

Atrapados sin salida (?)

Informe Mensual octubre

Lunes 31 de octubre de 2016

Arquímedes y la lluvia de bonos

- Arreglo con holdouts recuperó herramienta para reordenar gradualmente desequilibrios macroeconómicos heredados
- Se llevan colocados US\$ 60 MM (11% del PBI)

Colocaciones títulos públicos*

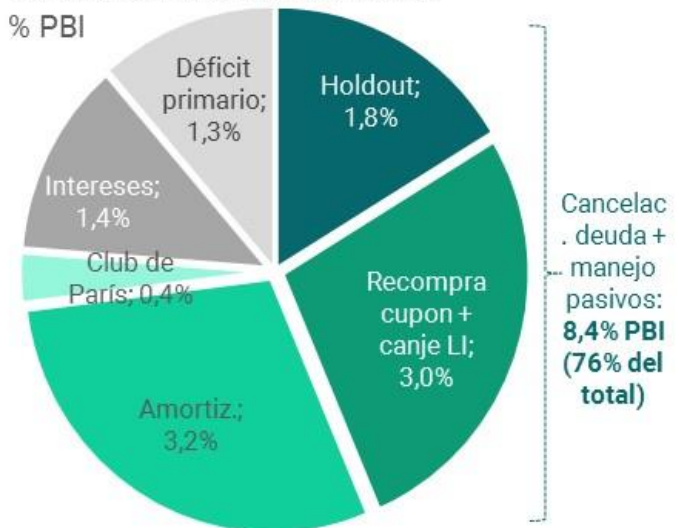
US\$ MM	Pesos	Pesos + CER	Dólar linked	Mon. Extranj.	Total	% PBI
2014	5,2	0,0	2,0	1,3	8,5	1,5%
2015	7,2	0,0	4,5	5,3	17,0	2,7%
2016	14,4	1,8	0,0	43,9	60,1	11,0%

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 % PBI



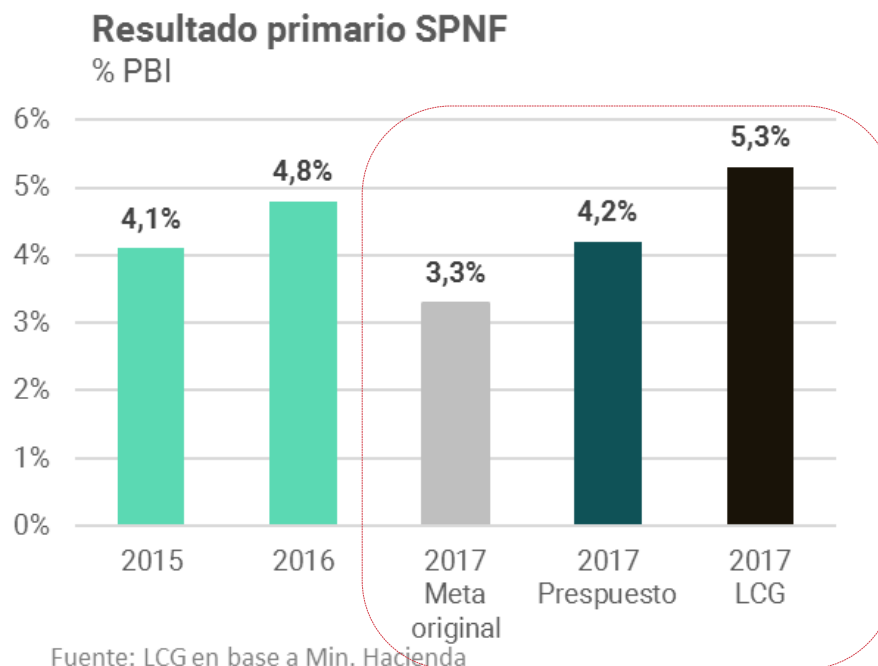
Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas

Bajo nivel de endeudamiento palanca para financiar transición fiscal

Riesgo de convertirse en la clásica Argentina

Más presión (reciente) al déficit fiscal

- Programa de Reparación Histórica: pago a jubilados más cesión de recursos de la Nación a las provincias
- Demoras ajuste de tarifas de gas y electricidad
- Rebaja de impuestos
- Mayores necesidades del gasto en términos políticos (elecciones y manejo del Congreso)



Gastos que suben e ingresos que bajan

- Disminución déficit fiscal tiene factores estructurales e independientes a cualquier contexto macro
- Dinámica gasto en **seguridad social** por ajuste automático movilidad jubilatoria y Programa de Reparación Histórica
- **Recursos** que la Nación le cede a las provincias y rebaja de derechos de exportación ya anunciada para 2018 y 2019

MENOS RECURSOS

1% PBI

(anual promedio 2017-2022)

MÁS GASTOS

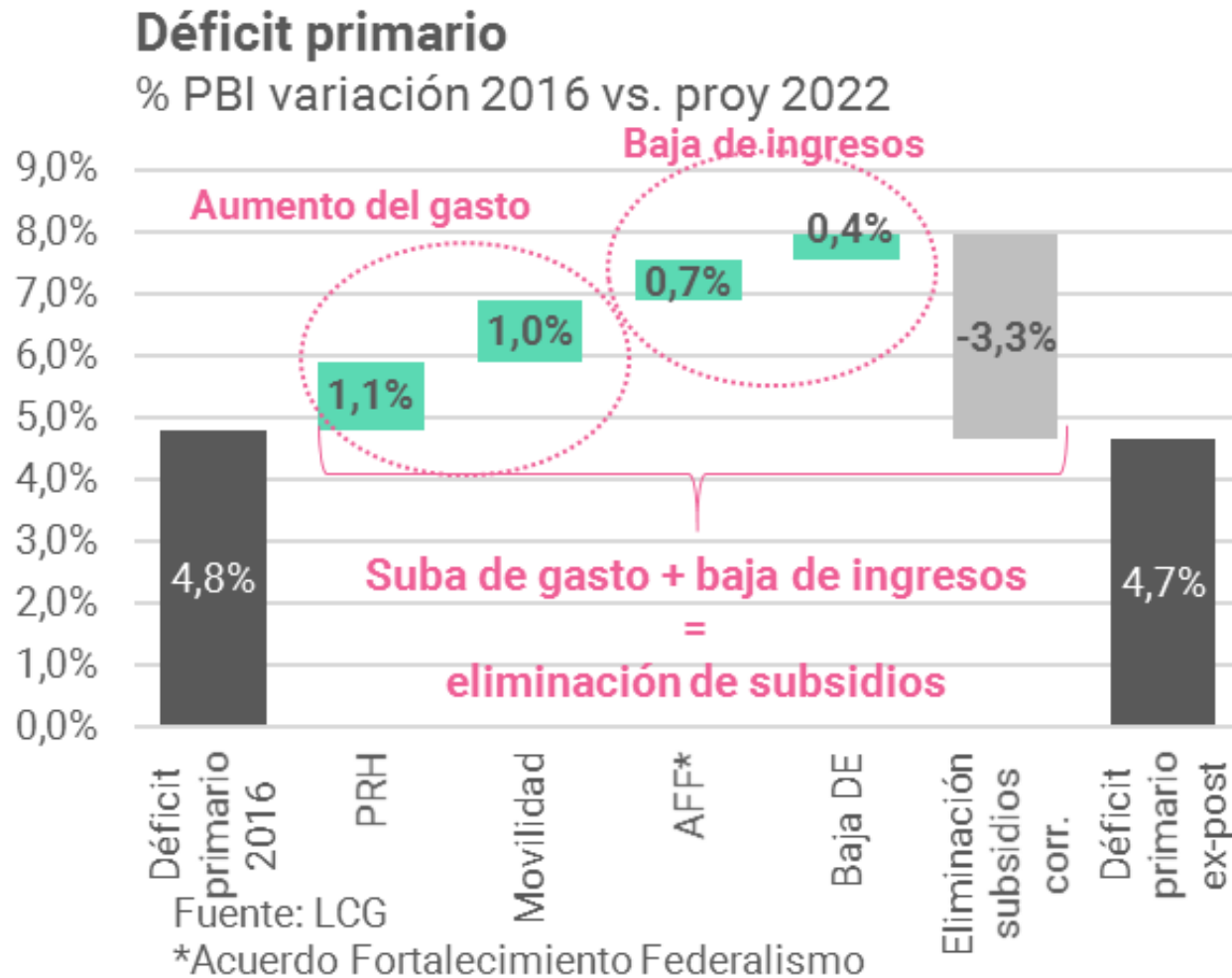
2% PBI

(anual promedio 2017-2022)

DETERIORO FISCAL 3% PBI

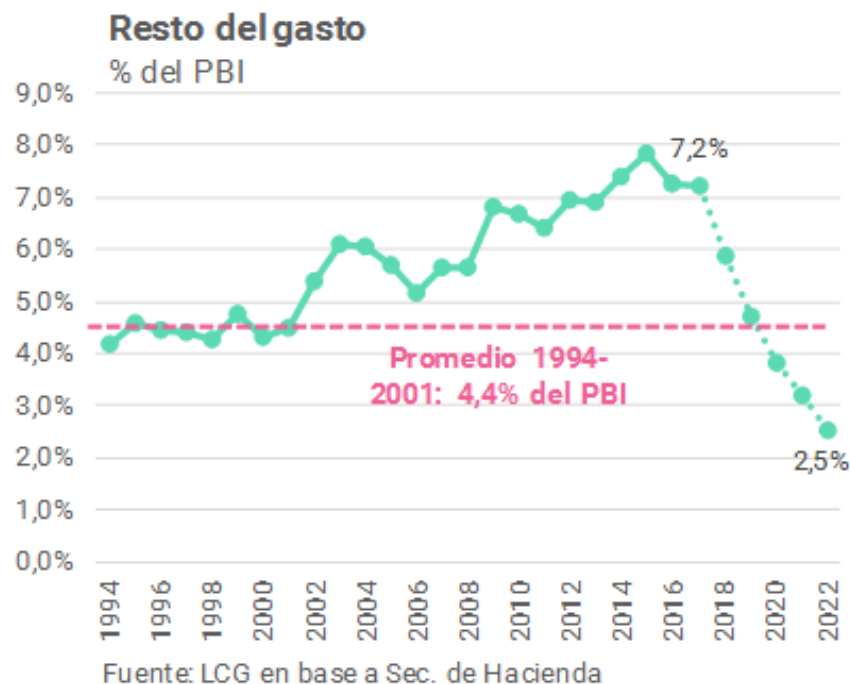
Evaporan la eliminación total de subsidios

- Déficit primario quedaría en los niveles actuales de 5% PBI a pesar de lograr eliminar totalmente los subsidios.



Convivir con déficit los próximos años

- Para alcanzar equilibrio fiscal en 2022 y mantener obra pública en 2% PBI se necesita:
 - Eliminar subsidios
 - Bajar 5 pp del PBI resto de gasto corriente



