

# Trayectorias futuras de la deuda pública

Informe Mensual N° 101

31 de julio de 2017

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862 8992  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)  
Twitter: @LCGmedia

# Programa financiero 2017

- Parados a principios de año, el gap a financiar se elevaba a 6,5% del PBI (US\$ 40 MM)
- En 2S-17 el Gobierno necesitará emitir **US\$ 21 MM (3,4% del PBI)** para cubrir todas las necesidades de gasto.

## Programa financiero

Estimación 2017, % PBI

NECESIDADES		FUENTES		GAP (Necesidades - Fuentes)	Colocaciones al 1S-17	Emisión deuda remanente***
<b>EN PESOS</b>	<b>6,9%</b>	<b>EN PESOS</b>	<b>2,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>3,4%</b>
Déficit primario	4,2%	BCRA	1,5%			
Vencimientos mercado*	1,7%	Desarme FGS	0,5%			
Capital	0,6%					
Intereses	1,1%					
PRH-Juicios	0,3%					
Asistencia a provincias	0,2%					
Inversiones prioritarias**	0,5%					
<b>EN DOLARES</b>	<b>2,3%</b>	<b>EN DOLARES</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,4%</b>	
Vencimientos mercado*	2,3%	Org. Internacionales	0,7%			
Capital	1,5%					
Intereses	0,8%					
<b>TOTAL NECESIDADES</b>	<b>9,2%</b>	<b>TOTAL FUENTES</b>	<b>2,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,4%</b>

Fuente: LCG

\* Asume renovación total de vencimientos de capital e intereses de Letras del Tesoro

\*\* Inversiones que se contabilizan debajo de la línea.

\*\*\* Emisión de deuda para cerrar la brecha en pesos más los intereses correspondientes

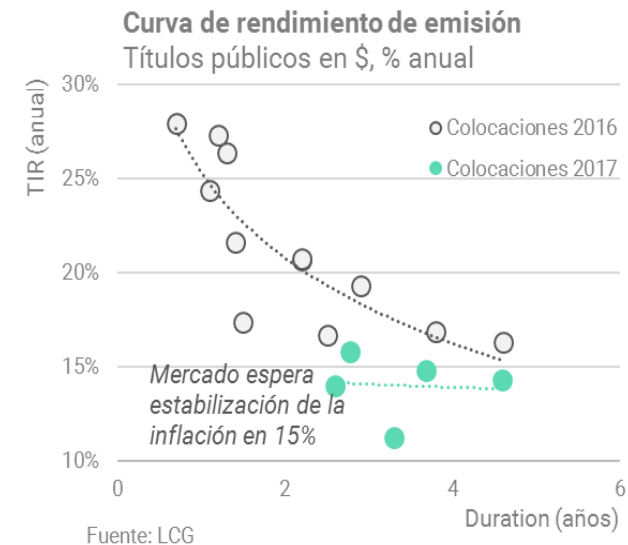
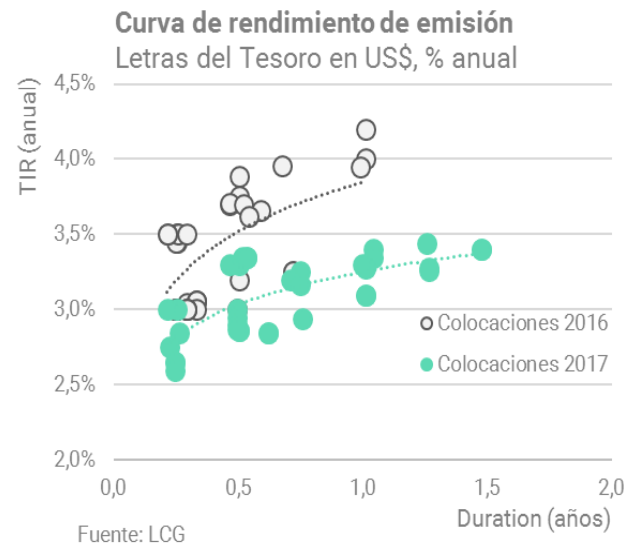
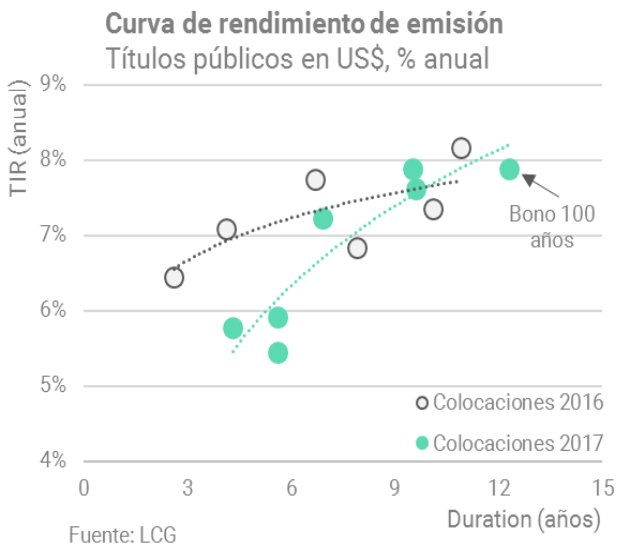
US\$ 40 MM

