



Atrapados sin salida (?)

Proyección fiscal y financiera 2017-2027

Informe Mensual Octubre

Lunes 31 de octubre de 2016

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcsa.com.ar
contacto: info@lcsa.com.ar

Editorial

Tras el arreglo con los holdouts y la finalización del default Argentina recuperó una valiosa herramienta que le da tiempo para reordenar los desequilibrios macroeconómicos heredados. También es un buen instrumento para compensar las minorías parlamentarias. Sin embargo, que haya una elevada demanda de deuda argentina también puede ser un motivo de preocupación ya que históricamente ha sido alta la tentación de utilizar esta herramienta y postergar indefinidamente la corrección de los desequilibrios. El bajo nivel de endeudamiento tiene que ser la palanca que permita financiar la transición fiscal. El riesgo es excederse y convertirse en la clásica Argentina.

A comienzos de año la corrección fiscal se presentaba como un enorme desafío. Pero ahora la situación es mucho más compleja porque se perdieron recursos y se adicionaron gastos. El déficit fiscal primario pasará de 4,1% del 2015 a 4,8% del PBI en 2016. En 2017 entendemos que el Gobierno priorizará las elecciones y optará por darle mayor impulso a la economía por lo que estimamos un déficit primario de 5,3% del PBI.

La disminución del déficit fiscal presenta algunos factores estructurales que limitan los grados de libertad del Tesoro y son prácticamente independientes a cualquier contexto macro. En los próximos años las cuentas fiscales sufrirán un deterioro de 3% del PBI por el crecimiento del gasto en seguridad social (movilidad jubilatoria y Programa de Reparación Histórica) y por la pérdida de recursos (cesión de recursos a provincias y baja de retenciones). Dejando todo lo demás constante, estos factores estructurales determinan que el déficit primario quedaría en los niveles actuales de 5% PBI a pesar de lograr eliminar totalmente los subsidios. Así, para alcanzar el objetivo de equilibrio fiscal en 5 años (2022) se necesita que el resto de los gastos (excluyendo subsidios y seguridad social) bajen 5% del PBI entre 2017 y 2022. Si asumimos que se mantiene fijo el gasto de capital en 2% del PBI, el resto del gasto corriente que sería de 7% del PBI habría que bajarlo a 2% del PBI para alcanzar la meta cuando históricamente tuvo un piso de 4% del PBI. Esto

demonstraría que aún en un escenario de crecimiento económico y eliminación completa de los subsidios es imposible alcanzar el equilibrio fiscal en 2022.

Por lo tanto, la meta de equilibrio fiscal hay que correrla para más adelante. Presentamos dos escenarios más moderados de reducción del déficit primario para analizar luego el impacto en los indicadores de deuda y poder determinar si son sostenibles. Suponemos 2 senderos convergentes del resultado primario en 10 años a partir de 2017: “sendero de austeridad” alcanzando un resultado equilibrado en 2027 y “sendero de gradualismo” con déficit primario de 2% del PBI en 2027 (congruente con un resultado operativo primario en equilibrio). Al mismo tiempo, planteamos 2 escenarios macroeconómicos uno de crecimiento y otro de estancamiento.

Veremos que la situación fiscal llega a una encrucijada: aún en escenarios macro de estabilidad, bajar el déficit es estructuralmente difícil, pero no bajarlo es financieramente insostenible. Concluimos que el único escenario en el cual se logran estabilizar los indicadores de deuda es en el de crecimiento económico con sendero de austeridad fiscal (equilibrio fiscal en 2027). Pero este escenario presenta enormes desafíos como crecer sostenidamente y que se mantengan bajas las tasas de interés y alto el financiamiento. También obliga, además de eliminar los subsidios, a reducir el resto de los gastos corrientes sin Seguridad Social a niveles por debajo de los mínimos históricos. Esto implica que inevitablemente se verá afectado el nivel de obra pública y el gasto en Seguridad Social. Creemos que es necesario que el Gobierno se anticipe y comience a mostrar el sendero fiscal de mediano plazo para despejar dudas y ganar tiempo. La historia cuenta que las correcciones fiscales en Argentina sólo se pudieron implementar en contextos de crisis.

Arquímedes y la lluvia de bonos

Tras el arreglo con los holdouts y la finalización del default Argentina recuperó una valiosa herramienta que le da tiempo para reordenar los desequilibrios macroeconómicos heredados. Y, sobre todo, poder hacerlo de manera gradual, ya que no es posible corregirlos a todos de manera conjunta. La combinación de buenos indicadores de deuda con tasas de interés muy altas en términos relativos en un mundo de tasa “cero” y exceso de liquidez en los mercados le permiten al Gobierno contar con una sostenida fuente de financiamiento, tal como quedó demostrado este año.

Durante 2016 Argentina colocó US\$ 60 MM de dólares (11% del PBI).

Tres cuartas partes se emitieron en moneda extranjera y el resto en pesos (3% ajustable por CER). **El principal destino de la emisión de deuda (75% emisión total) fue la cancelación de capital y la refinanciación de pasivos** como el pago a los holdouts, el canje de letras intransferibles al BCRA, el “canje” de los cupones del PBI, entre otros, lo que determinó un impacto neutro¹ en el stock de deuda. El resto de la emisión (25% del total) se destinó a la cancelación de intereses y la cobertura del déficit primario (2,7% del PBI conjuntamente).

Excluyendo la colocación periódica de letras de corto plazo, el Gobierno recurrió al mercado de deuda en 27 oportunidades en los últimos 10 meses. Amplió la emisión de títulos ya existentes (Bonar 2020 y Bonar 2024) y colocó 19 nuevos títulos públicos (8 en moneda extranjera y el resto en pesos). **En promedio se endeudó a 11 años y a un costo del 7% anual en moneda extranjera y a 5 años a una TIR del 24% anual por las emisiones en pesos.** El costo de endeudamiento tanto en moneda extranjera como en pesos fue reduciéndose casi sistemáticamente con el correr de los meses (las últimas colocaciones en Euros se hicieron tasas del 4% y 5% anual para plazo de 6 y 10 años, respectivamente). Y con buen tino la estrategia de colocación de deuda fue vi-

Colocaciones títulos públicos*

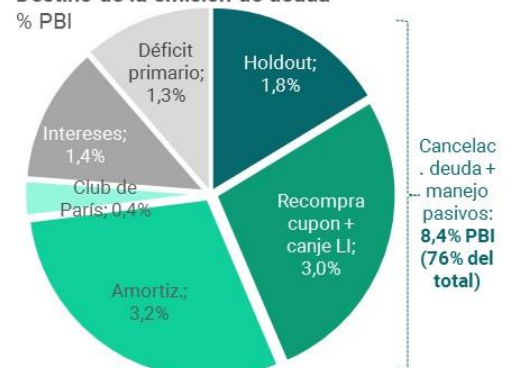
US\$ MM	Pesos	Pesos + CER	Dólar linked	Mon. Extranj.	Total	% PBI
2014	5,2	0,0	2,0	1,3	8,5	1,5%
2015	7,2	0,0	4,5	5,3	17,0	2,7%
2016	14,4	1,8	0,0	43,9	60,1	11,0%

Fuente: LCG en base a Sec. De Finanzas

* Datos hasta 21-oct-2016. Incluye letras de corto plazo en US\$.

US\$ 13,7 MM x canje Letras Intransferibles del BCRA
US\$ 9,8 MM x Holdouts
US\$ 2,7 MM x recompra Cupón PBI
US\$ 5,8 MM en letras de corto plazo
Resto mercado: US\$ 11,9 M

Destino de la emisión de deuda



Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas

¹ Sólo la emisión por US\$ 2,7 MM para el anunciado, pero no llevado a cabo, canje de los cupones de PBI impactó en el stock de deuda ya que estos últimos no son considerados como capital sino como intereses.

rando gradualmente hacia emisiones en moneda local. Entre septiembre y octubre el Gobierno emitió US\$ 11 MM (18% del total) en moneda nacional a una tasa fija promedio del 18% anual a un plazo medio de 6,2 años.

Sin embargo, que haya una elevada demanda de deuda argentina también puede ser un motivo de preocupación ya que siempre ha sido alta la tentación de utilizar esta herramienta y postergar indefinidamente la corrección de los desequilibrios. **El bajo nivel de endeudamiento tiene que ser la palanca que permita financiar la transición fiscal. El riesgo es tentarse y convertirse en la clásica Argentina.**

En el Informe mensual de abril² analizábamos si era sostenible el déficit fiscal y describíamos que no creíamos en el cumplimiento de las metas impuestas por el Gobierno para 2016-2019 anunciadas a comienzos de año, pero sosteníamos que con una visión de mediano plazo de convergencia del déficit la situación fiscal se podía manejar. Entendemos necesario hacer una actualización de ese análisis ya que **en los últimos meses sucedieron diferentes circunstancias que le pusieron más presión al déficit fiscal de los próximos años.** Podemos mencionar: el Programa de Reparación Histórica (PRH) el cual además del pago a jubilados contempló la cesión de recursos de la Nación a las provincias, una baja más gradual del gasto a partir de las complicaciones en relación al ajuste de tarifas de gas y electricidad, la rebaja de impuestos (p.e retenciones desde 2018) y las mayores necesidades del gasto en términos políticos (elecciones y manejo del Congreso).

Por todo lo mencionado **en 2016 el déficit fiscal primario³ pasará de 4,1% del 2015 a 4,8% del PBI. En 2017 entendemos que el Gobierno priorizará las elecciones y optará por darle mayor impulso a la economía abandonando el objetivo de reducir el déficit fiscal. Estimamos un déficit primario de 5,3% del PBI (1,1 pp por encima de lo es-**

Colocaciones 2016

US\$ MM

Colocaciones en moneda extranjera*				
Fecha de colocación	Título	US\$ MM	TIR	Plazo
27-ene	Bonar 2020	0,4	10,1%	4,8
22-abr	Bonar 2019	2,8	6,3%	3,0
22-abr	Bonar 2021	4,5	6,9%	5,1
22-abr	Bonar 2026	6,5	7,5%	10,1
22-abr	Bonar 2046	2,8	8,2%	30,4
23-jun	Bonar 2020	1,2	8,0%	4,4
18-may	Bonar 2024	0,2	8,8%	8,1
06-jul	Bonar 2028	1,0	6,6%	12,2
06-jul	Bonar 2036	1,8	7,1%	20,3
20-jul	Bonar 2020	0,8	8,0%	4,3
05-oct	Euro 2022	1,3	3,9%	6,1
05-oct	Euro 2027	1,3	5,0%	10,4
Títulos en Mon. Extranjera		24,5	7,0%	10,7
Letras corto plazo en US\$		5,8	3,5%	0,5

Colocaciones en pesos				
Fecha de colocación	Título	\$ MM	TIR	Plazo
01-mar	Bonar AMX8	0,38	36,9%	2,0
01-mar	Bonar AM20	0,38	34,1%	4,1
18-mar	Bonar AM20	0,72	37,8%	4,0
18-mar	Bonar AMX8	0,31	37,6%	2,0
09-may	Bonac AY17	0,74	39,2%	1,0
22-jul	Boncer-L21	0,55	34,8%	5,1
22-ago	Boncer-L21	0,45	36,9%	5,0
31-ago	Bonar AD20	0,94	29,5%	4,4
05-sep	Bono TF-M18	1,01	22,7%	1,5
15-sep	Bono TF-S18	0,89	21,3%	2,0
29-sep	Bono TF-O21	3,25	18,2%	5,1
29-sep	Bono TF-S18	0,75	21,6%	2,0
13-oct	Bono TF-O23	1,51	16,0%	7,1
13-oct	Bono TF-O26	3,55	15,5%	10,2
19-oct	Boncer-A20	0,75	35,2%	3,6
Títulos en Mon. Nacional		16,2	23,6%	5,3

Fuente: LCG en base a Sec. De Finanzas

* No se incluyen los títulos emitidos para el canje de las Letras Intransferibles en poder del BCRA.

² ¿Es sostenible el déficit fiscal?

³ Neto de rentas del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Anses y cuasifiscal del BCRA.

tablecido en el Presupuesto y 2,0 pp mayor a la meta inicialmente comunicada) que en realidad, sería de 5,8% del PBI, si se tiene en cuenta que no se contabilizaron gastos de capital por 0,5% del PBI⁴.

A pesar del tamaño del déficit en 2017 su financiamiento todavía en manejable. El año que viene las necesidades ascenderían a 10,4% del PBI y el Gobierno contaría con fuentes de financiamiento por 4,5% del PBI. Se incluyen el financiamiento del BCRA (topeado en \$ 140 M, 1,4% del PBI), los fondos provenientes del FGS (1,5% del PBI, por rentas y por las ventas de activos) y se asume la renovación del capital pagado al Club de París (0,3% del PBI) y nuevos fondos netos con los Organismos Internacionales (0,4% del PBI). Con todo, el GAP a financiar sería de 5,8% del PBI. Para cubrirlo la emisión de deuda deberá ser de 6,3% del PBI, 5,8% de PBI para financiar la brecha y 0,5% del PBI para afrontar el pago de los intereses de esta nueva deuda. **La deuda privada y con Organismos en términos del PBI aumentaría sólo 3 pp (25% del PBI).**

Sin embargo, este déficit fiscal no es sostenible y en algún momento se tendrá que emprender su disminución. Para eso haremos un análisis de largo plazo de la política fiscal de una economía con déficit a una de equilibrio y de sostenibilidad de la deuda para determinar cuál sería el límite posible de financiar, estresando el escenario macroeconómico.

La rigidez del gasto y la pérdida de recursos...

