



Bolsa de Comercio de Santa Fe

Presidente
Ing. Olegario Tejedor

Fundación Bolsa de Comercio
Presidente
Ing. Olegario Tejedor

Director Ejecutivo
Dr. Gustavo Vittori



Centro de Estudios y Servicios

Directora
Lic. María Lucrecia D'Jorge

Coordinador
Lic. Pedro P. Cohan

Investigadores
Lic. Alfonso Cherri
Lic. Melisa B. Lazzaroni

DEUDA PÚBLICA DEL ESTADO ARGENTINO: EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA TEMPORAL (PERÍODO 2004-2017)

Fecha: Febrero de 2018

E-mail de contacto:
ces@bolcomsf.com.ar

Sitio web:
<http://ces.bcsf.com.ar> o
<http://www.bcsf.com.ar>

Introducción

La República Argentina ha convivido a lo largo de su historia con reiterados ciclos de déficit fiscal, procesos inflacionarios y situaciones de insostenibilidad de repago de deuda. La instancia más grave que se enfrentó recientemente en este sentido se retrotrae a la crisis del año 2001; que sobrevino con la falta de financiamiento externo y una retracción significativa de los flujos de capital¹.

Por su parte, el gobierno asumido en 2003 decidió moderar el esquema y destinó recursos a disminuir el nivel de endeudamiento público externo (se desarrolla en el cuerpo del informe). Sin embargo, diez años más tarde el contexto económico, el aumento desmedido del gasto público y la monetización del déficit fiscal desataron un nuevo proceso inflacionario con restricciones cambiarias.

A partir de 2015 se inicia el mandato de un nuevo gobierno que asume el desafío de bajar la inflación como instancia prioritaria. Adicionalmente, pensando en evitar una nueva crisis, se decide dar una respuesta gradual a la situación fiscal por medio de un renovado proceso de financiamiento externo del Estado.

El presente trabajo expone la evolución de los niveles de deuda sobre PIB y la estructura de vencimientos con dinámica temporal. El período analizado va desde el año 2004 al segundo trimestre de 2017. Los datos de deuda utilizados representan cifras oficiales consolidadas, publicadas por el Ministerio de Finanzas de la Nación y refieren a la Administración Central². Es decir, no se contempla la deuda de las provincias ni la del Banco Central de la República Argentina (BCRA)³.

Evolución de la Deuda Pública Bruta

Los últimos datos disponibles sobre la Deuda Pública Bruta (bruta en cuanto incluye deuda *performing*⁴ más deuda no presentada al canje) refieren al segundo trimestre de 2017. En dicha fecha alcanzaba los **USD 293.789 millones**⁵, lo cual representa aproximadamente el **53,8%** del PIB de dicho período.

El Gráfico 1 expone la Deuda Pública Bruta en niveles absolutos desde 2004. Con cierta estabilidad hasta 2010, la variable comienza a presentar incrementos escalonados a partir del año siguiente. El salto más significativo se produjo en 2016, cuando la deuda crece a USD 275.446 millones; USD 34.781 millones más que en el año 2015, con un incremento del 14,4% interanual.

¹ Un fenómeno conocido en la bibliografía como “*sudden stop*”, lo que en términos teóricos se define como la disminución repentina en la entrada de capitales en un país, implicando una contracción en la cuenta corriente que está asociada con una caída del producto, del ahorro y crédito al sector privado y que es seguido, por lo general, de un aumento del tipo de cambio real.

