

03 de mayo de 2019

El Nivel de Deuda

En el *Resumen* de hoy nos centraremos en el nivel de deuda de nuestro país. A la hora de analizar la deuda hay dos cuestiones claves, el nivel de la deuda y las necesidades de refinanciamiento. En este *Resumen* nos dedicaremos al primer punto, el nivel o stock de deuda. El más importante para nuestro país en esta coyuntura es el segundo punto, el costo y posibilidad de roleo, lo analizaremos en detalle en un próximo reporte.

Comencemos detallando la deuda según moneda de emisión y tipo de acreedor, pero en términos corrientes, luego pasaremos a detallar los ratios de deuda a PBI. En el primer cuadro figura la deuda pública nacional bruta, esta engloba las obligaciones en todas las monedas y frente a todo tipo de acreedores (sector privado, contra el mismo sector público y frente a organismos internacionales). La deuda pública bruta cerró el 2018 en U\$332.192 millones, mostrando una suba del 3.75% frente al stock de fines del 2017 (U\$320.935 millones)¹. El stock total de deuda al cierre del 2017 se dividía un 31% en obligaciones pesos y un 69% en moneda extranjera. Al cierre del 2018, la deuda pública bruta total se reparte un 76% en moneda extranjera y un 24% en pesos. La devaluación implicó un incremento del porcentaje de la deuda nominado en moneda extranjera.

Del total de la deuda bruta el 38% tenía como acreedor a otras agencias del sector público al cierre de 2018. Con lo cual, la deuda pública neta se ubica en U\$206.000 millones frente a un stock de U\$165.113 millones al cierre del 2017. Esta deuda contra privados creció en el año un 24%, la nueva deuda más que compensó la licuación del tipo de cambio de la deuda en moneda doméstica. Vale remarcar que considerando sólo los acreedores privados, el porcentaje de deuda emitida en moneda extranjera alcanza el 80% del total. Este punto muestra como la devaluación afecta la capacidad de pagos de nuestra economía.

Deuda Bruta de la Administración Central por Tipo de Acreedor

	31-12-17				31-12-18					
Deuda Pública Nacional Bruta	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB ⁽⁴⁾ al TC fin del periodo ⁽⁵⁾	% PIB ⁽⁴⁾ al TC promedio anual ⁽⁵⁾	En mill de US\$ (b)	% Total	% PIB ⁽⁶⁾ al TC fin del periodo ⁽⁵⁾	% PIB ⁽⁶⁾ al TC promedio anual ⁽⁵⁾	Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
Agencias del Sector Público ⁽¹⁾	155.822	48,6%	27,5%	24,3%	126.188	38,0%	32,8%	24,3%	(29.635)	-19,0%
Sector Privado	135.501	42,2%	23,9%	21,1%	148.054	44,6%	38,4%	28,6%	12.553	9,3%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración ⁽²⁾	2.877	0,9%	0,5%	0,4%	2.805	0,8%	0,7%	0,5%	(71)	-2,5%
Multilaterales y Bilaterales	29.611	9,2%	5,2%	4,6%	57.950	17,4%	15,0%	11,2%	28.339	95,7%
Total Deuda Pública Bruta	320.935	100%	56,6%	49,9%	332.192	100%	86,2%	64,1%	11.257	3,5%
Valores Negociables Vinculados al PIB ⁽³⁾	13.772	100%	2,4%	2,1%	13.193	100%	3,4%	2,5%	(579)	-4,2%

(1) Incluye títulos públicos, préstamos y anticipos otorgados o en cartera de Organismos del Sector Público Nacional. Datos preliminares. Cifras redondeadas.

(2) Incluye intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título.

(3) Valor remanente total. Es la diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal y la suma de los montos pagados hasta la actualidad, de acuerdo con las condiciones establecidas en las respectivas normas de emisión.

(4) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2017. Cifras redondeadas.

(5) TC fin del periodo: corresponde a la última observación de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2017 y 2018 respectivamente.

TC promedio anual: corresponde al promedio anual simple de la serie de tipo de cambio de la Comunicación 3500 del BCRA para los años 2017 y 2018 respectivamente.