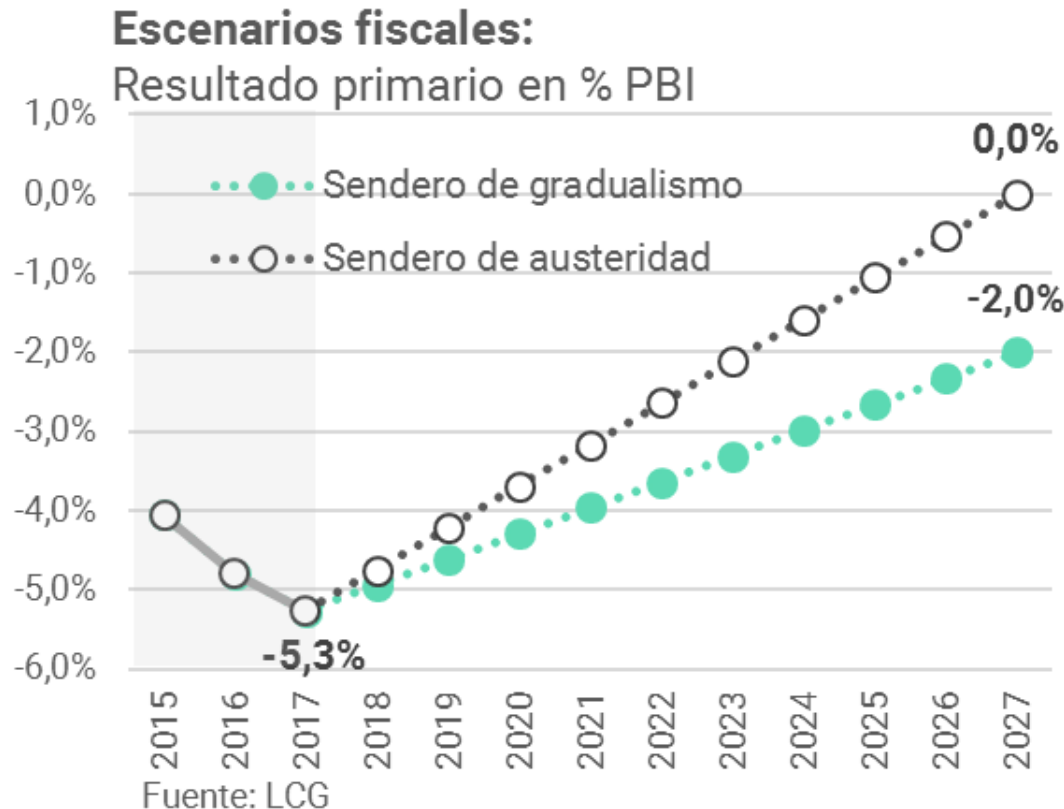
RESTO DEL GASTO CORRIENTE

- ACTUAL: 7,2% PBI
- NECESARIO 2022: 2,5% PBI
- NIVEL HISTÓRICO: 4,4% PBI

SE NECESITAN MÁS DE 5 AÑOS PARA ELIMINAR EL DÉFICIT FISCAL

Aterrizando el déficit en una pista más larga...

- 2 senderos convergentes resultado primario en **10 años**:
 - Sendero de austeridad alcanzando un resultado equilibrado en 2027
 - Sendero de gradualismo con déficit primario de 2% del PBI en 2027



...y con diferentes niveles de turbulencia

- 2 escenarios macroeconómicos:
 - Crecimiento
 - Estancamiento

Escenarios macroeconómicos 2018-2027

Principales variables

	Crecimiento	Estanca- miento
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