US\$ 21 MM

- Brecha en dólares esta cerrada.
- Falta cubrir en Pesos ( 3,4% PBI, \$ 350 MM), pero deberá seguir recurriendo a mercado internacionales por reducido mercado local.

# Colocaciones 2017

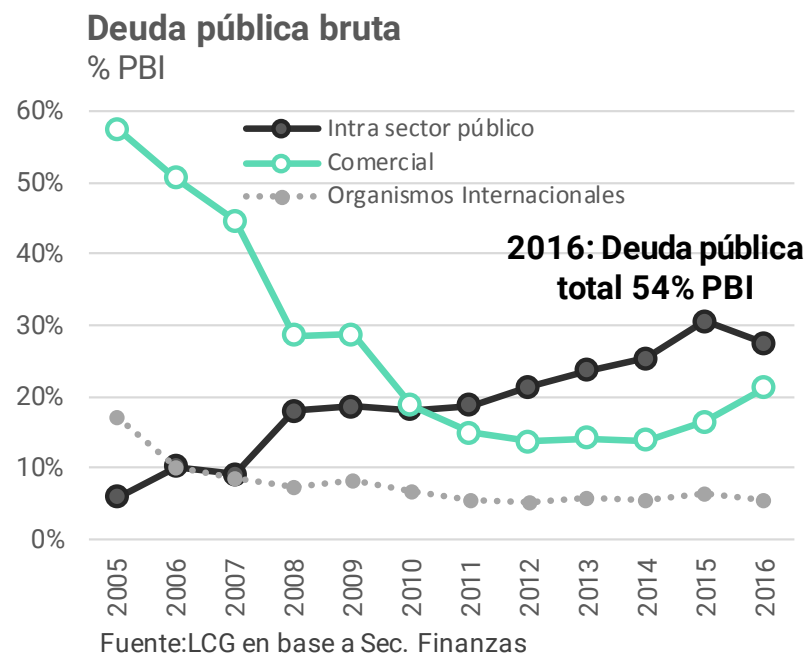
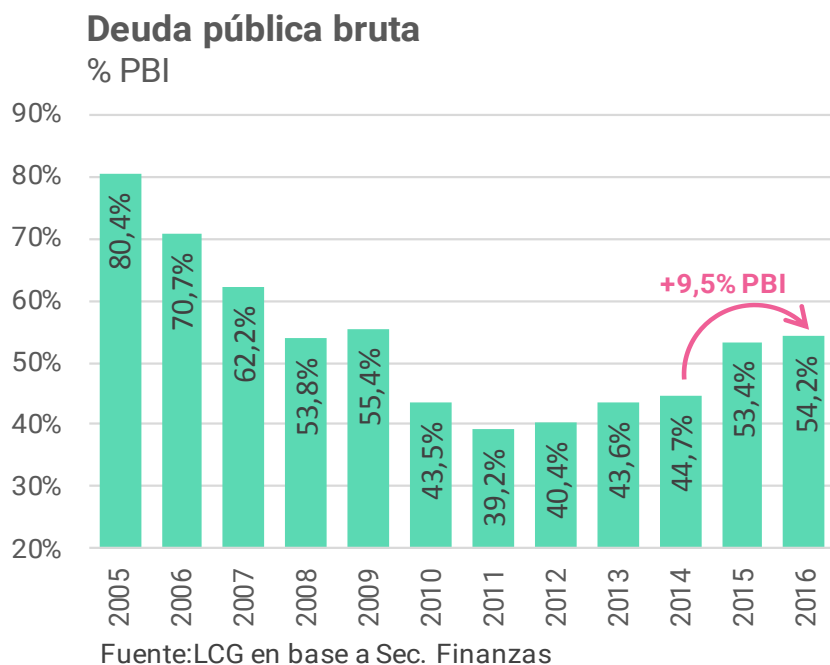
- \$ 43 MM colocados en 1S-17 (incluye renovación de vencimientos intra-sector público + de letras del Tesoro de corto plazo) a un **menor costo y con cierto estiramiento de plazos**



