

¿De dónde sale la deuda externa?

Informe de Juan Manuel Telechea¹ del 03/03/21

La discusión que se puso en escena a partir de esta semana se centra en dos cuestiones:

- 1) la decisión (o no) de utilizar el endeudamiento en dólares como instrumento de financiamiento del déficit fiscal y
- 2) el impacto macroeconómico que tiene el endeudamiento en dólares.

En relación a lo primero, hay una cuestión que suelen enfatizar más los economistas del gobierno de Cambiemos que es correcta. Las necesidades de financiamiento son consecuencia del déficit fiscal. Cuando el Estado gasta más de lo que recauda, incurre en un déficit, que de alguna manera tiene que ser financiado.

Frente a eso, tiene muchas posibilidades:

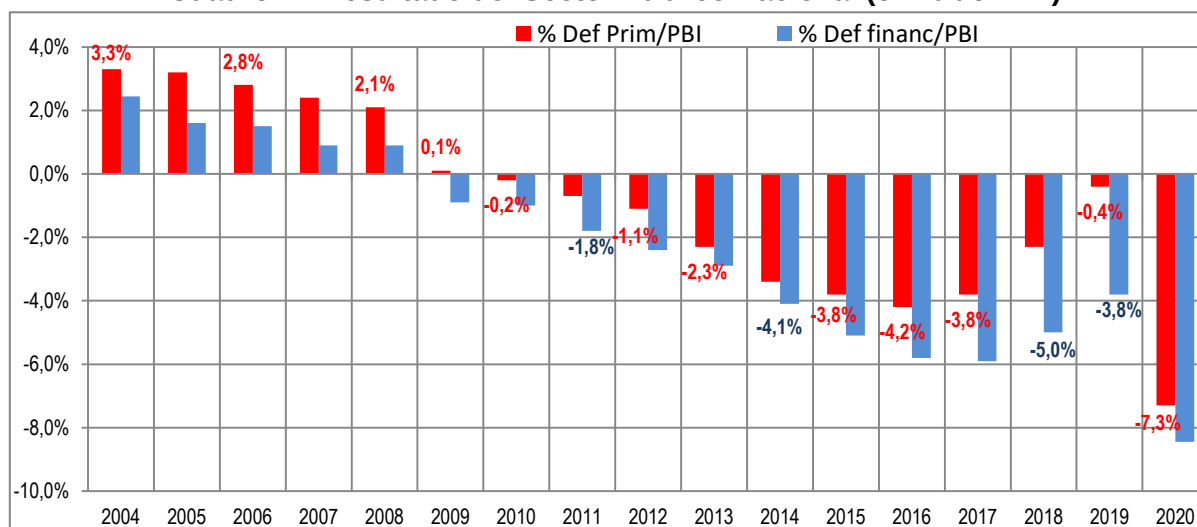
- 1) aumentar los impuestos,
- 2) financiarlo directamente con el BCRA (a través de un préstamo a “tasa cero”),
- 3) colocar deuda en los mercados (que puede ser en pesos o en dólares, con residentes locales o en el extranjero),
- 4) vender activos (como por ejemplo privatizar empresas), entre otras.

Acá el punto principal es que el gobierno de turno enfrenta una decisión de política económica: debe elegir qué instrumento/s utilizar, en función de lo que crea conveniente.

Una cuestión complementaria que surge de lo anterior es un debate medio trivial acerca de si el déficit se financia en pesos o en dólares. Es evidente que, en términos contables, como los gastos se realizan en pesos, entonces el déficit se financia en la misma moneda. Pero eso no anula la posibilidad de que el gobierno de turno decida utilizar la colocación de deuda en moneda extranjera como fuente de financiamiento (vendiendo los dólares en el mercado cambiario y obteniendo a cambio pesos). O sea, criticar con ese argumento precisamente significa no reconocer que es una decisión de política económica.

