



# INFORME MACROECONÓMICO

---

6 de Febrero de 2023 / Nº: 300

## Los riesgos de una economía apalancada con deuda



## SUMARIO

- **CONTINÚA CRECIENDO LA DEUDA BRUTA:** la deuda pública bruta continúa creciendo y alcanzó un nuevo récord, ascendiendo a USD 394 mil millones (77% del PBI). Una parte importante de esa deuda es de corto plazo, con vencimiento antes de fin de año, y su renovación luce incierta de cara a las elecciones.
- **SERÁ DIFÍCIL APLICAR LA RECETA ELECTORAL TRADICIONAL EN 2023:** Para mejorar el perfil de vencimientos futuros y contener las cotizaciones paralelas, el Gobierno anunció que comenzará a recomprar bonos. A corto plazo, la medida quita margen de acción para la contención del dólar oficial y para la compra de importaciones. Además, el calendario de vencimientos en moneda extranjera y los recortes en las estimaciones de la cosecha, pronostican que el mercado cambiario se mantendrá tenso a lo largo del año.

¿Te interesan los datos macroeconómicos? ¿Buscas insumos para tu análisis o reunión CREA? Te invitamos a ingresar a nuestra presentación interactiva, que se actualiza automáticamente, en la plataforma Alphacast haciendo [click aca](#)

¿Querés puntuar el reporte o dejarnos comentarios? Hace [click acá](#)

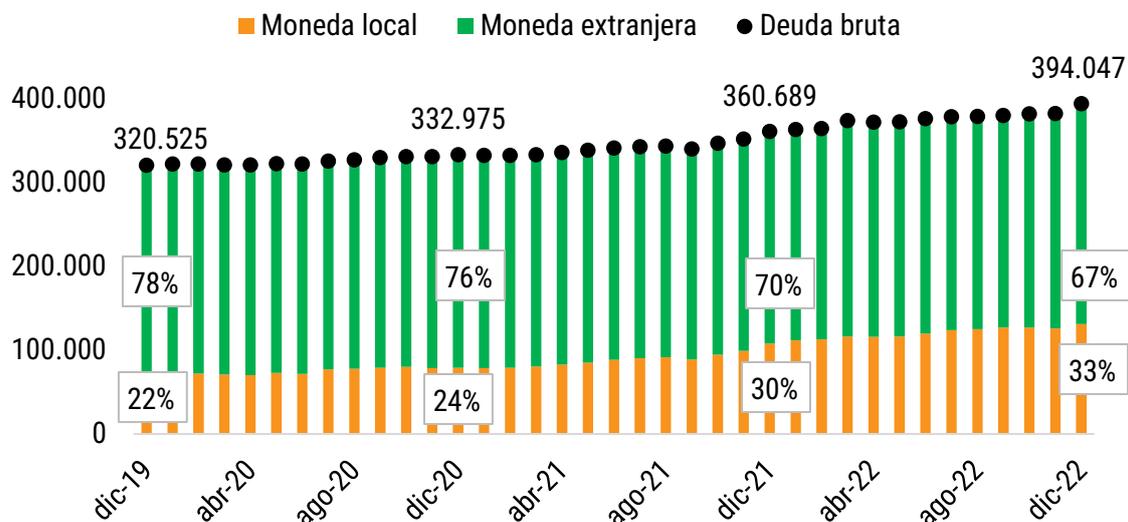
## CONTINÚA CRECIENDO LA DEUDA BRUTA

Los últimos meses de 2022 se caracterizaron por una mejora relativa en las condiciones macroeconómicas, con un cierto freno a la expansión del déficit fiscal, una reducción de la brecha cambiaria y una inflación que, aún en niveles elevados, bajó respecto a los máximos del año. Sin embargo, completando el 2022, se observa que la inflación cerró en los niveles más altos de los últimos 32 años (94,8%), y la necesidad de financiar el elevado déficit fiscal llevó a un nuevo récord en la deuda pública bruta, que ascendió a USD 394 mil millones (77% del PBI). Ese monto, alcanzado en diciembre de 2022, representa un crecimiento de USD 33,4 mil millones en un año y USD 73,5 mil millones (+23%) desde el inicio de la actual gestión. En este sentido, el Gobierno viene privilegiando financiarse vía deuda en lugar de emisión monetaria. De hecho, en 2022, financió un 71% del déficit con nueva deuda (+60% i/a).

