

La deuda en dólares más que duplica los compromisos “heredados”

Por Equipo monetario Financiero de Centro Cepa

Hace algunos días el actual Ministro de Finanzas, Luis Caputo, indicó: “tres de cada cuatro veces que hemos emitido deuda, ha sido para cancelar deuda”. Estas declaraciones efectúan una doble operación. Por un lado, argumentan que el endeudamiento responde a una “pesada herencia” de elevados vencimientos y, por ende, el aumento de las obligaciones financieras resultaría ajeno al modelo económico que lo sustenta. Por otro, las declaraciones de Caputo omiten deliberadamente que, incluso en un contexto como el actual donde la baja en las tasas favorecería un roll-over de deuda, no hay ninguna necesidad de re-financiar la totalidad de los compromisos con nueva deuda. Incluso en las condiciones actuales del país sería posible sostener un proceso de desendeudamiento con utilización de reservas compuestas por dólares obtenidos por vías más genuinas (por ejemplo, el saldo comercial). Desde ya, esta última opción no es la adoptada por la gestión de Cambiemos.

Asimismo, las declaraciones del Ministro de Finanzas que indican que un 75% de la emisión de deuda de Cambiemos se dirigió a cancelar compromisos previos, **no son precisas**. En efecto, en el presente informe se realiza un análisis de los vencimientos de intereses y capital en moneda extranjera “heredados” por el gobierno de Cambiemos para los años 2016 y 2017, en contraste con las emisiones de deuda en moneda extranjera realizadas por el Estado Nacional desde la asunción del actual gobierno. En este aspecto, y simplemente a fines de contrastar las afirmaciones del ministro Caputo, omitiremos el endeudamiento provincial y del sector privado aunque el mismo contribuye también a la provisión de dólares en la plaza local para cancelación de compromisos en divisa.

Cuadro 1. Vencimientos de deuda “heredados” y nueva emisión de deuda, 2016 -2017
En millones de dólares

Concepto	2016	2017	Acumulado
Compromisos de deuda heredados	11.951	17.520	29.472
Deuda tomada	34.652	35.872	70.524
Ratio (Deuda emitida/Vencimientos)	2,9	2,0	2,4
Ratio (Vencimiento/Deuda emitida)	0,34	0,49	0,42

Fuente: CEPA en base a Ministerio de Finanzas e ITEGA

Aclaración Metodológica: si se incorpora al cálculo los 9.300 millones de dólares pagados a los *Holdouts* en efectivo como parte de los compromisos “heredados”, el ratio Vtos/Deuda acumulado ascendería a 0,55.

Como se observa en el Cuadro 1, en 2016 los vencimientos ascendieron a 11.951 millones de dólares, mientras que el endeudamiento externo del Estado Nacional fue de 34.652 millones de

dólares, prácticamente tres veces más (2,9 veces) que lo necesario para hacer frente a los compromisos del mismo año. Si se efectúa el *ratio* inverso, para intentar probar los dichos de Luis Caputo, vemos que en 2016 sólo un 34% del nuevo endeudamiento se dirigió a pagar deuda en dólares.

En el año 2017 esta situación se sostiene, aunque se observa un *ratio* levemente más elevado. Los vencimientos de deuda previstos para este año son de 17.520 millones de dólares, mientras que la deuda emitida sólo en el primer semestre (considerando hasta el mes de mayo y los 2.750 millones de dólares del bono a 100 años de junio) ya asciende a 35.872 millones de dólares. Se trata de un endeudamiento que en sólo seis meses duplica los compromisos previstos para todo el año. Si se aplica el *ratio* de Luis Caputo, los compromisos “heredados” sólo son el 49% de las nuevas emisiones en dólares del Estado Nacional.

