



Evolución del Endeudamiento Público Nacional





Endeudamiento Público Nacional	2
Déficit Fiscal	3
Riesgo País	4
Pasivos BCRA	5
Conclusión	6
Contactos	7



Evolución del Endeudamiento Público

Panorama Internacional de la deuda

De acuerdo a cifras del BIS ("Bank for International Settlements"), a fines de 2016, la deuda de los gobiernos de los países emergentes totalizó 11.7 trillones de dólares, más del doble que en 2007, y la **deuda pública aumentó más de 10 puntos porcentuales respecto del PBI en el mismo período, ubicándose en el orden del 50% del tamaño de la economía. Lo mismo ha sucedido en ese período con los gobiernos en las principales economías desarrolladas.** El cambio en el panorama mundial en relación a la deuda pública en proporción al tamaño de la economía de cada país puede observarse en el gráfico 1, en donde Argentina y la región (excepto Brasil), se sitúan en niveles aceptables.

Gráfico 1
Perspectiva de la Deuda Bruta Pública por país en 2017 (% Producto Interno Bruto)



De acuerdo al Ministerio de Finanzas, la deuda pública bruta Argentina en números absolutos pasó de 144 mil millones de USD en 2001 a 241 mil millones a fines del año 2015. Estos datos medidos en términos relativos, como porcentaje del PBI (gráfico 2), indican que la relación era de 53,7% en 2001, 80,5% en 2005 (primer canje de deuda luego del default), 43,5% en 2010 (año del segundo canje) y cerrando el 2015 en 53,5% del PBI.

En el año 2016, la deuda se incrementó 14% (casi 35 mil millones USD), cerrando el período en 275.446 millones de USD, es decir, 54,2% del PBI, con una estimación del Ministerio para 2017 en torno al 58,6%.

Gráfico 2
Evolución comparada de la deuda pública bruta como % PBI.

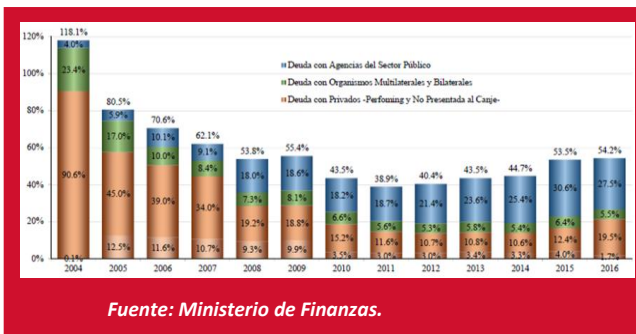
Año	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Peru	Venezuela	Promedio Región	Emerging market and developing economies	G-7
2001	53,7	70,1	14,5	40,8	41,1	43,4	31,7	42,2	48,3	74,9
2002	166,7	78,8	15,2	47,2	43,5	45,0	55,0	64,5	52,4	76,7
2003	139,2	73,8	12,7	44,7	44,7	49,0	55,8	60,0	50,3	79,7
2004	118,1	70,1	10,3	41,2	40,8	46,3	42,2	52,7	47,2	84,9
2005	80,5	68,6	7,0	38,3	39,0	40,0	35,6	44,1	41,9	86,0
2006	70,6	65,8	5,0	35,8	37,8	34,8	25,7	39,4	37,4	83,5
2007	62,1	63,7	3,9	32,5	37,5	31,9	26,4	36,9	35,7	81,7
2008	53,8	61,9	4,9	32,1	42,8	28,0	20,3	34,8	33,8	89,7
2009	55,4	64,9	5,8	35,2	43,9	28,4	27,6	37,3	38,9	104,5
2010	43,5	63,0	8,6	36,4	42,2	25,5	36,5	36,5	38,1	112,9
2011	38,9	61,2	11,1	35,7	43,2	23,3	50,6	37,7	37,2	118,2
2012	40,4	62,2	11,9	34,1	43,2	21,6	58,1	38,8	37,3	122,3
2013	43,5	60,2	12,7	37,8	46,4	20,8	73,7	42,2	38,5	120,1
2014	44,7	62,3	14,9	44,2	49,5	20,7	63,5	42,8	40,4	118,8
2015	53,5	72,5	17,4	50,7	53,7	24,0	32,1	43,4	44,3	117,8
2016	54,2	78,3	21,2	47,6	58,1	24,8	28,2	44,6	47,3	120,4

Fuente: Elaboración propia en base a IMF, 2017, World Economic Outlook, y el Ministerio de Finanzas.

