



AGENTE DE VALORES

# Deuda: Nivel y Dinámica

## *¿Es sostenible? Depende*

---

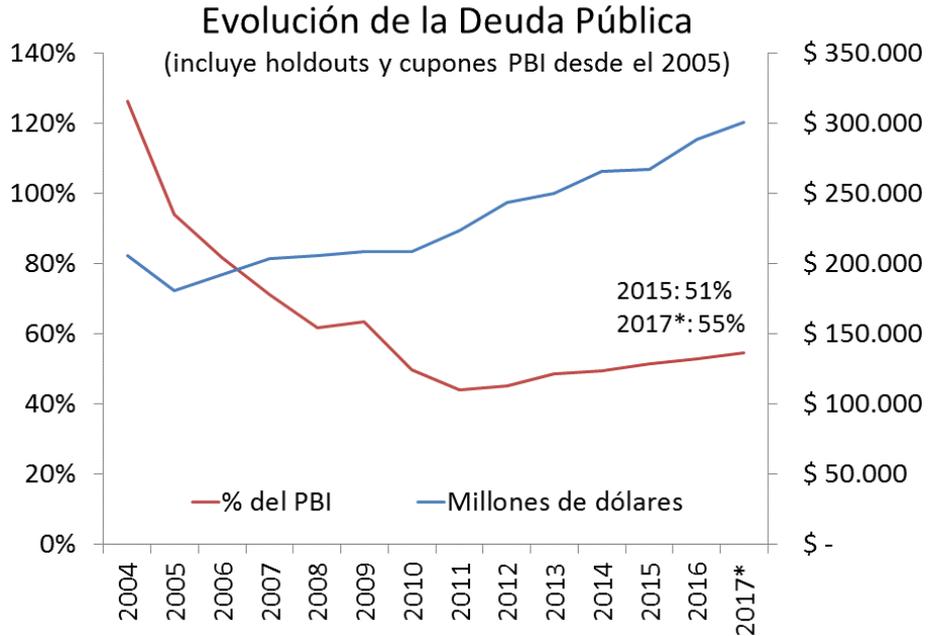
Ruta 8 - KM 17500 - Zonamerica - Edificio Biotec - Of 018

Montevideo, Uruguay - Tel: +598 2518 2340

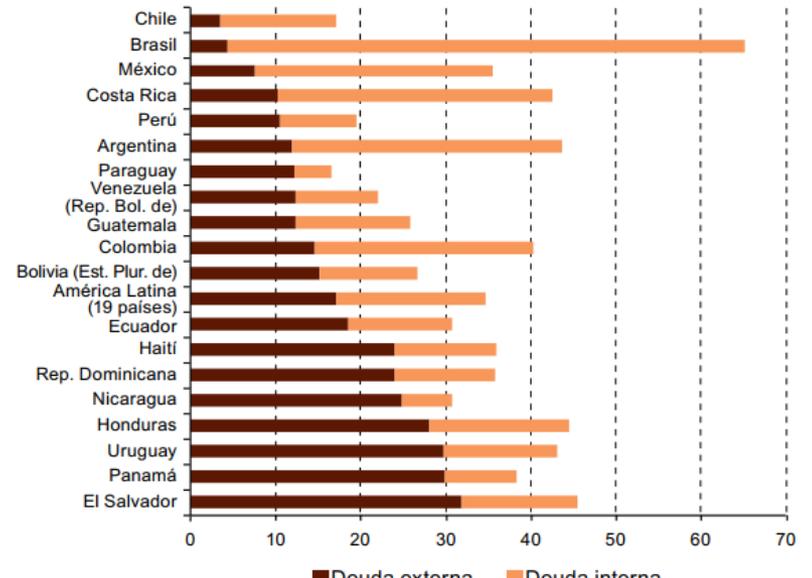
juan@sekoia.com.uy - www.sekoia.com.uy

# Deuda Bruta

- La deuda publica total (ANSES y los cupones PBI) se ubica en el 55% del PBI. Con lo cual, a primera vista, estamos por encima del promedio latinoamericano.
- Sin embargo, nuestro país tiene la peculiaridad de contar con un gran porcentaje de deuda donde el acreedor es otro organismo del estado. Como estuvimos fuera del mercado de capitales durante muchos años, durante la gestión anterior se tomó mucha deuda intrasector público, básicamente se desahorró.
- Si gasto más de lo que recaudo, me endeudo o consumo el ahorro previo. El gobierno anterior utilizó esta ultima forma de fondeo más otra aún más importante, la emisión monetaria.
- El Gobierno actual volvió a utilizar el endeudamiento para cubrir el déficit.