- Curva de pesos más baja y plana podría revelar expectativas de inflación menores para el futuro.

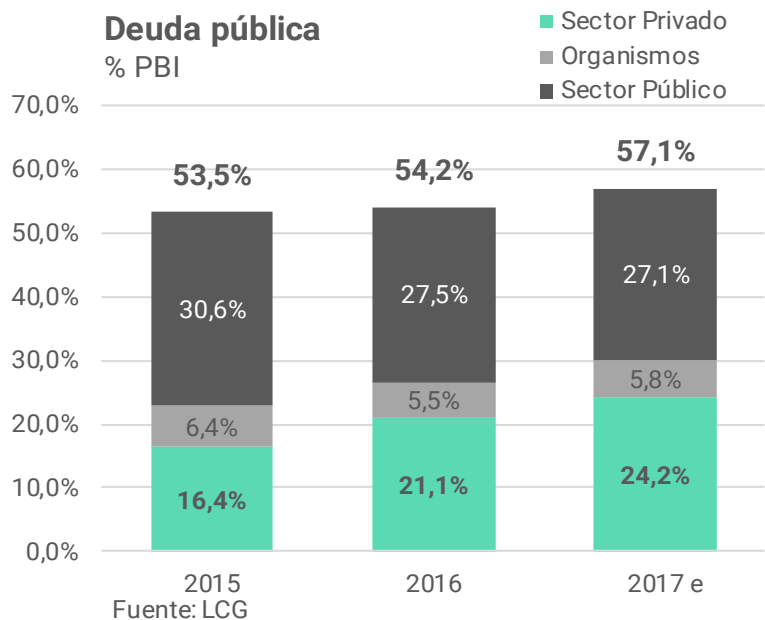
# La herencia de una joya aislada: el bajo nivel de deuda

- En 2016 la deuda pública total trepó a **54,2% del PBI (\$ 275,5 MM)**
  - + 0,7 pp del PBI respecto a 2015 pero de 9,5 pp si se lo compara con el cierre de 2014
- **26,7% con privados y organismos internacionales**



# La deuda al final de 2017

- Cerrar la brecha financiera de 2017 implicará un aumento de la deuda pública de 2,9 pp del PBI total, **elevándola a 57,1% del PBI (\$ 322,3 MM)**.
  - Pero advertimos que, dado el nivel de atraso cambiario “disimula” el nivel de deuda. La corrección del mismo vía una devaluación del tipo de cambio (reduciendo el PBI en dólares) elevaría automáticamente este ratio



- La deuda **con privados y Organismos Internacionales representará 30% del PBI** a fin de 2017: +3 pp ia; +11 pp en últimos 3 años

**Nivel (todavía) lo suficientemente bajo para manejar la transición hacia un eventual estado de déficit nulo**

# Trayectoria de la deuda

## Escenario “base” (no tan base)

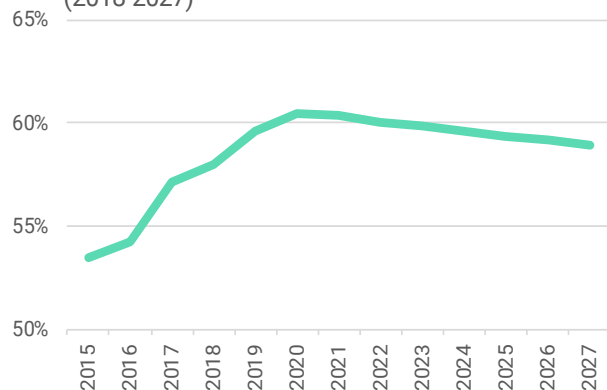
- Supuestos del escenario base:
  - PBI de 3% anual, inflación desacelerando a un ritmo más lento que el previsto por el BCRA (llega a tasas anuales del 5% recién en 2023), atraso cambiario en niveles actuales y cumplimiento de metas oficiales sobre el déficit primario para 2018 y 2019 y eliminación gradual en el bienio siguiente, asumiendo que, desde 2022, las cuentas fiscales se mantienen equilibradas.