La disminución del déficit fiscal presenta algunos factores estructurales que limitan los grados de libertad del Tesoro y son prácticamente **independientes a cualquier contexto macro**. El primero es la dinámica del **gasto en seguridad social** (ajuste automático por movilidad jubilatoria y Programa de Reparación Histórica) y el segundo son

Programa financiero Estimación 2017, % PBI

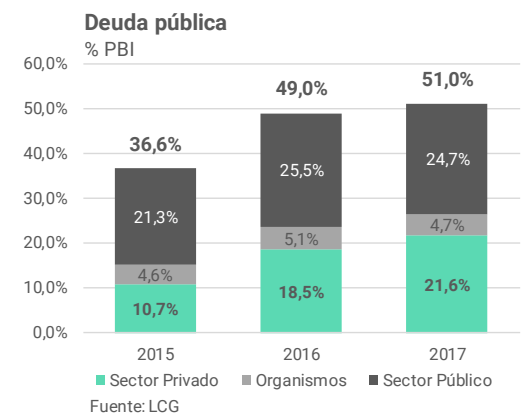
	PESOS	DÓLARES	TOTAL
Necesidades	8,2%	2,2%	10,4%
Déficit primario	5,3%		5,3%
Vencimientos mercado*	1,5%	2,2%	3,7%
Capital	1,0%	1,5%	2,5%
Intereses	0,5%	0,7%	1,2%
PRH-Juicios	0,6%		0,6%
Asistencia a provincias	0,2%		0,2%
Inversiones prioritarias**	0,5%		0,5%
Fuentes	2,9%	1,7%	4,6%
BCRA	1,4%		1,4%
ANSES	1,0%		1,0%
Desarme FGS	0,5%		0,5%
Excedente 2016		1,0%	1,0%
Organismos Internacionales		0,7%	0,7%
GAP a financiar	5,3%	0,6%	5,8%
Emisión de deuda***	4,7%	1,6%	6,3%
Para cerrar brecha	4,3%		
Intereses GAP	0,5%		

Fuente: LCG

* Asume renovación total de vencimiento de capital e intereses correspondientes a las Letras

** Inversiones que se contabilizan debajo de la línea.

*** En dólares, asume la renovación del 75% del Bonar X y Global 2017.

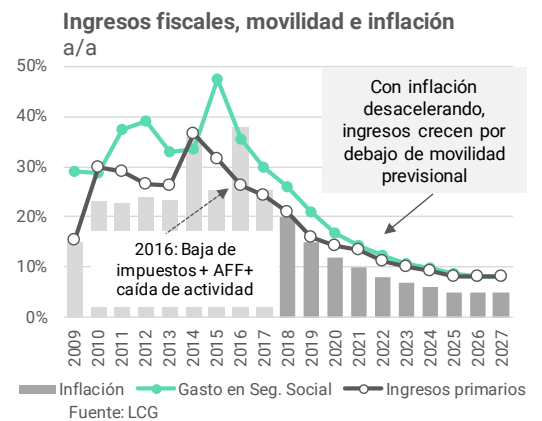


⁴ Se trata de las inversiones prioritarias que, por contar con financiamiento asegurado, se contabilizan debajo de la línea.

los recursos que la Nación le cede a las provincias y la rebaja de los derechos de exportación ya anunciada para 2018 y 2019.

El **gasto en seguridad social** incluye el pago de jubilaciones, pensiones, asignaciones (familiares, por hijo y por embarazo) y otros programas sociales de la Anses. Es el principal gasto de todas las economías modernas. En Argentina representa la mitad del total. Este gasto en nuestro país tiene la particularidad de que **se ajusta automáticamente cada 6 meses** en función de un índice que tiene en cuenta la evolución pasada de los ingresos y los salarios⁵. Esto implica que **su ajuste depende de factores relativamente exógenos al Gobierno y que, además, se encuentran desfasados en relación a la dinámica de los recursos. En un contexto de reducción de la inflación implica que el gasto en seguridad social crezca más que los ingresos** (y viceversa) ya que se ajusta con inflación pasada y los recursos con inflación presente. Es decir, en un contexto de normalización de la macro se produce un deterioro fiscal. Por ejemplo, si el año que viene la inflación fuese de 25% y se mantendría la presión tributaria, los recursos tributarios del gobierno nacional crecerían 28% ia y la movilidad 32% ia. En segundo término, **el PRH que contempló la actualización de los haberes de 2,4 millones de jubilados le agregó al gasto 1,1% PBI por año**⁶. Si bien no implicó un cambio paramétrico en el sistema previsional, sus efectos perdurarán por al menos 15 años. Los nuevos haberes determinados por el PRH también se actualizarán por el coeficiente de movilidad jubilatoria. Asumiendo un escenario de crecimiento del PBI de 3% y estabilidad macro (inflación convergiendo a un dígito y presión tributaria constante) el gasto en seguridad social por el efecto de la movilidad y el PRH crecería entre 2016 y 2022 2% del PBI (10,5% del PBI a 12,5%) y luego se estabilizaría.

Por el lado de los recursos, dejando de lado la baja de 2 pp de la presión tributaria de 2016, **a partir de 2017 la Nación perderá ingresos por 1,1% del PBI**: 0,7% PBI en manos de las provincias (por el Acuerdo de

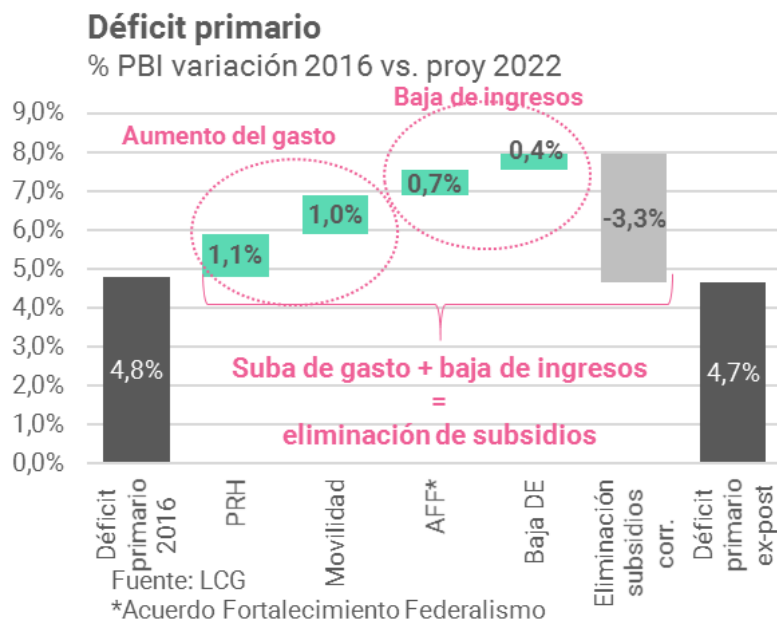


⁵ 95% del gasto en seguridad social se ajuste por el índice de movilidad jubilatoria.

⁶ Gasto promedio por ajuste de haberes 2017 – 2022 asumiendo crecimiento anual de 3% PBI, reducción de la inflación y presión tributaria constante.

Fortalecimiento del Federalismo) y 0,4% del PBI por la reducción de los derechos de exportación al complejo sojero en 2018 y 2019.

