

2015

LIBERTAD / y Progreso

POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA
UN PLAN FINANCIERO
PARA LA NUEVA ADMINISTRACIÓN

POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA UN PLAN FINANCIERO PARA LA NUEVA ADMINISTRACIÓN

Fundación Libertad y Progreso¹

1. OBJETIVOS

El primer objetivo de este documento es describir y explicar la evolución de la deuda pública del Tesoro Nacional luego del default de 2001, así como proyectar la situación de endeudamiento que heredará la Administración que se inicie luego de las elecciones del año próximo para el período 2016 a 2019.

El siguiente objetivo es el de formular recomendaciones de política financiera que permitan lograr la sustentabilidad de la deuda pública

2. LIMITACIONES

Nuestra tarea ha enfrentado algunas limitaciones. La principal se deriva de que las estadísticas necesarias de deuda pública no están completas ni son consistentes entre sí.

También dificulta el análisis la multiplicidad de series oficiales que existen del Producto Interno Bruto (PIB) y que generan dificultades de interpretación de las estadísticas y de diversas relaciones relevantes. Otras limitaciones se derivan de la necesidad de hacer supuestos en varios puntos de la investigación. En todos los casos se ha tratado de hacerlos explícitos.

3. DEUDA SUSTENTABLE. MARCO CONCEPTUAL

La teoría económica tradicional sobre la sustentabilidad de la deuda pública puede resumirse en el concepto de que en tanto la relación deuda pública/PIB se mantenga constante, la deuda es sustentable.

Este concepto simple tiene varios corolarios. Algunos ejemplos son los siguientes. Si la tasa de interés (pagada o devengada) de la deuda es igual a la tasa de crecimiento del PIB, los intereses pueden pagarse emitiendo (o devengando) nueva deuda. Si la tasa de interés es mayor que la tasa de

¹ El Lic. Julio Piekartz fue el director de la elaboración de este documento de la Fundación Libertad y Progreso

crecimiento, deben al menos pagarse los intereses que exceden a esta última, pero puede emitirse deuda por el resto de los intereses. Y si los intereses son menores que la tasa de crecimiento económico, puede tomarse nueva deuda, adicional incluso a la necesaria para pagar los intereses.

Obsérvese que, acorde con este concepto de sustentabilidad, la deuda por capital puede crecer en tanto la tasa de crecimiento de la economía sea positiva. Solo sería recomendable disminuir la deuda si la tasa de variación del PIB fuera negativa.

Pero un país puede tener una relación de Deuda/PIB constante, y más aun baja, y sin embargo ser incapaz financieramente de pagar los vencimientos de capital. Más aun, puede ser capaz de afrontar los intereses, pero no lograr acceso a los mercados para tomar nueva deuda con la cual satisfacer las amortizaciones de capital.

Esta consideración da lugar al concepto de “sustentabilidad financiera”, dejando el término “sustentabilidad económica” para la teoría tradicional. Oportunamente (2003) el Lic. Julio Piekarz acuñó este concepto de gran relevancia, ya que normalmente los países no entran en default porque no puedan pagar los intereses o aumentar la deuda, sino ante todo y más frecuentemente, porque no pueden afrontar los vencimientos de capital, sea porque los mercados financieros están cerrados por razones de riesgo sistémico, o porque las calificaciones del país han bajado y no encuentra demanda para su deuda o la encuentra a tasas de interés inaceptables.

La reciente crisis de la deuda en países de la Unión Europea, uno de los corolarios de la crisis financiera internacional de 2008-2009, atestigua de la relevancia del concepto de sustentabilidad financiera

Es necesario incorporar también un tercer concepto de sustentabilidad, el de “sustentabilidad cambiaria”. La Argentina, como otros países emergentes aunque en forma más agravada, carece de un mercado de capitales desarrollado. Más aun, carece de un sistema monetario y financiero desarrollado. Por ello, en múltiples ocasiones el Estado ha recurrido a emisiones internacionales de títulos en moneda extranjera. Es por lo tanto importante que la deuda pública en moneda extranjera sea sustentable desde el punto de vista cambiario, tanto en lo que hace a eventuales ingresos públicos en moneda extranjera o ligados a ella –para evitar o moderar los riesgos de descalce de moneda, como cualquier deudor privado- como en lo que hace a su compatibilidad con las cuentas externas del país. Debe haber una oferta suficiente de moneda extranjera en el mercado para que el Estado también pueda acceder a la misma para honrar

sus compromisos. Este último tema es más importante si hay algún tipo de control de cambios; disminuye en importancia con un sistema cambiario de tipo de cambio libre y único, pero no desaparece, ya que normalmente la flotación de una moneda débil siempre será, en algún grado, una flotación “sucía”.