Si se analiza el período 2003-2007, el pago de la deuda se realizaba teniendo superávit financiero, es decir, la deuda en su conjunto se reducía con excedentes del sector público.

Desde 2008 hasta 2015, se buscó un cambio de acreedor. En ese sentido, si observamos el gráfico 3, se canjeó el pago de títulos de deuda en manos de terceros (privados locales y extranjeros) por nuevas deudas contraídas con el Banco Central y se redujo la participación de créditos de Organismos Multilaterales. En su conjunto, se logró reducir el peso de la deuda externa por montos relativamente más manejables. En 2008, según el Indec, esta representaba el 42% del PBI (154 mil millones USD), finalizando el año 2015 en 28% PBI (167 mil millones USD) y 34% en 2016 (188 mil millones USD). **En 2017, los datos al primer trimestre arrojaron un incremento de 16 mil millones de dólares en el stock de deuda externa, lo que representa un 16% de aumento interanual y un deterioro del indicador estimado para la finalización del año.**

Gráfico 3
Evolución de la deuda pública bruta Argentina por tipo de acreedor como % PBI.





Evolución del déficit fiscal

De acuerdo al Ministerio de Finanzas, la deuda en manos de privados era solo del 12,4% en el año 2015, ascendiendo a casi 20% en 2016 y proyectado para el año 2017 en 28,5% del PBI.

En cuanto a la evolución por tipo de moneda, la deuda denominada en dólares al finalizar el año 2016 representaba el 37% del PBI.

Gráfico 4

Evolución de la deuda pública bruta por tipo de moneda como % PBI

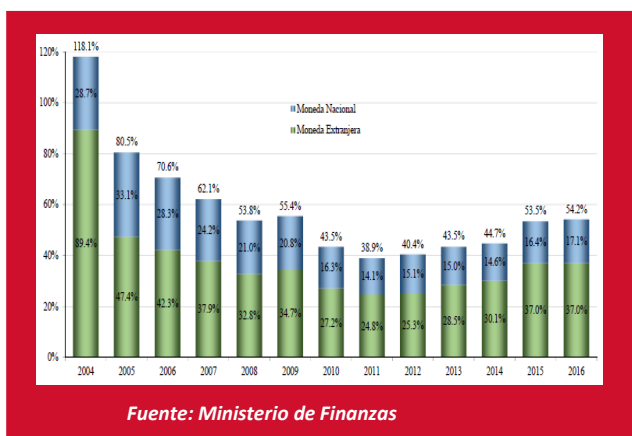
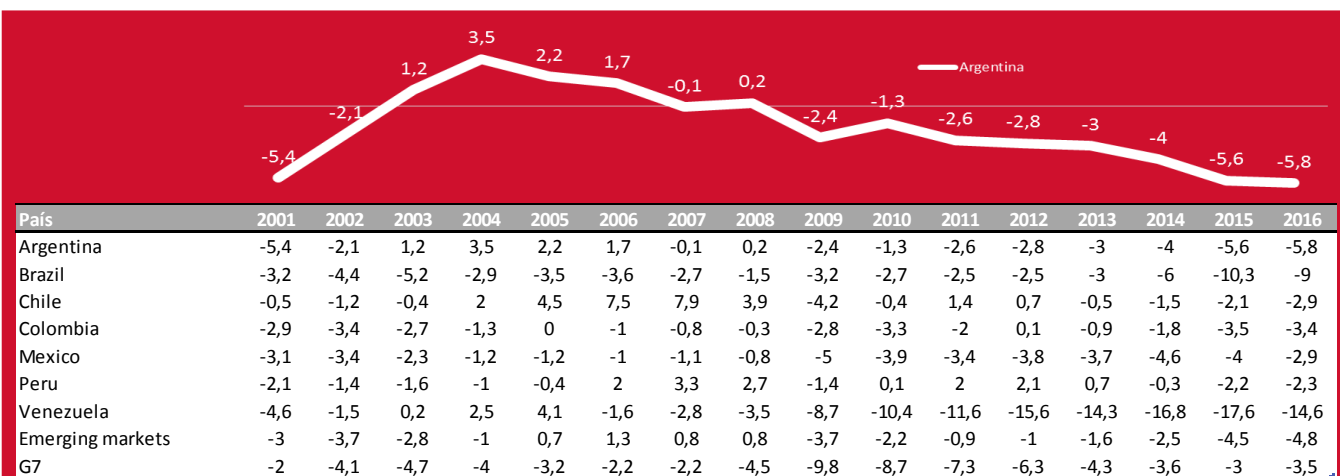


