



 Economía

# Cinco preguntas sobre la Deuda

EMILCE TERRÉ

Mientras se intenta dar por finalizado el enfrentamiento jurídico con los holdouts o fondos buitres, el endeudamiento nacional vuelve a ocupar la primera plana de los matutinos. Ahora bien, a qué nos referimos cuando hablamos de deuda? Argentina debe mucho o poco? Endeudarse es algo malo? Sucintamente, trataremos de abordar uno a uno los principales interrogantes referidos a la deuda pública argentina.

¿A qué nos referimos cuando hablamos de 'deuda'?

La deuda pública es, por definición, aquella porción del gasto del Estado que no puede ser cubierta con los recursos genuinos en un período de tiempo determinado, y el gobierno decide financiar pidiendo préstamos directos (a entidades tales como organismos multilaterales o a otros gobiernos, normalmente) o bien, emitiendo títulos valores.

Según la localización del acreedor, la Deuda Pública puede ser clasificada en Externa (donde el acreedor es una o más personas físicas o jurídicas no domiciliadas en el país, o bien se trata de títulos colocados en mercados de capitales externos) o Interna (aquella porción de la deuda que se asume con personas físicas o jurídicas residentes dentro de las fronteras del país, o bien los títulos valores emitidos en el mercado de capitales del país).

Tal como explica Jarach en su libro 'Finanzas Públicas. Esbozo de una teoría general', esta distinción resulta relevante porque si la deuda es interna, se trata en definitiva de una obligación de los contribuyentes que pagan impuestos para con los tenedores de títulos o financistas del Estado. En otras palabras, es una deuda que se agota en transferencias recíprocas entre los agentes de una economía nacional y su problemática girará alrededor de la distribución de recursos entre los sectores que la componen y/o entre las sucesivas generaciones.

La deuda externa, en cambio, representa una deuda de la economía nacional en su conjunto, cuyo servicio deberá ser cubierto con el esfuerzo productivo del país, por lo que cobra relevancia asegurar que el fin último del endeudamiento contribuya (o al menos, no haga mermar) dicha capacidad de pago y asegurar que la trayectoria de la balanza de pagos permita conseguir las divisas necesarias para cumplir con los compromisos financieros asumidos.

Otra clasificación relevante de la deuda pública es la distinción entre deuda flotante y deuda consolidada, siendo la primera la que se deriva de necesidades de corto plazo de la administración pública (cuando existe un desfasaje entre el momento en que se acreditan los recursos tributarios y aquel en que tiene que desembolsar las obligaciones exigibles), mientras que la segunda hace referencia a los compromisos asumidos a mediano y largo plazo que presuponen un gasto por encima de la capacidad recaudatoria del gobierno y que exigen normalmente aprobación previa por parte del Congreso y la previsión en el Presupuesto Público de las erogaciones destinadas al servicio de la misma. Asimismo, la deuda pública puede ser clasificada en perpetua y amortizable, o la deuda a corto, mediano y largo plazo, entre otros,

Pág 1





aunque por los alcances del presente artículo nos enfocaremos especialmente en la deuda consolidada externa e interna.

¿Qué pasó con la deuda en los 12 años de gobierno kirchnerista?

Como muestra el cuadro adjunto con datos oficiales del Ministerio de Economía, para el año 2003 la Deuda Bruta del Sector Público Nacional ascendía al 138,7% del Producto Bruto Nacional, de la cual el 57% correspondía a deuda externa del SPN. Habiéndose decretado la cesación de pagos del país el 24 de diciembre de 2001 durante la presidencia interina de Rodríguez Saa, y luego de tocar un máximo en el año 2002, el gobierno entrante del Dr. Kirchner tenía pendiente reorganizar la situación de la deuda con los principales acreedores.

El momento llegaría en el 2005, cuando el primer canje de deuda encarado por el entonces Ministro de Economía Roberto Lavagna bajó el peso de la deuda al 60,7% del PBI, menos de la mitad de lo exigible dos años antes. A partir de allí, el cumplimiento de los servicios de la deuda dejó la misma por debajo 40% para el año 2009, mientras que el segundo canje encarado en el 2010 permitió que la Deuda Bruta represente menos de la tercera parte del producto.

El mínimo en la década se alcanzó en el año 2011, coincidentemente con el inicio del último período de gobierno de la Dra. Cristina Fernández de Kirchner, cuando el porcentaje de la Deuda Pública Bruta sobre el PBI fue del 33,3%. En ese momento, además, la deuda externa era el 40% de la deuda bruta total.