4. PRINCIPALES CONCLUSIONES SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DESDE 2001 Y 2003

A partir del default de 2001, la Deuda Pública bruta total del Tesoro (en adelante la Deuda del Tesoro) aumentó, moderada o significativamente, según cuál sea el concepto de Deuda que se considere.

Los conceptos alternativos a considerar son 1. Deuda del Tesoro sin considerar Atrasos ni Holdouts (de los canjes de 2005 y 2010); 2. Deuda del Tesoro incluyendo Atrasos; 3. Deuda del Tesoro incluyendo Atrasos y Holdouts; y 4. Deuda del Tesoro con el sector privado, incluyendo Atrasos (con el sector privado) y Holdouts, y con el agregado de la Deuda del Banco Central por sus títulos Lebac y Nobac (en adelante Deuda del BCRA).

Nótese que en tanto los conceptos 1., 2. Y 3. se refieren a la deuda financiera total del Tesoro, el concepto 4. Se refiere solo a la deuda del Tesoro con el sector privado. La razón para considerar este concepto de deuda más acotado, es la frecuencia con que –aunque incorrectamente- en la discusión pública suele omitirse la consideración de la deuda intrasector público o con agencias multilaterales, y se considera solo la deuda con los agentes privados.

Y el fundamento para incluir en este 4. la Deuda del BCRA es que esas colocaciones resultan de querer neutralizar el efecto monetario expansivo del financiamiento del Banco Central al Tesoro. Por lo que hace al financiamiento en pesos que se produjo a través de los Adelantos Transitorios, y de la remisión de utilidades del Banco Central al Tesoro (en adelante Remisión de utilidades).

El Banco Central financió al Tesoro de tres formas: i. a través de los Adelantos Transitorios; ii. a través de la Remisión de utilidades; y iii. a través de la entrega de reservas internacionales a cambio de Letras Intransferibles del Tesoro en moneda extranjera. Las formas de financiamiento i. e ii. tienen efecto monetario expansivo inmediato. La forma de financiamiento iii, tuvo efecto monetario expansivo cuando el Banco Central adquirió las divisas entregadas al Tesoro, esencialmente del

saldo del Balance de Pagos, determinado en parte importante por el balance cambiario comercial.

El financiamiento del Banco Central a través de Adelantos Transitorios comenzó tempranamente, en 2003, a pesar de que entre 2003 y 2008 el Sector Público Nacional tuvo superávit fiscal total (financiero), pero cobró importancia significativa a partir de 2010-2011.

La remisión de utilidades del Banco Central comenzó en 2008, a medida que el tipo de cambio nominal comenzó tener aumentos más significativos. El principal ingreso que computa el Banco Central para el cálculo de las utilidades es el aumento de valor nominal de sus tenencias de activos en moneda extranjera, incluyendo las Letras Intransferibles del Tesoro que se comentan más adelante, y con independencia de que esas utilidades nominales hayan sido realizadas o no. En el pasado no ha sido habitual que el Banco Central compute este tipo de ingresos nominales para remitir parte del mismo al Tesoro.

Por la forma en que se contabiliza esa remisión de utilidades no se computa, por supuesto, como deuda del Tesoro con el Banco Central.

En 2006, cuando Argentina saldó su deuda con el Fondo Monetario Internacional por Dls 9.500 millones, se inauguró un mecanismo de entrega de reservas internacionales del Banco Central al Tesoro a cambio de Letras Intransferibles del Tesoro en moneda extranjera, con vencimiento a 10 años cada una de ellas. La primera vence, por tanto, en 2016.

La colocación de Letras Intransferibles en la forma expuesta no se reinició hasta 2010, y a partir de ese año se verificó en todos los períodos por montos importantes.

Las Reservas Internacionales del Banco Central crecieron entre 2003 y 2007, se mantuvieron virtualmente constantes en 2008 y 2009 y alcanzaron un máximo de Dls 52.200 millones en 2010. A partir de ese año cayeron apreciablemente.

Las divisas entregadas por el Banco Central para cancelar la deuda con el FMI fueron adquiridas precedentemente, pero en ese entonces el flujo de adquisición de reservas era positivo. Las divisas entregadas a cambio de Letras Intransferibles del Banco Central a partir de 2011 ya no fueron adquiridas totalmente en esos mismos períodos, sino en gran parte en períodos previos.

Las Letras Intransferibles del Tesoro en moneda extranjera en poder del Banco Central alcanzarán Dls 50.000 millones a fines de 2014, y representan una fuerte descapitalización e inmovilización del Activo de esa entidad. Alcanzan aproximadamente un 10 % del PIB y es altamente improbable que en 2016 el Tesoro pueda cancelar los Dls. 9 530 millones que recibió en 2006. Téngase presente que el nuevo Gobierno heredará un déficit fiscal (2015) superior a 6 % del PIB.

