

RITMO DE ENDEUDAMIENTO 2016, ¿ES SOSTENIBLE?

En las últimas semanas hemos evaluado cómo los activos argentinos habían mostrado una performance negativa con respecto a otros países emergentes. Detrás de esa dinámica había preocupaciones fiscales asociadas a las dificultades políticas del gobierno. En ese escenario de debilidad política, el gradualismo para el ajuste fiscal pasa a ser cada vez más “gradual” y por ende alejarse su concreción en el tiempo. Esto tiene un efecto directo que es una mayor necesidad de recurrir al endeudamiento.




Las dudas que se plantean siempre detrás de estos escenarios en donde el financiamiento debe usarse para cubrir la brecha fiscal tienen que ver con la capacidad de concretar ese financiamiento y su impacto sobre la sustentabilidad económica futura, es decir la capacidad del fisco de afrontar el nivel de endeudamiento resultante al final de ese proceso. En la medida que la corrección del déficit fiscal se demora en el tiempo, la necesidad de acceso a deuda es mayor y el nivel de endeudamiento resultante es más elevado.

La primera prueba de esa transición ha sido el año 2016. Un gobierno con poco margen para corregir el déficit fiscal, debió recurrir a la emisión de deuda. El ritmo de incremento de dicho endeudamiento es el primer dato necesario para evaluar la sustentabilidad del gradualismo fiscal.

Sabiendo que Argentina parte de niveles de endeudamiento bajos, pero que para economías emergentes, el umbral de endeudamiento máximo es claramente más bajo que para las economías desarrolladas, resulta clave saber cuánto puede durar el proceso de gradual ajuste fiscal y que niveles de endeudamiento ello puede determinar.

	sep-15	sep-16	Variación 12 m	
			En USD	En %
TOTAL DEUDA PÚBLICA	257.248	262.770	5.522	2,1%
Deuda por Vencer	239.913	242.340	2.427	1,0%
Títulos Públicos	164.193	173.609	9.415	5,7%
Letras del Tesoro	7.260	10.746	3.486	48,0%
Préstamos	37.422	33.343	-4.079	-10,9%
Adelantos BCRA	31.038	24.643	-6.395	-20,6%
Pagos Atrasados	46	45	-1	-2,0%
Deuda no Presentada al Canje	11.550	8.775	-2.774	-24,0%
Cupones PBI	13.462	13.462	0	0,0%
Activos Financieros	7.723	1.853	-5.870	-76,0%
Subtotal sin Adelantos Transitorios	226.210	238.127	11.917	5,3%
Deuda en % del PBI	41,4%	50,0%	8,6%	n.c.

Entre septiembre de 2015 y septiembre de 2016 el total de la deuda pública creció USD 5.500 millones, lo que equivale a un ritmo de aumento del 2,1% anual. En el medio se produjeron varios hechos relevantes:

-  Devaluación del dólar oficial de diciembre de 2015, con licuación de la deuda en moneda local
-  Acuerdo con los Hold Outs, que implicó la emisión de nueva deuda para rescatar a los bonos pendientes de pago.
-  Suspensión del uso de Reservas del BCRA para el pago de pasivos en moneda extranjera.

- Financiamiento del déficit fiscal vía emisión de deuda en moneda extranjera.
- Limitación de la utilización de fuentes de financiamiento de impacto monetario (*utilidades BCRA y Adelantos Transitorios*).

Si no se considera la licuación de los Adelantos Transitorios, el ritmo de crecimiento sube a casi USD 12.000 millones (5,3% anual).

Con todos esos procesos, la deuda subió en el último año 8,6 puntos en relación al PBI. Aunque este cambio se explica porque a septiembre de 2015 el PBI en dólares se calculaba (y la deuda se pagaba) con el tipo de cambio oficial.

Si además se tiene en cuenta que el 45% de la deuda total está en poder de Organismos Públicos (BCRA; ANSES y otros), el punto de partida es un nivel de deuda que apenas llega al 28% del PBI. En caso de suponer que el PBI en dólares se mantuviera estable, y que Argentina continuara con un ritmo de endeudamiento cercano a USD 15.000 millones anuales tardaría 4 años en llegar a 40% del PBI neto de deuda intra sector público. Ese nivel, si bien es bajo para las economías desarrolladas, es un punto de inflexión a partir del cual el peso de la deuda se empieza a hacer más complicado de sobrellevar.

Esto implica que si bien resulta preocupante que se siga aumentando el nivel de endeudamiento, por ahora no existen factores que lleven a dudar de la capacidad de gestión y pago de dicha deuda. Siempre recordando que este escenario teórico planteado se puede suavizar toda vez que el crecimiento económico eleva la base de análisis y ayuda a disminuir tanto el endeudamiento como el peso del gasto público sobre la economía.

Viendo estas cifras y recordando dos debilidades propias de la deuda argentina: el alto peso de los pasivos en moneda extranjera y la dificultad de la economía de generar divisas, se entiende que el mercado mire con cierto escepticismo los activos argentinos, pero a la vez se debe recordar que todavía la economía tiene margen para ir corrigiendo los desvíos sin comprometer la solvencia intertemporal. La manera en que se pueda ir resolviendo la ecuación entre necesidad de ajuste fiscal y costo político será la clave para generar una mayor estabilidad a los activos.