

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

¿La vuelta a los mercados de deuda amenaza la sostenibilidad?

María Celeste González / Adriana Haring

- Luego del arreglo con *hold-outs* y la salida del default, Argentina pudo volver a acceder a los mercados de crédito a tasas decrecientes y colocó exitosamente bonos soberanos por USD 42mM en 2016
- Un aumento del endeudamiento por encima de lo originalmente previsto junto con una reducción del déficit fiscal más lenta que lo esperado y un incremento en el costo del endeudamiento pone en foco el tema de la sostenibilidad de la deuda.
- Proyectamos los niveles de endeudamiento hasta 2020 en un escenario macroeconómico de recuperación del crecimiento al 3%, inflación convergiendo (aunque lentamente) a las metas del BCRA y tasa de interés en dólares al 8%.
- Bajo los supuestos anteriores, el sendero del ratio deuda pública total / PIB inicialmente sube pero luego se estabiliza en niveles inferiores al 50%. El ratio nunca llega a superar el 40% si excluimos la deuda con el Banco Central, el Banco Nación y las Letras del Tesoro que presumimos se sigue refinanciando bajo iguales condiciones.
- El sendero de deuda es sensible principalmente a la trayectoria de la solvencia fiscal y la evolución del tipo de cambio ya que si el déficit primario no se reduce o si hay una devaluación que supere a la tasa de inflación en el tiempo, el ratio deuda/PIB tendería a crecer y superar los parámetros requeridos para considerarse sostenible.

Introducción: en el mediano plazo el tema de la sostenibilidad de la deuda pública argentina comenzará a tener relevancia

Argentina volvió a tener acceso a los mercados de capitales en 2016. El arreglo total y definitivo de la deuda en cesación de pagos desde el año 2001 abrió el acceso a los mercados sin restricciones y a tasas de interés que tendieron en un principio a acercarse a las de otros países de la región.

La capacidad de Argentina de endeudarse una vez resuelto el conflicto con *hold-outs* proviene del hecho de que el Banco Central, el Banco Nación y el ANSES (Organismo de la Seguridad Social) fueron las principales fuentes financieras del Tesoro hasta 2015, lo cual redujo a niveles mínimos el stock de deuda pública en cartera del sector privado tanto doméstico como externo. A fines de 2015, el total de la deuda pública “performing” alcanzaba a USD 222,7 mil millones, 49,5% del PIB. La estadística oficial señala que sólo el 25% de esta deuda (12.5% del PIB) eran tenencias de acreedores privados, 13% es deuda con organismos internacionales y el resto

(61,8%) era deuda en cartera de agencias públicas, principalmente los mencionados Banco Central, Banco Nación y ANSES, acreedores que fácilmente aceptarían una refinanciación a futuro sin poner mayores condiciones. Otro efecto del aumento del endeudamiento intra-sector público ha sido la reducción del stock de deuda pública externa que cayó desde 25% del PIB en 2006 a 15% del PIB hacia fines de 2015. A esta misma fecha la deuda en moneda extranjera era 66,8% del total, pero nuevamente, si se netea aquella que corresponde solamente al Banco Central (las letras intransferibles), la proporción baja al 45%.

Luego del acuerdo con los *hold-outs* en abril de 2016, el estado argentino salió rápidamente a colocar bonos en los mercados internacionales y locales. La oferta inicial de bonos que se hizo para pagar a los acreedores que no habían aceptado el canje excedió las expectativas en cuanto a la fortaleza de la demanda y las bajas tasas promedio. El total colocado fue de USD 16,5 mM a una tasa promedio de 7,14%, de los cuales USD 9,8 mM se destinaron a pagar la deuda con los *hold-outs* y el resto para cubrir necesidades financieras generales. En el resto del año, el gobierno continuó emitiendo bonos, principalmente en el mercado doméstico (pero con participación de inversores extranjeros) diversificando plazos y monedas hasta superar los USD 40 mM.

En 2016 se produjo un escenario de veloz crecimiento de la deuda y lento ajuste fiscal con el agravante reciente de algunos acontecimientos externos. La elección presidencial en Estados Unidos y el comienzo de una etapa de suba de tasas en ese país elevaron el riesgo país y complicaron posibilidad de acceso más barato a los mercados. La pregunta de cuán sostenible es la deuda Argentina a mediano plazo y bajo qué condiciones pasa a ser nuevamente un tema relevante que intentaremos abordar en el siguiente análisis.

Qué se entiende por sostenibilidad de deuda

En términos generales, la deuda de un país es sostenible si éste no tendrá necesidad en el futuro de hacer default, renegociar o reestructurar su deuda. Además, para evitar estos efectos indeseados, el gobierno debería ser capaz de cumplir con sus obligaciones de deuda sin tener la necesidad de embarcarse en políticas de ajuste con baja probabilidad de resultar exitosas.

Según la definición del Fondo Monetario Internacional (FMI), una deuda es sostenible si la condición de solvencia intertemporal es satisfecha. Esto significa que el valor presente esperado de los superávits primarios alcanza para cubrir el stock existente de deuda. Una definición más pragmática, y la que vamos a utilizar en la práctica en el trabajo, es que una deuda es sostenible si los ratios de deuda a PIB proyectados son estables o declinan, al mismo tiempo que son lo suficientemente reducidos. Por el contrario, una deuda es insostenible si los ratios proyectados de deuda se incrementan o permanecen en altos niveles. Para ser sostenible, la deuda pública no puede crecer persistentemente más rápido que el PIB, en otras palabras, la tasa de interés que devenga la deuda no puede ser mayor que la tasa de crecimiento del PIB nominal. La evolución del tipo de cambio también tiene un rol determinante dependiendo de cuál sea la participación de la deuda pública nominada en moneda extranjera dentro del total, a mayor participación, mayor riesgo de insostenibilidad en el caso que ocurra un shock devaluatorio.

Aunque el ratio deuda / PIB es un indicador importante, no es el único, y no existe un umbral tolerable que pueda aplicarse a todos los países por igual. Para las economías emergentes el FMI fija un *benchmark* de 60%, un ratio por encima de ese umbral podría indicar mayor probabilidad de dificultades a futuro. El esquema habitual de análisis de sostenibilidad de deuda también tiene otras limitaciones porque depende esencialmente de los supuestos hechos sobre crecimiento económico del país y su política monetaria, fiscal y cambiaria así como sobre la evolución del escenario financiero internacional. Los supuestos macroeconómicos deberían ser realistas para que no conduzcan a conclusiones y decisiones de política económica

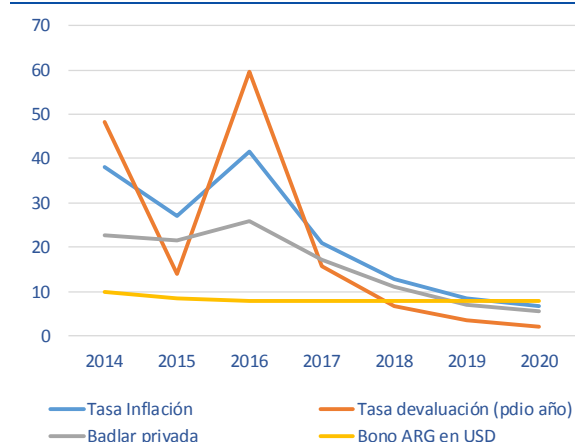
desacertadas. Aparte de ello, como toda economía está sujeta a shocks fortuitos, a ciclos o crisis económicas esporádicas, el análisis de sostenibilidad incluye a menudo someter a la deuda a distintos tipos de shocks para evaluar vulnerabilidades y en qué medida un desvío transitorio del sendero de crecimiento de la deuda no resulta en que la deuda se vuelva insostenible a mediano plazo.

