

# Econométrica

*economic research and forecasts*

 **Quantum**  
f i n a n z a s



Informe Mensual  
Julio 2013

***“El Desendeudamiento ya  
supera los 108 mil millones”***

Por Ramiro Castiñeira

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

[www.qf.com.ar](http://www.qf.com.ar)



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

 **Quantum**  
f i n a n z a s

Lavalle 465, Piso 2 C1047AAI  
Buenos Aires, Argentina  
[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)  
T: (+54 11) 4325-9443

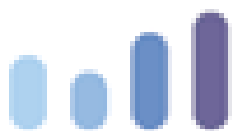
Corrientes 222, Piso 2 C1043AAP  
Buenos Aires, Argentina  
[www.qf.com.ar](http://www.qf.com.ar)  
T: (+54 11) 4345 0003

---

### Nota de responsabilidad

Este informe contiene información general, no tiene en cuenta las circunstancias específicas de cualquier receptor y no debe ser considerada como oficial o sustitutiva del juicio crítico del receptor. Cada receptor debe juzgar la conveniencia de sus inversiones de acuerdo a sus propias circunstancias, el completo espectro de información, y a un asesoramiento profesional adecuado. La información, opiniones y estimaciones presentadas aquí constituyen un juicio de valor a la fecha en que éste fue realizado y están basadas en fuentes que se piensa que son confiables y de buena fe y están sujetas a cambios sin previo aviso. Cualquier pronóstico u objetivo de precio discutido en este informe puede o no ser alcanzado debido a múltiples factores de riesgos, incluyendo volatilidad del mercado, medidas imprevistas, asimetrías de información o cualquier otra. Este informe no constituye o forma parte de ninguna oferta de venta o suscripción o alguna invitación o sugerencia a comprar o vender activos financieros. EQ no asume responsabilidad de ningún tipo devenida del uso de este informe o sus contenidos. Este informe está dirigido únicamente al destinatario y no podrá ser reproducido, reenviado, redistribuido o publicado en su totalidad o en parte sin previa autorización de EQ.

Nota: EQ representa Econométrica y Quantum Finanzas



## “El Desendeudamiento ya supera los 108 mil millones”

Por Ramiro Castiñeira<sup>1</sup>

**La deuda pública en manos privadas y organismos internacionales pasó de 191 mil millones en 2005, a 83 mil millones en 2012.**

La deuda pública tuvo un rol protagónico las últimas décadas, financiando un nivel de consumo que a los argentinos nos hacía creer del primer mundo, pese a que la industria desaparecía, el desempleo aumentaba y la pobreza escalaba. Épocas del “*deme dos*” de la dictadura y de “*pizza con champagne*” de la convertibilidad. En ambos casos el choque con la realidad no demoró en llegar. La montaña de deuda empezó a intimidar a los acreedores, y en consecuencia a cerrarse los mercados y subir el riesgo país. Cuando ya no quedó nadie que financie la bicicleta y los desesperados ajustes sólo empeoraban la situación, más pronto que tarde se anunciaba un nuevo default.

### 1976-2004: años de endeudamiento

El incremento de la deuda pública salió a escena con la última dictadura, que “*llamativamente*” disponía de fluido financiamiento desde el exterior. Según datos del FMI, la deuda pública era del 13,8% del PBI en 1976, y en pocos años escaló a 46,7% del PBI para 1983, con estatización de la deuda privada incluida. La deuda pública se elevó de 7.800 millones a 43.600 millones de dólares tras el paso de la dictadura (+460%), y que antes de irse declararon la guerra y el default.

Si bien durante la segunda mitad de la década de los ochenta Latinoamérica comenzó a renegociar su deuda externa en default, fue recién con el *plan Brady* a principios de los noventa que se regularizó su situación. El acuerdo dio nuevamente un inmediato acceso a los mercados financieros, una vez que los nuevos gobiernos democráticos de la región se comprometieron a pagar las deudas tomadas por las dictaduras. En el caso de Argentina, la renegociación terminó con un nuevo stock de deuda pública de u\$s 64 mil millones para 1992.

Con la vuelta a los mercados financieros, Argentina en particular inmediatamente lideró un nuevo ciclo de endeudamiento público. En efecto, en el transcurso de la convertibilidad la deuda pública se incrementó a un ritmo de casi 9.000 millones por año, al pasar de USD 64 mil millones a un total de u\$s144 mil millones, minutos antes de anunciar un nuevo default en 2001.