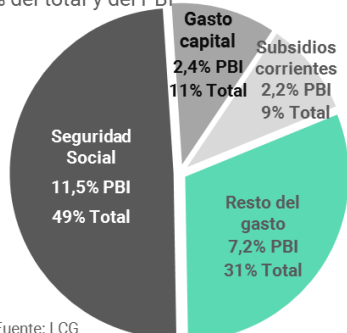
En los próximos años las cuentas fiscales sufrirán un deterioro de 3% del PBI por el crecimiento del gasto en seguridad social y la pérdida de recursos. Esto representa casi la totalidad del gasto corriente en subsidios. Dejando todo lo demás constante **estos factores estructurales determinan que el déficit primario quedaría en los niveles actuales de 5% PBI a pesar de lograr eliminar totalmente los subsidios.**



...implican que la economía convivirá con déficit muchos años

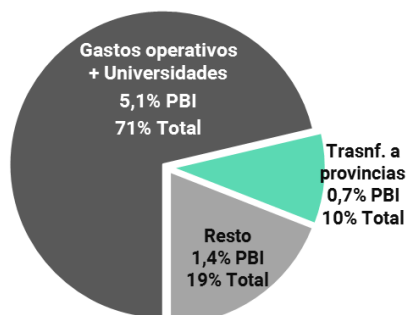
Tomando como dado nuestro escenario fiscal de 2017 que describimos en el Informe del mes de septiembre "Adiós a las metas" y las rigideces fiscales recientemente mencionadas **aún eliminando todos los subsidios económicos para alcanzar el objetivo de equilibrio fiscal en 5 años (2022) se necesita que el resto de los gastos (excluyendo subsidios y seguridad social) bajen 5% del PBI entre 2017 y 2022.** Si asumimos que se mantiene fijo el gasto de capital en 2% del PBI, todo el ajuste deberá recaer sobre el resto del gasto corriente que para simplificar llamaremos el "resto del gasto". **Según nuestras estimaciones el "resto del gasto" sería de 7% del PBI en 2017 y habría que bajarlo a 2% del PBI para alcanzar la meta.**

Composición del gasto primario
% del total y del PBI



Fuente: LCG

Composición del "Resto del gasto"
% del total y del PBI



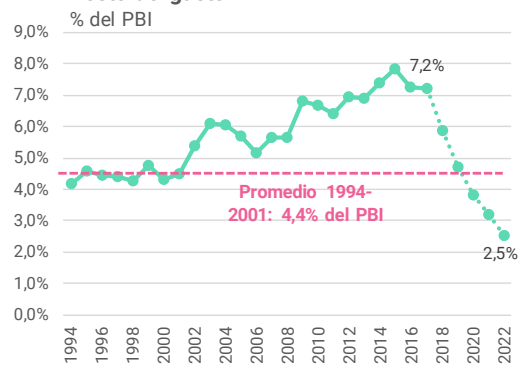
que aún en un escenario de crecimiento económico y eliminación completa de los subsidios es imposible alcanzar el equilibrio fiscal en 2022. La economía va a convivir con déficit primario los próximos años. Por lo tanto, la meta de equilibrio fiscal hay que correrla para más adelante. Sin embargo, también hay que analizar si es posible financiar un déficit mayor los próximos años.

Sector público nacional

% PBI	2016	2017
Ingresos (netos de rentas)	18,6%	18,0%
Gasto primario	23,4%	23,3%
Automático	15,8%	16,9%
Salarios y operación	5,0%	5,1%
Jubilac. + Otros Anses	10,5%	11,5%
Coparticipación soja	0,2%	0,3%
Discrecional	7,6%	6,4%
Subsidios	3,7%	2,6%
Discrecional a pcias.	1,6%	1,4%
Obra pública nacional	1,0%	1,1%
Resto	1,3%	1,4%
Resultado primario	-4,8%	-5,3%
Intereses a pagar	-2,3%	-2,0%
Rentas BCRA	1,0%	0,2%
Rentas FGS	1,1%	1,0%
Resultado financiero	-5,1%	-6,1%

Fuente: LCG

Resto del gasto

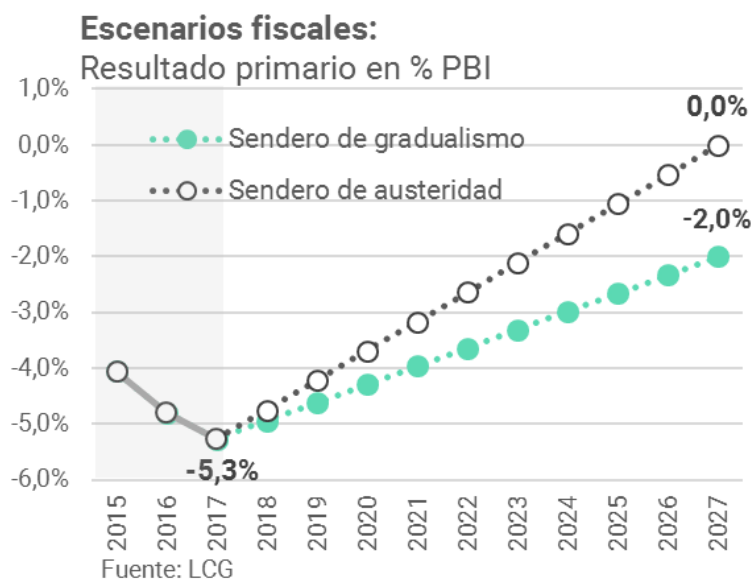


Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda

⁷ Incluye las transferencias corrientes a las universidades.

Aterrizando el déficit en una pista más larga y con diferentes niveles de turbulencia

Las dificultades que describimos determinan que después de 2017 **5 años no alcanzarían para eliminar el déficit fiscal**. Por eso presentamos dos escenarios más moderados de reducción del déficit primario para analizar luego el impacto en los indicadores de deuda y poder determinar si son sostenibles. **Suponemos 2 senderos convergentes del resultado primario en 10 años a partir de 2017⁸: 1) “sendero de austeridad” alcanzando un resultado equilibrado en 2027 y 2) “sendero de gradualismo” con déficit primario de 2% del PBI en 2027** (congruente con un resultado operativo primario en equilibrio⁹).



⁸ El escenario de 2017 contempla un déficit primario de 5,3% del PBI según lo describimos en el informe mensual de septiembre “Adiós a las metas”.

⁹ El resultado corriente operativo primario es la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes sin considerar el pago de los intereses de la deuda pública.

Al mismo tiempo, **planteamos 2 escenarios macroeconómicos: a) “crecimiento” y b) “estancamiento”**. Cada escenario impactará en la recaudación de impuestos, en la actualización del gasto de la seguridad social por el índice de movilidad jubilatoria y en el costo del endeudamiento para financiar el déficit. El escenario de crecimiento supone que la economía crecerá al 3% todos los años, la inflación irá convergiendo a niveles cercanos a un dígito, la presión tributaria se mantendrá en los niveles actuales¹⁰ y la tasa de interés internacional que pagará Argentina se mantendrá en 5%. En cambio, suponemos que para el escenario de estancamiento la economía crecerá todos los años a un menor ritmo. Asumimos un PBI que se incrementa apenas al 0,5% anual que implica crecer por debajo de la tasa de crecimiento de la población. Por otro lado, la presión tributaria disminuirá gradualmente todos los años producto de un menor cumplimiento tributario y la no creación de empleo. Finalmente, la tasa de financiamiento será de 3 pp superior a la del escenario de crecimiento (8% vs. 5%).