Desde entonces, el peso de la Deuda retomó una senda ascendente aunque más moderada que en la década anterior, y para el último dato disponible correspondiente al 2014 el ratio se ubicaba en el orden del 43%. Sin embargo, la gravitación de la deuda externa aumentó menos que proporcionalmente, pasando a representar el 30% del total. En otras palabras, la deuda aumentó fundamentalmente a costa de financiamiento interno, vía mercado de capitales local, colocación de títulos en instituciones públicas o privadas argentinas, etc.

Sin embargo, quizás el indicador que con más preocupación se veía es el del peso de la deuda en moneda extranjera como porcentaje de las reservas, ya que del 185,1% que representaba en el año 2010, para el año 2014 había escalado al 457,6% como consecuencia de la agudización del proceso de salida de capitales que sólo parcialmente pudo ser contenido con los controles más férreos del mercado cambiario.

¿Por qué el nuevo gobierno quiere emitir deuda?

Habiendo enarbolado el desendeudamiento como uno de los principales logros del gobierno kirchnerista, el tema de la deuda vuelve a primera plana luego que la actual administración hiciese pública la intención de endeudarse con el fin, fundamentalmente, de pagarle a los denominados 'fondos buitres' (fondos que compraron los bonos argentinos defaulteados a bajo precio, no se suscribieron a los canjes de los años 2005 ni 2010, y litigaron para cobrar el total de la deuda).

De cualquier modo, el fin último de formalizar este acuerdo sería 'volver a los mercados de crédito'. En otras palabras, se toma la cancelación de lo adeudado como un primer paso para el ingreso de capitales a nuestro país con el fin de encarar obras de infraestructura, recomponer las reservas en manos del Banco Central, entre otros.

En relación a las obras de infraestructura se han mencionado diversos proyectos en estudio, de los cuales el que mayor resonancia cobró en campaña fue el del acueducto del norte del país, aunque también se espera que se encaren algunas





obras claves en nuestra región, fundamentalmente en lo referido a infraestructura vial.

¿Cuánta deuda?

Según trascendió, con el objeto de cumplir con esa deuda actualmente en default el gobierno planea suscribir bonos por un total de 15.000 millones. En términos relativos y según explicitó el Ministro de Hacienda en Davos, dicho total representa alrededor del 2% del PBI argentino.

Para poner en perspectiva todos los datos mencionados hasta aquí, cabe señalar que el 40% que representa la deuda pública argentina en términos de nuestro producto bruto interno se encuentra por debajo del 60% brasilero o el 48% de Méjico. Entre los países que sufren los ratios más elevados se destacan Japón con el casi 250%, Grecia con el 180%, Portugal e Italia con porcentajes de entre el 130% y 140% o Canadá, Francia, Irlanda y España donde prácticamente se igualan ambos montos. En Estados Unidos el ratio asciende al 73% mientras que en China apenas representa el 24%. Al respecto es muy interesante seguir la página <http://www.usdebtclock.org/world-debt-clock.html>, donde se actualiza minuto a minuto la evolución de la deuda de algunas de las economías más relevantes.

Y endeudarse, ¿es malo?

No hay un consenso definitivo entre los especialistas en la materia respecto al nivel ideal de deuda pública. Así como a nivel privado todos de una u otra manera afrontamos algún tipo de deuda, todos los Estados Nacionales acuden a este mecanismo de financiación en mayor o menor medida en distintos momentos del tiempo. Ahora bien, en general, y siguiendo nuevamente el estudio de Dino Jarach mencionado ut supra, se plantean algunos aspectos de observancia respecto al monto y los fines del endeudamiento público, que a grandes rasgos se presenta en los siguientes párrafos.

Para comenzar, la finanza pública clásica asume que los gastos ordinarios deben cubrirse con recursos ordinarios, dejando a los recursos extraordinarios (como ser, empréstitos públicos) la financiación de gastos extraordinarios (v.gr., grandes obras de infraestructura o alguna situación de emergencia). En otras palabras, no sería racional endeudarse para afrontar gastos corrientes tales como el pago de salarios. Si los recursos tributarios no resultan suficientes para sostener la estructura misma del Estado en el largo plazo, debe pulirse la correspondencia entre los mismos. En el corto plazo, si una situación coyuntural de inflación o desempleo requiere acudir a la deuda para hacer frente a gastos ordinarios del Estado, debe asegurarse que dicha situación no se sostenga en el tiempo ya que se hará imposible servirla.

Otra corriente asegura que la deuda pública debe utilizarse exclusivamente para aquellas obras publicas cuya explotación futura producirá los ingresos necesarios para cubrir el servicio de los intereses y la amortización de la deuda, aunque existe quienes se oponen a este planteo con el argumento que existen inversiones no autoliquidables en un sentido monetario que sin embargo revisten de gran utilidad para la economía de un país.