Comenzando el análisis por la porción de la deuda que se encuentra en dólares, se observa que en diciembre de 2022 ascendió a los USD 263 mil millones (52% del PBI), de los cuales el 31% es con organismos multilaterales y el 69% entre privados y públicos. Se trata de una carga para la economía nacional, tanto por el ajustado calendario de pagos, como por tratarse de compromisos en una moneda que el país no puede emitir y, por lo tanto, debe adquirir para no caer en default. En ese sentido la deuda en moneda extranjera representa el 253% de las exportaciones anuales.

Más allá del monto adeudado, la incapacidad de refinanciarse con los acreedores privados por el sobrecargo en las tasas internacionales debido al alto riesgo de impago (18,4%, o más, en dólares de acuerdo al plazo), complica la gestión de la deuda y, en la práctica, implica que el país se encuentre fuera de los mercados de capitales. En efecto, este es uno de los motivos que explica la disminución en 3% del peso de la deuda nominada en moneda extranjera en el último año. No obstante, el acceso a cierto financiamiento en dólares continuó gracias a líneas de créditos provenientes de organismos multilaterales (FONPLATA, BID, etc.), que otorgan fondos destinados a proyectos específicos. En 2022 este monto ascendió a USD 10 mil millones (+3,95% i/a), más los USD 5,1 mil millones del FMI en el marco del acuerdo por la deuda de USD 45 mil millones.

### Stock de deuda según moneda y deuda bruta total- en USD millones.



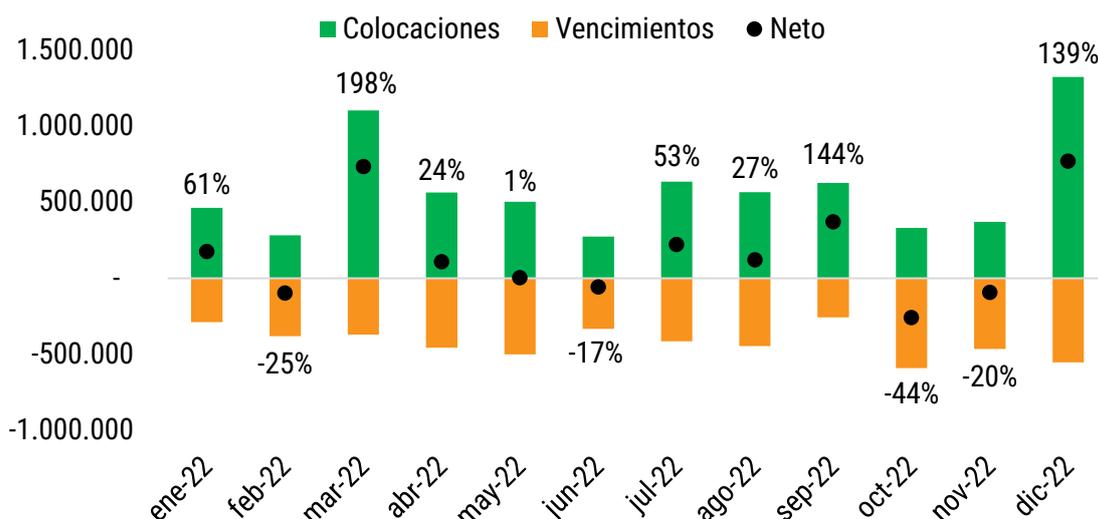
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