La deuda pública total se estabiliza en 60% del PBI hacia 2021. A partir de allí cede muy marginalmente hasta cerrar en torno a 59% del PBI en 2027.

La deuda con privados y Organismos Internacionales (OI) gana participación y llega a techo de 34% en 2020 (32% del PBI en 2027; +2 pp en 10 años).

### Deuda pública total/ PBI

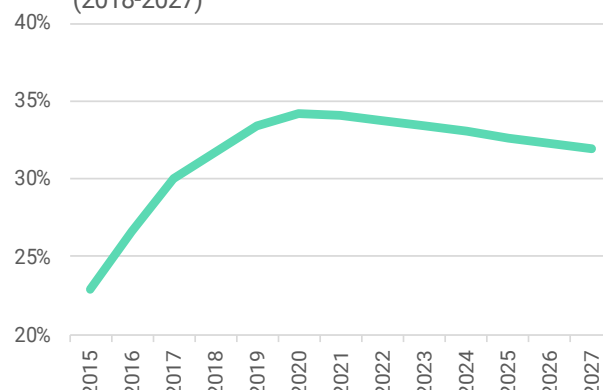
Escenario base  
(2018-2027)



Fuente: LCG

### Deuda pública con privados y organismos/ PBI. Escenario base

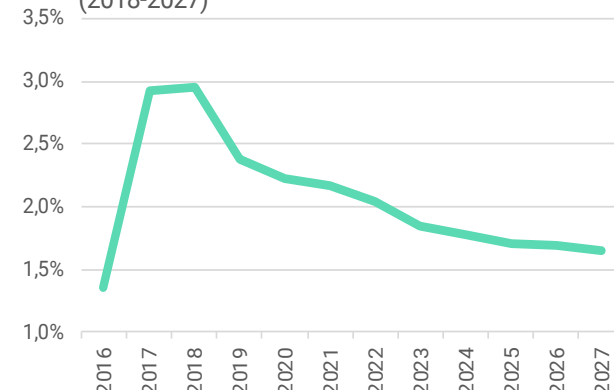
(2018-2027)



Fuente: LCG

### Intereses de la deuda con privados

% PBI. Escenario base  
(2018-2027)



Fuente: LCG

# Trayectoria de la deuda

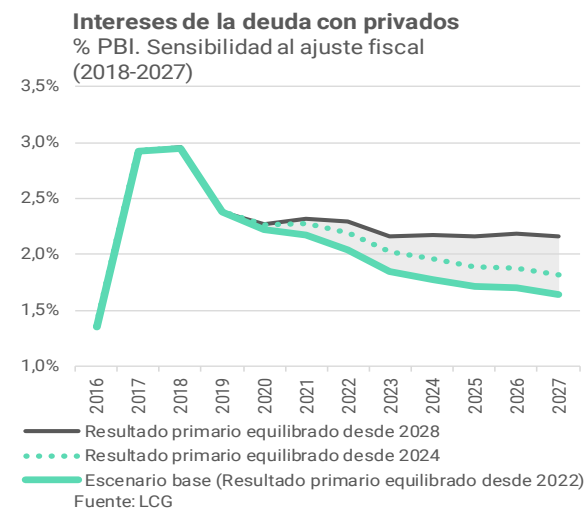
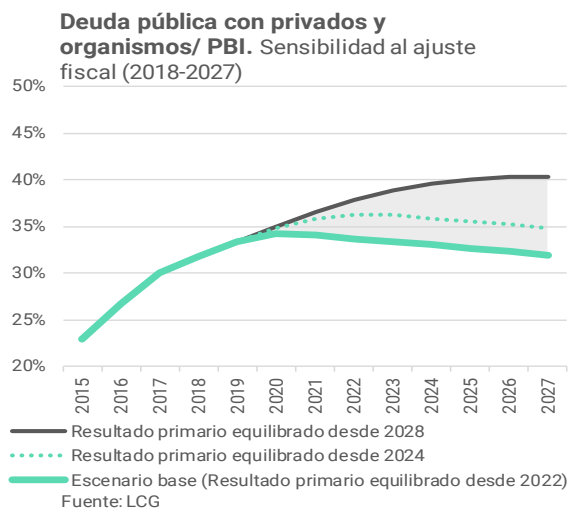
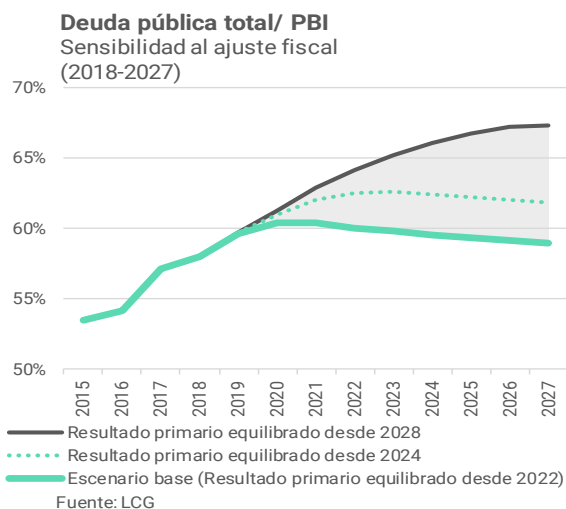
## Sensibilidad al escenario fiscal