Pero más allá de los vencimientos de esas Letras, se requiere recapitalizar al Banco Central y devolver calidad a sus activos. Una alternativa es que el Tesoro las cambie por títulos propios pero de mercado, y que el Banco Central pueda venderlos a medida que la demanda de activos soberanos crezca, el riesgo país baje y los precios de esos títulos suban. Esto significa que esos títulos, representativos de 10% del PIB aumentarán en ese volumen la deuda del Tesoro Nacional con el sector privado. Por supuesto que antes de que se complete una operación de esta naturaleza, hay otras formas de fortalecer el balance del Banco Central, incluyendo la adquisición de divisas resultantes del balance de pagos –dependiendo del régimen cambiario con que se redefina su actual situación provisoria- y el crédito internacional. El endeudamiento fortalece la posición bruta de divisas –lo que es importante- pero no la posición Patrimonial. La compra de divisas en el mercado, si bien no fortalece la posición Patrimonial contable, sí fortalece la posición Patrimonial conceptual. Pero el intercambio sugerido de las Letras intransferibles por títulos soberanos pero de mercado y su posterior venta, fortalece la posición patrimonial conceptual y la posición bruta de divisas, y sería la alternativa preferible.

Es igualmente improbable que la próxima administración pueda cancelar la deuda con el Banco Central en concepto de Adelantos Transitorios, que son a un año de plazo y han llegado a representar una suma considerable. Del mismo modo, la alternativa sería que el Tesoro los cancele entregando títulos propios negociables en el mercado. Los títulos con lo que se cancelarían las Letras Intransferibles serían de largo plazo –duration mínima de 5 años- y en moneda extranjera, en tanto que los títulos con los que se cancelarían los Adelantos Transitorios serían en moneda local y de corto plazo -1 a 2 años-.

Nótese que solo el déficit fiscal, aunque se proyecte decreciente en el período 2016 a 2019, más el intercambio de las Letras Intransferibles y la cancelación de los Adelantos Transitorios por títulos públicos de mercado y su posterior venta (por supuesto que a través de un período extendido), implicarán conjuntamente un aumento del endeudamiento del Tesoro con el

sector privado del orden de 20 % del PIB (probablemente algo menor dado el previsible crecimiento económico en el ínterin).

No obstante, cabe agregar que esos bonos nuevos o adicionales no serían vendidos por el Banco Central en forma inmediata, y cuando se vendieran se haría en forma coordinada con el programa financiero del Tesoro

Además, los bonos en moneda extranjera podrían tener un diseño diferencial respecto de los ya emitidos, como por ejemplo duration o plazo promedio considerablemente superiores a los vigentes o a los que esté en cada momento emitiendo el Tesoro, de modo de atemperar el impacto en los mercados de esta oferta potencial adicional.

En cuanto a los bonos en pesos que entregue el Tesoro al Banco Central a cambio de su deuda por Adelantos Transitorios, su venta generará absorción monetaria y permitirá cancelar, con impacto monetario neutro, la deuda del Banco Central por Lebac y Nobac, bien entendido que todo deberá hacerse a través de operaciones voluntarias en los mercados de deuda.

El aumento de la Deuda del Tesoro a partir de 2001 fue significativo. Pero el crecimiento más importante y rápido fue en el período 2003-2005.

Hubo factores que operaron en dirección contraria. Los canjes de deuda de 2005 y 2010 redujeron el valor nominal de la deuda y el valor presente de la misma. En cambio aumentó el financiamiento de los déficit del Tesoro con utilidades nominales del Banco Central, (que oficialmente no se computan como deuda), adelantos transitorios, transferencias de la ANSES y del Pami.

En el contexto descrito anteriormente para la Deuda del Tesoro, hubo cambios importantes en algunas de sus características. En primer término, se verifica un aumento significativo del financiamiento al Tesoro originado en el propio sector público financiero y no financiero. Esto se tradujo en una reducción de la Deuda del Tesoro con el sector privado. Esta reducción fue transitoria, y ya en 2013-2014 ha vuelto a sus niveles de 2001, aunque no a los de 2004 (año precanje), cuando la deuda con los privados alcanzó su pico. Pero, como se señalara, el financiamiento del déficit proyectado para el período 2016-2019 y la devolución al Banco Central de su fortaleza patrimonial llevarían la deuda con el sector privado a niveles aun superiores a los del pico de 2004.

En segundo lugar, como resultado de la reestructuración de la Deuda y de los canjes de 2005 y 2010 así como del aumento del peso del financiamiento del sector público, aumentó la duration de la deuda, que pasó de una vida promedio de 8.3 años en 2001 a un máximo de 12.9 años en 2006. Luego se reinició un proceso de baja en la vida promedio, hasta llegar a 9 años en 2013, semejante a la observable en 2001. Este indicador, publicado oficialmente, está no obstante influido por el plazo de las Letras Intransferibles colocadas en el Banco Central, que son a 10 años y no son representativas, por supuesto, del mood del mercado. En efecto, el Tesoro reinició emisiones de deuda recientemente, en pesos y para colocar esencialmente en el mercado local (Bonar y Bonad), y lo ha hecho a plazos finales de solo 1, 2 y 4 años.