Ejercicio fiscal

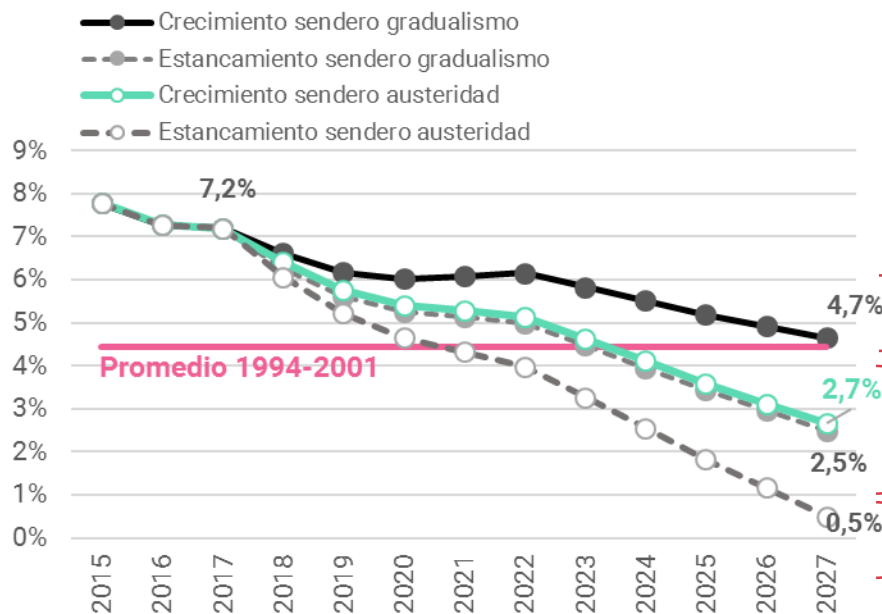
- Combinación de 2 escenarios fiscales y 2 macro determinan 4 escenarios totales
- Variable de ajuste (endógena) será el “**resto del gasto**” para alcanzar la meta fiscal
 - Incluye: salarios, gastos operativos, transferencias a provincias y otros
 - Excluye: seguridad social, subsidios, obra pública e intereses
- Supuestos:
 - Partida 2017 (igual para todos los escenarios) y finalización 2027
 - Recursos contemplan reducción gradual de derechos de exportación y 15% precoparticipación ANSES a provincias. Presión tributaria estable en escenario de crecimiento y baja en el de estancamiento
 - Gasto en seguridad social ajusta por movilidad jubilatoria (asociada a las variables macroeconómicas) y cantidad de beneficiarios PRH asume reducción anual promedio del 3,5% beneficiarios para todos los escenarios
 - Subsidios corrientes baja gradual hasta eliminarlos completamente en 2022
 - Gasto de capital cercano a valores actuales: 2% del PBI para todos los escenarios

Limitaciones fiscales

- **Crecimiento con gradualismo** “resto del gasto” baja de 2,5 pp PBI entre 2017 y 2027 (7,2% a 4,7% del PBI). Alcanzable fiscalmente: “resto del gasto” tendría que fijarse en términos reales
- **Crecimiento con austeridad fiscal** “resto del gasto” ajuste de 4,5 pp del PBI (1,7 pp del PBI debajo Convertibilidad). Equivale a congelar “resto del gasto” en términos nominales durante 10 años
- **Estancamiento con gradualismo fiscal** “resto del gasto” baja de 4,7 pp del PBI similar escenario anterior
- **Estancamiento con austeridad fiscal** “resto del gasto” ajuste 6,7 pp del PBI. No alcanzable desde el punto de vista fiscal

Evolución del resto del gasto

% PBI



Alcanzable desde el punto de vista fiscal

Fiscalmente difíciles de alcanzar. Resto del gasto por debajo de mínimo históricos. Se necesita sacrificar gasto de capital (o atacar el gasto de seguridad social)