---

<sup>1</sup> [ramirocastineira@gmail.com](mailto:ramirocastineira@gmail.com) - (155) 109 1560 - @rcas1



“El Desendeudamiento ya supera los 108 mil millones”

Por Ramiro Castiñeira



Entre 2002 y 2004 la necesidad de compensar a ahorristas por la crisis de la convertibilidad, rescatar *cuasimonedas* de todos los colores, renegociar con provincias toda la deudas en default, más los intereses que corrían de la deuda pública en default, los pasivos del Estado sumaban un nuevo récord de u\$s191 mil millones para 2004, equivalente a 124% del PBI.

## 2005-2013: años de desendeudamiento

En 2005 llega el canje de deuda y con él se inicia el periodo de desendeudamiento del Estado. El canje en sus dos etapas logró una adhesión voluntaria del 92%, y redujo el monto adeudado en u\$s48 mil millones, además de reducir el pago de intereses y alargar plazos para su pago. También cambió una parte de legislación y moneda de denominación. Los intereses de la deuda renegociada se pagaban con un superávit fiscal de 3% del PBI.

Pero la crisis internacional y sequía local de 2009 pulveriza el superávit fiscal. Ese año el Gobierno estatiza las AFJP para hacerse del flujo de los aportes (1,1% del PBI), además de reducir el stock de deuda pública en manos privadas en otros u\$s35 mil millones.

Ahora bien, para 2010 en adelante el mundo se recuperó de la crisis subprime y la sequía quedó atrás tras nuevos récord de producción agropecuaria, no obstante nunca volvió el superávit fiscal. Peor aún, el déficit primario comenzó a escalar para llegar a un déficit de -2% del PBI en 2012. El deterioro fiscal fue superior a 5% del PBI entre 2008 y 2012, su mayor parte producto de una nueva montaña, esta vez la de subsidios energéticos. Desde el 2009 a la actualidad el Gobierno nunca procuró recuperar el superávit fiscal y como política de Estado comenzó a pagar la deuda pública con en las reservas acumuladas en *los años mozos del modelo*.

### Deuda Pública Neta Dic-12

Excluye deuda IntraSector Público  
en miles de millones USD y en % del PBI

	USD
<b>Stock en 1976</b>	<b>7,8</b>
(+) Dictadura	35,9
(+) Convertibilidad y su crisis	127,0
<b>Stock en 2004</b>	<b>191,0</b>
(-) Canje de Deuda 2005/10	-48,0
(-) Estatización AFJP 2008	-35,0
(-) Pagos con Reservas BCRA	-35,0
(+) Capitalización (Intereses y Cer)	9,7
<b>Stock Fin 2012</b>	<b>82,7</b>
Con privados	57,5
en USD	35,0
en Pesos	22,4
Con Organismos	25,2

Fuente: Econométrica S.A



“El Desendeudamiento ya supera los 108 mil millones”

Por Ramiro Castiñeira



Hasta fin del año pasado el Gobierno destinó USD 35 mil millones de las reservas del BCRA para pagar la deuda pública y continuar con el desendeudamiento, pese a que no tiene superávit fiscal ni acceso a los mercados financieros. Simple, cancela un pasivo con un activo.

En definitiva, entre la quita que se logró con el canje de deuda (-48 mil millones), la estatización de las AFJP (-35 mil millones) y el uso de reservas del BCRA por (-35 mil millones), explican la contracción de 108 mil millones del stock de deuda pública entre 2005 y 2012, aún considerando el incremento por casi 10 mil millones por capitalización de Intereses y CER.

## La oportunidad que brinda el desendeudamiento

Actualmente la deuda pública en manos privadas y organismos internacionales sumó 83 mil millones a fin de 2012, equivalente a 18,8% del PBI. De ellos, USD 25 mil millones se adeuda a organismos internacionales y USD 58 mil millones a privados, pero que poseen 35 mil millones en moneda extranjera. En 2004 la deuda pública neta per-capita era de 5.000 dólares, actualmente representa 2.000 dólares (-60%).

