



Haz lo que yo digo, no lo que yo hago

Endeudamiento del sector público en las gestiones de Macri y Fernández

nota de coyuntura n°1

El lunes pasado JxC publicó un documento en el que, a grandes rasgos, expresaban preocupación por la política de endeudamiento del actual gobierno. Corresponde discutir varios de los puntos.

Primero, ¿quién tomó más deuda?

1. El endeudamiento de la Administración Central del gobierno actual es menor al que informan: desde 2019 aumentó en 73.000 millones de dólares.
2. Durante el gobierno de Macri, el endeudamiento fue mayor: la deuda aumentó en casi 100.000 millones de dólares.

Algo importante para entender mejor los datos que circulan:

Estos valores de la deuda total se muestran en dólares, pero en realidad hay una parte de la deuda que es en dólares y otra parte de la deuda que es en pesos. La parte de la deuda en pesos se convierte a dólares para poder sumar ambas cosas y obtener un número total que sea más o menos comparable a lo largo del tiempo. No sería conveniente convertir todo a pesos porque, debido a la inflación, no se

podrían comparar montos de dos momentos del tiempo distintos.

Ahora bien, expresar todo en dólares tampoco es una medida "perfecta". Primero, que en el último año también hubo inflación en Estados Unidos, por lo que hoy un dólar no vale lo mismo que hace dos años. Segundo, que el valor en dólares de nuestra deuda en pesos depende del tipo de cambio. Si el tipo de cambio se atrasa, esta forma de contabilizar la deuda implicaría una sobreestimación de la misma. En otras palabras, si mañana hubiera una devaluación, automáticamente caería el valor en dólares de nuestra deuda en pesos, sin que haya habido ningún pago o reducción concreta de esa deuda.

Entonces, por más de que se muestre en dólares, no significa que esa deuda se haya tomado ni se tenga que devolver en dólares.

Otra medida que se suele utilizar es el ratio deuda/PBI para ver no sólo el stock de deuda sino su relación con el tamaño de la economía. Este indicador cayó en estos 3 años de 89% a 79%.

Ahora, es importante hablar sobre la composición de la deuda en cada periodo:

1. El actual endeudamiento se produjo mayoritariamente en pesos (80% de la nueva deuda desde diciembre 2019). Principalmente sucedió por la emisión de títulos públicos en pesos y de las letras y bonos CER (títulos en pesos pero que ajustan por inflación).
2. En cambio, durante el gobierno de Macri el nuevo endeudamiento fue mayoritariamente en dólares, principalmente por la emisión de bonos del tesoro en moneda extranjera (casi 40.000 millones de dólares) y del acuerdo irresponsable con el Fondo Monetario Internacional (casi 45.000 millones de dólares). Macri llevó a que la composición del stock de deuda en 2019 fuera del 78% en moneda extranjera.

Tomar deuda en pesos o deuda en dólares **no es lo mismo: los dólares se pagan con dólares y los pesos se pagan con pesos.**

Pero antes, ¿cuáles son las causas del endeudamiento?

Según el macrismo, su elevado nivel de endeudamiento (en dólares) fue consecuencia del déficit fiscal. Lo que no dicen es que endeudarse en dólares es solo una de las alternativas para cubrir ese déficit: se puede tomar deuda en pesos (a partir de colocaciones de bonos y letras del tesoro en pesos), se puede recurrir a la emisión del Banco Central (a partir de transferencias del BCRA al Tesoro nacional en forma de adelantos transitorios) o se pueden subir impuestos (que, contrariamente, JxC decidió bajar).

¿Es una buena decisión? **Tomar deuda en dólares para financiar gasto corriente en pesos es una decisión peligrosa si no se generan los mecanismos para pagarla.** Para la opinión de la gestión del gobierno anterior, esto no era un problema porque la deuda siempre se “rollea”: esto implica que, ante un vencimiento de deuda, se consigue tomar nueva deuda para pagarlo. Entonces, siempre se podría renovar la deuda: se paga la deuda vieja con deuda nueva y nunca se tienen que generar los dólares. Pero el ritmo de endeudamiento de la gestión anterior fue tan elevado, que los mercados internacionales le dejaron de prestar por falta de credibilidad de pago. En menos de dos años y medio se truncó su plan de rollear la deuda eternamente: los acreedores querían cobrar y no había nadie interesado en seguir prestando al Tesoro, por lo que terminaron recurriendo al Fondo Monetario Internacional.