Escenario no alcanzable

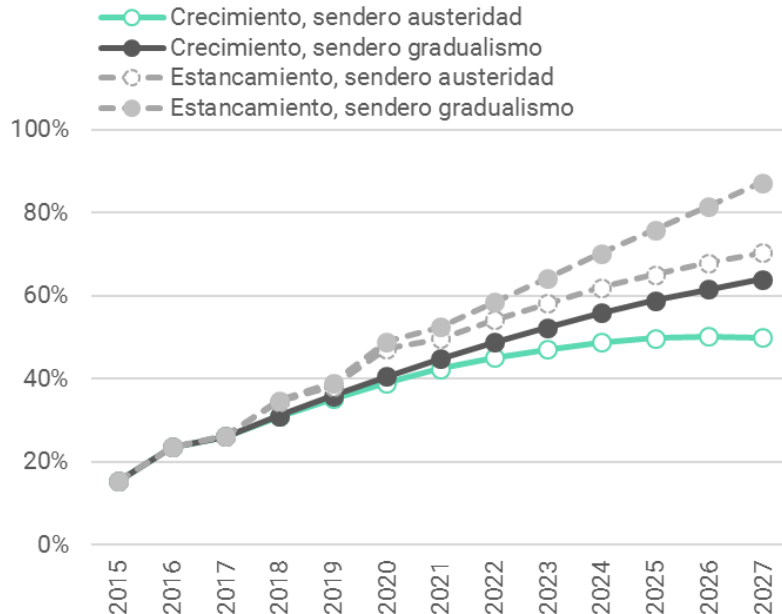
Fuente: LCG

Limitaciones financieras

- **Si la economía no crece, la situación fiscal se torna insostenible**
 - Estancamiento macro con sendero fiscal gradual endeudamiento no sostenible
 - Estancamiento con austeridad fiscal no cumplible desde el punto de vista fiscal
- Crecimiento con sendero gradualismo fiscal deuda crecería continuamente y se acercaría a niveles que no son sostenibles
- **Sólo escenario de crecimiento con sendero de austeridad fiscal la deuda comercial y con Organismos se estabiliza (50% del PBI)**

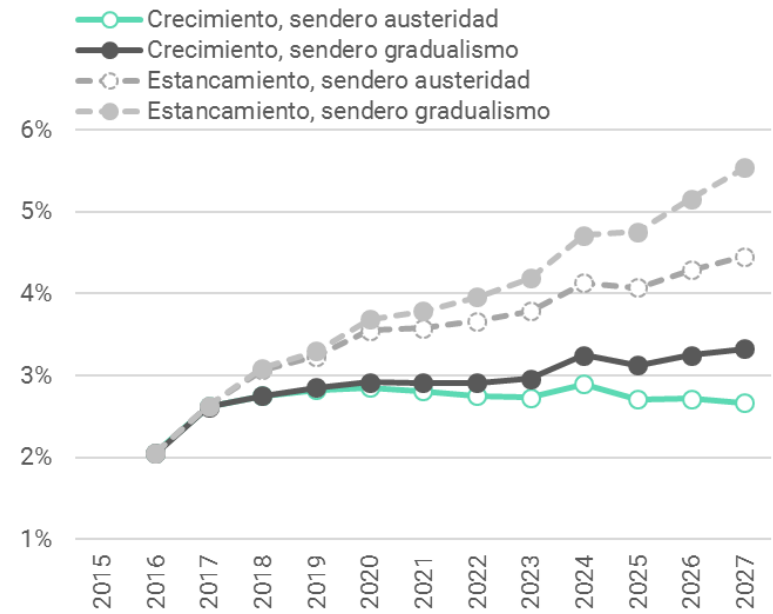
Deuda pública con privados y Organismos

% PBI



Pago intereses deuda con privados y Org.

% PBI



La oportunidad en riesgo

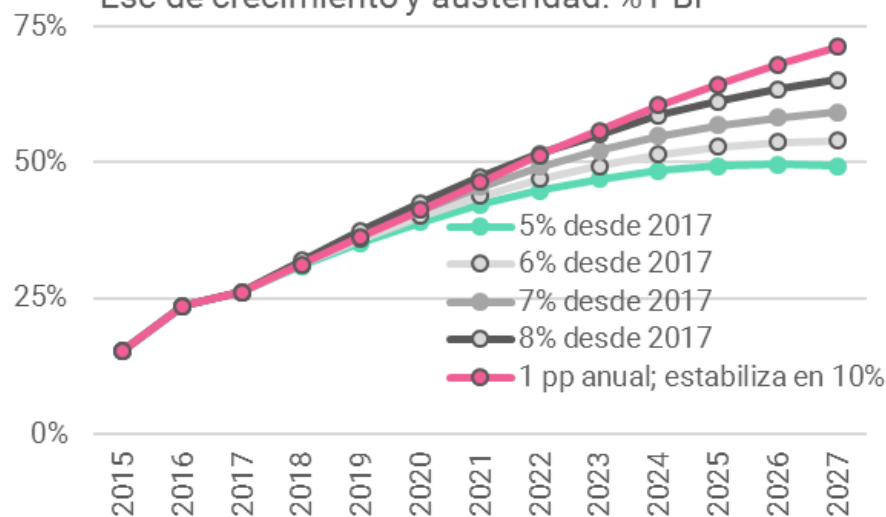
- Oportunidad contar con bajo endeudamiento
- Puente para financiar paso de una economía deficitaria a una de equilibrio
- A comienzos de año corrección fiscal enorme desafío. Pero ahora mucho más complejo: se perdieron recursos y se adicionaron gastos. Ambos irrecuperables en el mediano plazo
- Más rigidez a la reducción del déficit
- Corrección fiscal que iba a empezar en 2016 se postergaría a 2018 (elecciones 2017)
- Nuevo punto de partida con déficit más elevado determina que eliminarlo llevará varios años
- Todavía hay tiempo para poder financiarlo. Pero no hay mucho margen para desviarse