Una tercera línea postula desde un enfoque ético que el recurso del endeudamiento debe reservarse a inversiones que beneficiarán a las generaciones futuras, ya que sobre ellas recaerá el peso del pago de la misma.

A la vez, hay quienes defienden que frente a escenarios coyunturales de desempleo y depresión se justifica el déficit público (y por consiguiente, el endeudamiento del Estado) como mecanismo de sostener la demanda agregada y con ello colaborar en la superación de la crisis. Por el contrario, en momentos de bonanzas el Estado deberá bregar por un superávit que permita obtener recursos excedentes para el pago de la deuda.





Finalmente, y a partir de la crisis de deuda en la década del 80, lo que normalmente sí se acepta como límite al endeudamiento es lo referente a no cubrir sistemáticamente los servicios de la deuda con nueva deuda con el fin de evitar los esquemas del tipo Ponzi. Es decir, en el largo plazo, el Estado debe ser capaz de solventar sus propios gastos aunque llegados a este punto, el problema es definir qué entendemos por 'largo plazo'. Cabe observar que la principal economía del mundo, EEUU, arrastra hace casi dos décadas un aumento notable del porcentaje de su deuda en relación al PBI (ya lo dijo J.M. Keynes, en el largo plazo...).

Por otro lado, se acepta normalmente que la deuda interna, principalmente, genera un efecto crowding out ya que al emitir el gobierno títulos valores, los ahorristas utilizan sus recursos en adquirirlos limitando el financiamiento disponible para empresas privadas (con una salvedad, suele refutarse que en épocas de depresión si los ahorros se encontraban ociosos el Estado puede funcionar como canalizador de los mismos hacia la inversión). Ahora bien, sólo generará un efecto sobre el ingreso nacional aquella porción del financiamiento público que no desplace recursos de la inversión ni del consumo privado.

Otro punto que debe observarse con particular cuidado en el endeudamiento interno es el sesgo de la estructura tributaria con la que planean conseguirse los fondos para honrar los compromisos. Si ésta resulta regresiva, el rasgo se acentuará al transferir recursos de los pagadores de impuestos a los tenedores de títulos. Si en cambio los títulos se encuentran en manos de residentes pertenecientes a distintos estratos de ingresos y el sistema tributario resulta proporcionado, la carga de la deuda también lo será.

En general, cabe decir que el límite al endeudamiento en el largo plazo es el crecimiento de la renta nacional, que asegure la obtención de los recursos necesarios para honrarla. Así, la deuda no es mala per se a menos que la misma menoscabe la capacidad misma de la economía como un todo para obtener un excedente de, al menos, la misma cuantía de los recursos que debe.



**INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA**

Años seleccionados

	INDICADORES	2002	2003	2005 (1)	2010 (1)	2014 (1)
COMO % DEL PBI (*)	Deuda Bruta del Sector Público Nacional	166,4%	138,7%	60,7%	36,1%	42,8%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	95,3%	79,2%	28,6%	13,4%	13,0%
	Intereses Totales Pagados	(2)	(2)	1,6%	1,2%	1,6%
	Servicios Totales Pagados	(2)	(2)	9,7%	7,4%	10,2%
COMO % DE DEUDA BRUTA	Deuda en moneda extranjera	79,1%	75,8%	51,4%	58,8%	64,9%
	Deuda Ajustable por CER	19,2%	21,8%	41,5%	23,2%	9,7%
	Intereses Totales Pagados	(2)	(2)	2,6%	3,4%	3,8%
	Deuda con Tasa Variable	34,8%	31,9%	35,7%	30,9%	38,4%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	57,3%	57,1%	47,1%	37,2%	30,4%
	Servicios de Capital - Vencimientos a 2 años	26,1%	23,0%	25,4%	20,6%	31,1%
Como % de Reservas	Deuda en moneda extranjera	1154,8%	959,6%	236,8%	185,1%	457,6%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	836,2%	722,5%	217,0%	117,2%	214,0%
Como % de Expos (*)	Deuda en moneda extranjera	415,1%	393,4%	141,4%	118,0%	167,3%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	300,6%	296,2%	129,6%	74,7%	78,3%
Como % de Rec Tribut	Intereses Totales Pagados	(2)	(2)	8,6%	5,4%	6,1%
	Servicios Totales Pagados	(2)	(2)	52,9%	32,7%	38,8%

Fuente: INDEC y Ministerio de Economía

(\*) Indicadores ajustados a partir del año 2004 a raíz de cambio en la metodología del cálculo del PBI publicada por el INDEC.

(1) Cálculo no incluye a la deuda no presentada al carje.

(2) Proceso de reestructuración de la deuda instrumentada en títulos públicos.