

El laberinto de la deuda pública interna

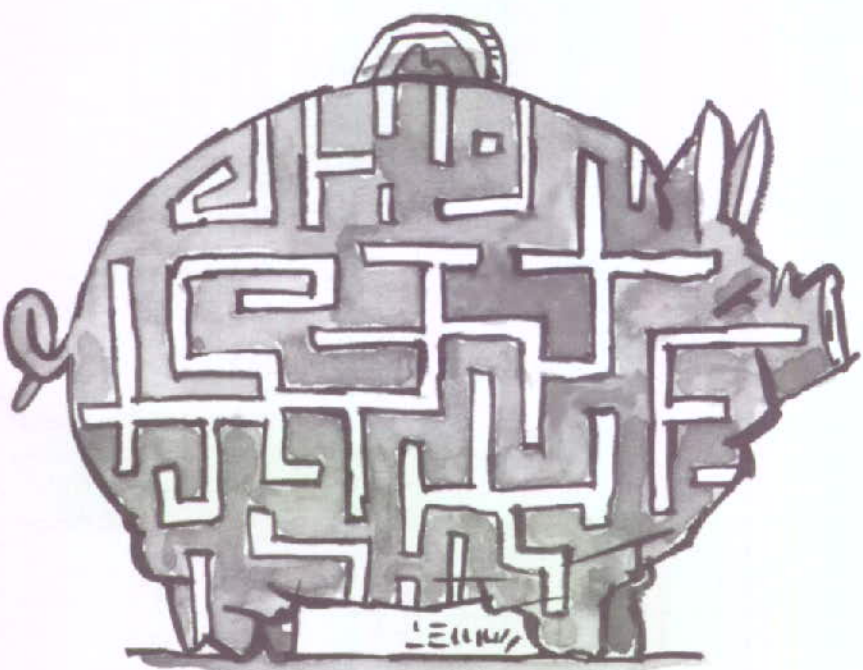
Francisco Vivancos C.

La situación actual de la deuda pública interna es preocupante por las implicaciones que, en términos de estabilidad macroeconómica y solidez del sistema financiero, podría acarrear una resolución inapropiada de los fuertes vencimientos que se concentran en este próximo semestre.

Rasgos del endeudamiento interno reciente

La Deuda Pública Total que en el período 1990-2001, se había mantenido en torno a US \$ 30.000 millones y con cierta tendencia hacia su reducción, en el último trienio aumenta su saldo en 26%, recomponiéndose a favor de las obligaciones internas al llegar a representar éstas alrededor de 38% del total. Esta acumulación de pasivos internos, sin embargo, ha coexistido paradójicamente con un esfuerzo de ahorro en el Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica (FIEM) de una fracción de los recursos provenientes de las exportaciones petroleras, a través de un manejo de activos y pasivos que hizo que el rendimiento de los recursos represados en el FIEM estuvieran notablemente por debajo de los costos, medidos en dólares, que dicho endeudamiento supuso. Como resultado neto esto produjo un ahorro negativo de US \$ 3.630 millones.

Por otra parte, la carga presupuestaria de la deuda pública (como% de los ingresos ordinarios del Gobierno Central), compromete en promedio del último trienio un 40% de dichos ingresos, obligando a la generación de superávit primarios (a través de una mayor presión tributaria interna y/o a un menor gasto primario) que termina trasladando significativos costos de bienestar a la población receptora de gasto público (mayoritariamente la de menores ingresos).



Una tercera característica de la deuda es el corto perfil de sus vencimientos. El vencimiento promedio ponderado de los DPN es de 542 días (contra un vencimiento en los años 2000-1 de alrededor de 1.200 días). Es decir, en los próximos 18 meses se vence un 85% del stock total de DPN que está en circulación. Además, la acumulación puntual de vencimientos en determinadas semanas del año 2003 se hace altamente irregular, lo que en caso de no corregirse a la brevedad permite anticipar considerables dificultades en la administración de la programación monetaria y en las exigencias de caja del gobierno central en el próximo año.

En cuarto lugar, el rendimiento efectivo de los DPN que se mantuvo por debajo del 20% en 2000 y durante el primer semestre de 2001, ha venido sistemáticamente elevándose hasta alrededor de 50% en el último bimestre, con una tendencia similar en el caso de las Letras del Tesoro.