Por otra parte, ha crecido en forma importante la deuda del Banco Central por sus títulos Lebac y Nobac, que tiene una duration de solo 119 días, lo que junto con la deuda con los holdouts, de vencimiento inmediato, reduce sensiblemente la duration de la deuda del Tesoro con el sector privado.

En todo este proceso también se verificó un cambio, como corolario de lo anteriormente descrito, en la composición de la deuda por monedas. La deuda en moneda extranjera representó 96.9 % del total en 2001, y 81.3 % en 2004. Ese porcentaje bajó a 56.8 % en 2013.

La deuda con agencias multilaterales y bilaterales, que no mencionamos hasta ahora, bajó de Dls 36.800 millones en 2001 a Dls 20.000 millones en 2013. En 2006 se verificó el mínimo de Dls 15.800 millones, reflejando la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional. Empezó a subir nuevamente a partir de 2009, pero por montos moderados. La evolución de esta variable, además de reflejar la cancelación de la deuda con el FMI, mostró un bajo uso de las facilidades crediticias de estas agencias. En el caso del FMI lo fue por voluntad política, y en el de las otras agencias por falta de proyectos, demoras en los mismos y reticencia de las propias agencias.

La Deuda del Tesoro con el sector privado era de Dls. 105.900 millones al momento del default, en 2001. Subió a Dls. 151.300 millones en 2004, en vísperas del primer canje. Luego del canje bajó a Dls 110.000 millones. Subió a Dls 127.000 millones en 2007. En 2008, bajó debido a la estatización de las AFJP –y por lo tanto de sus activos, incluyendo los títulos públicos en cartera. Por ello se redujo a Dls 94.000 millones. Todas estas cifras incluyen la deuda con los holdouts, excepto los intereses punitivos devengados.

La deuda con el sector privado siguió bajando hasta un total de Dls. 69.000 millones en 2011, y se mantuvo en esos valores hasta 2013. En 2014 esa deuda no aumentó, sino que disminuyó levemente. Son estos números de endeudamiento con el sector privado los que generan la percepción de un bajo endeudamiento relativo e histórico por parte de Argentina y estimulan potencialmente la demanda de nuevas emisiones de deuda soberana, previsible una vez que se acuerde con los holdouts y se salga de la calificación default selectivo.

Pero la deuda con el sector privado relevante es un número mayor que el registrado por el Ministerio de Economía. Si se agregan los intereses punitivos de los holdouts, la deuda que el Banco Central colocó para neutralizar la expansión monetaria generada por los Adelantos Transitorios y la remisión de utilidades, y los títulos reconocidos y entregados a Repsol por la expropiación de su tenencia accionaria, la Deuda del Tesoro con el sector privado alcanza a Dls 103.000 millones, un monto muy semejante al del año 2001, pero con algunas diferencias cualitativas. En efecto, de ese total Dls 79.000 millones estuvieron en situación normal hasta mediados de 2014. Una parte –la deuda reestructurada- tiene una duration superior a la de 2001, por obra de los canjes 2005 y 2010. La deuda del Banco Central por Lebac y Nobac tiene una duration de solo 90-120 días, y los restantes 24.000 millones, como se dijera, representan la deuda con los holdouts, que está vencida y en default, y tiene por tanto vencimiento inmediato. No obstante, la expectativa es que probablemente con alguna quita acordada con esos acreedores, su deuda se pague mayoritariamente con títulos de una duration del orden de 5 a 10 años

La sustentabilidad de la deuda pública, limitándose a lo que indican los números, debería haber aumentado entre 2001 o 2003, y 2013. Y en parte fue así. La relación Deuda/PIB bajó de 53.8 % en 2001 a 41.3 % en 2013, o 44.8 % si se incluye la deuda del Banco Central por sus títulos. Los intereses pagados bajaron de 3.8 % del PIB en 2001 a 1,3 % en 2013. La duration de la deuda total aumentó, considerablemente en 2005, aunque comenzó a bajar nuevamente a partir de 2008. Y la deuda en moneda extranjera bajó de 96.9 % en 2001 a 68 % del total.

Pero esas mejoras fueron numéricamente insuficientes y neutralizadas por eventos negativos, incluyendo: a) el efecto monetario expansivo e inflacionario de los Adelantos Transitorios y de la remisión de utilidades del Banco Central; b) el fuerte deterioro patrimonial del Banco Central al recibir Letras Intransferibles a cambio de reservas internacionales; c) el deterioro de la credibilidad en el índice de precios del Indec por el que ajustan, vía cláusula CER, los títulos en pesos originados en los canjes; d)

el deterioro de la confianza generado por la estatización de las AFJP; y e) el mantenimiento en default de la deuda que no ingresó a los canjes.