Gráfico 5

Evolución del déficit fiscal consolidado % PBI (Nacional y Subnacional). Comparación regional



El problema central del incremento del endeudamiento público proviene como financiamiento del déficit fiscal de la administración pública. Un problema permanente a lo largo de todos los últimos gobiernos y uno de los mayores desafíos de la actual gestión. De acuerdo a los relevamientos del Fondo Monetario Internacional, el déficit consolidado de Argentina se ubicó en \$584 mil millones, lo que representa casi 6 puntos del PBI (gráfico 5).

Si se analiza la evolución de Argentina en términos regionales (sacando Venezuela), junto con Brasil, son los países que exhiben una presión fiscal, un gasto público consolidado y un déficit financiero por encima del promedio.

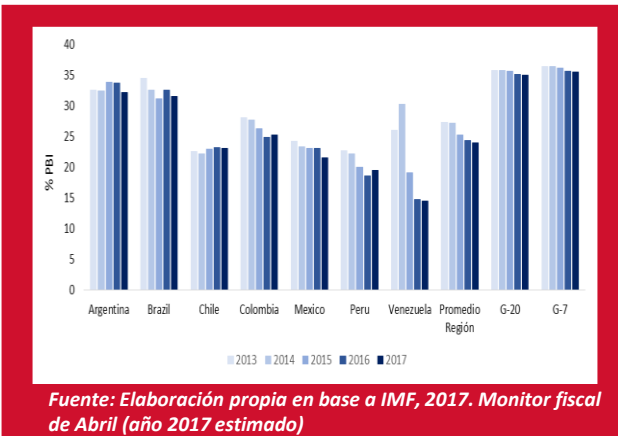
El gasto público es elevado comparado con la región, ineficiente si lo comparamos con los niveles de los países desarrollados y muy rígido teniendo en cuenta que el 65% son servicios sociales, 15% servicios económicos, 6% de gastos de la administración gubernamental y el resto en servicios de defensa y seguridad.

Tal como se observa en el gráfico 6, a pesar de la creciente presión fiscal comparada con la región, los ingresos no alcanzan para financiarlo, de ahí que tengamos déficit fiscales recurrentes. Esto implica elegir entre dos opciones para financiarlo: la emisión monetaria del BCRA o el endeudamiento.



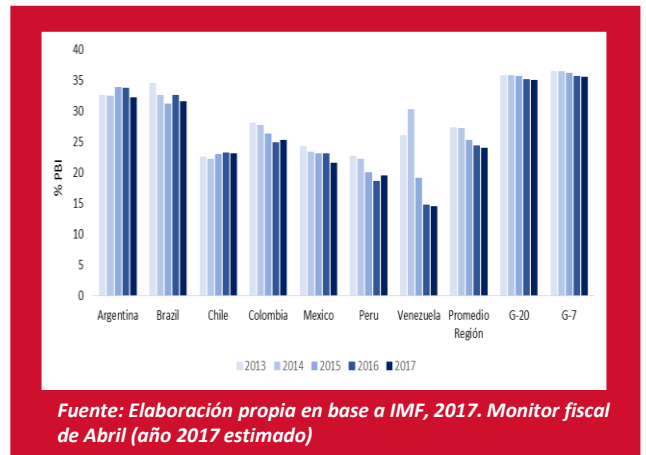
Evolución del Riesgo País

Gráfico 6
Evolución comparada de la presión fiscal consolidada % PBI (Nacional y Subnacional).