Volviendo al punto central, para que surjan las necesidades de financiamiento primero tiene que haber un déficit fiscal, y **el primer problema que se advierte es que el resultado fiscal del gobierno mostró un deterioro constante entre 2006 y 2017**. Y antes de que me pregunten, no, no es algo normal. De los 182 países de la base del FMI con los que se cuenta con todos los datos para la muestra 2006-2017, Argentina es el único que mostró un deterioro constante del resultado financiero (en términos del PBI) durante los 11 años consecutivos.

Cuadro 1 - Resultado del Sector Público Nacional (en % del PBI)



Fuente: Ministerio de Economía - <https://www.economia.gob.ar/datos/>

¹ Adaptación de la nota publicada en Cenital – ROLLOVER Datos, análisis e información para entender la economía argentina.

Frente a eso, las tres maneras más utilizadas para financiarlo son

- 1) la asistencia directa por parte del BCRA;
- 2) la colocación de deuda en pesos (por lo general en el mercado financiero doméstico); y
- 3) la colocación de deuda en moneda extranjera (acá puede ser tanto en el ámbito local como en los mercados financieros internacionales).

Como ya vimos, ninguna está exenta de problemas, derivados fundamentalmente de la posible devaluación del tipo de cambio y su consecuente impacto en los precios. De todos modos, existe bastante consenso en que la más riesgosa es la del endeudamiento en moneda extranjera, ya que además de esos problemas (que los podríamos asociar con la liquidez de la economía) se le suma el hecho de contraer una deuda extranjera cuya única manera –genuina- de afrontarla es a través de las exportaciones (con potenciales riesgos de insolvencia).

Ahora bien, lo anterior no significa que no haya que utilizar el endeudamiento en dólares o que siempre vaya a derivar en una crisis. Sin ir más lejos, todos los países de la región hace años que vienen colocando deuda en dólares en los mercados internacionales sin que ello haya puesto en jaque su sostenibilidad.

Lo que sí hay que tener en cuenta es la velocidad y la cantidad de deuda que se contrae, ya que eso deriva en mayores desembolsos futuros (sumando intereses), que si no están en línea con la capacidad de pago generan una crisis de deuda.

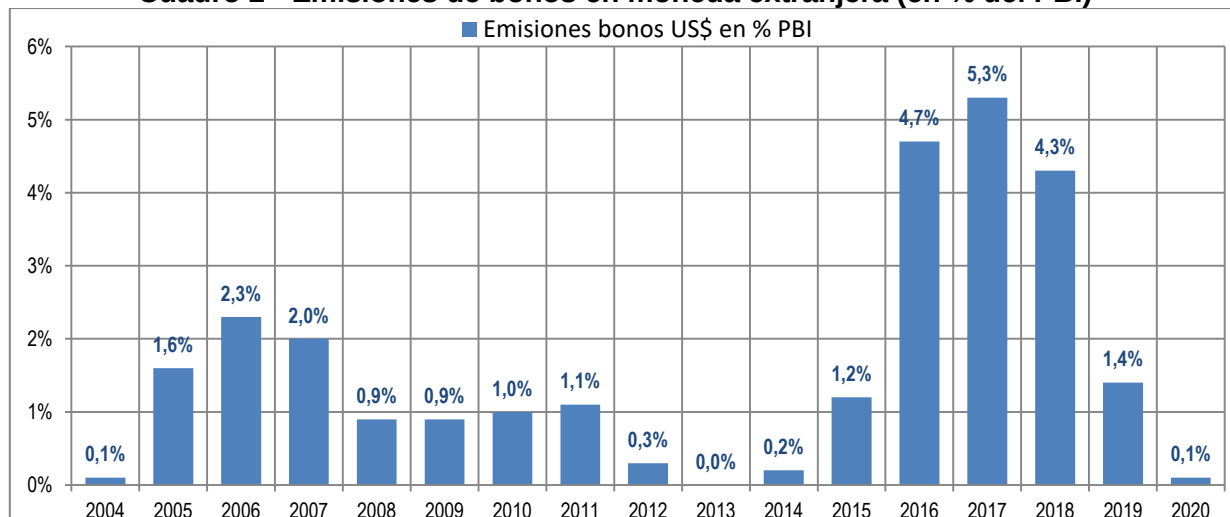
¿Y qué tan vertiginoso fue el proceso de endeudamiento en dólares que se dio durante la gestión de Cambiemos? Con el diario del lunes, no hay dudas de que fue excesivo, dado que en tan solo tres años el gobierno tuvo que recurrir al FMI, el organismo que funciona como prestamista de última instancia a nivel mundial, y al año siguiente incurrió en el reperfilamiento de los pagos.