De modo que ni las agencias de medición de riesgo en sus calificaciones ni los mercados en los spreads, han reconocido alguna mejora significativa en la sustentabilidad de la deuda pública argentina. Standard & Poor's asignó a la deuda externa de largo plazo en moneda extranjera la calificación de BB en 1997, que mantuvo hasta marzo de 2001, para iniciar bajas hasta SD en 2001. Subió la calificación hasta B+ en 2007 pero a partir de 2008 comenzó a bajarla nuevamente, hasta volver a SD a mediados de 2014.

Los mercados fueron, con todo, más generosos. Luego del default el indicador EMBI para Argentina bajó hasta 216 puntos básicos en 2006 – solo 50 pb por arriba del promedio y solo 24 pb arriba de Brasil. Pero a partir de 2007, detonado por la escasa credibilidad en los índices del Indec y luego acelerado por la estatización de las AFJP, se inicia un proceso de elevación del riesgo país que lo mantuvo variable, pero bien por arriba de los 800 pb hasta el tercer trimestre de 2014, 500 pb por encima del promedio y 600 pb por encima de Brasil.

Durante 2014 el Tesoro reapareció como emisor de deuda. Primero en el mercado local, con los títulos Bonar y Bonad, colocando un total del orden de los Dls. 2.700 millones. En noviembre de 2014 anunció una colocación local e internacional de Bonar 2024 por Dls. 3.000 millones, de la que solo pudo colocar Dls 286 millones.

Seguramente durante 2015 el Tesoro volverá a intentar salir a los mercados con instrumentos de deuda, pero es probable que, del mismo modo que en 2014, el financiamiento del déficit y de las amortizaciones se lleve adelante con fuerte aporte de fondos captados intra sector público, principalmente Banco Central y Anses.

Es decir que durante 2015 se apelará nuevamente a formas de financiamiento inflacionarias y, si no lo logra el Tesoro, será el Banco Central el que deba absorber fondos para neutralizar el efecto monetario expansivo

El esquema de financiamiento al que se apeló crecientemente en la última década está agotado por la escasez de reservas internacionales, por la alta inflación y por la falta de respuesta de los mercados de capitales a los intentos de colocar deuda.

5 - EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA TOTAL 2001-2013

La deuda pública total, incluyendo atrasos, holdouts (con intereses resarcitorios pero sin intereses punitivos) y títulos del Banco Central (Lebac y Nobac) pasó de Dls. 144.200 millones (siempre fin de) 2001 (año del default) a Dls. 231.400 millones en 2013. Si se excluyen los títulos del Banco Central fue Dls. 214.500 millones en 2013. Sin holdouts ni títulos del Banco Central fue de Dls. 196.700 millones en 2013.

Al haber aumentado la participación de la deuda en pesos, la evolución del tipo de cambio puede influir en el análisis de estos movimientos.

Los Adelantos Transitorios del Banco Central comenzaron en 2004, se aceleraron en 2009, y particularmente en 2012.

El financiamiento de Anses comenzó en 2008, a partir de la estatización de las AFJP. Las Letras Intransferibles colocadas al Banco Central comenzaron en 2006 (cancelación de la deuda con el FMI), se mantuvieron constantes hasta 2009 y empezaron a crecer fuertemente a partir de ese año, a razón de unos Dls. 8 000 millones en promedio anual

El stock de títulos del Banco Central fue siempre superior al stock de Adelantos Transitorios hasta 2011, pero la relación se invirtió en 2012 y 2013. Si se cuentan los títulos del Banco Central dentro de la deuda total del sector público la historia es un poco distinta. El pico de deuda con el sector privado se produjo en 2004 con Dls. 152.000 millones, luego el mínimo fue en 2011 y 2012, pero ya en 2013 el total subió a Dls 91,000 millones si se incluye los bonos entregados a Repsol. Y si se incluyen los intereses punitivos devengados por los holdouts, el total subiría a Dls 103.000 millones. Un valor casi igual al de 2001.

El sector público tuvo superávit financiero entre 2003 y 2008, por un total de Dls 12.600 millones. Luego entró en déficit financiero entre 2009 y 2013, equivalente a Dls 63.000 millones. O sea un neto para todo el período de Dls 52.000 millones. Es interesante remarcar que entre 2004 y 2013 la deuda total creció Dls 51.000 millones.

Se plantea el tema de cuál es el concepto de deuda relevante para comparar su evolución con el déficit fiscal acumulado. Porque además hay que tomar en cuenta que el Gobierno recibió financiamiento adicional del Banco Central a través de la remisión de utilidades. Entre 2003 y 2013 recibió Dls. 20.000 millones por este concepto. Pero estas utilidades fueron remitidas al Tesoro recién a partir de 2008. Es válido pensar que estos Dls. 20,000

millones redujeron en otro tanto la necesidad de emitir deuda para cubrir el déficit. No se reconocen como deuda, pero en rigor no son otra cosa que Adelantos Transitorios disfrazados. Esa remisión generó expansión monetaria (e inflación, por supuesto) pero no generó deuda.

El estado de situación de la deuda pública de Argentina, en un diagnóstico de sustentabilidad, depende de cómo se considere la deuda con el Banco Central y con la Anses.

6 - EFECTO DE LAS CANCELACIONES NETAS DE CAPITAL

Las cancelaciones netas de capital de deuda pública representan un esfuerzo fiscal extraordinario. Cuando se pagan con superávit compiten con la alternativa de reducir la presión impositiva sobre el sector privado, que aumentó fuertemente en los últimos años. Pero cuando existe déficit, la cancelación de deuda se financia con emisión del Banco Central (al comprar las divisas), que se agrega a la emisión para financiar el déficit, impulsando la inflación. Se financia, en definitiva, con impuesto inflacionario.

Cuando la emisión representa señoreaje y se hace para satisfacer un aumento de la demanda real de dinero, no provoca inflación. No es el caso de Argentina, donde la demanda de dinero es volátil y los diversos controles cambiarios tornan borrosa su identificación.

Hace varios años que la situación es de déficit fiscal y, simultáneamente, dificultades del Banco Central para alimentar las reservas internacionales, cuyo mantenimiento se logra en parte demorando pagos de importaciones. En estas condiciones, el uso de reservas internacionales para pagar vencimientos de deuda es no solo inflacionario sino también recesivo. Una caída de reservas genera desconfianza adicional en el peso y mayor presión inflacionaria por caída de la demanda de dinero.

7 - CUAL ES EL CONCEPTO RELEVANTE DE DEUDA PUBLICA PARA COMPARAR DEFICIT ACUMULADO CON VARIACION DE DEUDA

Si los intereses se computan sobre la base de pagado, a diferencia de devengado, entonces los intereses devengados no deben ser computados en el déficit para comparaciones con la variación de deuda, a menos que ésta incluya los intereses devengados. Los títulos del Banco Central no deben

ser incluidos. Los atrasos deben ser incluidos; son una fuente de financiamiento

Los préstamos de la Anses al Tesoro no deberían ser considerados fuente genuina de recurso fiscal sino financiamiento del déficit.

En principio el déficit acumulado de Dls 52 mil millones fue financiado en Dls 30 mil millones con “utilidades” del Banco Central. En los primeros años este mecanismo no se usó; tampoco variaba mucho el tipo de cambio. El tipo de cambio nominal se mantuvo constante virtualmente hasta 2006; la remisión de utilidades del Banco Central al Tesoro empezó en 2008

8 - EL AÑO 2014

En el análisis de la política fiscal y financiera de los años 2014, 2015 y 2016-20 que sigue a continuación, todas las cifras, por simplicidad en las comparaciones, se presentan en dólares.

El resultado fiscal primario estimado para 2014 es un déficit de Dls. 20.800 millones, en tanto que el resultado financiero (déficit fiscal total) es un déficit de Dls. 29.600 millones, o sea un 5.7 % del PIB.

La necesidad total de financiamiento para 2014 –déficit total más amortizaciones de capital- se estima en Dls. 43.600 millones, dado que las amortizaciones totales de capital alcanzan a Dls. 14.000 millones.

La mitad de los vencimientos de principal –Dls 7.200 millones- es con acreedores del sector público, que además reciben Dls. 5.000 millones de intereses.

En ese contexto, el financiamiento se estima que provino en Dls 12.200 millones de entes del sector público, principalmente la Anses, exceptuando el Banco Central. Éste, por su parte, habría provisto recursos por Dls. 27.300 millones a través de tres componentes. Dos que se computan como deuda, incluyendo Adelantos Transitorios por el equivalente a Dls. 11.800 millones, y Dls. 6.500 millones entregando reservas internacionales a cambio de Letras Intransferibles. Y un tercer componente, la Remisión de Utilidades, por el equivalente a Dls. 9.100 millones, que no se computa como deuda.

De modo que se estima que Anses, Banco Central y otros entes del sector público han provisto financiamiento por un total de Dls. 39.500 millones.

Eso representó casi el 90% de las necesidades totales, manteniéndose el formato de financiamiento que caracterizó crecientemente los últimos años.

El resto del financiamiento provino de la emisión de bonos locales en pesos, Bonar y Bonad, colocados Dls 1.200 millones en Anses – nuevamente un ente público- y el resto en el mercado privado. A esto hay que agregar la entrega de Bonar 2024 –y otros- en dólares- por Dls 6.000 millones a Repsol en compensación de sus tenencias accionarias en YPF, que fueran expropiadas en 2013.