De esta manera, con el financiamiento de dólares limitado únicamente a organismos multilaterales, la deuda en moneda local continúa incrementando su participación, creciendo en el último año USD 23 mil millones (+21,7% i/a), alcanzando los USD 131 mil millones (26% del PBI). En ese sentido, una característica de la deuda en pesos es su corto plazo de vencimiento: en 2023 vencen el equivalente a USD 70 mil millones. Es decir, la deuda en pesos aparece como un problema urgente y, para la renovación de estos instrumentos, frente a la inflación y la desconfianza de pago, el gobierno ha ido concediendo tasas de interés cada vez más atractivas. Recientemente, en la colocación de deuda del 14/12 se convalidó una tasa del 118% (TEA<sup>1</sup>), otorgando un 20%<sup>2</sup> de interés en términos reales. Las actualizaciones de tasas para volver más atractivos los instrumentos han llevado a que queden por encima de la inflación de los últimos meses (diciembre 5,1%, anualizado 82%).

Además de la tasa fija, el Tesoro ofrece instrumentos con tasa de interés variable atada al dólar (dólar linked) o a la inflación (CER), u otros con la posibilidad de elegir entre el mejor rendimiento de ambas variables (Dual). Así, se busca brindar mayor seguridad para los inversores que, de respetarse los contratos, evitan el riesgo de la devaluación y la inflación. De esta manera los títulos se ven más atractivos y aumenta la demanda, pero a costa de un compromiso más duro para el Gobierno, que no puede contar con la inflación para “licuar” la deuda de estos instrumentos.

La sumatoria entre las tasas, las restricciones cambiarias, la participación de los organismos oficiales (ANSES, Bancos Públicos, entre otros) y la variedad de instrumentos han permitido al Gobierno no solo refinanciar sino también adquirir financiamiento neto positivo durante la mayoría de 2022. Sin embargo, los crecientes niveles de deuda y la incertidumbre sobre el futuro llevaron a una salida de los bonos en pesos durante junio de 2022, componente clave del stress financiero que llevó a la salida del ministro Guzmán y al BCRA a adquirir ARS 5,5 billones de pesos en bonos entre julio y diciembre de 2022.

### Colocaciones y vencimientos de deuda pública – en ARS millones.



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

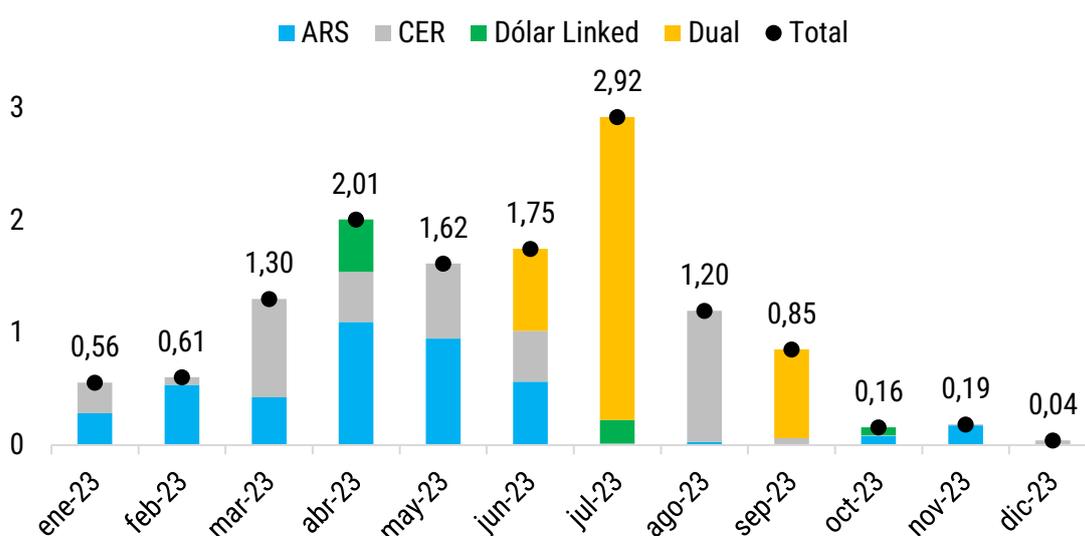
<sup>1</sup> Tasa efectiva anual: con capitalización de intereses.