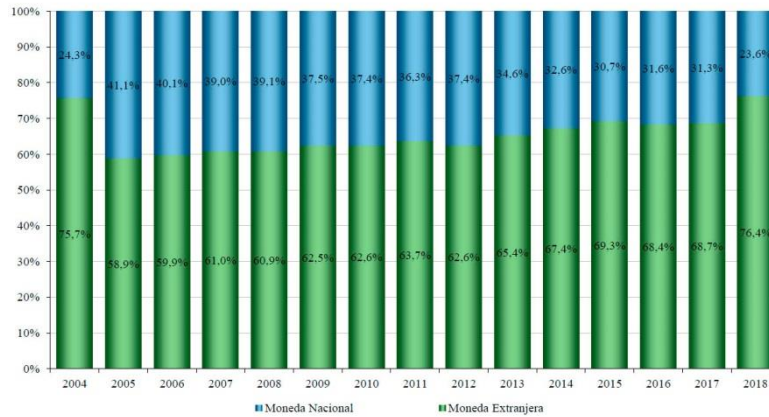
(6) PIB: Datos preliminares publicados por INDEC. Promedio de los 4 trimestres correspondientes a 2018. Cifras redondeadas.

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>

¹ En el análisis no incluimos la deuda contingente correspondiente a los cupones del PBI por U\$13.770 millones.

Ahora bien, si bien la deuda neta creció en casi U\$40.800 millones, U\$28.339 millones corresponde a obligaciones frente a organismos multilaterales (FMI principalmente) que se utilizó sólo una parte, con la mayoría de los fondos se cancelarán otras deudas durante 2019. La deuda contra el mercado creció en U\$12.550 millones. La deuda pública contra mercado (sin FMI ni Multilaterales) superó al cierre de 2018 los U\$148.000 millones, contra los U\$135.000 millones al cierre del anterior. La deuda contra Organismos Multilaterales creció de U\$29.600 a U\$57.950 millones.

Composición de la Deuda Bruta de la Administración Central por Moneda



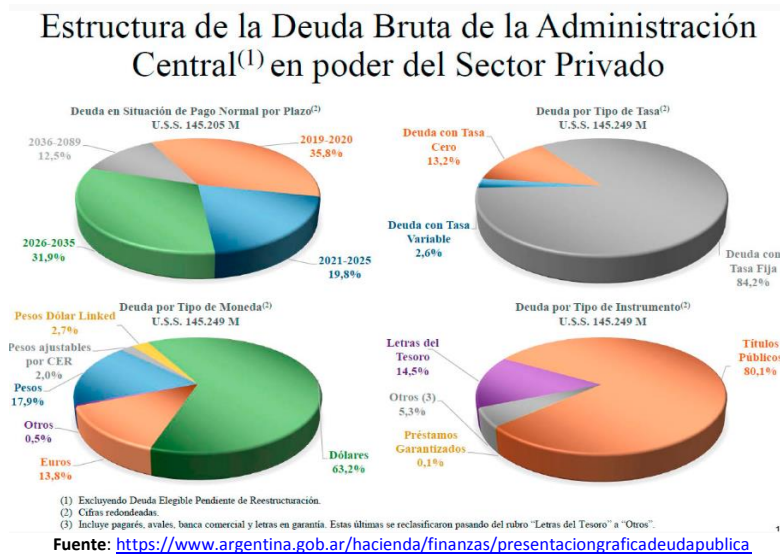
Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>

Los números de la deuda pública cambian bruscamente al incluir (bruta) o excluir (neta) la deuda intrasector público. Algunas consideraciones. La primera, cuando analizo la solvencia de cualquier agente económico (empresa, familia o estados) solemos tener en cuenta los pasivos y los activos. Con lo cual, a fines de mercado, creo que debemos enfocarnos en la deuda neta. En segundo lugar, nuestro país tiene la particularidad de contar con un porcentaje de deuda muy grande dentro del mismo sector público dado el aislamiento financiero durante casi una década. Al efectuar comparaciones internacionales, si tomamos la deuda bruta, sobredimensionamos el nivel de deuda de nuestra economía.

El BCRA tiene títulos del Tesoro por el equivalente a U\$43.000 millones, no son computados como Reservas, son las letras intransferibles emitidas para pagar deuda contra Reservas en los gobiernos kirchneristas. Pasivos del Tesoro pero Activos del Central, sólo una partida contable ahora que el BCRA ya no transfiere utilidades al Tesoro. Por otro lado, la tenencia de bonos estatales en el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del ANSES representa un monto cercano al 7% del PBI (los informes del FGS se publican con bastante rezago). Mientras que el agujero de la seguridad social, prestaciones menos contribuciones, representa aproximadamente entre 2,5% y 3% del PBI por año. Con lo cual, la sostenibilidad del régimen previsional es muchísimo más compleja, una reforma previsional es necesaria, sin fondos o con fondos del FGS. Estos fondos no son otra cosa que el esfuerzo fiscal que se hizo en la etapa de transición del sistema público al privado, y que luego producto de la reestatización del sistema volvió a las arcas públicas.