Sin margen de error

- Empeoramiento contexto internacional o 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.

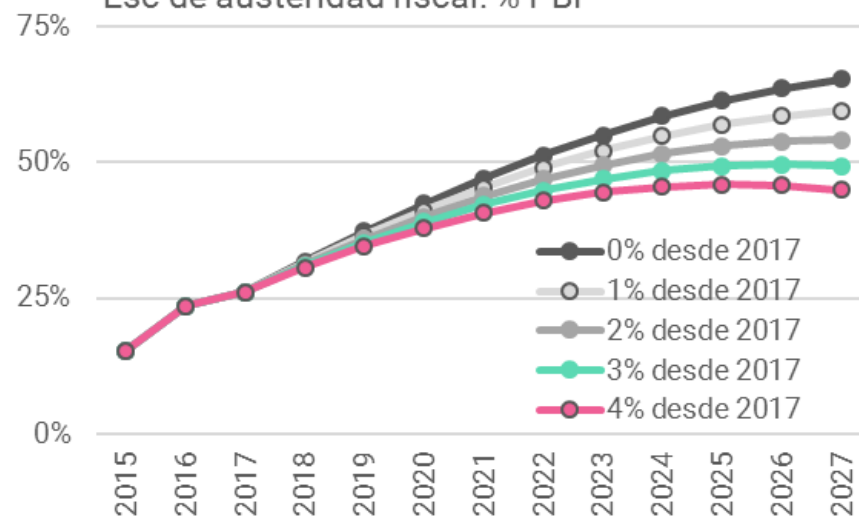
Esc de crecimiento y austeridad. % PBI



Fuente: LCG

Sensibilidad de deuda con privados y organismos al crecimiento económico

Esc de austeridad fiscal. % PBI



Fuente: LCG

Encrucijada fiscal

- Aun en escenarios macro de estabilidad (supuesto fuerte para Argentina), **bajar el déficit es estructuralmente difícil, pero no bajarlo es financieramente insostenible**
- 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
- Falsa concepción de que eliminado subsidios en 2022 se lograría el equilibrio fiscal
- Es necesario que el Gobierno se anticipe y comience a mostrar el sendero fiscal de mediano plazo para despejar dudas y ganar tiempo
- **Correcciones fiscales en Argentina sólo se pudieron implementar en contextos de crisis** (devaluación, licuación, recesión, etc.)
- **Enorme desafío:** administración muy ordenada que traspasará varios mandatos. Requiere coordinación política entre Gobierno y oposición

No hay muchas salidas

- Se necesitan reformas para **reducir gasto estructural**
 - No alcanza la eliminación de subsidios
 - No alcanza la baja del gasto en salarios y operativos
 - No hay margen para reducir obra pública
 - No hay margen para subir impuestos
- Gasto en seguridad social se estabiliza (12% PBI), pero será equivalente a tres cuartas partes del gasto
- Se necesita reducirlo para evitar la insostenibilidad de la deuda
- Reforma previsional sería 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