La combinación de 2 escenarios fiscales y 2 macroeconómicos determinan 4 escenarios donde la variable de ajuste (endógena) será el “resto del gasto” para alcanzar la meta fiscal. Para eso suponemos lo siguiente para todos los escenarios:

- Año de partida 2017 y año de finalización 2027. Para todos los escenarios el 2017 es igual.
- Los recursos del Gobierno Nacional contemplan la reducción gradual de los derechos de exportación al complejo sojero y la distribución del 15% de precoparticipación de ANSES a las provincias. La evolución de los ingresos fiscales dependerá de cada escenario macro (se mantiene la presión tributaria en el de crecimiento y baja en el de estancamiento).
- El gasto en seguridad social crecerá en función de la movilidad jubilatoria (asociada a las variables macroeconómicas) y la cantidad de beneficiarios (1,6% promedio para jubilados y pensio-

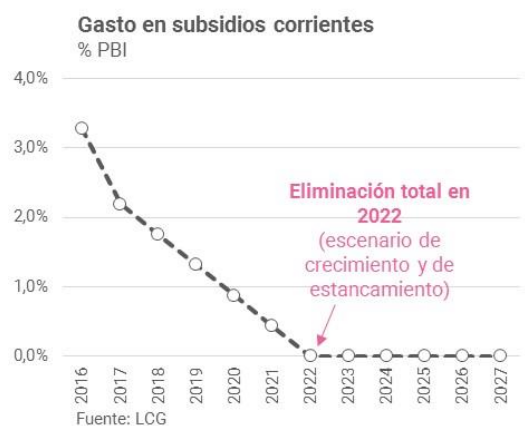
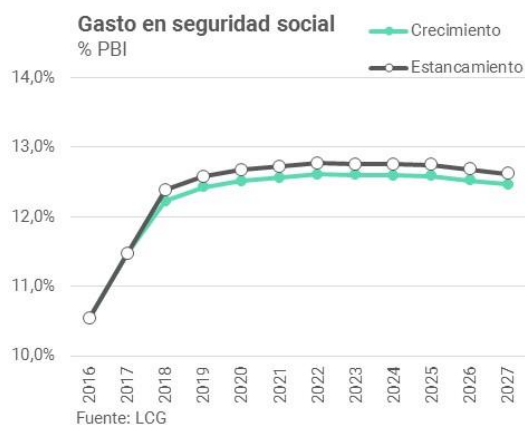
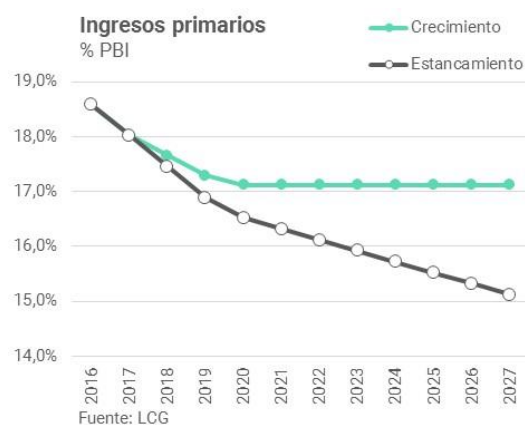
¹⁰ Se considera la reducción de los derechos de exportación al complejo sojero a partir de 2018.

Escenarios macroeconómicos 2018-2027

Principales variables

	Crecimiento	Estancamiento
PBI real		
a/a promedio	3,0%	0,5%
Inflación		
a/a promedio	9,2%	9,2%
Ingresos primarios		
% PBI	17,2%	16,1%
Tasa de interés		
en \$	9,2%	10,2%
Tasa de interés		
en US\$	5,0%	8,0%

Fuente: LCG



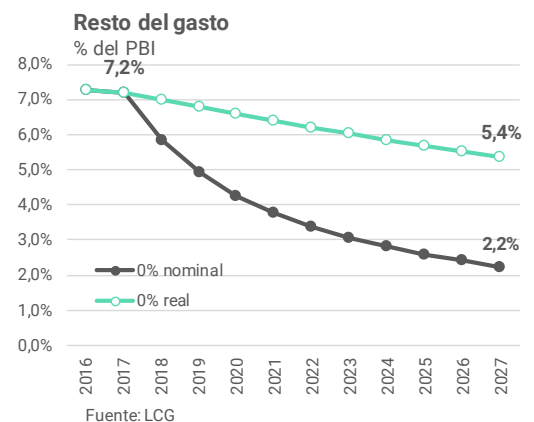
ados y 1% para el resto de los programas para todos los escenarios). El Programa de Reparación Histórica asume una reducción anual promedio del 3,5% en la cantidad de beneficiarios para todos los escenarios.

- Los subsidios corrientes se reducen gradualmente hasta eliminarlos completamente en 2022.
- Se asume que el gasto de capital se mantiene algo por debajo de los valores actuales: 2% del PBI para todos los escenarios.

En el escenario de **crecimiento con gradualismo fiscal** (déficit fiscal primario de 2% del PBI con crecimiento PBI 3%) el “resto del gasto” debería tener una corrección de 2,5 pp del PBI entre 2017 y 2027 (7,2% a 4,7% del PBI). Este escenario en principio **sería alcanzable desde el punto de vista fiscal** y el “resto del gasto” tendría una evolución que sería congruente con fijarlo en términos reales. La caída en relación al PBI se explicaría por el crecimiento económico.