- Modificación al escenario base:

- *Esquema fiscal más gradualista post cumplimiento metas fiscales en 2018 y 2019, pe. desde 2020 la brecha fiscal se reduce 0,25% del PBI por año (el equilibrio se alcanza en 2028)*

**El ratio deuda/PBI se estabilizaría recién en 2027 y en 67% del PBI (40% la adeudada a privados +OI).**

**Los intereses sumarían 0,3 pp de PBI adicionales en promedio por año y la carga total (con amortizaciones) llegaría a absorber casi de 9% del PBI**



**No hay mucho margen para desviarse del camino de saneamiento de las cuentas fiscales aun suponiendo un contexto macroeconómico favorable**

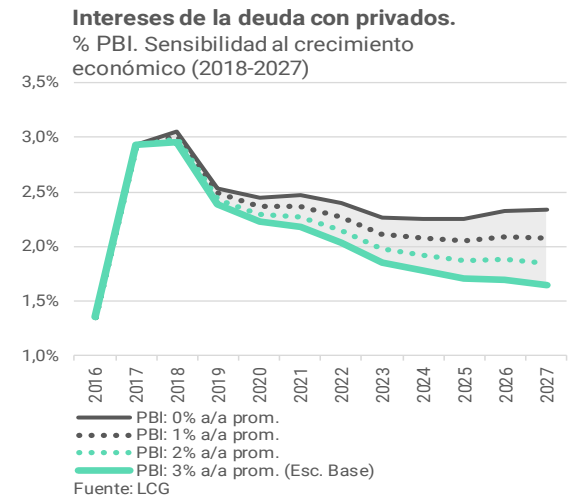
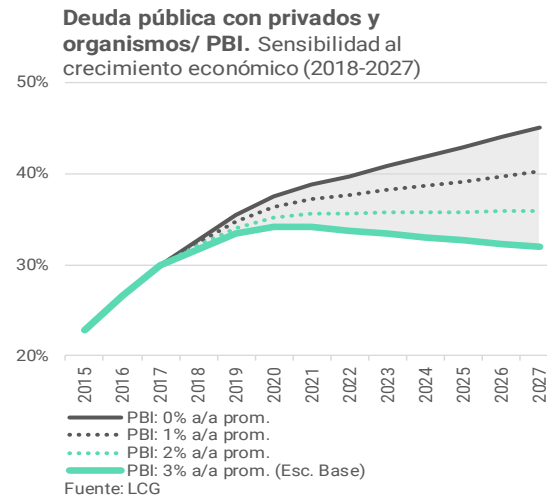
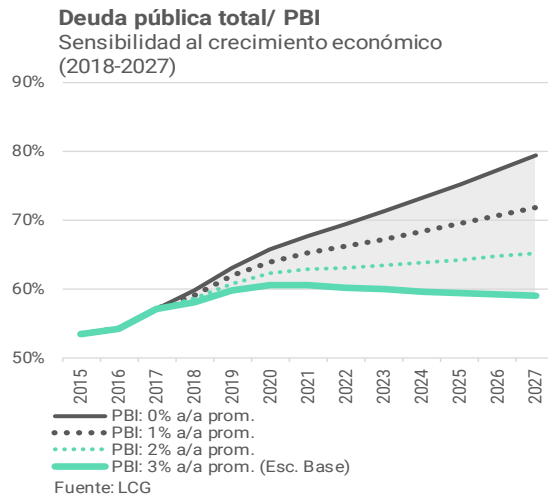
# Trayectoria de la deuda