También se verifica, finalmente, un aumento adicional de la deuda por Dls 3.700 millones, que es el monto reconocido en el acuerdo con el Club de París, adicional a lo que las estadísticas oficiales venían registrando como atrasos con ese grupo de países.

Con este programa financiero implícito, la deuda total del Tesoro aumentó en el año 2014 en Dls. 37.240 millones, y alcanzó a 50.1 % del PIB.

La deuda del Tesoro con el sector privado, por su parte, considerando emisiones y cancelaciones, aumentó en 2014 en Dls. 5.800 millones.

El financiamiento monetario expansivo del Banco Central al Tesoro en 2014, finalmente, alcanzó a Dls. 20.830 millones (Adelantos Transitorios y Remisión de utilidades). Frente a esto el Banco Central llevó a cabo una absorción neta vía la colocación de Lebac y Nobac por el equivalente a Dls. 18.200 millones.

9 - EL CRÍTICO AÑO 2015

Se estima acá para el año electoral 2015 un agravamiento del desequilibrio fiscal, con el déficit primario subiendo a Dls. 25.100 millones y el déficit financiero o total a Dls. 36.500 millones o sea un 6.2 % del PIB.

Las amortizaciones de capital serán semejantes a las de 2014, Dls 13.800 millones, y en total se conformará una necesidad total de financiamiento de Dls. 50.300 millones, muy superior a la de 2014.

Se supone que Anses y otros entes del sector público proveerán financiamiento por Dls 7.300 millones, equivalentes a lo que percibirán del Tesoro entre amortizaciones e intereses. Se proyecta que el Banco Central aportará el equivalente a Dls. 35.300 millones, de los cuales Dls 9.600

serán remesa de utilidades, Dls 9.800 millones Adelantos Transitorios y Dls. 16.000 millones entregando reservas internacionales a cambio de Letras Intransferibles.

Faltarían algo más de Dls. 7.600 millones que provendrían de la emisión de bonos locales y en particular internacionales. Dado que las amortizaciones con el sector privado son de Dls. 8.500 millones, hasta este punto habría una reducción de la deuda del Tesoro con el sector privado de Dls. 900 millones.

Se prevé, pero además postulamos, un escenario de acuerdo con los holdouts por un total de Dls. 20.000 millones, pagaderos mediante un bono con estructura semejante a la del Bonar2024, con amortización en los últimos 6 años. Apoyado en la regularización de la situación de la deuda, se prevé que el Tesoro podría acceder a financiamiento doméstico e internacional por Dls. 7.500 millones. Con estos supuestos, la Deuda total bruta del Tesoro aumentaría a 51.8 % del PIB.

No habría entonces, aumentos de deuda con el sector privado en 2014 y 2015, sino más bien cancelación neta, aun cuando moderada. El costo de esta alternativa es acelerar la expansión monetaria, la pérdida de reservas del Banco Central y la necesidad de colocar Lebac y Nobac para absorber la gran expansión monetaria bruta provocada por los Adelantos Transitorios y por la remisión de utilidades. Ambos factores de expansión sumarían así 3.8 % del PIB en 2014 y 3.4 % del PIB en 2015. A esta expansión bruta debe agregarse la que representan los intereses de las Lebac y Nobac.

Téngase presente que la Base Monetaria es a fines de 2013 era de 11,6 % del PIB, por lo que esas expansiones generarían una presión inflacionaria del orden de 32 a 33 % anual

A diciembre de 2014 el total de títulos del Banco Central alcanzaba a 265 mil millones de pesos. Los principales tenedores de esos títulos son las entidades financieras, y muchas han llegado a sus límites de riesgo internos como para seguir invirtiendo en esos papeles.

Es incierto si hacia delante -2015- esa seguirá siendo la política. El Banco Central podría, si la neutralización vía letras no es posible, acudir a aumentos del encaje. Es un camino que hasta ahora inteligentemente ha evitado. Además, el resultado podría no ser exitoso, ya que para aumentar los encajes algunas entidades podrían disminuir sus tenencias de Lebac y Nobac, con lo que el resultado neto sería menor al esperado.

Durante 2014 comenzó a delinearse un cambio en la política financiera del Tesoro, consistente en emitir deuda local, bajo la forma de títulos en pesos Bonar –que pagan intereses, y Bonad –que ajustan por el tipo de cambio oficial. Es previsible que el Tesoro siga con esta política, pero no está claro cuánto de estas emisiones podrá absorber el mercado local, y cuán interesado estará el mercado internacional.