Me adelanto a quienes puedan llegar a objetar que es muy fácil darse cuenta del problema una vez que ya sucedió. En realidad, ya desde el 2017 (es decir, antes de que se gestara la crisis) había indicios importantes de que el proceso de endeudamiento no era sostenible.

En primer lugar, tomando las emisiones de bonos en moneda extranjera (en % del PBI- Cuadro 2) se puede ver que entre 2016 y 2018 superaron los años de mayor endeudamiento de la convertibilidad, el episodio anterior que llevó a un default de la deuda pública.

Asimismo, si bien los montos nominales no son estrictamente comparables (debido a la inflación internacional y al crecimiento económico), sirven para dar cuenta de la magnitud de la que estamos hablando: **en tan solo 3 años, Cambiemos emitió más deuda en bonos que en toda la década que duró la convertibilidad y casi el doble que en los últimos 10 años del kirchnerismo** (USD 71.000 M, 63.000 M y 38.000 M, respectivamente).

Cuadro 2 - Emisiones de bonos en moneda extranjera (en % del PBI)



Fuente: Observatorio de deuda del Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Este tipo de colocaciones solo representa una parte del total emitido durante la gestión de Cambiemos (faltaría incorporar las letras y los préstamos con organismos internacionales, incluido el FMI). Pero se optó por utilizar estas colocaciones ya que permiten de manera más sencilla y homogénea su comparación en el tiempo.

Esto hizo que **entre 2016 y fines de 2017 Argentina terminara siendo el país emergente de mayor colocación de bonos internacionales en el mundo**, aun cuando la mayoría de los países que la secundaron tienen economías de una envergadura significativamente superior, como es el caso de China (N°2), México (N°4), Corea del Sur (N°5), Indonesia (N°6), o Rusia (N°10)².

De todo lo anterior se desprende que, si bien al momento de iniciar su gestión, el déficit fiscal heredado era muy elevado, la decisión por parte del **gobierno de MM de utilizar el endeudamiento en dólares como principal mecanismo de financiamiento del déficit fue, sin lugar a dudas, desmedido e irresponsable**.

No hace falta judicializarla para lograr que la historia no se vuelva a repetir (una vez más), sino tratar de generar un consenso que abarque a toda la clase política y a la sociedad acerca de qué es lo que se puede y lo que no se puede hacer con la deuda en moneda extranjera, pero también con la política fiscal y su resultado.

Una pregunta que siempre queda boyando es si existía una alternativa mejor. Nuevamente los resultados indicarían que sí, ya que la gestión terminó con una deuda prácticamente en situación de default, una inflación casi del doble de la que había en 2015 y un nivel de actividad económica bastante más bajo.

La pregunta más difícil de responder es acerca de cuál podría haber sido ese camino, pero en resumidas cuentas creo que el “pecado original” estuvo en la unificación del mercado cambiario al inicio de la gestión, que derivó en una recesión con un salto inflacionario (donde por detrás estuvo el error de diagnóstico de que la mayoría de los precios estaban valuados al tipo de cambio paralelo y por ende no iban a aumentar). Eso se podría haber realizado de manera gradual -contenido por colocaciones de deuda en dólares- y de esa manera evitar el salto inflacionario.

² Además, ya para fines del 2017 un trabajo del propio FMI ubicaba a la Argentina como uno de los países con mayor fragilidad financiera a nivel mundial, según sus indicadores de sostenibilidad de la deuda.