## Efecto de un menor crecimiento

- Modificación al escenario base:
  - *Relajamos el supuesto “fuerte” de considerar un crecimiento del 3% ia promedio para 2018-27 (en últimos 50 años el PBI creció al 2,3%, en últimos 10 al 2,1% y en últimos 5 cayó 0,3% promedio por año)*

**Crece 1% menos por año entre 2018-2027:  
elevaría en 6 pp el ratio deuda/PBI en 2027**

**Mantener crecimiento serrucho del PBI (igual que 2012-17):  
elevaría deuda total a 80% del PBI y con privados + OI a 45% del PIB en 2027**



Y esto asumiendo que, a pesar del estancamiento económico, se cumplen las metas fiscales, hecho que implicaría redoblar esfuerzo de ajustar el gasto para compensar la prociclicidad de los ingresos



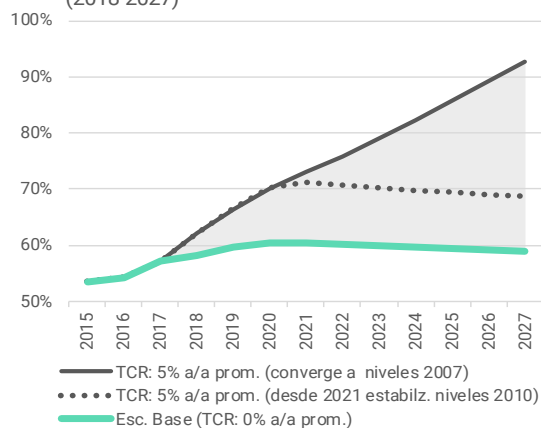
# Trayectoria de la deuda

## Efecto de una (probable) corrección del atraso cambiario

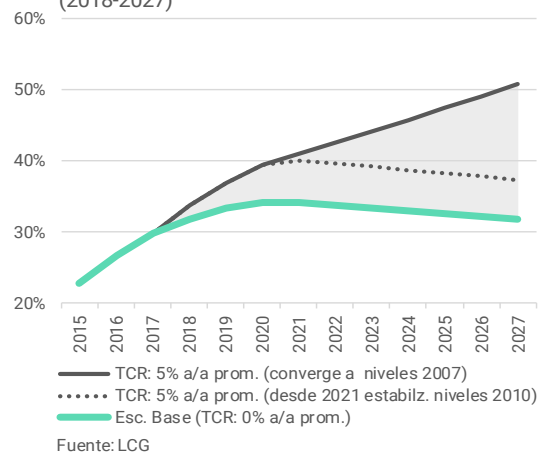
- El atraso cambiario disimula el nivel de la deuda pública, licuando la incidencia de la deuda en moneda extranjera (68% del total) en términos del PBI.
- Modificación al escenario base:
  - Recuperación gradual de competitividad alcanzando recién en 2027 un nivel de TCR bilateral con EEUU comparable con 2007 (1,67 diciembre 2001=1) demandaría una depreciación real del 5% por año.

**Aun en un escenario de crecimiento económico (3% por año) y convergencia fiscal, el ratio de deuda/PBI sería creciente, superando el 90% en 2027. La deuda con privados y Organismos treparía a 50% del PBI en 10 años**

**Deuda pública total/ PBI**  
Sensibilidad al tipo de cambio  
(2018-2027)



**Deuda pública mercado + organismos/ PBI.** Sensibilidad al tipo de cambio  
(2018-2027)



**Estabilizar los niveles de deuda en un escenario de menor atraso cambiario registrar rápidamente un superávit primario todos los años y, además, creciente.**

# Escenario pesimista

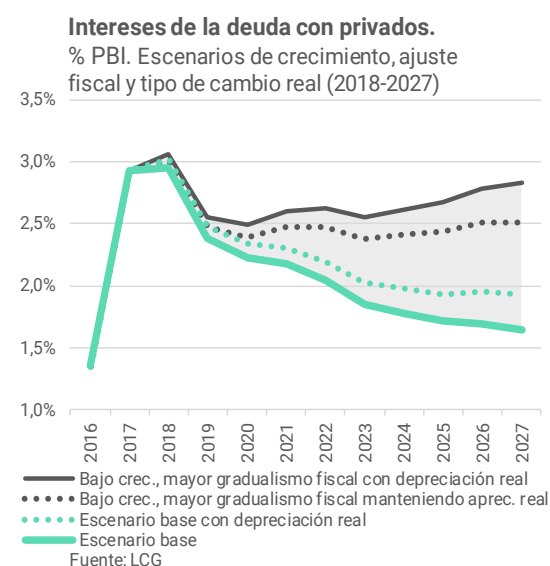
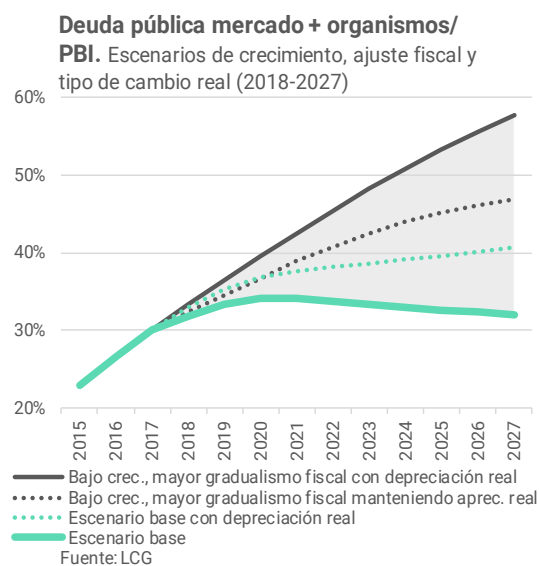
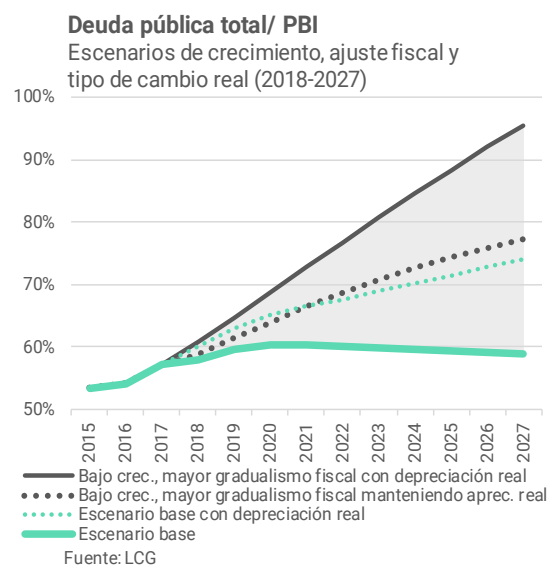
Menor crecimiento + mayor gradualismo fiscal + corrección del atraso cambiario

- Supuestos:

- Crecimiento se reduce a 1,5% ia y obliga al Gobierno a rever a optar por sendero fiscal más gradualista (resultado primario equilibrado recién en 2028). Además, recuperación gradual de la competitividad (+2,5% por año, se alcanza nivel de TCR de 2010 en 2027)

Cualquiera sea la dinámica del TCR, el ratio deuda pública / PBI no llega a estabilizarse dentro de los próximos 10 años.

Si se agrega una mínima recomposición de la competitividad la deuda pública podría trepar hasta 95% del PBI en 2027.



# Conclusiones

Como la refinanciación de deuda de ahora **depende de las expectativas sobre el sendero fiscal futuro** por parte de los inversores, las señales respecto de este saneamiento deberán ser lo suficientemente fuertes como para que la voluntad para prestar (o seguir prestando) persista.

Más todavía, estas señales no van a provenir de la firmeza discursiva sobre el camino elegido sino de la **conciencia generalizada** (por parte de un amplio espectro de la sociedad y de sus representantes) **de que ese debe ser el camino.**