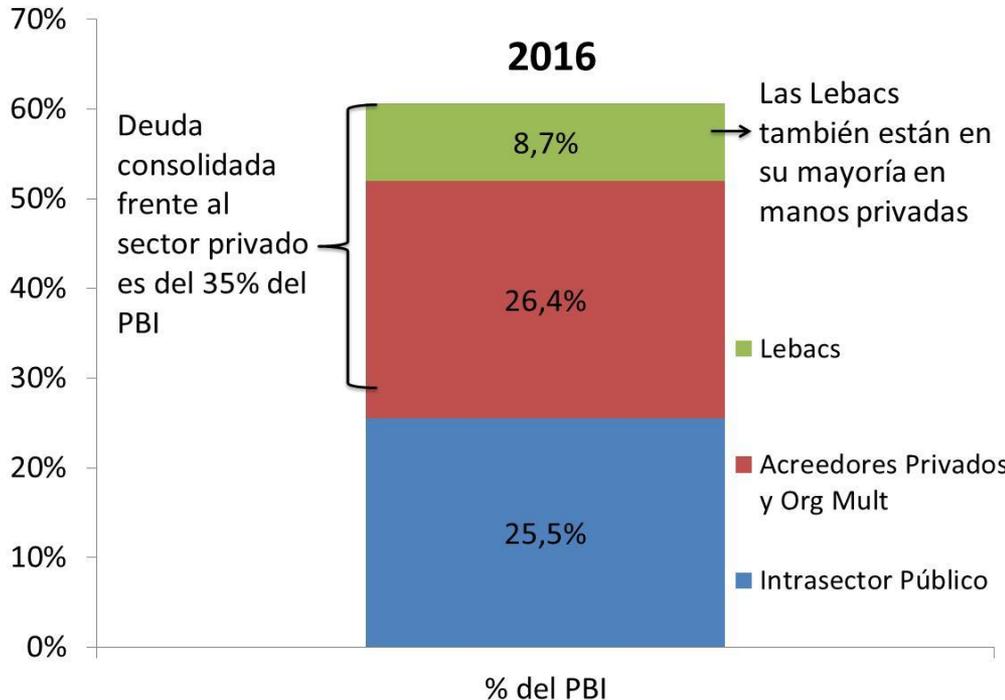


América Latina: deuda pública bruta externa e interna por países, 2015  
(En porcentajes del PIB)



# Deuda Neta

- Ahora bien, al considerar solamente la deuda neta con acreedores privados la misma alcanza el 26,5% del PBI. Niveles más que saludables. Aproximadamente el 75% esta denominada en moneda extranjera (sin contar la deuda frente a Organismos Internacionales, que obviamente es 100% en dólares).
- Si consideramos las Lebacs, dado que están en su gran mayoría en manos privadas, la deuda neta ronda el 35% del PBI. Hoy el stock de lebacs se ubica cerca de un 9% del PBI. No es del todo correcto incluir las letras de BCRA como deuda, porque estaríamos olvidando que parte importante tiene su correlato en compra y acumulación de reservas (compra dólares, emite pesos y por eso luego coloca lebacs).
- Con lo cual, la “foto” del endeudamiento en principio no es preocupante. Una deuda neta del 26,5% del producto son niveles más que prudentes.
- Este es el principal pilar donde se apoya el gradualismo del Gobierno.
- ¿La sostenibilidad futura o la “película”? Veamos.