Fuente: Elaboración propia en base a IMF, 2017. Monitor fiscal de Abril (año 2017 estimado)

Gráfico 7
Evolución comparada del gasto público consolidado % PBI (Nacional y Subnacional).



Fuente: Elaboración propia en base a IMF, 2017. Monitor fiscal de Abril (año 2017 estimado)

Si bien en el último año el endeudamiento público se incrementó en términos relativos, el costo de financiación promedio se ha reducido en relación al año anterior como consecuencia de un mercado financiero que continúa enviando señales positivas de la economía argentina. A la estimación del crecimiento del país para el año 2017 y la puntuación récord del índice Merval de la Bolsa de Comercio, se le sumó el descenso en el riesgo país que volvió a niveles de hace una década.

Este índice (EMBI) que mide el JP Morgan es un indicador que mide el spread (prima de riesgo) de un país por encima del rendimiento del bono del Tesoro americano a 10 años e indica la bonanza del actual escenario financiero.

Si observamos el gráfico 8, vemos que el spread EMBI de Argentina se comprimió de manera notable tras el resultado de las PASO, cayendo por debajo de los 400

puntos básicos, y a partir de allí, el costo financiero para emisiones de bonos soberanos continuó disminuyendo.

Desde otra perspectiva y observando el gráfico 9, en un mundo con países desarrollados con tasas muy bajas, (el yield del bono del Tesoro americano insinuó en el comienzo del año un repunte y luego se desinfló con el correr de los meses) los inversores compran bonos argentinos porque pagan tasas de interés más altas en relación al resto del mundo, incluso, con la compresión del spread del EMBI Argentina en el último tiempo.

¿Qué pasaría con la demanda de estos bonos argentinos ante una eventual suba de tasas, un aumento en la volatilidad en los mercados internacionales o una convergencia de tasas en Argentina similares a sus pares en la región? Cuándo y hasta qué nivel surgen como una incógnita y motivo de debate



Fuente: Índice elaborado por JP Morgan

Gráfico 8
Evolución del riesgo país (EMBI + Argentina) y comparación regional.



Gráfico 9
Rendimiento de Bonos Soberanos a 10 años
(Septiembre 2017)

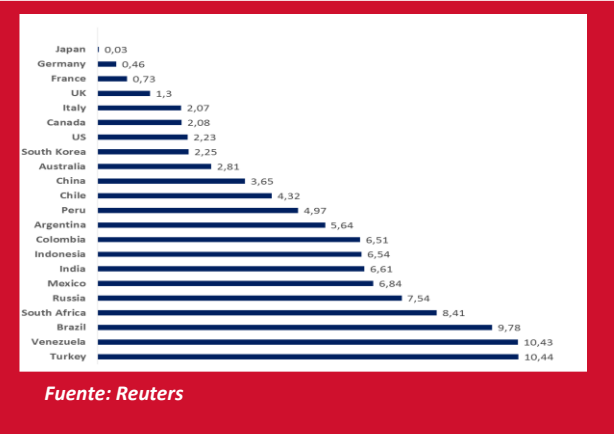
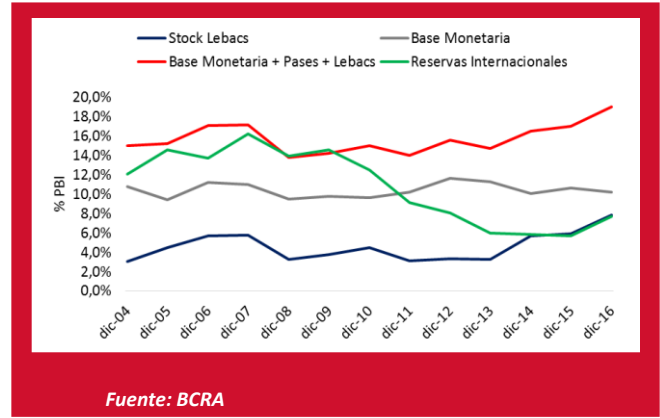


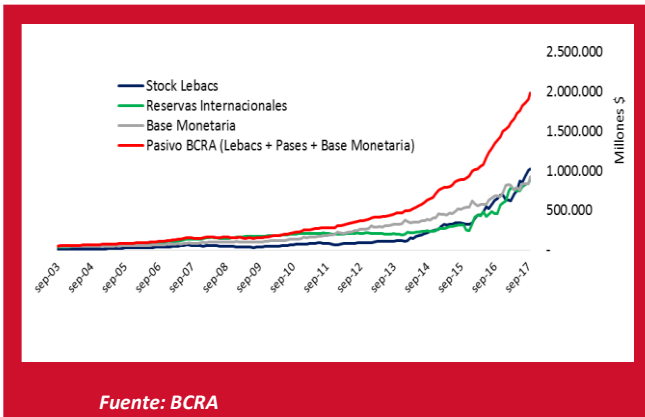
Gráfico 11
Evolución Pasivos y Reservas Internacionales % PBI



Principales pasivos del BCRA

Como se observa en el gráfico 10, el nivel de las reservas del BCRA experimentó una recuperación paulatina a partir de 2016, sin embargo, **el gradual pero sostenido crecimiento del stock de Lebac y de los pases pasivos superan a las reservas internacionales en un 20%.**

Gráfico 10
Evolución Pasivo BCRA

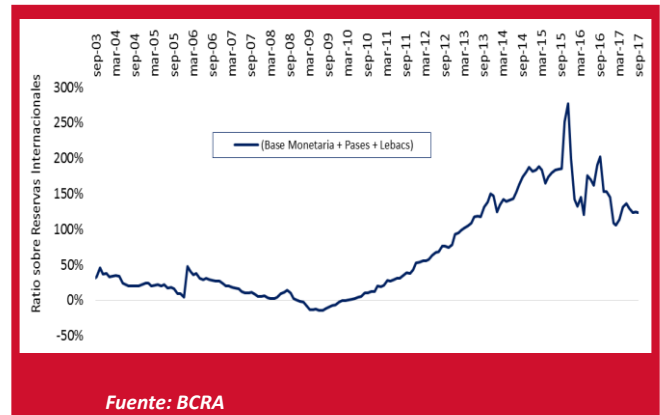


Según datos oficiales disponibles a finales de septiembre, las reservas sumaron el equivalente de \$887.373 millones (USD 51.366 millones) mientras que **el total de Lebac y los pases pasivos ya superan el billón de pesos (\$1.022.753 millones y \$37.849 millones respectivamente). Esta deuda del BCRA es mayor también que la base monetaria de \$926.112 millones.**

Esto limita la maniobra del ente monetario frente a un posible cambio abrupto en los portafolios de los inversores ante un eventual retroceso en el cumplimiento de las metas de inflación o que el contexto externo e interno se volviera poco favorable.

Si sumamos la deuda a través de Lebac, pases y base monetaria, arroja que en 2016 creció 54% y en lo que va de 2017 otro 30%. El total a Septiembre 2017 es casi 2 billones de pesos. El ratio de deuda sobre el nivel de reservas internacionales, arroja que la primera supera en 124% a las reservas, lo que implica que, teniendo su pico en Noviembre 2015, se ha venido reduciendo.