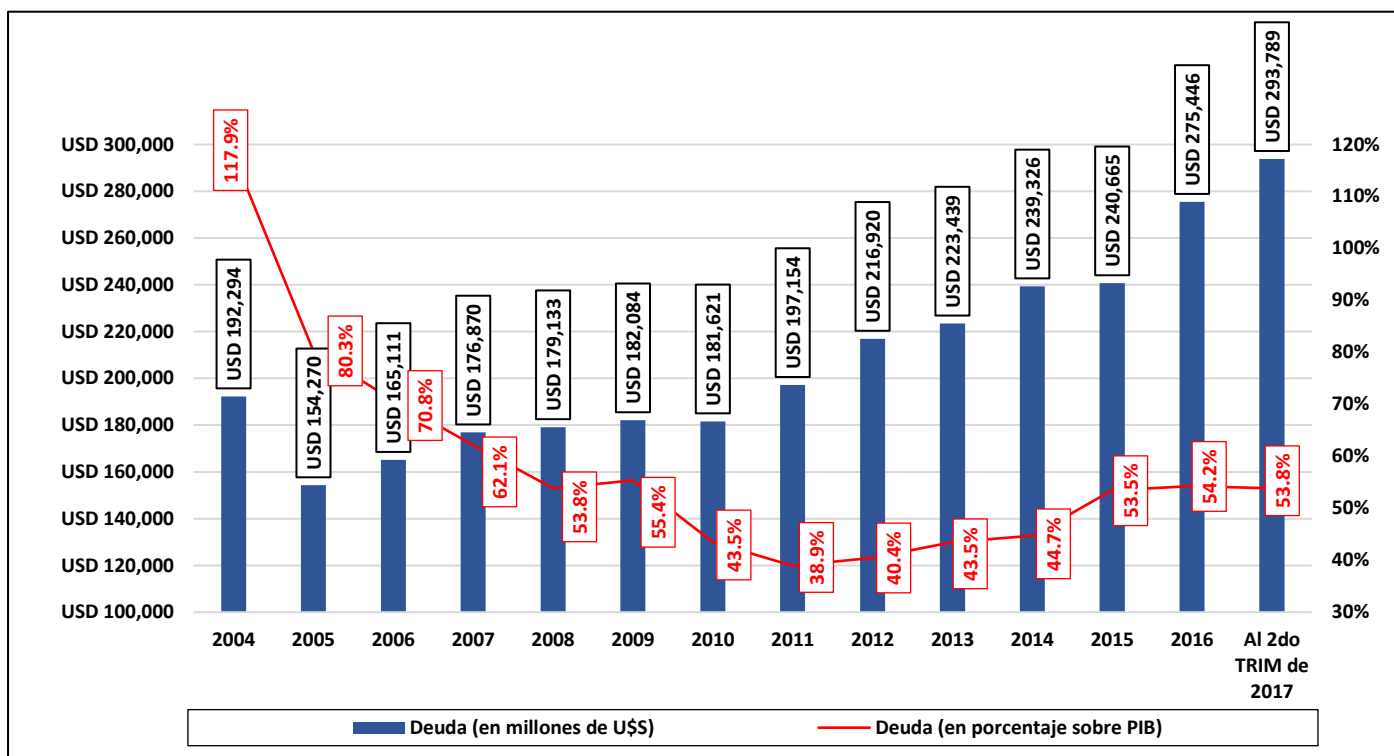
² No se incluyen los organismos descentralizados ni las empresas estatales.

³ Cuyo principal Pasivo actualmente son las Letras del Banco Central (LEBACS). Éstas son títulos de deuda a corto plazo que licita el Banco Central de la República Argentina (BCRA) el día previo al tercer miércoles de cada mes, con pago total y único al vencimiento, cuyo rendimiento o costo financiero surge de una tasa de descuento implícita para el período en cuestión.

⁴ Deuda Pública *Performing* se refiere a aquella que se encuentra en situación de pago normal.

⁵ La cifra representa el stock de deuda emitida; es decir el capital adeudado sin intereses.

Gráfico 1: Deuda Pública Bruta. Período 2004 - 2do Trimestre de 2017. Stock en millones de dólares y en porcentajes del PIB.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Nación.

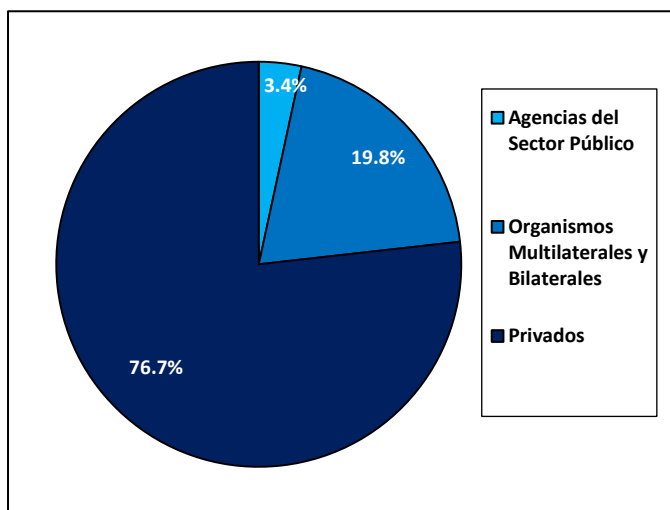
En términos relativos entre 2004 y 2014 los niveles de deuda como porcentaje del PIB bajaron de 117,9% a 44,7%; lográndose el nivel más bajo en el año 2011 (38,9%). Sin embargo, en 2012 se quiebra la tendencia y la deuda comienza un nuevo sendero ascendente. En particular, en el año 2015 se incrementa en casi 10 puntos porcentuales como porcentaje del PIB, pasando de 44,7% a 53,5%. Aquí cabe mencionar algunas particularidades respecto de la metodología de este cálculo. La Secretaría de Finanzas considera los montos de deuda pública expresados en dólares (tanto la contraída en moneda local como extranjera); por lo tanto la deuda en moneda local y el PIB se convierten en función al tipo de cambio (se utiliza la cotización del último día del período analizado y no su promedio). De esta manera, después de cuatro años de cepo cambiario al tomarse el tipo de cambio post devaluación, el PIB medido en dólares se redujo significativamente, llevando a un aumento del ratio deuda/PIB. Esta es la razón por la cual en el año 2016 el nivel absoluto de deuda se incrementó de manera significativa pero su relación con el PIB aumentó sólo un 0,7% a 54,2%.