En general los problemas de sostenibilidad de deuda pueden ser de liquidez o de solvencia. La liquidez está asociada a problemas de corto plazo y relacionada con indicadores del flujo de servicio de deuda y la capacidad de acceso a los mercados de deuda. En tanto que la solvencia mide la capacidad de repago del país y es un concepto asociado al largo plazo.

Principales supuestos: las proyecciones macroeconómicas son moderadamente optimistas

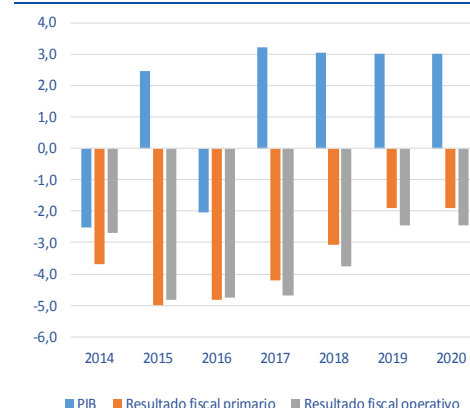
Evaluar la sostenibilidad requiere hacer juicios sobre el escenario macroeconómico a mediano plazo y la disponibilidad de financiamiento en términos favorables. En nuestro escenario base, si bien el gobierno aplica un plan de estabilización que a mediano plazo logra reducir la tasa de inflación, el ajuste fiscal es lento atentando contra un rápido descenso del costo de financiamiento, que suponemos sigue manteniéndose elevado por efecto de un escenario internacional más adverso luego del resultado de las elecciones en EEUU. El crecimiento del PIB es bien moderado (se estabiliza en 3% anual) y no hay una recuperación en "V" del crecimiento del PIB luego del cambio de políticas en 2016. Se produce cierto reordenamiento fiscal, mediante la eliminación gradual de subsidios a energía y transporte, pero no se elimina plenamente el déficit primario. La tasa de interés en pesos acompaña la caída en la tasa de inflación mientras que el tipo de cambio tiende a apreciarse en términos reales durante todo el período por el flujo de entrada de capitales que financia el déficit de cuenta corriente. En los Gráficos 1 y 2 se presenta la evolución de las principales variables macroeconómicas.

Gráfico 1
Inflación, devaluación y tasas de interés (en %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB y resultado fiscal (% y % del PIB respectivamente)



Fuente: BBVA Research

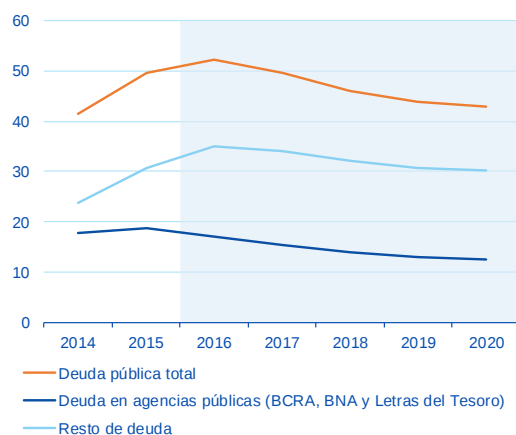
Además, se hicieron algunos supuestos adaptados al caso especial de Argentina, esencialmente por el alto nivel de endeudamiento intra-sector público:

- Aparte del aumento puntual de deuda en 2016 por las emisiones realizada para el pago a los *holdouts*, no se tiene en cuenta en el cálculo a otros pasivos contingentes que pudieran surgir a futuro por cualquier nuevo reconocimiento de deuda adicionales a los contemplados en la Ley de Reparación Histórica a jubilados. Su inclusión deterioraría los resultados del escenario base.
- A partir de 2016 se reduce sustancialmente el financiamiento adicional del Banco Central, el Banco Nación o cualquier otra agencia pública como PAMI, Cammesa, etc. Esta deuda (definida como Adelantos transitorios del Banco Central + Letras intransferibles del Banco Central + Letras del Tesoro + créditos del Banco Nación), es renovada indefinidamente a su vencimiento en iguales condiciones que las inicialmente pactadas.
- La deuda del ANSES no se incluye en la categoría anterior de deuda de agencias públicas. La excluimos debido a la falta de información precisa sobre su valor nominal y perfil de vencimientos, pero también puede considerarse como deuda fácilmente refinanciable por estar también en cartera de un organismo público. En su mayoría son títulos públicos con cotización en el mercado. Cerca del 20% de la deuda pública total estaría en cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES. Esto hace que los resultados del análisis puedan considerarse en realidad más favorables.
- Cualquier nueva emisión de deuda o refinanciación de vencimientos se hace con un bono en dólares a largo plazo con cancelación total a vencimiento. Sólo el déficit primario en pesos, se financia con un bono en pesos a tasa Badlar también a largo plazo.
- Suponemos que no hay financiamiento fresco de Organismos Internacionales como el BID, Banco Mundial, etc. y a partir de 2016 el capital de esta deuda se refinancia con nuevos desembolsos de estos organismos. Por el contrario, si Argentina contase con más financiamiento adicional de esta fuente, lo cual es probable, los resultados podrían mejorarse marginalmente debido a las mejores condiciones que en general tiene este tipo de deuda.

Bajo supuestos moderadamente conservadores Argentina tiene espacio para seguir endeudándose sin caer nuevamente en insolvencia a mediano plazo

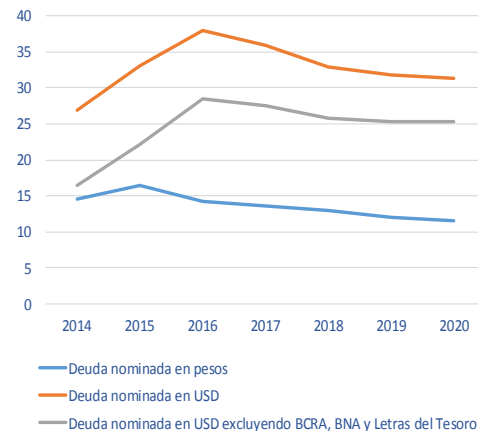
Bajo los supuestos mencionados, Argentina tiene espacio para endeudarse, aún luego de reconocer la deuda con hold-outs y reduciendo el financiamiento intra-sector público, ya que los ratios de deuda no tienen una trayectoria explosiva. Aumentan en 2016 y luego se mantienen relativamente estables por debajo de 40% del PIB (Gráfico 3) si excluimos la deuda en agencias públicas según nuestra definición (deuda con el Banco Central, el Banco Nación y Letras del Tesoro). Con los supuestos enunciados, se alcanza a cumplir la definición de sostenibilidad “pragmática” del FMI: la deuda es sostenible si los ratios proyectados son estables o decrecen al mismo tiempo que son suficientemente bajos.

Gráfico 3

Deuda pública (% del PIB)

Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Deuda por moneda (% del PIB)

Fuente: BBVA Research

Bajo algunos escenarios de stress, las principales vulnerabilidades que podría sufrir Argentina a mediano plazo provienen esencialmente de dos riesgos: en primer lugar, que no se logre hacer el ajuste fiscal necesario para reducir los ratios de endeudamiento durante los próximos años y en segundo lugar, el riesgo de que haya una devaluación mayor a la esperada (originada en un desborde de la tasa de inflación o un evento que dispare salida de capitales) y que el tipo de cambio real tienda a depreciarse fuertemente en términos reales. Dado que alrededor 70% de la deuda pública está nominada en moneda extranjera, esto produciría que el numerador del ratio (deuda pública) crezca a más que el denominador (PIB nominal).

Por el contrario, uno de los escenarios más favorables para la sostenibilidad de la deuda sería el de un crecimiento del PIB por encima de su potencial, para lo cual se requeriría un giro favorable de expectativas que promoviera a corto plazo mayores niveles de inversión. Una reducción del riesgo soberano, impulsado por un aumento en la credibilidad del programa económico también conduciría hacia un escenario más favorable de sostenibilidad de la deuda pública.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.