

07 de Octubre de 2016

La dinámica del endeudamiento

El Tesoro Nacional salió fuerte al mercado en los últimos días. El miércoles volvió a colocar deuda en euros en el exterior luego de muchos años. Consiguió casi €2.500 millones para cerrar el programa financiero del año, recibiendo ofertas por más de €7.600 millones. Se emitieron dos bonos por un valor de €1.250 millones cada uno, ambos bullet con cupones semestrales de interés y vencimientos en 2022 y 2027. El primero tiene un cupón del 3,875% y el precio de emisión fue de €99,432, convalidando un costo efectivo de fondeo del 4,24%. El título con vencimiento en 2027, se emitió con un cupón del 5% y un precio de €99,045, lo que da una TIR del 5,35%. Vale remarcar que ambos títulos tienen denominación mínima de 100.000 nominales.

Por otro lado, la semana pasada había emitido en moneda local por más de \$61.000 millones al 2018 y 2021, a tasa fija del 20,42% y 17,98%, respectivamente. De esta manera, consiguió más de \$100.000 en una semana. Previamente en el año había emitido Letes en dólares (más de U\$5.000 millones), seis bonos en dólares (cuatro para pagarles a los holdouts y luego dos más) y bonos en pesos de todo tipo (Badlar, CER, Bonacs que ajusta por las tasas del BCRA).

Mientras haya déficit habrá que seguir emitiendo bonos, tanto para cubrir el rojo fiscal como para rolear vencimientos. El gradualismo fiscal y la colocación de deuda van indefectiblemente de la mano. Más todavía cuando el Tesoro prácticamente agotó los \$160.000 millones correspondientes a la financiación del BCRA contemplada para este año.

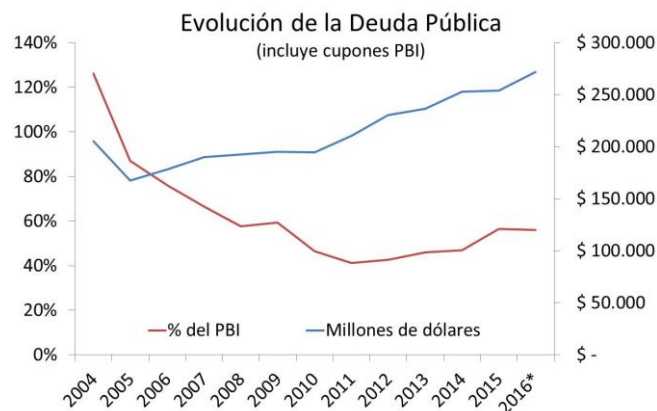
En las últimas semanas se escuchó a varios partidarios del gobierno anterior alertando por la toma de deuda ¿Cómo cerraban “los magos” el bache fiscal? Un poco con inflación (emisión), otro poco con financiamiento no convencional (swap con China), desahorrando (pago de deuda con reservas), atrasando pagos (Fallo Griesa) y el resto se completaba con emisiones locales.

No hay magia, no hay ideología ni doctrina económica, pura aritmética financiera. Como en su casa, si sale más de lo que entra, a fin de mes

usted se pelea con su esposo(a) e hijos para que gasten menos con la tarjeta (ajuste fiscal), utiliza el descubierto del banco (colocación de deuda) o gasta los dólares que tenía debajo del colchón (pago con reservas del Banco Central). La otra sería pedir un ascenso o buscar un nuevo trabajo (incrementar la recaudación tributaria), pero esto no se logra de un día para el otro y es más complejo cuando ya cuento con buenos ingresos (alta presión impositiva). La única diferencia entre su hogar y el Estado, es que lamentablemente (o afortunadamente) el jefe(a) de familia no tiene la máquina de emitir pesos. Al igual que el Gobierno, uno podría irse en 4 u 8 años, pero el problema queda en casa. Como puede observar, a fin de cuentas no hay grandes diferencias.

Nivel de endeudamiento¹

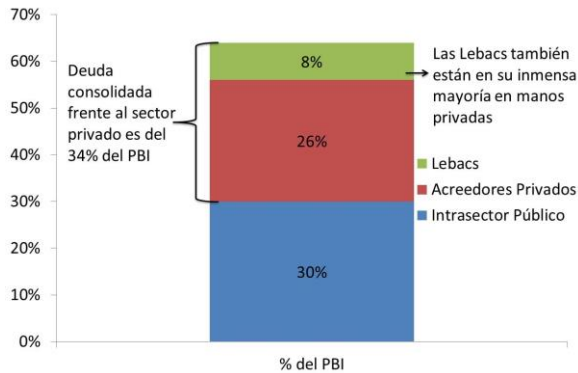
Con las últimas emisiones, el Tesoro Nacional engloba una deuda bruta de U\$270.000 millones, en torno al 56% de producto. Este monto representa la deuda total, incluyendo los pagos remanentes de los cupones PBI. Contemplando sólo la deuda con acreedores privados (neta del sector público), la misma alcanza el 26% del producto. De esta deuda, más del 85% esta denominada en moneda extranjera y a tasa fija.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos del Mecon.

Si agregamos las Lebac para contar con un número consolidado del sector público, dado que los títulos del Banco Central están en manos privadas, debemos sumar otros 8 puntos del PIB. Con lo cual, el sector público nacional consolidado tiene una deuda total del 34% del PIB frente a privados (residentes y no residentes).

¹ Datos estimados en base a datos de la Secretaría de Finanzas.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos del Mecon.

¿Preocupa? La foto para nada. La película es otra historia. Según las propias declaraciones del secretario de finanzas, en 2019 la deuda neta del sector público crecería en 10 puntos del producto, según sus cálculos de 24% al 34% (no incluye las Lebacs). A grandes números, esto implica incrementar la deuda entre U\$40.000 y U\$60.000 millones hasta que finalice el mandato. Mirando la dinámica fiscal y considerando un crecimiento modesto, la estimación es bastante sensata.

La idea clara del equipo económico es el gradualismo apoyándose en el bajo stock de deuda. En términos fiscales sería terminar el gobierno con un stock de deuda mayor pero con finanzas públicas equilibradas. A sólo un par de meses de anunciar un sendero de equilibrio fiscal, el Ministerio de Hacienda ya se desvió del mismo. Prat Gay había anunciado una meta de déficit primario para 2017 del 3,3% a principios de año, dicha meta ya fue corrida al 4.2%. Si cada año nos vamos a desviar del sendero en un punto, el compromiso fiscal se evapora y la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo comienza a verse dañada.

Dada la desviación del sendero fiscal en tan poco tiempo, sería bienvenido que el equipo económico presente nuevamente las metas del sector público para los próximos años y muestre su compromiso de lograr un camino no sólo gradual, sino también sostenible.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe