

Javier Okseniuk

Director Ejecutivo

j.okseniuk@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista senior

m.sala@lcgsa.com.ar

Lucía Pezzarini

Economista

l.pezzarini@lcgsa.com.ar

Tomás Alegre

Analista

t.alegre@lcgsa.com.ar

Informe Mensual N° 101

31 de julio de 2017

Trayectorias futuras de la deuda pública

En pocas palabras

- La brecha fiscal se está financiando por el momento sin problemas con reducción de costos y extensión de plazos, y mayormente en los mercados externos.
- Todavía quedan USD 21 MM para cubrir con emisiones la brecha financiera de 2017.
- En 2016, la deuda pública total ascendió a 54% del PBI y a 27% del PIB si no se considera la deuda intra-sector público. En 2017, subirá 3 pp del PIB.
- En un escenario "base" que implica perpetuar el atraso cambiario y cumplimiento de metas fiscales del gobierno y eliminación del déficit en 2022, la deuda con privados y organismos internacionales llegará a un techo de 34% del PIB en el año 2020, levemente por debajo del límite de 35% sugerido por algunos académicos para economías emergentes con "intolerancia a la deuda".
- Alcanzar esas metas fiscales implicará un esfuerzo "contracultural" que sólo podrá lograrse con acuerdos políticos. El esfuerzo deberá ser todavía más desafiante en caso de que se vaya revirtiendo la situación de atraso cambiario por la gran cantidad de pasivos en dólares (la deuda llegaría a 40% del PIB incluso con el crecimiento de 3% todos los años).
- 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 y consensuadas como para que la voluntad para prestar (o seguir prestando) persista.

Costa Rica 4161 - CABA

(+5411) 4862 8992

www.lcgsa.com.ar

info@lcgsa.com.ar

 @lcgmedia

Editorial

Hoy sabemos que hay déficit fiscal y que es muy alto. Discutimos entre quienes piensan que una terapia de shock hubiese resultado mejor en términos de actividad económica, y quienes consideramos que el gradualismo fiscal fue efectivamente una buena idea porque un ajuste mayor hubiese sido más contractivo. Y nos volvemos a poner de acuerdo en que, en el futuro, el déficit fiscal tanto de Nación como de Provincias debe eliminarse incluso en el marco de una reducción de la presión tributaria que ahoga la producción y los estímulos a invertir.

Las razones para atacar el déficit son dos. Primero, si Argentina consolidara su crecimiento, el mayor consumo privado y la mayor inversión demandarán un sector público más austero para evitar presiones inflacionarias, y todavía más si el patrón de crecimiento se sustentara en un tipo de cambio más elevado y exportaciones netas más relevantes. Recuerden los debates de 2005 y 2006, por ejemplo. En segundo lugar, somos una economía emergente con un pasado de *default* que nos condena a ser muy precavidos en el manejo de la deuda y en el control de su nivel.

Hoy las colocaciones de deuda son un éxito y se logran tasas cada vez más bajas y plazos cada vez más largos (demasiado largos en algunos casos, como hemos alertado). Pero no existe mucho margen para el empacho porque rápidamente estas expectativas de los compradores de deuda pueden cambiar frente a eventos locales o externos (desde resultados electorales a decisiones de banqueros centrales) o incluso sin la presencia de tales eventos. Se ha señalado que la psiquis de los inversores se asemeja a ímpetus animales, más pulsionales y convulsivos que surgidos de una meditación paciente.

En el 2017, la deuda subirá aproximadamente 3 puntos porcentuales del PIB, cuando se terminen de emitir los USD 21 mil millones que, como mínimo, se necesitan para cubrir la brecha de financiamiento en este segundo semestre. ¿Cuánto más puede subir en el futuro? En verdad, nadie lo sabe con exactitud. Partimos de un nivel de deuda relativamente bajo (27% del PIB sin considerar la deuda que el Estado Nacional se debe a sí mismo), lo que permite manejar la transición. Pero en la lógica de que no se debe jugar con fuego, entendemos que la línea ascendente deberá atemperarse primero y torcerse luego, digamos en los próximos tres años.

Afortunadamente, las metas de déficit fiscal para 2018 y 2019 van en la dirección de cumplir con ese objetivo; de hecho, 2017 será el primer año desde 2005 en el cual el gasto primario registraría una baja en términos del PBI (de 24,5% a 23,3%). Pero es más fácil establecer metas que cumplirlas y, como ya comentamos insistentemente, alcanzarlas significa poder lograr un acuerdo generalizado (mayoritario, al menos) de que ese es el camino elegido y sobre cuáles deben ser las piezas que se deben mover. Otra vez nuestro pasado nos condena: el esfuerzo para reducir el nivel de gasto, de presión impositiva y de déficit podría categorizarse como contracultural.

La concepción de que eliminando los subsidios en 2022 se alcanzará el ansiado equilibrio es errónea. La tendencia creciente del gasto previsional obligará a una mayor creatividad, requiriendo trabajar también (y fuertemente) sobre otras partidas del gasto (salarios, transferencias a provincias, obra pública, etc) o incluso en la implementación de reformas más estructurales (pe. previsional). Peor aún, en este informe mostraremos claramente que la corrección del atraso cambiario en el futuro

(reduciendo el PBI en dólares) elevaría automáticamente el cociente entre deuda y PIB (hasta un 40% si se cumplen las metas fiscales), lo cual impondrá desafíos de mayor vértigo si se quiere torcer la dinámica de la deuda a tiempo.

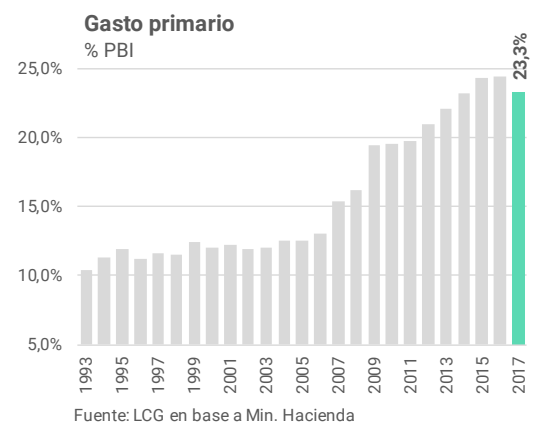
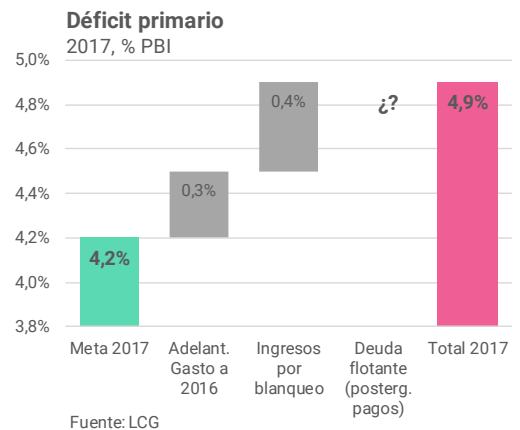
Dado nuestro pasado, el futuro incide en el presente. ¿Juego de palabras? Como la refinanciación de deuda de ahora depende de las expectativas sobre el sendero fiscal futuro por parte de los inversores, las señales respecto de este saneamiento deberán ser lo suficientemente fuertes como para que la voluntad para prestar (o seguir prestando) persista. Más todavía, estas señales no van a provenir de la firmeza discursiva unilateral 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.

La programación financiera de 2017

Quedan USD 21 MM por cubrir

Sin un esfuerzo fiscal desmedido, el Gobierno podrá cumplir con su meta de reducir el déficit primario a 4,2% del PBI este año. Implicará una baja de apenas 0,1 pp del PBI respecto del cierre del año pasado. El Blanqueo, vía los mayores ingresos que aportó este año (0,4% del PBI), y por haber permitido el adelantamiento de pagos a 2016 de algunos gastos que se iban a devengar en 2017 (otro 0,3% del PBI), significa un alivio importante. Además, la posibilidad de volver a llevar la deuda flotante a los niveles previos también podrá resultar de ayuda para el Gobierno¹. Así, aun cumpliendo la meta, de manera disimulada el déficit primario sería en realidad (como mínimo) de 4,9% del PBI.

Pero incluso con estos factores que ayudan, el Gobierno inició un proceso (muy) gradual de reacomodamiento de las cuentas fiscales. **2017 será el primer año desde 2005 en el cual el gasto primario registraría una baja en términos del PBI (de 24,5% a 23,3%). El esfuerzo se concentra en el ajuste de los subsidios corrientes a la energía y al transporte.** En 2015 absorbían 16% del gasto primario y en los dos años de la administración Cambiemos, corrección de tarifas mediante, cayeron a 10%. En términos de PBI, el ajuste fue de 1,4% en total (0,9 % en 2016 y 0,6% en 2017). También hubo cierto reacomodamiento de otras partidas del gasto² pero se compensó con **un cada vez más demandante gasto previsional**, a partir del impulso que le dio el Programa de Reparación Histórica (PRH) y la fórmula de movilidad que incide negativamente (implica un mayor gasto) en períodos de desinflación. Como esta reducción se **da en un escenario de menor presión tributaria (24,7% del PBI, -1 pp ia), el impacto final en el déficit resultará marginal.**



¹ Los ingresos por el blanqueo que se imputaron en 2016 permitieron reducir la deuda flotante (diferencia entre el gasto devengado y el efectivamente pagado). Entre 2010-2015 la misma promedió 1,3% del PBI. Volver a esos niveles aportaría 0,3-0,4% de alivio fiscal sólo este año.

² Básicamente déficit de empresas públicas y otros subsidios. Contra lo esperado, el gasto operativo (salarios y otros operativos) estimamos se mantendrá en 5% del PBI.

Con todo, **en 2017 las necesidades de financiamiento del Gobierno trepan a 9,2% del PBI**. Cubrir la brecha fiscal demanda 4,2% del PBI, los vencimientos de deuda (capital e intereses) con el mercado otros 4,0% del PBI y los pagos que suelen contabilizarse “por debajo de la línea” 1,0% del PBI adicional. Entre estos contamos el costo de comenzar a afrontar los juicios/ acuerdos del PRH³, la asistencia financiera del Gobierno Nacional a las provincias (0,2% del PBI) y algunas inversiones prioritarias (0,5% del PBI)⁴.

El Gobierno cuenta con fuentes de ingresos directas que representan apenas 2,7% del PBI. El financiamiento comprometido por el BCRA vía adelantos transitorios aportará 1,5% del PBI (\$ 150 MM⁵), el desarme del FGS liquidando parte de sus activos podría sumar otro 0,5% del PBI y nuevos préstamos con Organismos Internacionales aportarían 0,7% del PBI adicionales. **Parados a principios de año, el gap a financiar se elevaba a 6,5% del PBI, equivalente a US\$ 40 MM**. La brecha entre fuentes y necesidades nominadas en pesos era de 5% del PBI y la nominada en moneda extranjera 1,6%. En el cálculo de esta brecha, además de las fuentes “automáticas” (BCRA, desarme FGS, financiamiento adicional de OI), estamos dejando afuera los vencimientos de deuda intrasector público, que asumimos serán refinanciados sin mayores inconvenientes.

³ Asumimos que en 2017 sólo ingresarán 900 mil de 2 millones de jubilados beneficiados por el programa.

⁴ Se trata de proyectos de infraestructura cuyo destino es el sistema de transporte, generación de energía, infraestructura educativa, ambiental y vivienda social. Poseen la particularidad presupuestaria de ser contabilizadas no como un “gasto” sino como una aplicación financiera debajo de la línea, además de no especificar los montos respectivos de cada proyecto. El Soterramiento del Sarmiento y la rehabilitación del Belgrano cargas son dos ejemplos del Presupuesto 2017.

⁵ De los cuales ya transfirió \$ 96,5 MM (el 64%).

Programa financiero

Estimación 2017, % PBI

NECESIDADES		FUENTES		GAP (Necesidades - Fuentes)
EN PESOS	6,9%	EN PESOS	2,0%	5,0%
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%			
EN DOLARES	2,3%	EN DOLARES	0,7%	1,6%
Vencimientos mercado*	2,3%	Org. Internacionales	0,7%	
Capital	1,5%			
Intereses	0,8%			
TOTAL NECESIDADES	9,2%	TOTAL FUENTES	2,7%	6,5%

Fuente: LCG

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

** Inversiones que se contabilizan debajo de la línea.

US\$ 40 MM

Obviamente cerrar el gap financiero implicaba la necesidad de salir a colocar deuda en los mercados. El Gobierno avanzó con una propuesta agresiva a principios de año previendo un potencial ajuste de la tasa de interés internacional. **En los primeros 6 meses colocó US\$ 43 MM entre títulos y letras en pesos y en moneda extranjera.** Pero de este total, una parte se destinó a cancelar deuda intra sector público o implicó la refinanciación de letras de corto plazo. Aproximadamente US\$ 22 MM (3,5% del PBI) sirvieron para cubrir el gap financiero. Así las cosas, **en el segundo semestre del año el Gobierno necesitará emitir todavía un mínimo de US\$ 21 MM (3,4% del PBI) para cubrir todas las necesidades de gasto⁶.**

⁶ La emisión de deuda necesaria para cubrir la brecha financiera remanente en el segundo semestre del año incluye los intereses devengados por las colocaciones realizadas en la primera parte del año.

Programa financiero

Estimación 2017, % PBI

NECESIDADES		FUENTES		GAP (Necesidades - Fuentes)	Colocaciones al 1S-17	Emisión deuda remanente*
EN PESOS	6,9%	EN PESOS	2,0%	5,0%	1,1%	3,4%
EN DOLARES	2,3%	EN DOLARES	0,7%	1,6%	2,4%	
TOTAL NECESIDADES	9,2%	TOTAL FUENTES	2,7%	6,5%	3,5%	3,4%

3,1% para cerrar brecha
0,3% por intereses bono GAP

US\$ 21 MM

Fuente: LCG

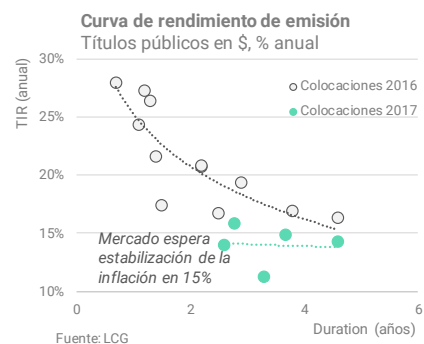
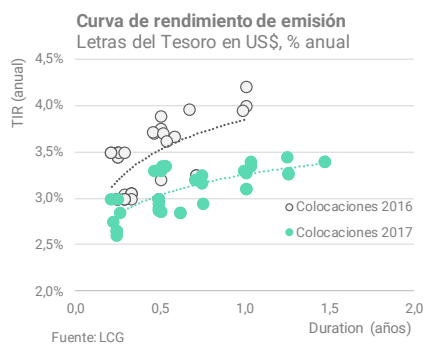
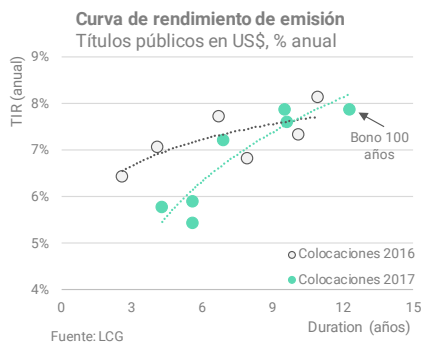
* Emisión de deuda para cerrar la brecha en pesos más los intereses correspondientes

La brecha en dólares está cerrada, pero todavía falta cubrir la de pesos. El Gobierno emitió deuda en dólares por encima de las necesidades en moneda extranjera (0,8% del PBI adicional) que pesifica periódicamente para cubrir el gasto en pesos. Pero colocar el remanente en pesos (\$ 350 MM) en el mercado local es prácticamente imposible. Los bancos están líquidos, y como ya hemos explicado en nuestro informe N°99 el desarme de Lebacks para permitir que los bancos compren letras del Tesoro es perfectamente posible⁷. Sin embargo, no sólo la coordinación de ese desarme tiene que estar muy aceptada, sino que también los bancos grandes ya se encuentran casi al límite de lo permitido para su exposición al sector público, al tiempo que los bancos chicos son más renuentes al riesgo público. De este modo, el Tesoro **deberá seguir recurriendo a los mercados internacionales para financiar la brecha.** Por supuesto, el BCRA deberá persistir en la intervención en el mercado de cambios de operaciones públicas para así evitar una renovada apreciación.

Más allá de los movimientos en el mercado de títulos, **se evidencia una reducción de los costos y cierta extensión de los plazos en las colocaciones realizadas por el Gobierno durante 2017** en comparación con las que llevó a cabo de 2016. Para verlo, nos permitimos elaborar una curva de rendimientos al momento de la emisión de deuda, es decir involucrando (en cada curva) varios momentos de un mismo año. Tanto en las colocaciones de títulos como letras en dólares la curva muestra menores costos, y en el caso particular de las letras una clara apuesta a

⁷ También hemos enfatizado que esta estrategia no tiene ningún efecto "mágico", magia que muchos adhieren, en tanto que la situación de endeudamiento externo o interno sólo difiere en que la primera genera más reservas internacionales y más Lebacks, y la segunda menos reservas y un menor stock de Lebacks.

alargar los plazos. La curva de los títulos en pesos colocados en 2017, más baja y más plana, podría significar expectativas de desinflación futuras.



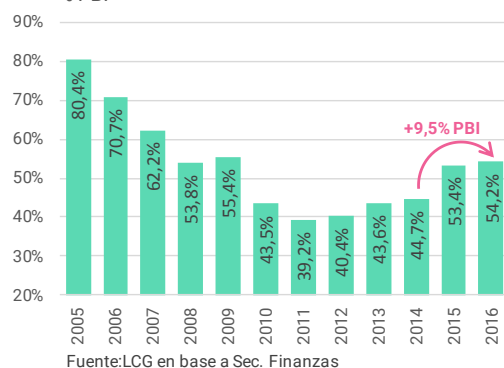
La herencia de una joya aislada: el bajo nivel de deuda

La deuda hasta 2016

En 2016 la deuda pública total ascendió a 54,2% del PBI. Equivale a \$ 275,5 MM. Tuvo una suba de 0,7 pp del PBI respecto a 2015 pero de 9,5 pp si se lo compara con el cierre de 2014, antes de que el kirchnerismo saliente reanudara las colocaciones de deuda y se devaluara necesariamente el Peso con la llegada de Cambiemos al poder. La devaluación fue el principal factor de aumento de deuda como porcentaje del PIB en 2015. Durante 2016, la dinámica de la deuda se sustentó en la inserción en los mercados de deuda para financiar el déficit, y se limitó por el efecto de la apreciación en el tipo de cambio real.

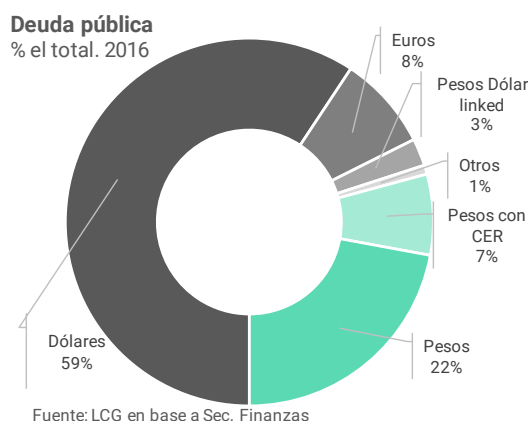
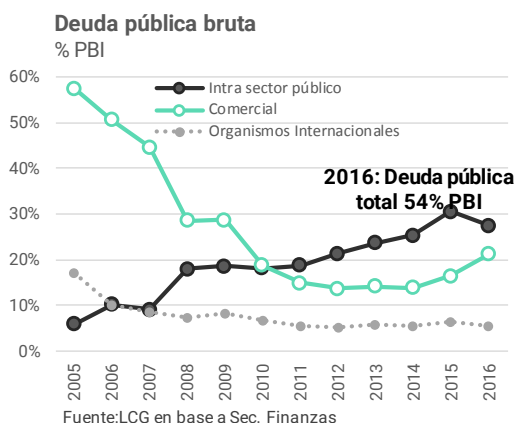
Pero esos valores incluyen la gran masa de deuda que el Estado se debe a sí mismo. Resulta lícito, entonces, deducir esta deuda intra-sector público del total (de hecho, esa deuda no es habitual en otros países). Y ahí encontramos que la deuda se reduce a 26,7% del PIB, un nivel lo suficientemente bajo que permite cierta tranquilidad para manejar la transición hacia un eventual estado de déficit nulo. Es para

Deuda pública bruta % PBI



destacar que ese desendeudamiento se logró en una primera etapa (2002-2008) con superávit primario y crecimiento, pero en una segunda etapa (2010-2012) la reducción de pasivos vino de la mano de una reducción de activos (reservas internacionales, modificación del sistema previsional). Al haberse consumido al extremo todos los stocks sujetos a ser vendidos, hoy la deuda podrá mantenerse a raya sólo con la reducción del déficit, en el marco de un crecimiento económico y tasas de interés relativamente bajas⁸.

Con la normalización financiera a partir del arreglo con los *holdouts*, **el endeudamiento con el sector privado explicó la mayor parte del avance de la deuda pública: aumentó 7,3 pp del PBI en los últimos dos años** (2,5 pp en 2015 y 4,8 pp en 2016). La deuda intra sector público subió 2,1 pp, pero por la suba de 2015 ya que el año pasado terminó cediendo terreno, y la deuda con Organismos Internacionales se mantuvo en 5% del PBI.



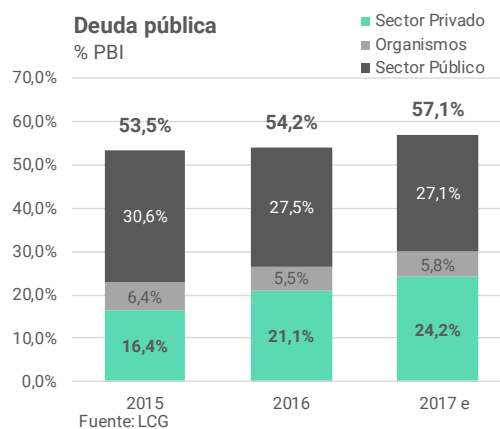
En términos de monedas, **la deuda en moneda extranjera representa el 68% del total**, sólo 1 pp más que en 2014. Sin embargo, en términos de riesgo cambiario también debería sumarse la deuda nominada en Pesos pero ajustada al tipo de cambio (*dólar linked*) que representa 3% del total y que prácticamente no existía en 2014.

Aumento de 3% del PIB de la deuda en 2017

⁸Tal vez el último activo que podría utilizarse como financiamiento es el stock del FGS.

Cerrar la brecha financiera de 2017 implicará un aumento de la deuda pública total de US\$ 47 MM este año, elevándola a US\$ 322,3 MM. En términos del PBI llegará a 57,1%. Contra 2016 la deuda habrá crecido sólo 2,9 pp, pero el impacto en la relación deuda/PBI se licúa por el efecto de un PBI en dólares “inflado” a partir de la apreciación real. Advertimos que, **dado el nivel de atraso cambiario, la corrección del mismo vía una devaluación del tipo de cambio (reduciendo el PBI en dólares) elevaría automáticamente este *ratio*.** Este es un punto que veremos en detalle en el apartado siguiente.

En 2017, seguirá ganando participación la deuda comercial en detrimento de las colocaciones intra sector público, dentro de las cuales asumimos que sólo se renuevan los vencimientos de capital e intereses (estos últimos son los que implican un aumento de deuda). Con todo, **la deuda con el sector privado (local y extranjero) ascendería a 24,2% del PBI al cierre de 2017, 3 pp más que el registrado a fines de 2016, y acumulando una suba de 10 pp en los últimos tres años. La deuda comercial en manos de acreedores privados sumando también la de Organismos Internacionales de crédito representará 30% del PBI a fin de 2017.**



Trayectoria de la deuda pública

Un escenario “base”, no tan base

En este apartado intentaremos proyectar el sendero de crecimiento de la deuda pública para los próximos 10 años (2018-2027). Nuestro escenario macroeconómico “base” (el que posteriormente estresaremos) asume un crecimiento del PBI de 3% anual para todo el período (algo optimista dada la historia económica de nuestro país⁹), inflación desacelerando a un ritmo más lento que el previsto por el BCRA (llega a

⁹ El supuesto se mantiene en línea con la tasa de crecimiento promedio registrada en los últimos 100 años (1917-2016). Sin embargo, considerando sólo los últimos 50 años (1967-2016) el ritmo de crecimiento promedio se reduce a 2,3% anual y en los últimos 10 a 2,1% anual.

tasas anuales del 5% recién en 2023) y atraso cambiario en torno a niveles actuales que nosotros consideramos poco sostenible sin ver afectadas otras variables. En materia fiscal se considera el cumplimiento de las metas sobre el déficit primario impuestas por el Ministerio de Hacienda para 2018 y 2019 (3,2%, 2,2%, respectivamente) y su eliminación gradual en el bienio siguiente, asumiendo que, desde 2022, las cuentas fiscales se mantienen equilibradas.

Escenario macroeconómico base 2018-2027

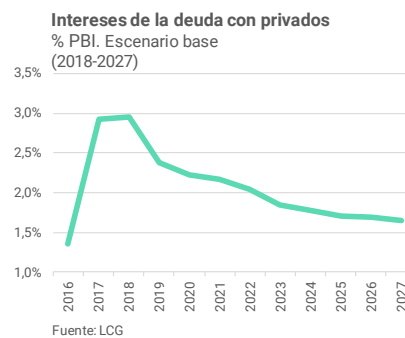
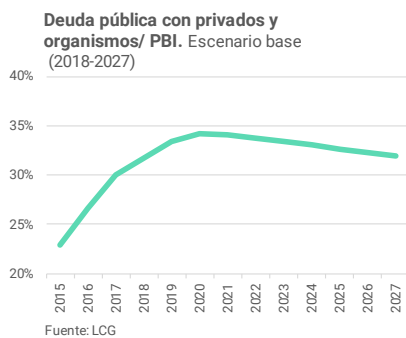
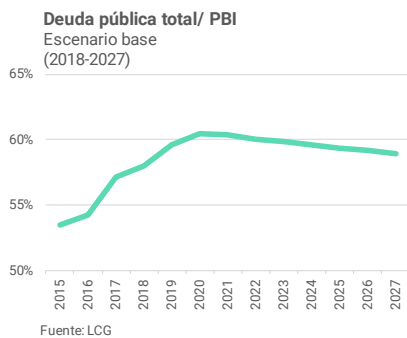
	2016	2017	2018-2027	
PBI real, a/a	-2,2%	2,9%	3,0%	
Inflación, a/ a promedio	37,7%	25,2%	7,1%	Desacelera de 15% en 2018 y se estabiliza en 5% a partir de 2023
TCR EEUU, dic-01=1	1,11	1,01	1,01	Se mantiene en niveles actuales
Resultado primario, % PBI	-4,3%	-4,2%	-0,7%	Se reduce 1 pp por año, mantiene el equilibrio desde 2022

Además, para elaborar los programas financieros de los próximos años asumimos lo siguiente:

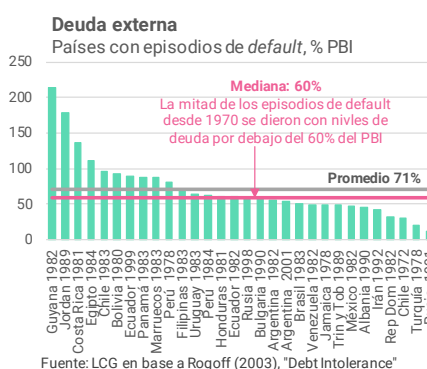
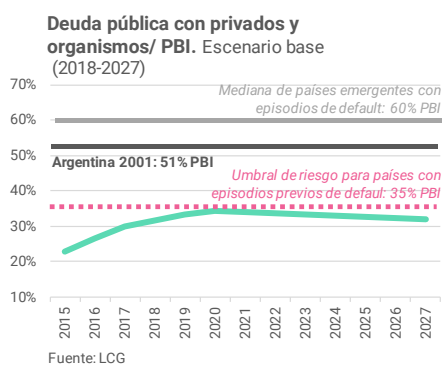
- La brecha financiera en moneda extranjera se financia en la misma moneda a 10 años (bono bullet) al 5% anual.
- La brecha financiera en pesos se financia en la misma moneda a 5 años (bono bullet) a una tasa real de 2% sobre la inflación esperada de los próximos 5 años.
- El BCRA financia al Tesoro con adelantos transitorios según actual Carta Orgánica.
- La venta de activos del FGS de la Anses para pagar deuda por PRH y la rentabilidad del FGS ajustada a la tasa de interés.

Bajo este escenario macroeconómico base, **la deuda pública total se estabiliza en niveles del 60% del PBI hacia 2021. A partir de allí (último año con déficit primario), cede muy marginalmente hasta cerrar en torno a 59% del PBI en 2027. La deuda con privados y Organismos Internacionales (OI) irá ganando participación (en detrimento de la intra sector público) y llegará a un techo de 34% en 2020, para luego descender a 32% del PBI en 2027 (+2 pp en 10 años).** 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 decreciente en relación al PBI¹⁰.



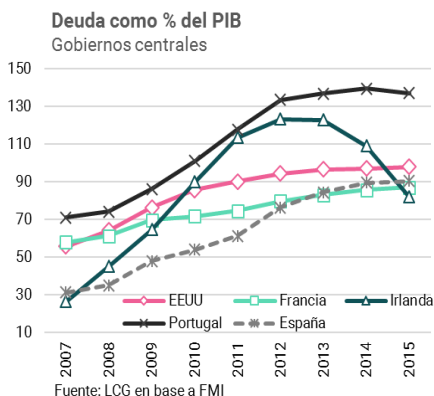
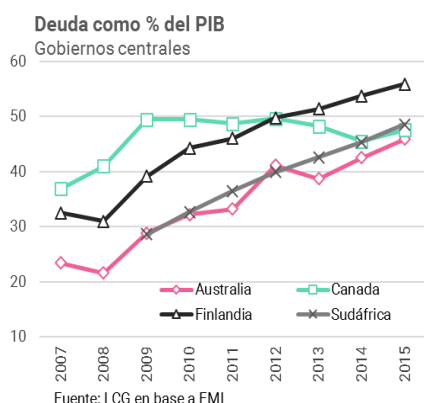
El nivel de la deuda pública con privados y Organismos se estabilizaría bien por debajo del nivel de 2001 (51% del PBI). A priori es un hecho alentador. Pero, según Rogoff y compañía¹¹, **los países emergentes que ya han defaulteado alguna vez en su historia deberán estar particularmente atentos a la disponibilidad de créditos cuando su deuda supere el umbral de 35%**. Además, en cuanto a la sostenibilidad de la deuda se advierte que la mitad los episodios de *default* ocurridos en países emergentes desde 1970 se dieron con niveles de deuda inferiores al 60% del PBI. Esto último es particularmente importante teniendo en cuenta que la dinámica de la deuda antes prevista se dará solo ante las condiciones “favorables” expuestas: macro, fiscales e internacionales.



¹⁰ La tendencia decreciente de los intereses se explica por el hecho de que en el escenario base el PBI nominal crece por encima de la tasa de interés promedio.

¹¹ Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), "Debt Intolerance", NBER Working Paper N° 9908.

De cualquier manera, el crecimiento de la deuda de Argentina en estos años y en los años por venir resulta marginal en comparación con lo que está ocurriendo con otras economías desde la última crisis de 2007/2008.

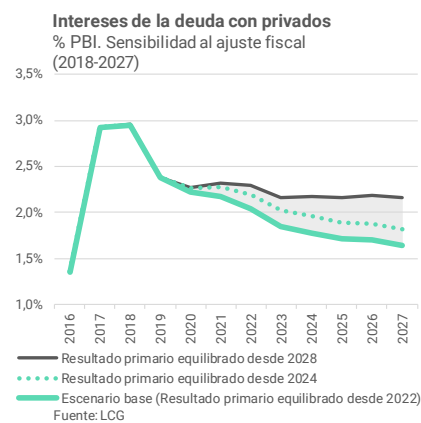
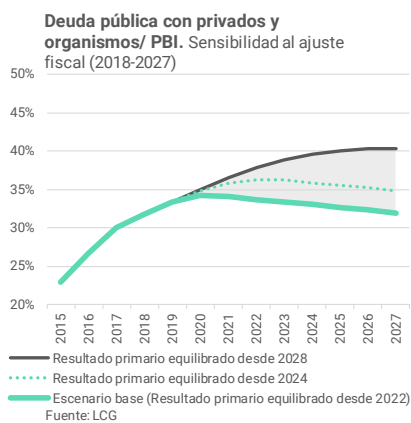
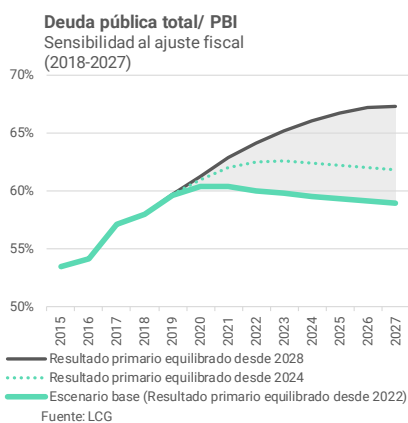
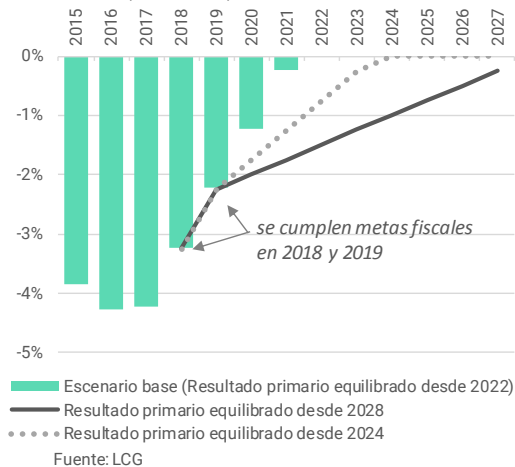


El esfuerzo contracultural de sanear las cuentas fiscales

El escenario base asume que el Gobierno logrará cumplir las metas fiscales. **Acotar el déficit fiscal es condición necesaria para lograr estabilizar los niveles de deuda.** Pero, como mencionamos en nuestro informe de octubre de 2016 "Atrapados sin salida (?)", **la estructura y la automaticidad propias del gasto público exigen un esfuerzo significativo por parte del Gobierno y demandará el consenso de toda la sociedad.** La concepción de que eliminando los subsidios totalmente en 2022 se lograría el equilibrio fiscal es errónea. **La tendencia creciente del gasto previsional obligará a que el ajuste fiscal no se circunscriba sólo a ellos.** Así, equilibrar las cuentas fiscales requerirá trabajar también (y fuertemente) sobre otras partidas del gasto (salarios, transferencias a provincias, obra pública, etc) o incluso la implementación de reformas más estructurales (pe. previsional). Y una obviedad adicional: el esfuerzo deberá ser mayor en caso de avanzar en paralelo con una necesaria reforma impositiva que implique reducir la elevada presión tributaria actual.

Asumiendo que se mantiene el contexto macro de crecimiento y que el Gobierno logra cumplir las metas sobre el déficit primario establecidas para 2018 y 2019, **un esquema de ajuste fiscal más gradualista en los años posteriores implicará un aumento sensible en los ratios de deuda.** Por ejemplo, si desde 2020 la brecha fiscal se reduce a razón de 0,5% del PBI por año (es decir, el equilibrio se alcanza recién en 2024), la deuda pública treparía hasta 63% del PBI en 2023 (36% la adeudada a privados + OI) estabilizándose en torno a ese nivel en los siguientes años; si el esquema fuese aún más gradualista (-0,25% del PBI por año, llegando al equilibrio 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 (incluyendo las amortizaciones) llegaría a absorber casi de 9% del PBI.

Resultado primario
% PBI. (2018-2027)



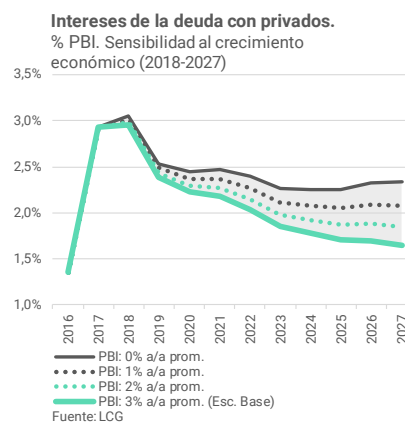
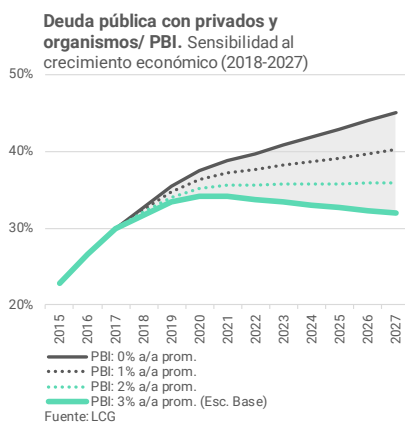
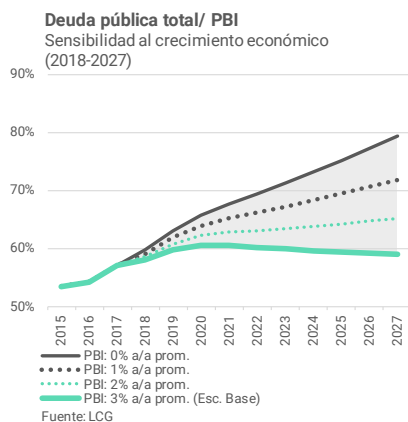
Hasta ahora la oferta de financiamiento ha sido casi ilimitada desde el arreglo con los *holdouts*. Sin embargo, tanto la coyuntura internacional como la local podrán no perdurar eternamente. Sobre todo, porque creemos que no se ha tomado noción de las dificultades estructurales para reducir el déficit fiscal. **Aún es posible financiar la transición de una economía con déficit a una de equilibrio, y contar todavía con un bajo nivel de endeudamiento ayuda sobremanera. Pero los senderos de la deuda recién expuestos ponen en evidencia que no hay mucho margen para desviarse del camino de saneamiento de las cuentas fiscales aun suponiendo un contexto macroeconómico favorable.**

En ese sentido, 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.

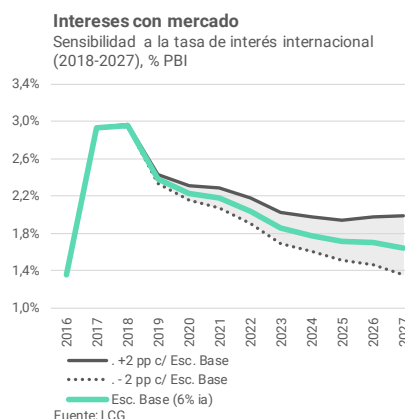
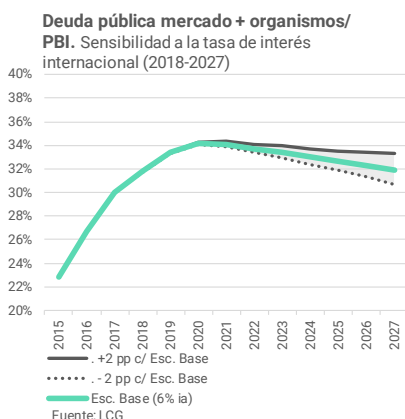
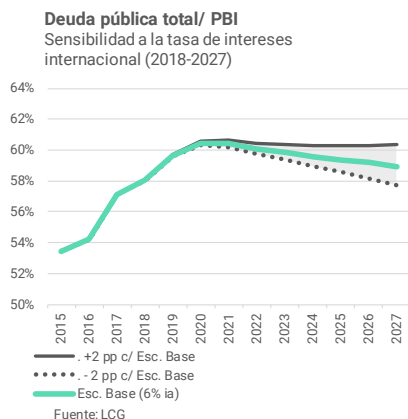
Efecto de un menor crecimiento y tasas más altas

El escenario base asume un crecimiento sostenido en torno al 3% anual para los próximos 10 años, en línea con el promedio de los últimos 100 años. Sin embargo, la volatilidad del pasado más reciente hace pensar que se trata de un supuesto "fuerte": en los últimos 50 años el PBI creció a una tasa anual promedio del 2,3%, en los últimos 10 al 2,1% y en los últimos 5 cayó 0,3% promedio por año. En este sentido, vale aclarar que el escenario base sólo es considerado como un *benchmark* para analizar la trayectoria que, como mínimo, podría tomar la deuda pública.

Todo lo demás constante, un empeoramiento del contexto macro- entendido como un menor ritmo de crecimiento - acortará sensiblemente los plazos. **Crecer 1% menos por año entre 2018-2027 elevaría en 6 pp el *ratio* deuda/PBI en 2027; mantener un crecimiento serrucho del PBI como el registrado desde 2012 (crecimiento nulo en 5 años) implicaría elevar la deuda total a 80% del PBI y la deuda con privados + OI a 45% del PIB en 2027.** Y esto asumiendo que, a pesar del estancamiento económico, el Gobierno cumple con las metas fiscales, hecho que implicaría redoblar el esfuerzo en términos de ajuste del gasto para compensar la prociclicidad de los ingresos.



El aumento del costo de financiamiento internacional iría en el mismo sentido, aunque con una incidencia más acotada: con 2 pp más de tasa la deuda se estabilizará en 61% del PBI durante prácticamente todos los años de análisis, dado que su impacto se va dando en el margen con las nuevas emisiones.

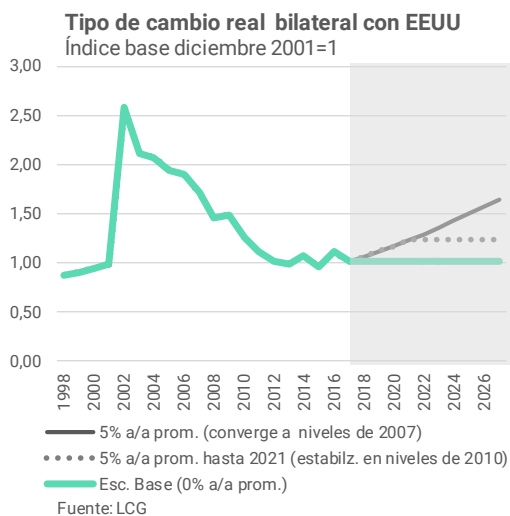


La sensibilización más importante: efectos de una corrección del atraso cambiario

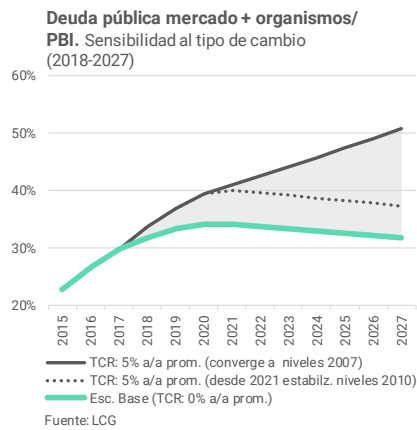
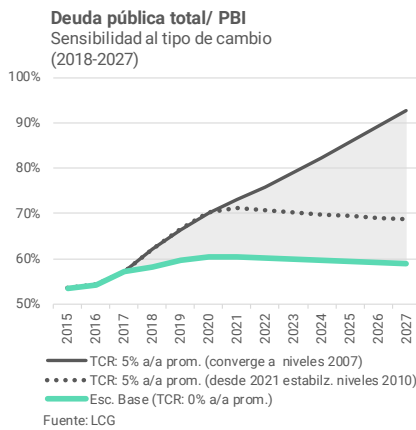
Consideramos importante señalar que **el atraso cambiario disimula el nivel de la deuda pública, licuando la incidencia de la deuda en moneda extranjera (que vimos es mayoritaria) en términos del PBI.**

No hay dudas de que actualmente el tipo de cambio se encuentra atrásado: el TCR bilateral con EEUU se encuentra en los niveles de fines de la Convertibilidad. Corregirlo es una demanda del sector productivo transable y es de esperar que tarde o temprano el Gobierno acceda al reclamo. Sin embargo, alcanzar un nuevo set de precios relativos no es algo de lo que la historia reciente pueda jactarse. Las mejoras de competitividad por las devaluaciones de 2014 y 2016 fueron rápidamente erosionadas por la suba de precios, y estamos a la espera de cómo reaccionarán estos últimos frente al último deslizamiento cambiario ¹². Quizá de manera poco alentadora, y también para visualizar bien el efecto de cada variable sobre el nivel de deuda, el escenario “base” elegido replica esta dinámica asumiendo que el TCR bilateral con EEUU se mantiene en los niveles actuales.

Una dinámica más consistente de un punto de vista macroeconómico implica un sendero de recuperación gradual de la competitividad: alcanzar (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. Independientemente del impacto que esto tenga en términos de actividad (posiblemente contractivo al principio, expansivo después), **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. Es posible que sea este el escenario efectivamente más probable.**



¹² Aclaremos: a pesar de la depreciación de las últimas semanas, nosotros todavía seguimos manteniendo un valor del dólar a \$18,15 a fin de año, a la espera de una próxima estabilización como consecuencia de las emisiones del Tesoro en mercados externos. Ese \$18,15 más la evolución de otras monedas y tasas de inflación externas implica un tipo de cambio real multilateral más apreciado que el de fines de 2016.