Gráfico 12
Pasivos BCRA sobre Reservas Internacionales





Presupuesto 2018

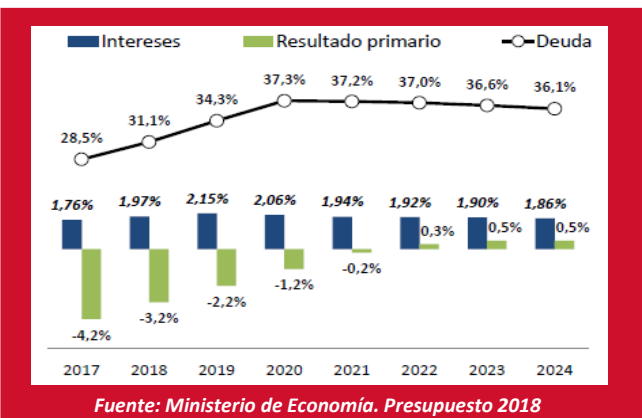
El Ministro de Hacienda presentó ante la Comisión de Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Diputados los lineamientos del Presupuesto 2018. En el gráfico se puede observar las metas fiscales establecidas como objetivo para los próximos años.

El año 2017 finalizaría en déficit primario de 4,2% del PBI, mientras que la previsión para el 2018 es déficit primario de \$395.001 millones (-3,2% PBI), un déficit financiero de \$678.870 millones y un endeudamiento público total (sector privado, sector público y Organismos Multilaterales) en niveles cercanos al 60% del PBI.

Se convergería a un equilibrio fiscal en 2022, con un ratio de deuda pública con el sector privado y Organismos Multilaterales en torno al 38% del PBI que comenzaría a descender a partir de 2021.

Gráfico 13

Proyección de déficit primario y endeudamiento (Privados y Org. Multilaterales) como % PBI



Conclusiones

El elevado déficit fiscal impone optar entre restricciones al gasto público o su financiamiento. En un contexto de bajo nivel de endeudamiento, en el último tiempo se optó por el gradualismo fiscal como método de convergencia al equilibrio fiscal.

La imposibilidad de financiación vía impuestos por la presión fiscal récord en Argentina y su impacto negativo en la competitividad, sumado a la limitante del financiamiento directo por el Banco Central por sus consecuencias en la inflación, derivan en un endeudamiento que ha tomado centralidad en la actual gestión.

Dado el limitado tamaño del mercado financiero interno en relación a las necesidades públicas de financiamiento y un

renovado acceso al financiamiento en los mercados internacionales de crédito, **aceleraron el ritmo de crecimiento de la deuda respecto al año anterior comparado con la velocidad a la que crece la economía y, particularmente, más presencia de acreedores externos en la composición de la deuda.**

Por otro lado, el riesgo país argentino se ha reducido a niveles de hace una década, lo que implica **una disminución en forma paulatina del costo de endeudamiento**, aunque todavía hay camino por recorrer ya que Argentina continúa en los niveles más altos de la región sólo superado por Ecuador y Venezuela.

Desde la perspectiva del inversor, un elevado ritmo de endeudamiento para financiar el exceso de gasto público, corre el riesgo de deteriorar los indicadores de deuda y generar desconfianza en la capacidad de repago, que implica un aumento del retorno exigido en un contexto actual de convergencia de tasas hacia los valores de la región, es decir, menor disponibilidad de financiamiento público.

Actualmente, el escenario de tasas internacionales sigue siendo favorable para la búsqueda de rendimientos altos en los mercados emergentes, en general, y en Argentina, en particular.

Esa disponibilidad de financiamiento barato favorecería la viabilidad del tratamiento gradualista que eligió el Gobierno para lidiar con el problema fiscal y evitaría la necesidad de un ajuste abrupto.

En cambio, **si el mundo crece en volatilidad y se vuelve menos favorable, complicaría la financiación de un déficit muy elevado. Allí está el problema. ¿Y esto cuando se paga? Cuando nadie más nos quiera prestar.**



Contactos

Para mayor información sobre la publicación o sobre cómo First Corporate Finance Advisors S.A. puede asesorar a su empresa, por favor contáctenos:

Cristian Traut

Redactor

cristian.traut@firstcfa.com

[\(54-11\) 5032-7084](tel:+541150327084)

Miguel Angel Arrigoni

Editor responsable

miguel.arrigoni@firstcfa.com

[\(54-11\) 5129-2030](tel:+541151292030)