Con respecto a los números de la deuda en relación al producto, solemos ver cifras disimiles debido al denominador utilizado en el ratio, el PBI. Luego de la grotesca devaluación, el PBI en pesos corrientes (considerando la inflación) subió mucho menos que el dólar. Esta dinámica suele repetirse luego de una brusca devaluación. Como el coeficiente de traspaso de dólar a precios (pass through) es menor que uno, la devaluación reduce el tamaño de la economía en dólares. Con el correr de los trimestres si el tipo de cambio real se atrasa luego de la devaluación, el PBI en dólares crecería nuevamente algunos escalones. Este fenómeno no es del todo claro en la última devaluación por motivos varios (el fuerte atraso previo, la inercia inflacionaria que genera presión cambiaria, la incertidumbre electoral, etc.). Con lo cual, podríamos suponer

que el tipo de cambio real se queda en estos niveles (tendríamos más deuda pero una cuenta corriente mucho más sana, dejemos esto para otro informe).



El Ministerio de Economía aplicaba una forma de medición muy particular para economías con alta inflación. Para medir el PBI utiliza el promedio simple de los últimos 4 trimestres en términos corrientes, hasta acá está bien, pero luego para pasarlo a dólares lo divide por el tipo de cambio del cierre de periodo. Con lo cual, subestima los ratios de deuda en periodos de atraso cambiario y sobre castiga los ratios en periodos de tipo de cambio real más alto. Según los números oficiales del Ministerio, la deuda pública bruta nacional saltó del 56.6% del PBI a fines del 2017 al 86.2% al cierre 2018. La deuda pública neta creció del 29.1% del PBI a fines del 2017 al 54% al cierre 2018. Claramente el salto preocupa, eso está fuera de discusión, la devaluación nos quitó solvencia como deudores.

Ahora bien, ¿Cómo puede ser que la deuda creció un 3.75% en dólares pero en términos de PBI saltó un 50%? La respuesta está en la medición. Según esta metodología de medición, el PBI para medir el ratio cayó de U\$567.000 millones en 2017 a U\$385.000 en 2018. Esto no sólo sobredimensiona el peso de la deuda sino que además le da una gran volatilidad a los ratios. ¿Otra devaluación nos complicaría aún más? Claro, el riesgo de otra suba del tipo de cambio no es menor. A partir de estos saltos el Ministerio agregó otra metodología de medición, como se observa en el primer gráfico del *Resumen*. Así como toma el PBI promedio de año, también tomó el tipo de cambio promedio del año. Con esta metodología la deuda bruta se incrementó del 49.9% en 2017 al 64.1% del PBI en 2018, mientras que la deuda neta creció del 25.6% en 2017 al 39.8% del PBI en 2018.

Dicho esto, dado que durante el primer semestre de 2018 el tipo de cambio real estaba muy atrasado, estos ratios pueden ser un poco bondadosos. Si suponemos que no hay otra fuerte devaluación y el tipo de cambio real se mantiene medianamente estable, la deuda neta se ubicaría en niveles cercanos al 48% del PBI, algo así como un nivel intermedio entre ambas metodologías de medición. Pero acá está el fuerte supuesto: "no hay otra fuerte devaluación". ¿Y si hay otra devaluación? Como mencionamos en el *Resumen* de la semana anterior, hoy el tipo de cambio real es un 100% más competitivo al que teníamos antes del colapso de la convertibilidad. Si suponemos que nos vamos al techo de la banda en \$51,4 implicaría una devaluación nominal del 16% y dejaría un tipo de cambio real apenas por debajo de los niveles de 2003-2007. Repito, una devaluación del 16% al techo de la banda nos llevaría a un tipo de cambio real extremadamente competitivo. En este escenario, el ratio de deuda neta sobre producto saltaría al 60%. Pero con otra devaluación, la recesión se profundizaría y el tipo de cambio real quedaría en un nivel muy alto, con lo cual, en ese punto la economía no tendría problemas en generar divisas a costa de otra licuación del salario, recesión y algo vía exportaciones influenciadas con tipo de cambio real.

Analizados estos números, creo que el nivel de deuda todavía no es el problema. El gran problema son las necesidades de roleo. Si bien el préstamo del FMI dio mucho aire en las necesidades de financiamiento, tarde o temprano nuestro país tendrá que salir a emitir deuda en dólares. Hoy la tasa en dólares es prohibitiva. Las tasas en pesos, tanto nominales como reales, también asustan. Con estos costos de fondeo la dinámica de deuda por supuesto es insostenible. Por eso el mercado pone tanta carga de tensión en el resultado electoral. En un próximo *Resumen* detallaremos los vencimientos de deuda de 2020 y 2021 para analizar los riesgos de pagos en el corto plazo si los mercados continúan cerrados, escenario que en lo personal no pasará, pero claramente el mercado le teme.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar