

¿SIGUE SIENDO SUSTENTABLE LA DEUDA PÚBLICA?

9 de MAYO 2019

La devaluación del último año generó una fuerte caída del PBI en dólares y por lo tanto un empeoramiento significativo de los principales indicadores de deuda. La pregunta que surge es si, ante la combinación de mayores niveles absolutos de deuda y menor PBI en dólares, la deuda del sector público sigue siendo sustentable. Hay varios factores que se deben analizar para poder empezar a contestar esa pregunta.

El Sector Público en Argentina tiene un nivel de endeudamiento que ha crecido de manera significativa en los últimos años. El endeudamiento neto total pasó de USD 253.800 millones en diciembre de 2014 a USD 345.400 millones en diciembre de 2018. Esto implica un incremento del endeudamiento de USD 91.600 en 4 años. Esta evolución es la que genera el interrogante presentado sobre la sustentabilidad de la deuda.

Datos en USD Millones	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Total Deuda Pública (USD M)	253.755	253.989	261.172	334.706	345.385
En % del PBI	47,2%	51,3%	51,3%	59,0%	99,4%
Sector Público (USD M)	136.096	137.720	146.106	155.822	126.188
Sector Privado (USD M)	88.618	87.317	86.982	149.273	161.247
Multilaterales y Bilaterales (USD M)	29.041	28.952	28.084	29.611	57.950
Deuda Exigible (USD M)	100.081	98.307	106.598	176.007	197.418
En % del PBI	18,6%	19,8%	20,9%	31,0%	61,2%
PBI (USD M)	537.929	495.446	509.080	567.030	385.401
Exportaciones (USD M)	71.977	56.789	57.910	58.427	61.620
Importaciones (USD M)	65.323	59.759	55.852	66.899	65.443

Ante ese escenario, el primer factor a analizar es si la deuda sigue creciendo o ya se ha estabilizado. Para que el Tesoro deje de aumentar su deuda debe estar en condiciones de generar resultados positivos. Esto implica no solamente equilibrar el resultado primario, sino estar también

en condiciones de generar superávit luego del pago de intereses. Ese objetivo todavía está lejos en Argentina. Si este año el resultado primario se ubica en el límite máximo acordado con el FMI, se partiría de 0,5% del PBI de resultado primario negativo y luego del pago de intereses el déficit superaría el 3% del PBI. Esto implica que la deuda seguirá creciendo, pero a un ritmo menor que el de años anteriores.

La devaluación del peso en el último año ha generado un efecto negativo adicional. El PBI en dólares pasó de USD 567.000 millones (dic-17) a un valor de apenas USD 385.400 millones a diciembre de 2018. Esta licuación del PBI en dólares genera un deterioro de la capacidad del fisco de generar los ingresos necesarios para servir esa deuda. En especial porque previo a la devaluación dos tercios de la deuda ya estaban en moneda extranjera.

Al medirlo en relación con el PBI, la deuda pasó de niveles del orden del 50% a un preocupante 100%. De todas maneras, ese número merece varias aclaraciones. Por el momento en que se produjo la devaluación, el PBI registra el aumento del tipo de cambio, pero no la suba del PBI nominal. Esto implica que el dato de 2019 debería mostrar un PBI en dólares más alto y mejoraría estos ratios.

El otro factor que atenúa el alto nivel de endeudamiento es el stock de pasivos con diferentes organismos del sector público. En la actualidad estos pasivos ascienden a casi USD 127.000 millones. Eso implica que, si se netean esos pasivos y otros no exigibles como la deuda no presentada a los canjes, la Deuda Exigible baja a un nivel más aceptable del 61,2%.

El nivel de deuda Exigible sigue luciendo alto, pero no implica que no sea sustentable, ya que son niveles habituales en otras economías, es ahí en donde entran en el análisis otros indicadores. Los más representativos son:

- **Composición por Moneda:** El último dato muestra que menos del 25% de la deuda está en moneda local. Eso genera un significativo descalce de moneda, ya que el fisco recauda pesos y se obliga a pagar dólares. Una nueva devaluación afectaría más la sustentabilidad de la deuda.
- **Vida Promedio:** Se fue acortando en los últimos años, con el Tesoro recurriendo al mercado local con instrumentos de menos de un año de plazo (Letes y Lecaps). La vida promedio pasó de 8,1 años a 7,3 años.
- **Costo Promedio de la Deuda:** El costo promedio sigue en ascenso, aunque las últimas colocaciones en pesos todavía tienen poca incidencia sobre el stock total de deuda.
- **Concentración de Vencimientos en el Corto Plazo:** En 2016 el 27% de los vencimientos de capital se concentraban en los primeros 3 años. En la actualidad el 35% de los vencimientos se concentran en ese mismo plazo.

Composición de la Deuda	2014	2015	2016	2017	2018
TOTAL DEUDA	253.755	253.989	261.172	334.706	345.385
Deuda en Pesos	32,2%	36,1%	27,8%	32,4%	23,6%
No Indexada	21,6%	26,7%	20,9%	25,2%	17,0%
Indexada	10,5%	9,4%	6,8%	7,2%	6,6%
Deuda en Moneda Extranjera	67,8%	63,9%	72,2%	67,6%	76,4%
Costo Promedio de la Deuda	7,7%	7,8%	7,7%	7,9%	8,0%
Tasa Promedio Pesos sin CER	24,9%	20,7%	22,1%	20,0%	25,4%
Tasa Promedio Pesos CON CER	3,9%	3,9%	3,9%	3,6%	3,8%
Costo Promedio Moneda Extranjera	2,8%	2,9%	3,9%	3,8%	4,5%
Vida Promedio Total	8,1	7,8	7,4	7,7	7,3
Vida Promedio Títulos Públicos	10,3	9,7	9,1	9,4	8,7
Vencimientos Próximos 3 años	28,1%	27,5%	26,9%	31,6%	35,0%
Año 1	9,0%	10,4%	16,6%	16,7%	17,5%
Año 2	11,5%	11,4%	5,5%	7,7%	8,8%
Año 3	7,5%	5,7%	4,8%	7,3%	8,7%

Los datos muestran un empeoramiento en el análisis de sustentabilidad de la deuda, aumentó el nivel de endeudamiento neto hasta el 61%, bajó la vida promedio, subió el costo promedio y se incrementó el porcentaje de vencimientos concentrados en los próximos 3 años. Si bien todos estos indicadores han empeorado, los datos no alcanzan para definir la deuda como no sustentable. Por ahora solamente implica una exigencia mayor, en especial para el corto plazo.

El acuerdo con el FMI implica un recambio de acreedores, pasando de instrumentos de mercado al acuerdo de Stand By, aunque deja abierta la posibilidad de convertirlo en un acuerdo de facilidades extendidas, Eso implicaría una mayor vida promedio para la deuda y un costo financiero menor.

El otro factor que puede jugar a favor es una recuperación del PBI en dólares, tanto por aumento del nivel de actividad, como por un aumento de los precios implícitos del PBI mayor a la devaluación.

Finalmente, el factor clave requerirá un gran esfuerzo y es la necesidad de lograr el equilibrio fiscal en el corto plazo. Por ahora bajo este contexto, la deuda seguirá estando en observación.

El nivel actual de Riesgo País podría implicar que la renovación de la deuda es inaccesible, pero entendemos que en parte responde al temor que existe sobre la voluntad de pago de dicha deuda, en el marco de un proceso electoral que ofrece alternativas muy disímiles.