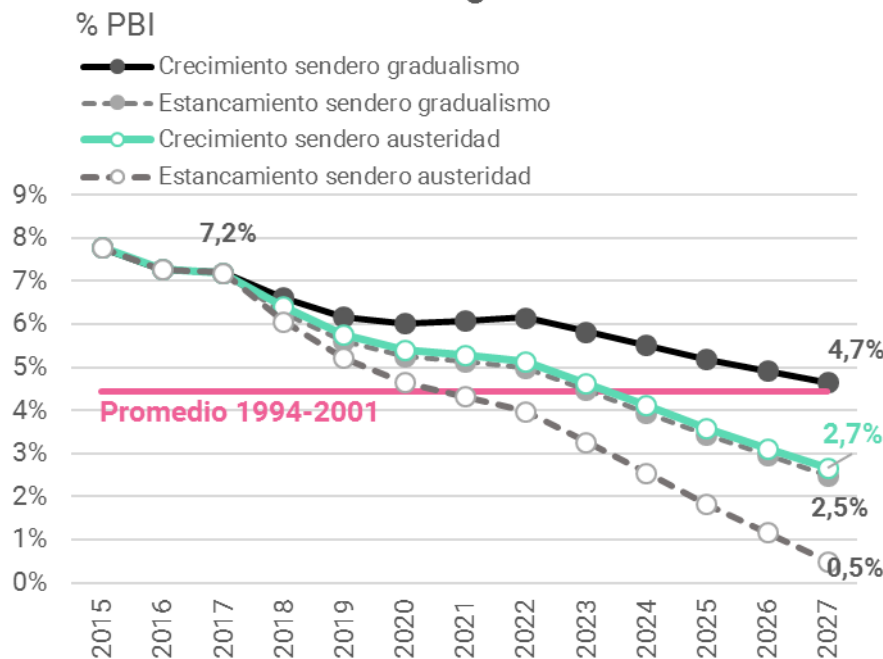
En el escenario de **crecimiento con austeridad fiscal** (resultado primario 0% en 2027 con crecimiento PBI 3%) el resto del gasto debería tener un ajuste de 4,5 pp del PBI (2 pp más que en el escenario anterior). Debería totalizar 2,7% del PBI, 1,7 pp del PBI por debajo del promedio observado durante la Convertibilidad. Otra manera de describir la dificultad que presentaría esto es que el “resto del gasto” se debería “congelar” en términos nominales durante 10 años para alcanzar el nivel deseado. Así, **para alcanzar la meta de equilibrar el resultado primario en 2027 se tendría que “sacrificar” el gasto de capital** dejando todo los demás constante.

En el escenario de **estancamiento con gradualismo fiscal** (déficit fiscal primario de 2% del PBI) el “resto del gasto” debería tener una evolución similar a la del ejercicio anterior. Se requiere una baja de 4,7 pp del PBI. Mientras que en el escenario anterior hay que ajustar el gasto para reducir el déficit, en este caso el gasto se debe reducir para compensar la pérdida de recursos por el estancamiento de la economía. Por lo tanto, desde el punto de vista fiscal, al igual que en el escenario anterior, **sería alcanzable sacrificando el gasto de capital**.



En el escenario de **estancamiento con austeridad fiscal** (resultado primario 0% en 2027) el resto del gasto debería tener un ajuste de 6,7 pp del PBI lo que implicaría prácticamente eliminar esos gastos cuando tienen un “piso” que no se puede perforar. Incluso, no se alcanzaría reduciendo a cero el gasto de capital. Por lo tanto, este escenario **no sería alcanzable desde el punto de vista fiscal**.

Evolución del resto del gasto



Fuente: LCG

Sabiendo que 3 de los 4 escenarios pueden ser alcanzados bajo nuestros diferentes supuestos, testaremos si el resto puede ser financiados con endeudamiento.

¡Mayday! ¡Mayday!

Argentina parte de niveles de endeudamiento muy bajos. La deuda comercial en manos de acreedores privados y con Organismos Internacionales de crédito apenas representará 23,5% del PBI a fin de 2016. En este año también quedó demostrado que por las condiciones externas y logros locales la oferta de financiamiento resultó casi ilimitada. Sin embargo, tanto la coyuntura internacional como la local podrán no perdurar eternamente. Sobre todo, porque creemos que **no se ha tomado noción de las dificultades estructurales para reducir el déficit fiscal.**

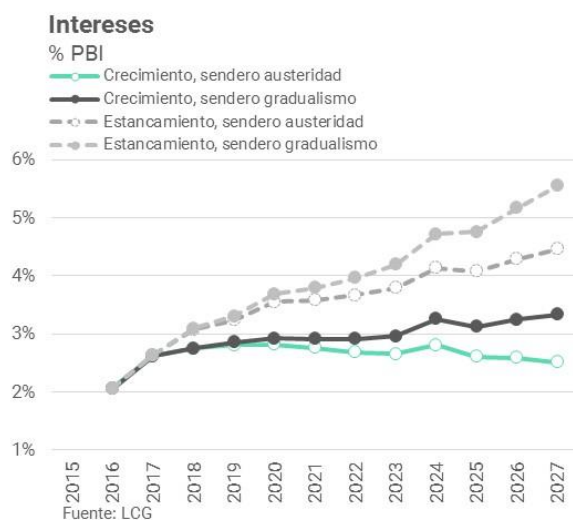
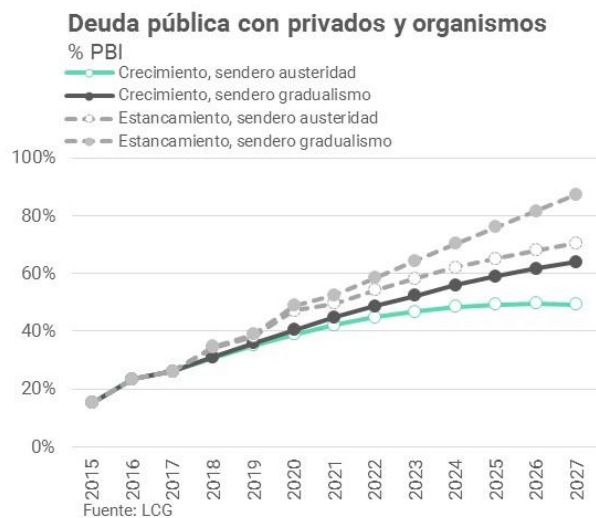
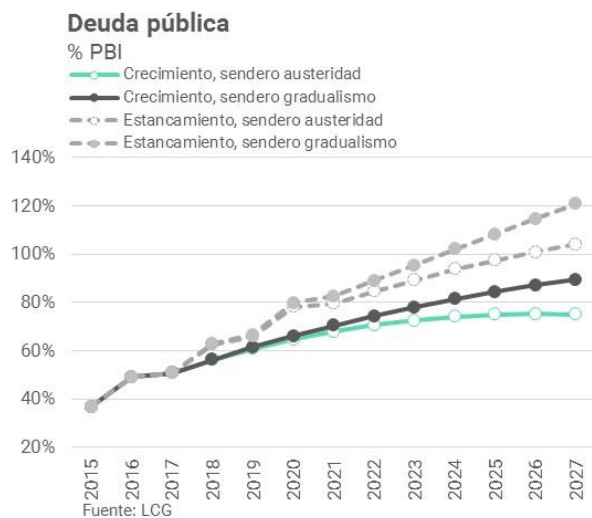
Proyectaremos los programas financieros de los próximos años asumiendo lo siguiente:

- Brecha financiera en moneda extranjera se financia en la misma moneda a 10 años (bono bullet) al 5% en el escenario de crecimiento y el 8% en el de estancamiento.
- Brecha financiera en pesos se financia en la misma moneda a 5 años (bono bullet) a una tasa real de 2% sobre la inflación esperada de los próximos 5 años para el caso del escenario de crecimiento y de 3% real para el de estancamiento.
- BCRA financia al Tesoro con adelantos transitorios según actual Carta Orgánica.
- Venta de activos del FGS de la Anses para pagar deuda por PRH. Rentabilidad del FGS ajustada a cada escenario de tasa de interés.
- A partir de 2018 no se financia obra pública “debajo de la línea” con deuda como en 2017.