Antes que pueda surgir alguna inquietud, diremos que analizar el tipo de cambio real con el dólar o un tipo de cambio real multilateral no modifica la esencia del argumento: existe atraso cambiario y el nivel de deuda es muy sensible a movimientos en el tipo de cambio. Después podremos ver cuál sería un tipo de cambio real más cercano a un “equilibrio”, definido en términos de margen de rentabilidad de los sectores transables, mirando una moneda o una canasta de monedas, y un momento en el tiempo u otro, como punto de referencia. De hecho, las variaciones necesarias en el tipo de cambio nominal son lo suficientemente elevadas como para no entretenerse con qué moneda o monedas hacer la comparación.

Finalmente, entonces, otro punto crucial: estabilizar los niveles de deuda en un escenario de menor atraso cambiario demandaría, consecuentemente, un esfuerzo fiscal todavía mayor. Sería necesario registrar rápidamente un superávit primario todos los años y, además, creciente. Esta lógica relacionada con la sostenibilidad de deuda está así en línea con una lógica de sostenibilidad macroeconómica, como explicamos en el informe N°99: un tipo de cambio real más alto requiere necesariamente de un superávit fiscal más elevado para evitar generar presiones inflacionarias.

Corrección cambiaria necesaria para recuperar los niveles de competitividad BILATERAL previos

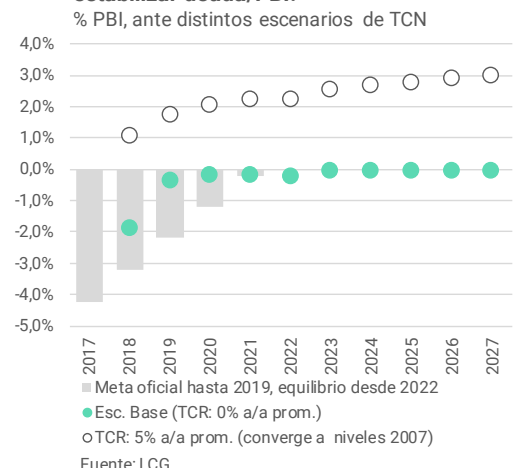
Para recuperar un TCR c/ EEUU de ...		El TCN (\$/US\$) debe ser...	
dic-01=1	Período	\$/US\$	Depreciación
1,81	2006/2007	30,8	79%
1,41	2007/11	24,0	40%
1,27	2010	21,5	25%
1,11	2011= 1T-14	18,9	10%

Corrección cambiaria necesaria para recuperar los niveles de competitividad MULTILATERAL previos

Para recuperar un TCRM de ...		El TCN (\$/US\$) debe ser...	
dic-01=1	Período	\$/US\$	Depreciación
2,37	2006/2007	28,9	68%
2,03	2007/11	28,3	65%
1,88	2010	24,5	43%
1,72	2011= Ene-14	22,4	30%

Fuente: LCG en base a BCRA

Superávit primario necesario para estabilizar deuda/PBI.

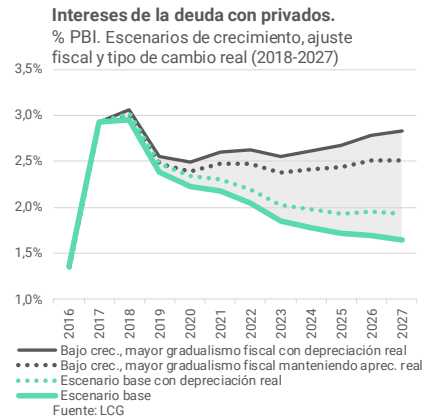
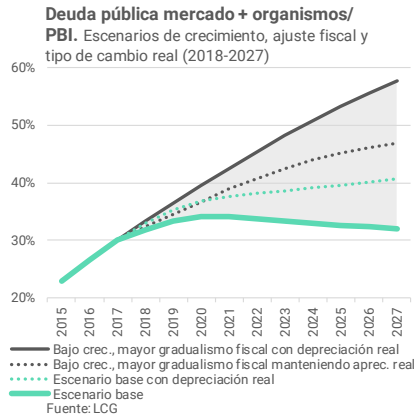
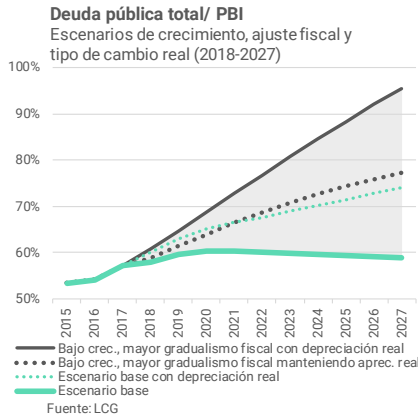


Nobleza obliga: un escenario más pesimista

Por último, volvemos a resaltar que el escenario base debe tomarse como un punto de referencia relativamente optimista para analizar la trayectoria que podría tomar la deuda pública. Desde LCG esperamos cierto corrimiento de las variables respecto de lo establecido para el escenario base 2018-2027, pero hemos preferido mostrar por separado el efecto de cada posible alteración en particular para que quede claro el efecto de cada variable. En efecto, el escenario "base" elegido para este informe, si bien posible, creemos que tiene implícito un desempeño macroeconómico que muestra gran tolerancia, por parte de agentes económicos e inversores, a la perpetuación del atraso cambiario. Por eso hemos enfatizado también el escenario de depreciación real del tipo de cambio porque impone desafíos más emocionantes en la gestión fiscal.

En este apartado sumamos las implicancias que podría tener un escenario más pesimista en el cual la tasa de crecimiento económico se reduce a la mitad respecto al escenario base (1,5% anual) lo que obliga al Gobierno a rever la política de normalización de las cuentas fiscales optando por un sendero todavía más gradualista (pe. alcanzar un resultado primario equilibrado recién en 2028). A su vez, lo conjugamos con dos escenarios de tipo de cambio real, uno en los niveles actuales y otro que asume 2,5% de depreciación real por año alcanzando los niveles de 2010 recién en 2027.

Cualquiera sea la dinámica que tenga el tipo de cambio real, en un escenario de menor crecimiento económico y mayor gradualismo fiscal el ratio deuda pública / PBI no llega a estabilizarse dentro de los próximos 10 años. Y si se agrega una mínima recomposición de la competitividad la deuda pública podría trepar hasta 95% del PBI en 2027. Da toda la sensación que este exceso de gradualismo en un escenario de bajo crecimiento no es una opción para una economía emergente con pasado de default, dado que será el mercado, con su reticencia a seguir prestando, quien obligará a un mayor ajuste en las cuentas públicas, ajuste que se daría en el marco de mayor desorden e incertidumbre.



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.