Deuda Pública Bruta por tipo de acreedor y moneda

Al segundo trimestre de 2017, el 51,0% de la Deuda Pública Nacional Bruta se vincula con Agencias del Sector Público. El resto está repartido un 38,7% con el Sector Privado y 9,3% con Organismos Multilaterales y Bilaterales.

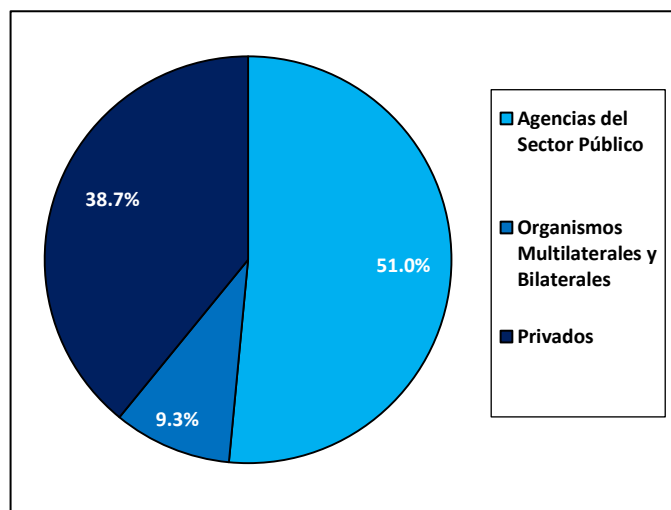
Como se puede observar en los gráficos 2 y 3, la composición de la deuda fue cambiando en el período que va desde el año 2004 a la actualidad. En este sentido, en el 2004, la mayor proporción de la deuda se correspondía con el Sector Privado (76,7%) y Organismo Multilaterales y Bilaterales (19,8%). Actualmente el mayor endeudamiento proviene del mismo Sector Público (51,0%), seguido del Sector Privado en las magnitudes antes detalladas.

Gráfico 2: Composición de la deuda según tipo de acreedor. Año 2004. En porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Nación.

Gráfico 3: Composición de la deuda según tipo de acreedor. Al 30-06-17. En porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Nación.

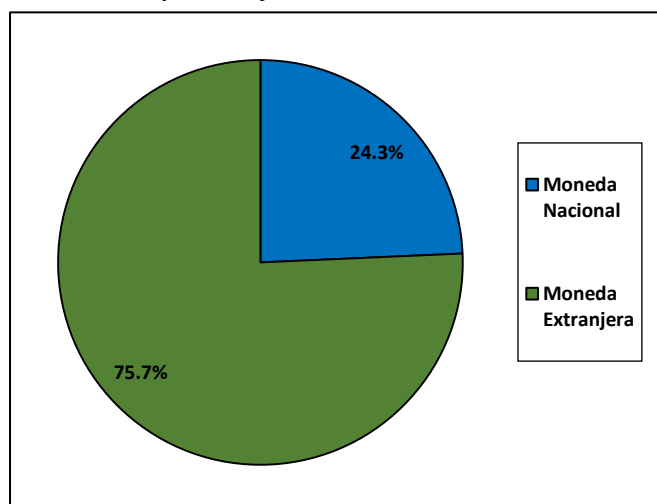
A partir del año 2011, la deuda con Agencias del Sector Público comienza a ser el principal componente de la Deuda Nacional Bruta. Lo anterior puede considerarse una mejora en la calidad de la exigibilidad de la deuda, en el sentido que la misma siempre puede refinanciarse; pero al mismo tiempo implica una presión adicional a las finanzas de las instituciones locales. La deuda con Agencias del Sector Público logró su máxima participación en el año 2015, llegando a ser el 30,6% del PIB.

En 2016 y al segundo trimestre de 2017 este porcentaje va disminuyendo a costa de un mayor incremento de la participación de la deuda con el Sector Privado. Esta última tuvo un claro descenso desde 2004 en adelante, cuando era el 90,6% del PIB pasando a su nivel mínimo de 10,7% en 2012. En los años 2013, 2014

y 2015 esta relación se mantuvo sin grandes cambios, pero 2016 mostró un salto de 6 puntos porcentuales en su proporción de deuda (18,4%). Al 30 de junio de 2017 representa el 20,8% del PIB.

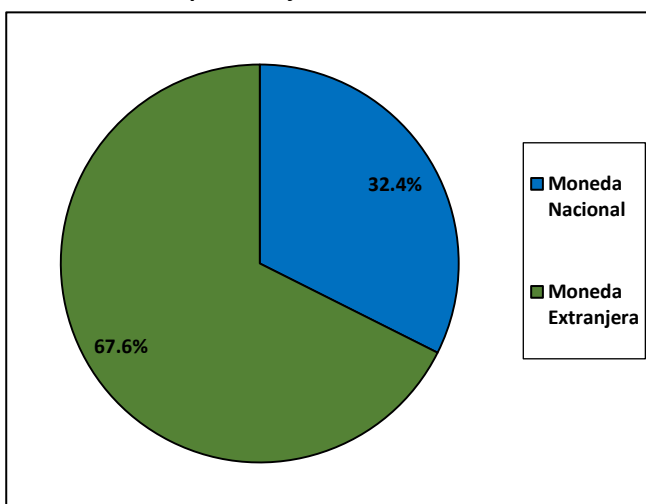
Por otro lado, la composición de la deuda según moneda nacional o extranjera, muestra claramente la predominancia de esta última (67,6%). Sin embargo, si comparáramos el principio del período bajo análisis con el último dato disponible al 30 de junio de 2017, podemos observar que para el año 2004 la proporción de deuda emitida en moneda nacional/extranjera era de 24,3%/75,7% y para finales del primer semestre de 2017 esta relación bajó a 32,4%/67,6%. Es decir, que se verifica una mayor proporción de deuda a pagar en moneda nacional.

Gráfico 4: Composición de la deuda según tipo de moneda. Año 2004. En porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Nación.

Gráfico 5: Composición de la deuda según tipo de moneda. Al 30-06-17. En porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Nación.

Como porcentaje sobre PIB, se destaca la disminución en la proporción de moneda extranjera, que cae del 89,4% del PIB en 2004 a su mínima proporción del 24,8% en 2011. A partir de 2014 la deuda en moneda extranjera empieza a ubicarse sobre el 30,0% del PIB, alcanzando su máximo nivel en 2015 con el 37,0%. En el año 2016 y parte de 2017 esta relación se mantiene estable.

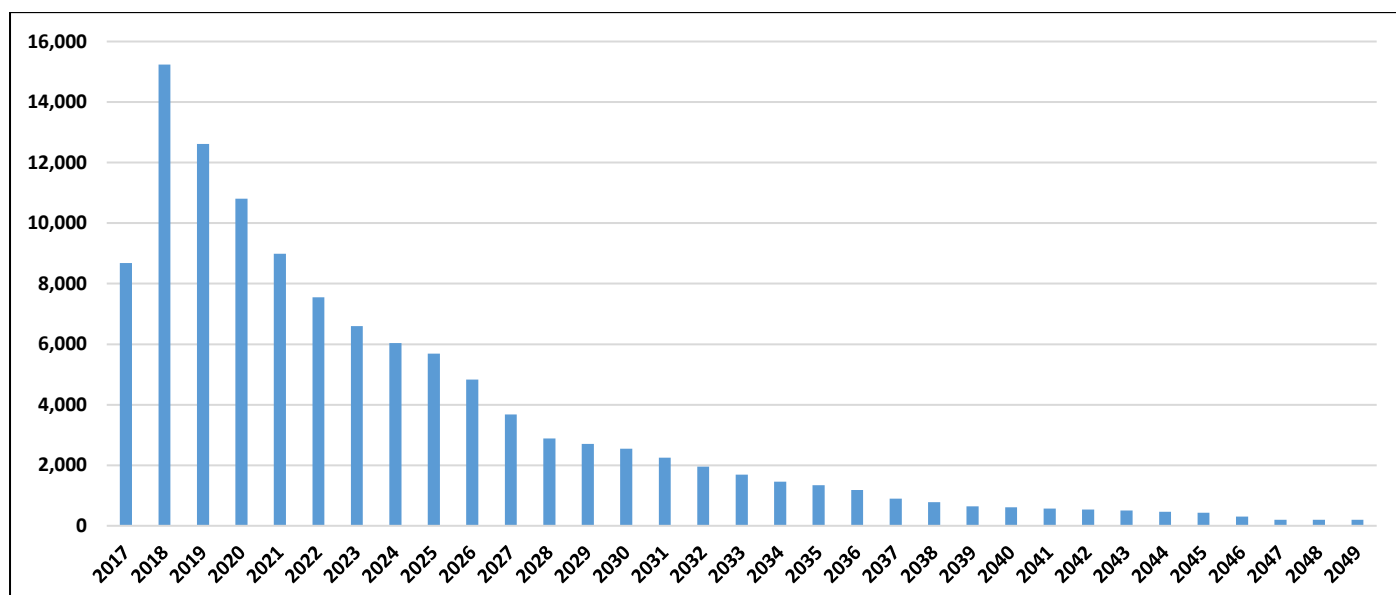
Estructura temporal de vencimientos de Capital e Interés de la Deuda

Para considerar la estructura temporal de la deuda en primer lugar se presenta el perfil de vencimientos estático que incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 30 de junio de 2017, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha.

Como se puede observar en el gráfico 6, los intereses de deuda tienen una mayor concentración en los primeros años venideros, es decir, entre 2018 y 2022. En este sentido, los intereses totales para el año 2018 ascienden los U\$S 15.263 millones, de los cuales poco más de U\$S 8.000 millones son con el Sector privado, cerca de U\$S 6.000 millones con Agencias del Sector Público y U\$S 1.000 millones con Organismos Multilaterales y Bilaterales.

En 2019, los intereses de la deuda con el Sector Privado serán levemente inferiores y la mayor diferencia la harán los intereses de la deuda con Agencias del Sector Público: disminuirán en más de un 40,0%. De esta manera, el año que viene ya tiene comprometido intereses por U\$S 12.616 millones.

Gráfico 6: Perfil anual de vencimientos de interés de la deuda en situación de pago regular⁶. En millones de dólares. Stock de deuda y tipo de cambio al 30/06/17. Período 2017-2049.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Nación.

Para el año 2020 las disminuciones previstas son más moderadas y el total de intereses adeudados a la fecha asciende a los U\$S 10.800 millones.

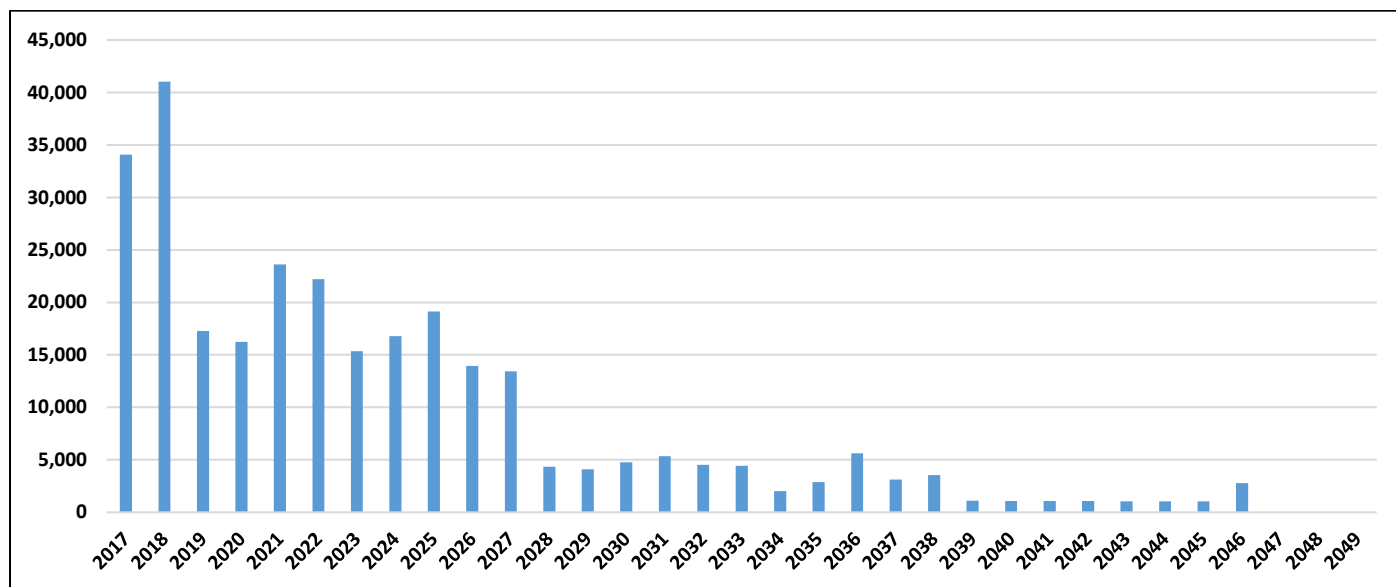
En lo que refiere al año 2021, los intereses de deuda disminuyen en un 20,3% respecto del año anterior y alcanzan los U\$S 8.983 millones. Finalmente en 2022, los intereses vuelven a descender, en este caso un 19,0% interanual, y se ubicarían en los U\$S 7.546 millones.