<sup>2</sup> Teniendo en cuenta la inflación del 2022.

Una de las razones de la falta de confianza del sector privado radica en las dudas sobre la capacidad de pago futura del Tesoro. No solo se trata del crecimiento del stock de deuda, sino también de los intereses devengados a tasas que vienen creciendo en los últimos meses. Sin embargo, otro factor relevante es la incertidumbre política. En un 2023 de elecciones, los vencimientos de intereses y capital se concentran fuertemente antes de octubre (2,9 billones en julio y 0,9 billones en septiembre). Probablemente, la intención de los tenedores es poder cubrirse ante cambios abruptos en las expectativas que puedan generar las elecciones: las anteriores PASO presidenciales (2019) implicaron una fuerte caída de bonos y acciones. Además, surge la incógnita sobre el tratamiento que puede llegar a darle una eventual nueva administración a las obligaciones en pesos. En última instancia, la deuda en pesos, incluso si está indexada, puede pagarse con emisión monetaria afrontando costos en términos de inflación. En este marco, si bien el Gobierno actual tiene una alta tolerancia a la inflación, no está claro el enfoque que adoptará una próxima administración que puede eventualmente privilegiar la estabilización de la macroeconomía por sobre el cumplimiento estricto de las condiciones de los bonos. Ya existe un antecedente cuando el anterior gobierno optó por reperfilarse la deuda en pesos por considerar que su pago con emisión monetaria implicaba riesgos demasiado elevados.

En ese sentido se ha manifestado la preferencia por instrumentos que permitan resguardarse frente a los movimientos que puedan ocurrir en las elecciones. De hecho, en las últimas licitaciones se abrieron opciones de canjes de letras y bonos (CER y BADLAR) con vencimiento en corto plazo (enero, febrero, marzo) y uno de los instrumentos más elegidos fueron los bonos duales, con vencimientos en junio, en julio y en septiembre. Estos títulos pagan en pesos al vencimiento y se encuentran relacionados con la tasa que termine más alta al momento del cobro entre CER o dólar link (oficial). Ofrecen mayor seguridad, pero que no eliminan el riesgo ante subas en las cotizaciones paralelas del dólar. El stock acumulado en estos bonos alcanza los ARS 4,2 billones (17% en junio, 64% julio y 19% septiembre) y será un problema el refinanciamiento de cara a su vencimiento.

**Perfil de vencimientos de deuda según tasa- en ARS billones.**



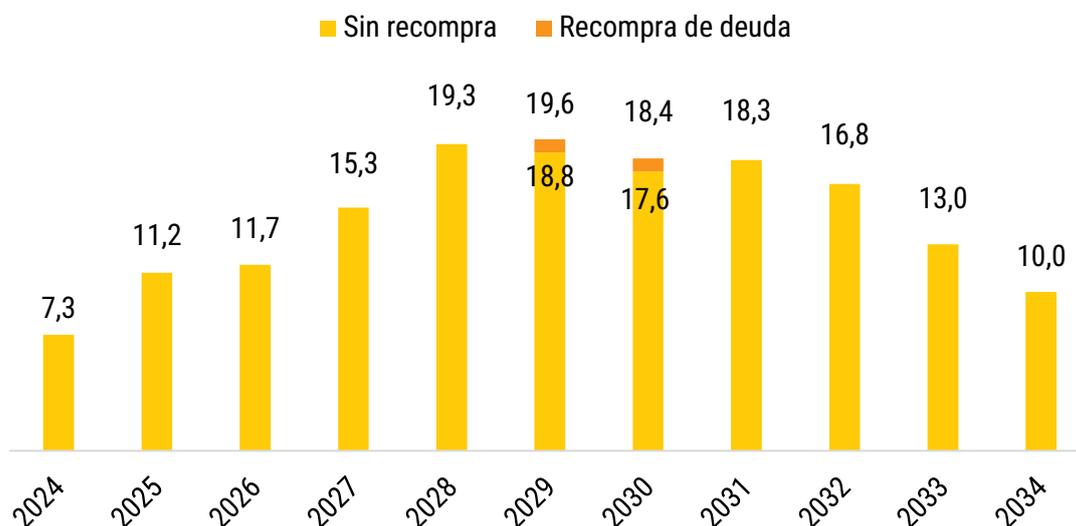
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