Con estos supuestos **el ratio de deuda pública/ PBI pasaría del 51% en 2017 a un rango entre 75%-120% en 2027.** En todos los escenarios la deuda con privados y Organismos Internacionales irá ganando participación (en detrimento de la intra sector público) y en 2027 alcanzaría un mínimo de 50% del PBI (+23 pp en 10 años) asumiendo crecimiento económico ininterrumpido de 3% y austeridad fiscal. En el peor escenario (estancamiento con gradualismo fiscal) se elevaría a 87% del PBI (72% del total).

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar



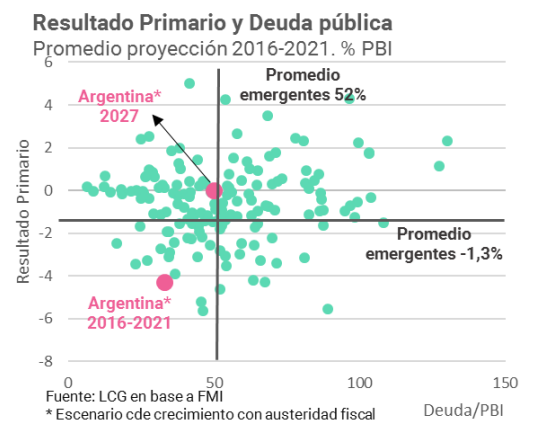
El escenario de estancamiento macro con un sendero gradual de reducción del déficit fiscal el nivel de endeudamiento no es sostenible. Como también habíamos descripto en la sección anterior el escenario de estancamiento con austeridad no era cumplible desde el punto de vista fiscal ya que requería una reducción del “resto del gasto” que sobrepasaba los valores mínimos. Por lo tanto, **una primera conclusión es que si la economía no crece, la situación fiscal se torna insostenible.**

En el escenario de crecimiento con un sendero de gradualismo fiscal la deuda comercial y con organismos crecería continuamente

todos los años y se acercaría a niveles que no son sostenibles. Del mismo modo, a pesar de suponer que las tasas de interés se mantienen en los niveles actuales durante todo el período de análisis el pago de intereses es creciente en relación al PBI.

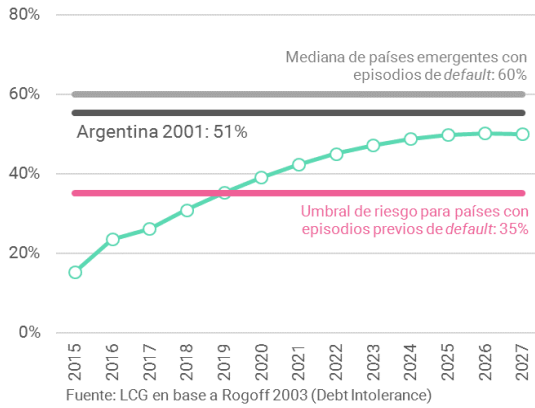
Un programa fiscal de largo plazo no puede presentarse con crecimiento contante del endeudamiento. En algún momento la deuda debe estabilizarse. **Sólo en el escenario de crecimiento económico con un sendero de austeridad fiscal se logra estabilizar la deuda comercial y con Organismos en torno al 50% del PBI.** Y el pago de intereses también se mantendría constante. Este es el único de los 4 escenarios en el cual se logra estabilizar el nivel de endeudamiento ya que en los últimos años del ejercicio el resultado primario sería menor al crecimiento de la economía. Sí hay que tener en cuenta que este escenario tiene la dificultad de reducir el “resto de los gastos” por debajo del piso histórico y obliga a recortar el gasto de capital por debajo del 2% del PBI.

El nivel de estabilización de la deuda se ubicaría apenas por debajo del nivel de 2001 (51% del PBI) y en línea con el promedio de deuda proyectada por el FMI para los países emergentes en los próximos 5 años. Aun así, la vulnerabilidad es elevada. **Desde 1970 la mitad de los episodios de default ocurridos en países emergentes se dieron con niveles de deuda externa inferiores al 60%** y, según Rogoff¹¹, los países emergentes que ya han *defaultado* alguna vez en su historia deberán estar particularmente atentos a la disponibilidad de créditos cuando su deuda externa supere el umbral de 35%.



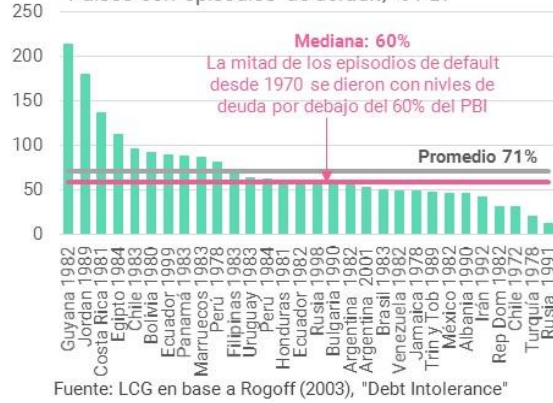
¹¹ Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), “Debt Intolerance”.

Deuda pública con privados y organismos
Escenario crecimiento y austeridad fiscal, % PBI



Deuda externa

Países con episodios de default, % PBI



Todo tiene un límite

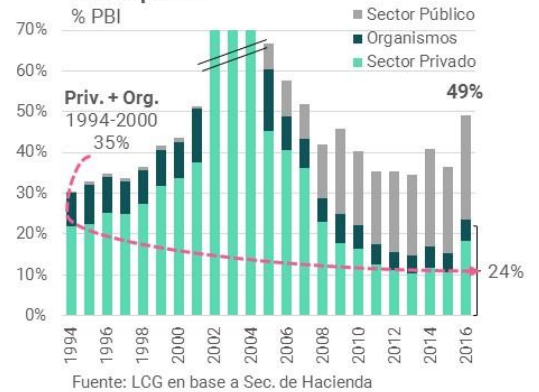
La oportunidad de contar con un bajo nivel de endeudamiento tiene que ser el puente que permita financiar el paso de una economía con déficit a una de equilibrio. A diferencia del 2001, actualmente el sector privado también presenta buenos indicadores de deuda y el Sistema Financiero se encuentra muy sólido. Son factores muy importantes a la hora de comparar la situación del financiamiento con otros momentos de la deuda argentina y habilitarían el proceso de endeudamiento, al menos, con menores riesgos asociados.

A comienzos de año la corrección fiscal se presentaba como un enorme desafío. Ahora la situación es mucho más compleja porque se perdieron recursos y se adicionaron gastos. Esto le dio más rigidez a la reducción del déficit. El gobierno pasó de anunciar un déficit primario de 3,3% del PBI para 2017 a corregirlo a 4,2% del PBI; y nuestra estimación es de 5,3% del PBI.

