

MIRANDO DE CERCA EL RITMO DE ENDEUDAMIENTO Y SU COSTO

Jueves 07 de Diciembre de 2017

El gradualismo fiscal ha sido un camino elegido por el actual gobierno desde el primer día de gestión. Si se opta por ese camino, partiendo de una situación de déficit fiscal, es condición necesaria poder recurrir al endeudamiento para financiar los niveles de déficit hasta que se logre su corrección definitiva.

En las últimas semanas la discusión se ha concentrado en las reformas estructurales que se han presentado para lentamente tratar de reducir la presión tributaria, ganar competitividad y reducir el déficit para ir hacia un esquema fiscal más sustentable. Pero en todos los casos se ha planteado la necesidad que las reformas sean paulatinas, para atenuar su impacto, tanto sobre la solvencia fiscal como sobre aquellos sectores que podrían ver incrementado su esfuerzo.

Mientras tanto las cuentas fiscales continúan mostrando un elevado déficit tanto primario como financiero y la Secretaría de Finanzas se ha tenido que mantener muy activo para ir accediendo a los mercados de capitales para obtener dicho financiamiento. El costo a largo plazo de esta combinación de políticas es uno solo, el aumento del nivel de deuda. La pregunta que surge entonces en estos casos es si la economía argentina soporta el incremento en el nivel de endeudamiento que se requiere para financiar una corrección gradual del déficit fiscal.

La respuesta a esa pregunta depende de tres variables:

EL PUNTO DE PARTIDA

Es relevante, porque no es lo mismo partir de una economía completamente desendeudada que hacerlo desde un nivel más alto de exposición. En la actualidad la deuda total del Tesoro equivale a 53,2% del PBI. Es un número aceptable para cualquier economía que tiene acceso fluido al mercado de capitales, pero que se encuentra en el límite superior de lo deseable. La atenuante en este caso es que según datos de la Secretaría de Finanzas, el 50% de esa deuda está en poder de diferentes organismos del sector público, por lo que la expansión total se reduce sustancialmente, convirtiendo al punto de partida en un aspecto favorable.

EL RITMO DE AUMENTO DE LA DEUDA

El déficit financiero se ubicará este año en torno a 6,5% del PBI, pero de ese total casi 1,5 puntos porcentuales se financiarán con adelantos transitorios y utilidades del BCRA, lo que reduce la necesidad de financiamiento anual a 5 puntos del PBI. Es decir que el nivel de deuda (sin cambios en precios relativos) subiría a razón de 5 puntos por año. Si se tomara el total de deuda, rápidamente se iría hacia niveles de deuda muy elevados, pero la atenuante de la deuda intra sector público permite tolerar una trayectoria decreciente de aumento de la deuda de al menos 3 o 4 años sin que esto afecte a la capacidad de pago.



		2000	2001	2010	2015	2016	I-17	II-17
Deuda Total Tesoro		45,7%	53,7%	40%	49,5%	52,6%	50,6%	53,2%
Intereses Totales Pagados	En % PBI	3,4%	3,8%	1,3%	2,1%	2,3%	2,4%	2,6%
Servicios Totales Pagados		11,4%	15,3%	8,1%	10,2%	11,3%	13,4%	16,2%
Vida Promedio De la Deuda Bruta	Años	7,6	8,3	11	7,8	7,4	7,2	8,1
Deuda en Moneda Extranjera	Veces Reservas	6,5	7,1	1,9	5,8	4,6	3,8	4,1
Deuda Externa Tesoro		4,3	4,3	1,2	2,5	2,4	1,9	2,3
Deuda en Moneda Extranjera	Veces Expo	3,9	4,5	1,2	2,1	2,6	2,7	2,7
Deuda Externa Tesoro		2,6	2,7	0,7	0,9	1,3	1,4	1,5
Intereses Totales Pagados	\$ Rec Tributarios	19,7%	22,4%	5,4%	7,9%	8,9%	9,2%	10%
Servicios Totales Pagados		66,1%	90,4%	32,7%	38,9%	43,8%	51,6%	62,3%