# Sostenibilidad de la Deuda

- Un nivel de déficit primario mayor al 4% del producto obviamente despierta incertidumbre.
- Según las propias declaraciones de Caputo, para 2020 la deuda neta contra el sector privado va a terminar aproximadamente en 34% del PBI.
- Para ver la trayectoria de la deuda, debemos hacer varios supuestos. La misma depende del déficit fiscal, de la tasa de interés o costo de fondeo y del crecimiento económico.
- En nuestro cálculos hicimos otros dos supuestos. En primer lugar, la monetización del déficit por parte del BCRA se va reduciendo gradualmente a menos del 1% del PBI. En segundo lugar, suponemos que el tipo de cambio real se mantiene constante, con lo cual la tasa de interés real en pesos (hoy aproximadamente en el 4%, nominal menos inflación) es igual al costo de fondeo en dólares.
- En base a esto construimos dos escenarios, uno pesimista donde el déficit no baja, el costo del endeudamiento en dólares sube y el PBI crece sólo al 1%. Otro más moderado donde se cumple con las metas fiscales del Gobierno, la tasa a la cual no endeudamos se mantiene y somos capaces de crecer al 2,5% anual. Este segundo escenario es moderadamente optimista, pero para nada inviable (como notará no estamos hablando ni de tasas chinas ni de ajuste fiscal).
- Es un simple ejercicio, pero bastante gráfico son los resultados.

# La Dinámica: Usted decida el escenario

- En el pesimista, estaríamos en unos años mucho más endeudados (47% del PBI en 2020), y con los mismos desequilibrios de hoy (déficit fiscal alto y atraso cambiario).
- En el moderadamente optimista, estaríamos en unos años con un nivel de deuda prudente (37% del PBI en 2020), manejable déficit fiscal (en torno al 2%) y bastante menor presión sobre el tipo de cambio. En un esquema macroeconómico bastante más saludable y sostenible.

## *Indiciplina Fiscal, financiamiento caro (7%) y crecimiento lento (1%)*

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda/PIB inicio de año	27,5%	31,8%	36,4%	41,4%	46,8%	52,7%
Tasa de interés	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Deficit Primario/PBI	4,20%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Intereses/PBI	1,9%	2,2%	2,5%	2,9%	3,3%	3,7%
Monetización/PBI	1,50%	1,32%	1,16%	1,02%	0,89%	0,80%
g	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>Deuda/PIB fin de año</b>	<b>31,8%</b>	<b>36,4%</b>	<b>41,4%</b>	<b>46,8%</b>	<b>52,7%</b>	<b>59,1%</b>

## *Gradualismo Fiscal, financiamiento accesible (5%) y crecimiento moderado (2,5%)*

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda/PIB inicio de año	27,5%	30,9%	33,5%	35,4%	37,0%	38,6%
Tasa de interés	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Deficit Primario/PBI	4,20%	3,20%	2,20%	1,80%	1,60%	1,40%
Intereses/PBI	1,4%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%
Monetización/PBI	1,50%	1,32%	1,16%	1,02%	0,89%	0,80%
g	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
<b>Deuda/PIB fin de año</b>	<b>30,9%</b>	<b>33,5%</b>	<b>35,4%</b>	<b>37,0%</b>	<b>38,6%</b>	<b>40,2%</b>

# Buen fin de semana

Sábado		Domingo	
			
Mañana	Tarde/Noche	Mañana	Tarde/Noche
<b>Mín:</b> 12 °C	<b>Máx:</b> 17 °C	<b>Mín:</b> 5 °C	<b>Máx:</b> 10 °C
Cielo parcialmente nublado o nublado. Probabilidad de lluvias y chaparrones. Vientos leves del sector este, cambiando a moderados del sector norte.	Cielo nublado. Probabilidad de lluvias y tormentas. Mejorando temporariamente hacia la noche. Vientos moderados del sector norte, cambiando a regulares del sudoeste, con ráfagas. Posterior descenso de temperatura.	Cielo nublado o parcialmente nublado. Tiempo desmejorando nuevamente con probabilidad de precipitaciones. Vientos regulares o moderados del sudoeste, con ráfagas. Baja sensación térmica.	Cielo nublado. Probabilidad de precipitaciones. Mejorando hacia la noche, con nubosidad en disminución. Vientos moderados o regulares del sector oeste.