### Deuda Bruta y Neta

en miles de millones de USD y % del PBI

	Dic-12	
	Stock	% PBI
<b>Total Deuda Bruta</b>	<b>197,5</b>	<b>44,9%</b>
<b>a. Privado y Org. Int.</b>	<b>82,7</b>	<b>18,8%</b>
<b>Sector Privado</b>	<b>57,5</b>	<b>13,1%</b>
en USD	35,0	8,0%
en \$	22,4	5,1%
<b>Org. Internacionales</b>	<b>25,2</b>	<b>5,7%</b>
<b>b. Intra Sector Público</b>	<b>114,8</b>	<b>26,1%</b>
BCRA	64,7	14,7%
ANSES	33,1	7,5%
Bco. Nación y Otros	17,0	3,9%

Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

Respecto de la deuda intra sector público, suma 26% del PBI, los cuales poco más de la mitad está en manos del BCRA y el resto está en manos del ANSES y Bco. Nación. Vale recordar que todos los países tienen deuda intra sector público. Según el FMI, es del 20% del PBI en EE.UU. (su mayor parte en manos de la FED), 25% del PBI en Italia, 34% del PBI en Brasil, 15% del PBI en Perú y 5% del PBI en México.



“El Desendeudamiento ya supera los 108 mil millones”

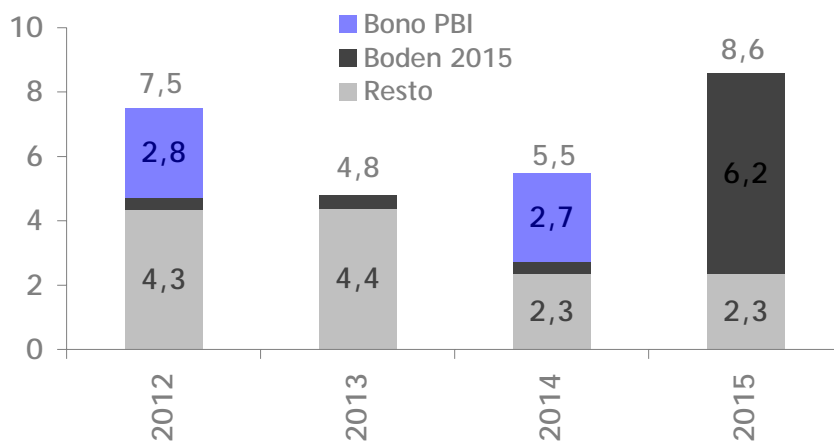
Por Ramiro Castiñeira



Los números son elocuentes y el desendeudamiento es un hecho. Este año se necesita sólo USD 4.800 millones para afrontar todos los pagos de la deuda pública a privados y Organismos en moneda extranjera, equivalente a un punto del PBI, monto que se eleva a un total 1,6% si se suma los pagos en moneda local. En contraste, en 2001, entre intereses y vencimientos de capital se necesitaban 20.000 millones de dólares, equivalente a 8,0% del PBI, mitad para pagar intereses y la otra mitad para afrontar vencimientos. Magnitud que superaban incluso las reservas del BCRA.

### Servicio de la Deuda Pública Neta en Moneda Extranjera

en miles de millones de dólares



Fuente: Econométrica Quantum en base al MECON

Al respecto, cancelar deuda externa con reservas no es una estrategia “desacertada” cuando las reservas no rinden intereses. Lo que es desacertado es que el Gobierno financie su déficit de pesos de 2,5% del PBI y crea que monetizarlo no genera inflación, cuando tiene que dibujar el INDEC para tapanlo, y deba poner controles de cambios para demorar la consecuente devaluación de la moneda local.

En suma, los 70 y los 90 endeudaron al país para financiar el consumo *feliz*, mientras la economía se destruía, avanzaba el desempleo y se generalizaba la pobreza. Esa deuda fue un lastre que impidió el crecimiento económico y sumó todavía más frustraciones materializadas en la crisis del 2001 y su dolosa recuperación. De hecho, pese al notable esfuerzo que hizo la sociedad para pagar lo adeudado, todavía hoy la Argentina tiene pleitos internacionales en tribunales del exterior por la resaca de esa deuda pública.

Una disminución de la deuda pública en 108 mil millones, implica un ahorro público en pago de intereses no menor a 5.400 millones anuales, a tasas de interés que accede Brasil (5%). Por primera vez en décadas la realidad de Argentina de hoy es otra: se sacó de encima el peso de la deuda, cerrando otra herida que dejó el paso de la dictadura y la convertibilidad. Por supuesto que Argentina ya no dispone de la fortaleza macroeconómica de sólo unos años atrás, pero tampoco tiene la debilidad estructural de décadas previas, tal como fue el estigma de deuda pública.