Impacto del actual nivel de endeudamiento

El enorme y desordenado proceso de endeudamiento interno, además de producir un magro resultado en impulsos de crecimiento y financiar la exportación de capitales en un cuadro de alto riesgo-país, amenaza con volver inmanejables las finanzas públicas a corto plazo, dado el alto volumen de obligaciones, el alto costo de repago y sus cortos vencimientos. Todo lo cual refuerza viciosamente la percepción de insolvencia fiscal y la anticipación de nuevas sorpresas cambiarias e inflacionarias que dificultan la fluida y voluntaria renovación de ese financiamiento.

La gestión presupuestaria del Gobierno Central ha venido acumulando una falla estructural al generar superávit primarios que, en promedio, son

inferiores al costo de servir los intereses devengados por el stock de deuda pública. Esta insuficiencia de ahorro se ha profundizado en el último trienio. En efecto, hasta 1993 más de la mitad del pago por intereses se financiaba a través de superávit primarios, aliviando con ello la tensión fiscal; mientras que para el lapso 1994-98, apenas se generó un exceso de ingresos ordinarios de 25%. En el período 1999-2001, este indicador se deteriora aún más como resultado del alto déficit primario del pasado año (-1.4%) y un servicio de intereses que ha comprometido anualmente más de dos puntos y medio del PIB. Esta brecha, al no poder ser compensada con ajustes rápidos de los ingresos fiscales ordinarios o reducciones de gasto primario, ha forzado a la acumulación de deuda, incluyendo el financiamiento en condiciones distintas a las aceptables por los mercados (por ejemplo, la posposición de pagos a proveedores de bienes y servicios).

A mayor plazo, el re-establecimiento de la solvencia del Gobierno Central exigirá tanto reformas estructurales en la gestión de ingresos y egresos fiscales, como ajustes en el tamaño de los activos y pasivos públicos (privatizaciones, concesiones), incluyendo el re-financiamiento de la deuda pública total.

En segundo lugar, la actual trayectoria de deuda, e incluso, un arreglo inconveniente de re-estructuración de plazos y rendimientos de los papeles como el actualmente planteado está generando dudas razonables sobre la solvencia temporal de la gestión fiscal y, por tanto, sobre el riesgo de repudio de esas obligaciones. La natural aversión al riesgo en sus tenedores ya se ha manifestado en las dificultades que ha tenido el emisor siquiera para producir un endeudamiento neto cero, y seguramente lo obligará a seguir aumentando los rendimientos ofrecidos por esos títulos

y a acortar los plazos de las emisiones, al costo de profundizar los problemas de concentración de pagos y de hacer más pesada la carga financiera de esa deuda. Con ello se seguirán presionando al alza las tasas activas de interés en el mercado crediticio y, vía el canal de crédito, se adicionarán obstáculos a la recuperación económica, en especial si la aceleración del gasto público es percibida como el preámbulo de futuros episodios inflacionarios.

Un último aspecto a comentar guarda referencia con la alta concentración en la tenencia de esos papeles por parte de las instituciones financieras y fideicomisos (mayoritariamente de inversión y prestaciones sociales) y los potenciales impactos negativos que pudiera tener un manejo inapropiado de la deuda de corto plazo sobre la fortaleza del sistema financiero. Junto a los típicos riesgos de contraparte que toda operación crediticia impone, incluyendo los de concentración en un solo cliente, se han incrementado los riesgos de iliquidez asociados a estos títulos sobre todo en la medida en que se ha reducido el mercado secundario para esta deuda. La desatención a los problemas de diseño financiero que tienen esos instrumentos junto con una "resolución" inadecuada a las restricciones de iliquidez fiscal (vía acuerdo banca-gobierno) que eleve la carga temporal de la deuda pública y simplemente posponga, sin corregir, los problemas de repago y, sobre todo, el mantenimiento de una gestión fiscal indisciplinada, puede trasladarse sobre la economía en su conjunto, y sobre el sistema financiero en forma de una superior fragilidad de las instituciones acreedoras y de mayores riesgos de crisis macroeconómica.

Francisco Vivancos C.

Economista. Profesor UCV y UCAB