En definitiva, el cierre de los mercados de deuda en dólares ha provocado que el financiamiento del déficit se vuelque a la deuda en pesos adquiriendo una mayor relevancia. La acumulación de esta deuda y su corto plazo de vencimiento genera dudas en cuanto a la capacidad de pago, y provoca que la situación luzca complicada de cara a la renovación de los vencimientos próximos a las elecciones. El gobierno deberá incentivar a los acreedores con mayores tasas de interés y mostrar una mejor capacidad de pagos a través de una reducción del déficit. También jugará un rol incierto la dinámica de la campaña electoral, que podrá mejorar o empeorar las condiciones para la renovación.

## SERÁ DIFÍCIL APLICAR LA RECETA ELECTORAL TRADICIONAL EN 2023

Buscando mejorar el perfil de deuda externa, el ministerio de Economía anunció recientemente que recomprará USD 1.000 millones en bonos globales (GD29 y GD30, de legislación extranjera) aprovechando los bajos precios. Las bajas paridades<sup>3</sup>, que previo al anuncio rondaban en un 25%, permitirían al gobierno cancelar un monto mayor al que se recompra y apuntan a lograr mayor certidumbre en cuanto al pago futuro de los bonos. Por cada USD 100 millones se podrían rescatar alrededor de USD 175 millones nominales de 2029 o 2030. De momento, según estimaciones de mercado, solo se llevan gastados USD 315 millones del total anunciado, pero, de completarse el monto total, la deuda cancelada podría superar los USD 1.500 millones.

### Perfil de vencimientos de los próximos 10 años con estimación de recompra de deuda – en USD miles de millones.



Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de la República Argentina.

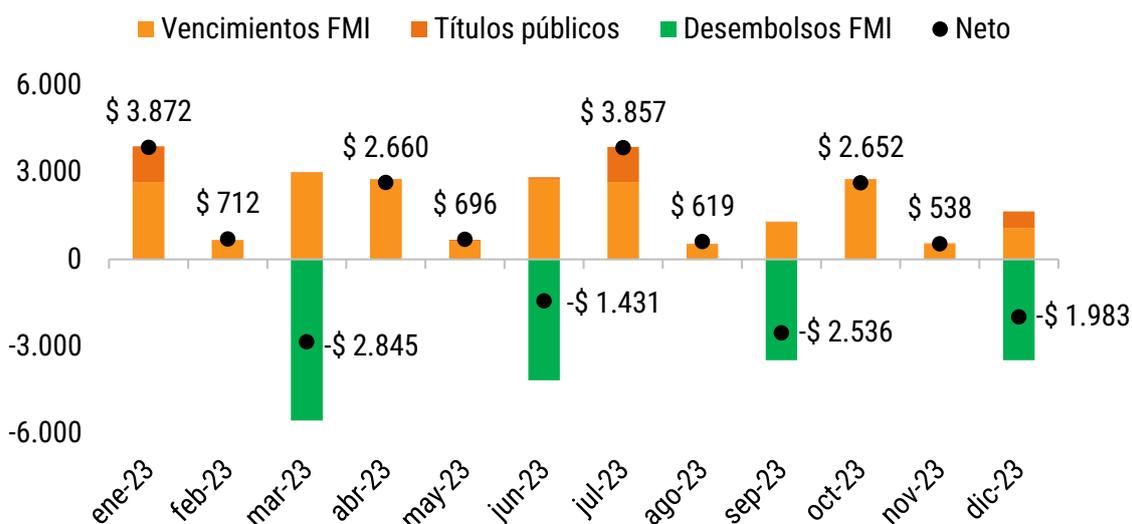
No obstante, la búsqueda oficial no solo reducir los pagos de deuda futuros, sino también dar liquidez al mercado financiero para satisfacer la demanda de dólares y, de esta manera, contener la brecha cambiaria con los distintos dólares paralelos. Más en detalle, en las últimas semanas la

