra el país la necesidad de una reestructuración parece inevitable, ya que no hay manera de afrontarlos en los términos en que se encuentran pactados.

A su vez, vale la pena considerar que el superávit de cuenta corriente es el resultado de una aguda recesión económica. Es decir es una “buena noticia” resultante de una “mala causa”. Si la economía retoma la deseable senda del crecimiento con el objetivo de mejorar la situación productiva, de empleo e ingresos, el superávit de cuenta corriente razonablemente no podrá seguir ampliándose en el corto plazo.

Por las razones expuestas, la política de deuda será un tema crucial para el próximo gobierno. Asociado a esto, será fundamental tener una mirada inteligente sobre el uso y ahorro de las divisas. En los últimos cuatro años el país financió una salida de divisas ociosas de enorme envergadura. Por caso, en solo cuatro años la formación de activos externos neta acumuló 75.185 millones de dólares. El resultado es que el próximo gobierno asumirá heredando las deudas acumuladas pero no las divisas.