Además, durante el macrismo el endeudamiento en dólares tuvo un objetivo adicional: en un contexto de desregulación del mercado cambiario, en el cual todas las personas y empresas podían comprar todos los meses todos los dólares que quisieran, el endeudamiento alimentó una oferta de dólares que permitió transitar parte de su gestión con un dólar “barato”, dando una falsa sensación de prosperidad que les permitió ganar las elecciones de medio término, pero que se terminó apenas los mercados internacionales le bajaron el dedo. Recordemos, además, que una de las promesas del macrismo era la de la liberalización del mercado cambiario, la cual le iba a permitir a la clase media que ese gobierno buscaba representar concretar una de sus aspiraciones más importantes: acumular sus excedentes (o ahorros) en “moneda dura” (que sirve como reserva de valor). El resultado: un incremento sustancial en la Formación de Activos Externos.

De esta forma, mediante el aumento de la deuda en moneda extranjera, el gobierno de la gestión anterior consiguió impulsar la actividad económica durante el año de las elecciones legislativas, y concretar las mencionadas aspiraciones de su base electoral, brindando una sensación de bienestar que le permitió acrecentar su capital político hacia fines de 2017.

No obstante, el hecho de que la deuda no haya sido principalmente direccionada a elevar el potencial productivo del país (y sus exportaciones) condiciona sus capacidades de repago.

Entonces... ¿Qué riesgos tiene la deuda dependiendo su moneda?

1. Parece una obviedad, pero la deuda nominada en dólares se paga en una moneda sobre la que el Estado no tiene soberanía, no puede emitir esa moneda para hacer frente a sus obligaciones. Además, suele estar bajo jurisdicción extranjera, con lo cual cualquier conflicto por una falta de pago se resuelve en tribunales extranjeros. Solo por estos dos motivos, la deuda en dólares es más difícil de pagar que la deuda en pesos. Para pagar la deuda en dólares, es necesario tener superávit fiscal (recaudar más de lo que se gasta) y superávit externo (que entren más dólares al país de los que salen).
2. En cambio, el endeudamiento en pesos - que JxC denuncia ahora- es mucho menos riesgoso. Tiene la ventaja de permitir cubrir parte del déficit fiscal y recurrir menos a la emisión monetaria. Pero, además, tener un mercado de deuda en pesos permite canalizar parte del ahorro de la población y sacarle presión al dólar. Para cualquier país es deseable que existan instrumentos de este tipo. Ante los vencimientos de esa deuda, el objetivo, al igual que planteaba el macrismo para la deuda en dólares, es rollear la deuda en pesos. Pero, en última instancia, existe la posibilidad de emitir

nuevo dinero para hacer frente a estos vencimientos.

La bomba... ¿ya les explotó?

Durante la gestión anterior, luego de las PASO de 2019, se eligió “reperfilar” vencimientos de deuda en pesos (devolver los mismos intereses y el mismo capital a los acreedores, pero más tarde de lo previsto) antes que emitir pesos (crear nuevo dinero) para pagarlos. Su justificación se basaba en el riesgo de que dicha emisión (pesos que comienzan a circular en “la calle”) generase una mayor presión en el precio del dólar y provocase una devaluación todavía más elevada de la que efectivamente se produjo. El macrismo eligió reperfilar antes que establecer controles cambiarios (el famoso “cepo”), medida que terminó tomando igualmente frente a la cada vez mayor escasez de la moneda estadounidense. Este reperfilamiento implicó posponer el pago de la deuda de manera unilateral; es decir, no fue algo que los acreedores eligieron de manera voluntaria. Esto rompe la confianza de las personas: si el Estado no va a pagar o va a demorar en hacerlo, ¿por qué prestarle dinero?

Si JxC de manera irresponsable difunde que la deuda actual es una bomba y que es impagable, infunde miedo: ¿quién va a querer prestarle al Tesoro (permitiéndole renovar los vencimientos), **si la principal fuerza opositora del país, que ya reperfiló esta deuda una vez, insinúa que es posible que -de volver a gobernar- otra vez no la paguen?**