EL PERFIL Y COSTO DE LA DEUDA

Para que estos procesos sean sustentables se requiere un perfil de vencimientos lo más extendido posible y un costo financiero que no sea alto, para que el pago de intereses no presiona al alza el déficit y requiera por lo tanto mayor emisión de deuda. Este costo se ha ido reduciendo en los últimos trimestres por la salida del default y la mejoría que se ha logrado en las calificaciones, aunque todavía queda margen de reducción. En la actualidad, el pago de intereses de la deuda absorbe el 10% de los recursos tributarios, mientras en el año 2001, con niveles de deuda absoluta similares, pero sin pasivos intra sector público requerían más del doble de esfuerzo fiscal.

En síntesis, los tres factores analizados muestran como viable la estrategia de financiar con emisión de deuda un proceso gradual de corrección del déficit fiscal. De todas formas se hace necesario seguir monitoreando de cerca la evolución de los principales indicadores de la deuda, porque ante cambios en el contexto externo, podrían aparecer algunas vulnerabilidades.

Los datos estructurales muestran como el nivel de deuda bruta (con intra sector público) es alto con respecto a un período crítico como fue el ciclo 2000-2001 si lo medimos en relación al PBI, pero no tanto en relación a otras variables como reservas o exportaciones. Lo mismo con el pago de intereses o los servicios totales de la deuda. Esto no quita que existan al menos dos riesgos latentes en este proceso:

IMPACTO DE UNA DEVALUACIÓN

En la actualidad dos tercios de la deuda se encuentra nominada en moneda extranjera. Eso hace que una devaluación del peso incremento la carga de dicha deuda con relación al PBI. En los últimos trimestres se ha privilegiado la colocación de deuda en moneda extranjera, porque los altos niveles de inflación han llevado al BCRA a buscar generar tasas reales en pesos positivas y altas. Por consiguiente el financiamiento en pesos para el Tesoro se volvió más oneroso que las colocaciones en dólares aún luego de ajustar dicho costo por la depreciación de la moneda. Pero este incremento de la deuda externa (otras monedas diferentes al peso) hace que variaciones del tipo de cambio puedan generar un incremento significativo de esos pasivos.





**INCREMENTO
DE LAS TASAS
INTERNACIONALES
DE INTERÉS**

En la actualidad dos tercios de la deuda se encuentra nominada en moneda extranjera. Eso hace que una devaluación del peso incremente la carga de dicha deuda con relación al PBI. En los últimos trimestres se ha privilegiado la colocación de deuda en moneda extranjera, porque los altos niveles de inflación han llevado al BCRA a buscar generar tasas reales en pesos positivas y altas. Por consiguiente el financiamiento en pesos para el Tesoro se volvió más oneroso que las colocaciones en dólares aún luego de ajustar dicho costo por la depreciación de la moneda. Pero este incremento de la deuda externa (otras monedas diferentes al peso) hace que variaciones del tipo de cambio puedan generar un incremento significativo de esos pasivos.

Los riesgos expuestos están vinculados básicamente a la necesidad de recurrir de manera intensivo a los mercados externos para obtener financiamiento. Por ahora esta situación implica riesgos pero no genera problemas. Partiendo de los niveles actuales y asumiendo que la Deuda sube a razón de 5 puntos del PBI en 2018, 4 puntos en 2019 y 3 puntos en 2020, se llegaría a fines de ese año a un nivel de deuda con respecto al PBI del orden de 37% (neto de los pasivos intra sector público). Esos valores son razonables y permiten asumir la viabilidad del gradualismo fiscal, pero siempre teniendo en cuenta que existen dos riesgos que se deben monitorear de cerca, porque podrían encarecer el financiamiento y alargar la transición hacia la solvencia fiscal. Es un costo que se ha decidido asumir antes que afrontar un shock fiscal con fuerte costo social.