Ya para el período que va desde 2023 a 2026, los intereses de la deuda promedian los U\$S 6.000 millones y luego siguen un sendero descendente. De esta manera, para el año 2030 los montos llegan a U\$S 2.500 millones anuales y a partir de 2032 se perfora el piso de los U\$S 2.000 millones.

⁶ La deuda en situación de pago regular es el 99,0% del total de la deuda nacional bruta, siendo el restante 1,0% deuda en situación de pago diferido (0,04%) y no presentada al canje (0,96%).

Respecto a los vencimientos de capital de la deuda, las mayores concentraciones de pago también se encuentran dentro de los primeros 10 años. Fundamentalmente en 2018, 2021, 2022 y 2025. Las cifras correspondientes a dichos períodos alcanzan los US\$ 41.036, US\$ 23.610, US\$ 22,225, y US\$ 19.143 millones, respectivamente. Asimismo, el año 2018 es el año que tiene el monto más abultado de capital a vencer, disminuyendo en más de un 50% para el 2025. Por último, se destaca que a partir de 2028 los montos resultan mucho menos significativos, encontrándose por debajo de los US\$ 5.000 millones.

Gráfico 7: Perfil anual de vencimientos de capital de la deuda en situación de pago regular. En millones de dólares. Stock de deuda al tipo de cambio del 30/06/17. Período 2017-2049.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas de la Nación.

Resumen de ideas principales

- Entre 2004 y 2014 los niveles de deuda como porcentaje del PIB bajaron de 117,9% a 44,7%.
- El nivel más bajo del ratio deuda/PIB se alcanzó en el año 2011 con el 38,9%.
- En 2012 se quiebra la tendencia y la deuda comienza un nuevo sendero ascendente.
- Debido al alza del tipo de cambio post devaluación en 2015 el PIB medido en dólares se redujo significativamente. En este marco el ratio deuda/PIB se incrementó del 44,7 a 53,5%.
- En el año 2016, el nivel absoluto de deuda se incrementó de manera significativa pero no representó más que un aumento del 0,7% del PIB (54,2%).
- Al 30/06/17 la Deuda Bruta Nacional alcanzó los **USD 293.789 millones**, lo cual representa aproximadamente el **53,8%** del PIB de dicho período.
- Los intereses de deuda tienen una mayor concentración en los primeros años venideros, más específicamente entre 2018 y 2022. En particular, en 2018 los intereses adeudados ascienden a U\$S 15.236 millones.
- Entre los años 2023 y 2026 los intereses de la deuda promedian los U\$S 6.000 millones y luego siguen un sendero descendente.
- En lo que refiere a los vencimientos de capital de la deuda, las mayores concentraciones de pago se encuentran en los años 2018, 2021, 2022 y 2025. Particularmente en 2018 el capital a vencer es de U\$S 41.036, bajando a menos de la mitad de ese monto para el año 2025.
- A partir de 2028 los montos llegan a ser mucho menos significativos, encontrándose por debajo de los U\$S 5.000 millones.