Pueden realizarse los mismos cálculos acumulando el año y medio de gestión de Cambiemos: la deuda en moneda extranjera del Estado nacional suma 70.524 millones de dólares, y los compromisos previos 29.472 millones de dólares. **Cambiemos se endeudó 2,4 veces más que lo necesario, o a la inversa, los vencimientos previos sólo representan el 42% de la deuda emitida por el Estado nacional.**

De esta simple contrastación con datos del propio gobierno, surge la necesidad de explorar someramente hacia adonde se han dirigido los más de 40 mil millones de dólares que el gobierno de Cambiemos tomó en deuda y no utilizó para cancelar “compromisos heredados”.

Sobre los usos del endeudamiento

Como vemos en el Gráfico 1, luego de los casi 30 mil millones de dólares “heredados” en deuda, **la fuga de capitales** (medida como Formación de Activos Externos) **aparece como uno de los principales destinos de los dólares provenientes del endeudamiento del Estado Nacional.** Desde la asunción del gobierno de Macri, el sector privado adquirió en el mercado de cambio local más de 20 mil millones de dólares que, como vimos, en su mayor parte han sido obtenidos por el gobierno nacional a través de endeudamiento. Este esquema de deuda-fuga es muy similar al aplicado en nuestro país algunas décadas atrás.

Gráfico 1. Destino de los dólares del endeudamiento externo de Cambiemos, variación neta 2016 - 2017



Fuente: CEPA en base a BCRA

Adicionalmente, si se contempla la evolución de las reservas del Banco Central (BCRA), vemos que allí también han ido a parar una gran parte de los dólares adquiridos por el Tesoro Nacional en el mercado internacional. Aquí vale la pena destacar que, según dichos del propio presidente del BCRA, las reservas en este modelo económico no tienen ninguna utilidad. Esto se debe a que la consolidación de las “metas de inflación” implica la utilización de un *flex cambiario*, es decir: que el tipo de cambio debería fluctuar libremente pudiéndose depreciar o apreciar según lo decida el mercado, dado que el banco central no intervendría de manera significativa en ningún caso. En este esquema las reservas serían simplemente un activo contable de la autoridad monetaria pero no tendrían implicancias políticas. Un ejemplo de las consecuencias de este tipo de modelos es lo que tuvo lugar en Brasil en 2015: ante una fuerte corrida al Real el Banco Central de Brasil se mantuvo al margen del mercado cambiario, conservando la totalidad de las reservas, y permitiendo que el mercado devaluara la moneda doméstica en un año más de lo que se había depreciado en una década y media.

En síntesis, el contraste de los dichos del Ministro Caputo con los datos correspondientes no sólo permite mostrar su falsedad –vía exageración de los guarismos de “compromisos heredados”-, sino que permite dimensionar de manera clara varias cuestiones centrales. En primer término, y en la medida en que gran parte del endeudamiento (más de la mitad) no fue a pagar deuda vieja, resulta evidente que **la deuda externa es el pilar central del modelo económico de Cambiemos y que la misma se dirige principalmente para financiar la fuga de capitales.** Pero también es relevante destacar **la magnitud del actual ciclo de endeudamiento: permite, al mismo tiempo, cancelar compromisos heredados, fugar más de 20 mil millones de dólares y acumular un importe similar en reservas internacionales.**

Como correlato, el propio sistema económico está dando señales claras de las dificultades para absorber una cantidad de dólares tan significativa. En efecto, el exceso de deuda genera serios inconvenientes en la economía doméstica: la constante emisión monetaria por parte del BCRA para comprar al Tesoro los dólares del endeudamiento produce sucesivos excedentes de pesos que, en virtud de la recesión, no logran canalizarse en la economía real. En este marco, para absorber esas cantidades de pesos (en una mirada monetarista que guía la política del BCRA), dicha institución debe subir su tasa de interés fijando así una referencia y un costo de oportunidad muy elevado a la actividad productiva.

El endeudamiento externo en moneda extranjera no sólo genera problemas de sustentabilidad financiera en el futuro próximo, sino que provoca –dada su velocidad- serios problemas macroeconómicos –exceso de dólares y emisión de pesos, y por consiguiente, alta tasa- que impiden la reactivación de la economía real.