<sup>3</sup> Relación entre el precio efectivo de cotización de mercado del bono y el precio pagadero a vencimiento.

brecha con el dólar blue alcanzó el 106%, y que se encuentra ARS 30 (9%) por encima del dólar bolsa (MEP). En ese sentido, la brecha, por la presión que ejerce sobre la cotización oficial, resulta una de las variables clave para el Gobierno en el contexto de un año electoral. A su vez, el hecho de recomprar deuda generalmente señala a los mercados la fortaleza de las cuentas del banco central. Sin embargo, el anuncio no está dando las señales deseadas. Si bien desde el anuncio hasta el 6/02 los precios de los bonos tuvieron cierta recuperación, con paridades que llegan hasta el 36%, el Riesgo País se mantuvo relativamente constante (+2,7%) y la brecha retrocedió ligeramente (-2,8%)<sup>4</sup>.

En lo inmediato, el gasto de este monto de dólares parece desalineado con las necesidades de la coyuntura, marcados por el pago de deuda en dólares y por la sequía que limita la capacidad de aporte de divisas al sector agropecuario. A lo largo del año, se suceden una serie de vencimientos de títulos públicos que ascienden los USD 3,3 mil millones (+154% i/a) y, a diferencia del año pasado, cuando hubo por parte del FMI un financiamiento neto de USD 5,1 mil millones, en 2023 se deben pagar en forma neta USD 3,5 mil millones al Fondo Monetario. Es decir, la operación de compra de títulos ahorra divisas en un futuro y ayuda a contener la brecha cambiaria a costa de un menor margen para intervenir en el dólar oficial y financiar importaciones en el presente.

#### Perfil de vencimientos de deuda y desembolsos según acreedores- en USD millones.



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía y Oficina de Presupuesto del Congreso.

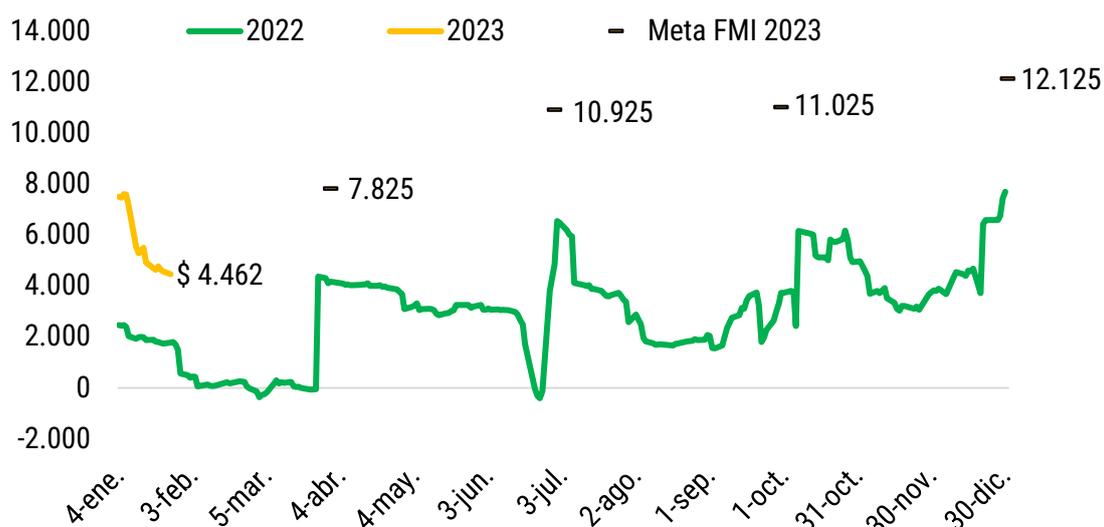
En efecto, el Gobierno parece ya haber comenzado a ajustar las importaciones que pasaron de USD 8,6 mil millones en junio a USD 5 mil millones en diciembre, llegando a mínimos desde abril del '21. Del lado de las exportaciones, las medidas de actualización del tipo de cambio, como fueron los llamados "Dólar Soja I y II", son las que en definitiva permitieron a la autoridad monetaria alcanzar las metas de reservas planificadas para el 2022. Más en detalle, en los meses en los cuales estuvo vigente el Banco Central compró USD 1.624 millones mientras que en el resto del año el saldo resultó en ventas por USD 147 millones. Sin embargo, la medida llevó a los productores a una reducción de stocks que condiciona una parte de la liquidación para el corriente año. Por otra parte, la producción del sector agroindustrial en la campaña 22-23, que aporte el 64% de las