La corrección fiscal que iba a empezar en 2016 se postergaría a 2018. Este nuevo punto de partida con un déficit más elevado determina que eliminarlo llevará varios años. Todavía hay tiempo para poder financiarlo. Pero no hay mucho margen para desviarse de ese camino aun suponiendo un contexto macroeconómico favorable. Un em-

Deuda pública

% PBI



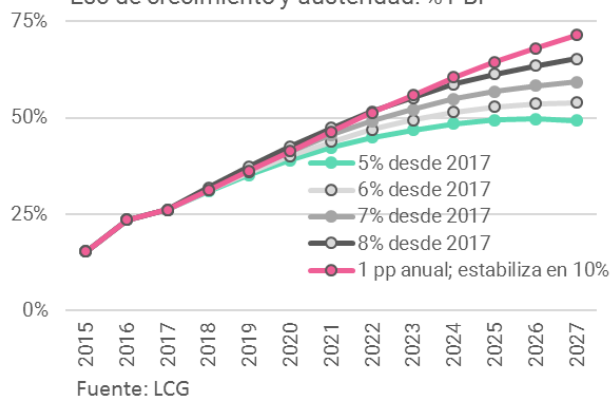
Indicadores del Sistema Financiero y Sector Privado argentino

	1998-2001	2016
Préstamos Sector Privado % PBI	20,1%	13,4%
Deuda externa privada % PBI	23%	12%
Apalancamiento Activo / PN en veces	8,8	7,7
Descalce de moneda PN en mon. Ext. / PN	74%	-12%

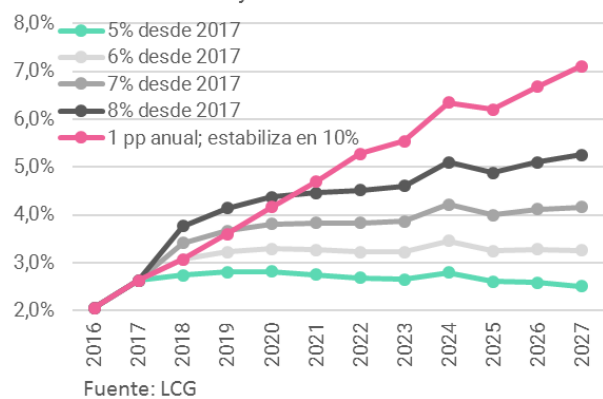
Fuente: LCG en base a BCRA

peoramiento en el contexto internacional -entendido como un aumento de la tasa de interés- o incluso un menor crecimiento económico local acortarán sensiblemente los plazos. Por cada punto adicional de tasa de interés, la deuda / PBI sube 5 pp al final de nuestro período de análisis y los pagos de intereses 0,5% del PBI. Crecer 1% menos por año elevaría en 5 pp el ratio deuda / PBI en 2027.

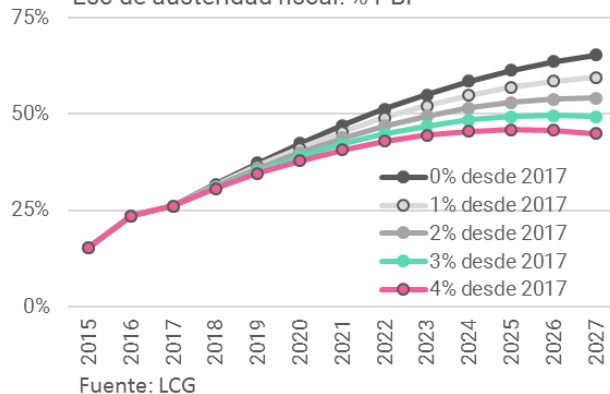
Sensibilidad de deuda con privados y organismos a la tasa de interés internac.
Esc de crecimiento y austeridad. % PBI



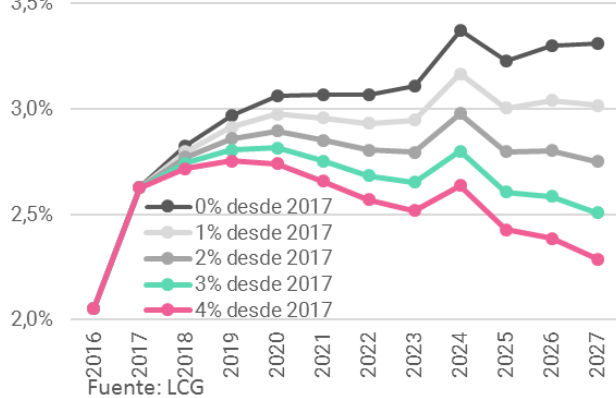
Sensibilidad de intereses de la deuda a la tasa de interés internacional.
Esc. crecimiento y austeridad. % PBI



Sensibilidad de deuda con privados y organismos al crecimiento económico.
Esc de austeridad fiscal. % PBI



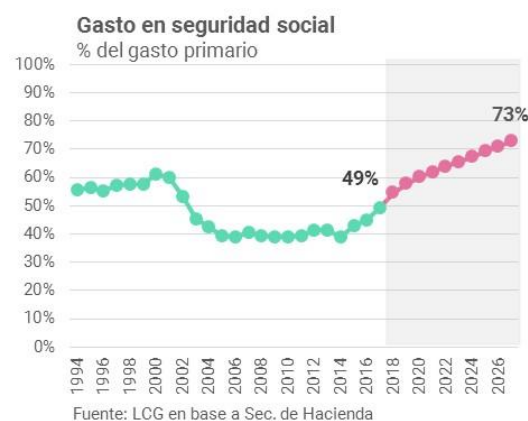
Sensibilidad de intereses de la deuda al crecimiento económico.
Esc. de austeridad fiscal. % PBI



La situación fiscal llega a una encrucijada: aún en escenarios macro de estabilidad, bajar el déficit es estructuralmente difícil, pero no bajarlo es financieramente insostenible. El escenario de crecimiento

con austeridad obliga, además de eliminar los subsidios, a reducir el resto del gasto corriente sin Seguridad Social a niveles inviables en términos históricos. **Existe una falsa concepción de que eliminado los subsidios totalmente en 2022 se lograría el equilibrio fiscal.** Creemos que **es necesario que el Gobierno se anticipe y comience a mostrar el sendero fiscal de mediano plazo para despejar dudas y ganar tiempo. La historia cuenta que las correcciones fiscales en Argentina sólo se pudieron implementar en contextos de crisis.**

Todo este análisis pone en evidencia que se requiere el **enorme desafío de una administración muy ordenada que traspasará varios mandatos.** Por eso mismo será clave la coordinación política entre el Gobierno y la oposición. La fijación de metas de largo plazo con límites deberían ser el faro de referencia de la política fiscal de los próximos años. Queda en evidencia que **se necesitan reformas que permitan reducir el gasto estructural.** Si bien el gasto previsional se estabiliza en términos del PBI en 12%, se necesita reducirlo con el fin de alcanzar el equilibrio fiscal y evitar la insostenibilidad de la deuda. Otra manera de verlo es que en nuestro escenario de crecimiento con austeridad, el **gasto en seguridad social llega a representar casi tres cuartas partes del gasto primario** (24 pp más en 10 años). Por eso creemos que **es necesaria una reforma previsional seria** sabiendo que tardará algunos años en impactar. **Pensarla con tiempo evitará repetir los errores que se cometen cuando los cambios se hacen en las urgencias.**



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.