

UN CAMBIO EN EL FRENTE EXTERNO GENERARÍA LA NECESIDAD DE REDUCIR MÁS RÁPIDO EL DÉFICIT

Jueves 08 de febrero de 2018

Esta semana los mercados internacionales se han visto afectados por un cúmulo de noticias económicas que hacen prever un ritmo más acelerado de aumento de la tasa de interés de referencia en los Estados Unidos. Básicamente el crecimiento económico en dicho país redujo el desempleo y empezó a generar presiones alcistas sobre los salarios, anticipo directo de una suba en el ritmo inflacionario.

Estas noticias se suceden luego de varios meses en los cuales el valor de determinados activos financieros venía aumentando de manera sostenida. Ante este cambio en las perspectivas, se produjo un ajuste en la valuación de esos activos.

Independientemente del alcance que ha tenido en otros mercados, el impacto en Argentina puede ser diferente al que hubiera tenido en años anteriores. Básicamente la diferencia surge porque el gradualismo fiscal que se está aplicando como estrategia para corregir el déficit requiere de un buen acceso al financiamiento y sobre todo de una gradual reducción del costo de esos pasivos.

Es decir, el esquema económico actual es más susceptible de verse afectado por procesos de este tipo, aunque cuenta con el tipo de cambio flotante como herramienta de mitigación de eventuales reversiones de flujos financieros. El tipo de cambio ayuda a corregir desequilibrios, pero no resuelve la necesidad de financiamiento del Tesoro.

Para entender el impacto del gradualismo fiscal es suficiente con analizar las cuentas fiscales de 2017. Se logró reducir el Déficit Primario de 4,3% del PBI a 3,9%, pero el Resultado Financiero se incrementó (de 5,9% a 6,1%). Esto sucedió porque el Tesoro debió hacer frente a costos pendientes de la reestructuración de la deuda que impactaron en la línea de intereses y porque el incremento en el nivel de endeudamiento por la necesidad de cubrir el déficit también genera mayor costo de intereses. El aspecto negativo es que las necesidades de financiamiento del Tesoro surgen a partir del Resultado Financiero y no del Resultado Primario.

ESCENARIO FISCAL

Datos en % del PBI	2016	2017	2018
Ingresos Totales	20,2%	19,5%	21,0%
Gastos Primarios	24,5%	23,4%	24,2%
Gastos Corrientes Primarios	22,2%	21,4%	21,7%
Gastos de Capital	2,3%	2,0%	2,5%
RESULTADO PRIMARIO	-4,3%	-3,9%	-3,2%
Intereses	1,6%	2,2%	2,2%
RESULTADO FINANCIERO	-5,9%	-6,1%	-5,3%

Para 2018 se espera que el costo financiero del Tesoro no aumente en términos reales, y que por lo tanto si se logra reducir el Déficit Primario, ese esfuerzo se convierta en menores necesidades de financiamiento.

Es aquí donde entra en escena la potencial suba de la tasa de interés en los Estados Unidos. El Ministerio de Finanzas viene enfocando sus esfuerzos en reducir el costo promedio de la deuda, para mantener controlado justamente el Resultado Financiero. Pero no es una tarea sencilla. Para ello se suele trabajar sobre dos líneas de acción: la mejora en las tasas promedios que se paga por cada instrumento y un cambio en el mix de instrumentos para aumentar la participación de aquellos de menor costo promedio.

En los últimos años, según las estadísticas de deuda disponibles a la fecha, ese resultado no se ha logrado a pesar de haber logrado bajar el spread promedio que pagan los activos argentinos por sobre la tasa libre de riesgo (Riesgo País).

Esto implica que se ha producido un cambio en el mix de instrumentos que hace difícil bajar el costo promedio que tienen, y allí siguen enfocados los esfuerzos del Ministerio de Finanzas. Es más, ese objetivo es que genera un conflicto porque se contrapone con el objetivo del BCRA de bajar el ritmo inflacionario. Para el BCRA tasa reales altas en pesos ayudan a controlar la inflación, pero para Finanzas implican un mayor costo de financiamiento.

Composición de la Deuda	2014	2015	2016	2017
TOTAL DEUDA	198.863	226.328	244.772	293.789
Deuda en Pesos	32,2%	36,1%	27,8%	32,4%
No Indexada	21,6%	26,7%	20,9%	25,2%
Indexada	10,5%	9,4%	6,8%	7,2%
Deuda en Moneda Extranjera	67,8%	63,9%	72,2%	67,6%
Tasa Fija o Cero	65,8%	60,6%	67,9%	69,0%
Tasa Variable	34,2%	39,4%	32,1%	31,0%
Costo Promedio de la Deuda	2014	2015	2016	2017
Tasa Promedio Pesos sin CER	24,9%	20,7%	22,1%	20,0%
Tasa Promedio Pesos CON CER	3,9%	3,9%	3,9%	3,6%
Costo Promedio Moneda Extranjera	3,6%	3,3%	4,2%	4,3%

El cuadro muestra algunos datos relevantes:

- En 2017 se buscó aumentar la participación de emisiones de deuda en pesos, que a pesar de tener tasas nominales más caras, no ajustan por variación del tipo de cambio. Además la deuda indexada (CER) va perdiendo peso rápidamente.

- Existe un componente alto y creciente de deuda a tasa fija. Esto es favorable en un escenario en donde se espera un aumento de la tasa de interés libre de riesgo, dado que dicho encarecimiento afectaría a las renovaciones y nuevas emisiones, pero no al stock.

- El aspecto negativo es que a pesar de lograrse tasas de colocación en moneda extranjera cada vez más bajas, el costo promedio de esos pasivos ha subido desde 2014 a la fecha. Esto tiene que ver básicamente con la salida de algunos activos que se habían emitido a tasas nominales muy bajas y al cambio en el mix de acreedores, con menos peso de los Organismos Internacionales y mayor participación de operaciones de mercado (Títulos Públicos).

Estas estadísticas muestran la relevancia de seguir trabajando para reducir el déficit primario y así lograr atenuar el aumento en el ritmo de la deuda, que es un factor que hace a la economía local más vulnerable por su necesidad de recurrir a los mercados de capitales aún en los momentos menos favorables de mercado.