<sup>4</sup> Brecha con el dólar blue. Al 6/02 se encuentra en el 100%.

exportaciones, está siendo perjudicada por la sequía que atraviesa la Argentina. Según las últimas estimaciones del Radar Agrícola, la cosecha proyectada es de 38,8 millones de toneladas de soja, 46 millones de toneladas de maíz y 12,1 millones de toneladas de trigo, que se traducirían en pérdidas por USD 12 mil millones de exportaciones. Otros sectores, como el minero o el gasífero pueden llegar a provocar cierto alivio sobre las reservas, pero que el Gobierno proyecta en solo USD 1.000 millones.

En la actualidad, las reservas se encuentran en USD 4.462 millones, por lo que el BCRA necesita engrosar su caja en USD 4.800 millones para cumplir con la meta de diciembre de 2023, sorteando pagos de capital e intereses. En un contexto internacional con una política monetaria contractiva de los principales bancos del mundo (con tasas de 4,5% de la FED, 2,5% del BCE) la retención de divisas se torna dificultosa. Por este motivo, es esperable que se profundicen las medidas de tipos de cambio diferencial, la brecha cambiaria, las restricciones a compra de divisas y a las importaciones. Otra posibilidad es que el Gobierno acumule menos reservas de las necesarias para cumplir el compromiso de reservas del 3er y 4to trimestre, cuya revisión ocurre luego de las elecciones. Así, podría dar un estímulo relativamente mayor a la economía en el corto plazo al costo de complicar la revisión de las metas más adelante.

#### Reservas Internacionales y metas para el 2023 – en USD millones.



Fuente: elaboración propia a base de Alphacast y Fondo Monetario Internacional.

En síntesis, la gestión de los pasivos acumulados en años anteriores, tanto del Tesoro como del BCRA, así como el propio acuerdo con el FMI, limita la capacidad para desplegar una política económica expansiva típica de años electorales, con bajas tasas de interés, mayor gasto público y atraso cambiario. De mantenerse la desaceleración económica (-0,7% EMAE<sup>5</sup>), a la par de la alta inflación, se podría suponer cierta pérdida de competitividad electoral por parte del oficialismo. De esta manera, el Gobierno puede verse tentado a aliviar este dilema incumpliendo las metas con el FMI, que son la única ancla con la que en alguna medida cuenta hoy la economía, ya que su revisión recaería en una eventual próxima administración.

<sup>5</sup> Estimador mensual de la actividad económica de noviembre (INDEC).

Informe Macroeconómico  
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:  
Esteban Barelli

Técnico a Cargo:  
Santiago Giraud

Equipo colaborador:  
Francisco Anzoategui

Visite nuestra página web: [www.crea.org.ar](http://www.crea.org.ar)

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. [economia@crea.org.ar](mailto:economia@crea.org.ar)  
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación y trabajan para el desarrollo sostenible de las empresas, las localidades de las que forman parte y el país. Para mayor información <http://www.crea.org.ar/>