10 - CONSECUENCIAS SOBRE EL BANCO CENTRAL DE LA POLÍTICA FINANCIERA DEL PERIODO 2003-2015

La política financiera seguida desde 2003, y que continuará al menos hasta fines de 2015 tuvo un serio impacto en el Banco Central, que deberá empezar a ser reparado por la próxima administración. Como hemos visto, se caracterizó por acudir intensamente al financiamiento y recursos del Banco Central –amén de Anses y otros organismos públicos- para cubrir las necesidades de financiamiento del Tesoro, debilitando la política monetaria y deteriorando su balance.

Las utilidades remitidas han sido, en su mayor parte, meramente nominales y devengadas, originadas en el cómputo como ganancia del Banco Central del aumento del valor en pesos de sus reservas en moneda extranjera como resultado del aumento del tipo de cambio nominal, una práctica contable que no se había seguido en el pasado.

El resultado es que el financiamiento al Tesoro representa actualmente una parte ampliamente mayoritaria del activo del Banco Central. Las tres formas de financiamiento del Banco Central al Tesoro tienen efecto monetario expansivo, generando aumentos en la base monetaria. Los Adelantos Transitorios y la remisión de utilidades representan, sin más, entrega de Base Monetaria al Tesoro. Por su parte, las reservas internacionales entregadas a cambio de las Letras Intransferibles fueron adquiridas, antes o después, con Base Monetaria. La venta de esas divisas no necesariamente representa, ni mucho menos, un aumento de la demanda real de moneda local, ya que existen regulaciones que obligan a los exportadores a liquidar las divisas en el mercado único de cambios.

De este modo, y dado que la principal razón de las colocaciones de Letras fue neutralizar la expansión monetaria originada en el financiamiento al Tesoro, el Banco Central tomó un gran volumen de deuda como sustituto de la que debería haber tomado el Tesoro. Aún así, el aumento de la oferta de dinero siguió siendo inconvenientemente alto para una política que

debió haber buscado el abatimiento, o al menos una mayor moderación, de la inflación.

Solo recientemente, en 2014, el Tesoro pareciera haber retomado algún grado de activismo en el mercado de capitales, colocando títulos Bonar a un año, Bonad a 2 y 4 años y efectuando una oferta con muy escaso éxito, de Bonar 2024 por DLS 3.000 millones.

Se descuenta que la nueva administración a partir de fines de 2015-2016 deberá cambiar el esquema de financiamiento, tanto de los déficits deseadamente decrecientes, así como de la atención de las amortizaciones. Será deseable que no recurra en forma neta ni al Banco Central ni a otros entes del sector público.

La política financiera de la nueva administración deberá reparar el activo y el patrimonio del Banco Central. Deberá lograr un nivel de reservas internacionales genuinas óptimo y con capacidad para llevar adelante con autonomía una política monetaria compatible con la estabilidad de precios. Ello requerirá cancelar la deuda del Tesoro –por Adelantos Transitorios y Letras Intransferibles- con el Banco Central, y que éste cancele *pari passu*, a través del tiempo, la deuda que mantiene con el mercado por sus títulos Lebac y Nobac.

Bajo el supuesto de que la nueva administración eliminará el déficit fiscal gradualmente, alcanzando equilibrio recién en 2019, el Tesoro no estará en condiciones de cancelar con recursos genuinos su endeudamiento con el Banco Central. La alternativa que se sugiere es que el Tesoro entregue al Banco Central títulos públicos de mercado, negociables, por el valor de los Adelantos Transitorios y de las Letras Intransferibles. Los títulos a entregar por los Adelantos Transitorios deberán ser en pesos y a plazos de 1 año o 2 como máximo, es decir de corto plazo. Pueden incluso ser Letras a 90, 180 y 360 días.

Los títulos a entregar por las Letras Intransferibles, en cambio, deberán ser en moneda extranjera, y a plazos mediano y largo. Ambas modalidades de títulos deberán ser con características de mercado en cuanto a jurisdicción legal, rendimiento y demás variables relevantes.

De este modo el Banco Central contaría con títulos que llegarán a tener una cotización de mercado, y estará en condiciones de venderlos en los mercados local e internacional a medida que las condiciones para Argentina mejoren y, particularmente, que baje el riesgo país y las tasas de

interés a pagar. Se espera que esto ocurrirá si se logra una mejora de la política económica y de la performance de la economía.

Se supone que la reducción de los altísimos registros de inflación actual será gradual, y que la demanda real de dinero se mantendrá constante. Si el programa económico y financiero es creíble y efectivo, habrá espacio para aumentos moderados de la oferta de dinero, que probablemente deba atender el aumento de la oferta de divisas que confrontará el país a partir de la nueva administración, parte del cual quizá deba ser adquirida por el Banco Central. De modo que habrá que buscar un equilibrio y apelar parcialmente al gradualismo. Una ayuda importante para compatibilizar las distintas variables provendrá de la venta gradual que el Banco Central efectúe de los títulos de mercado que recibiría del Tesoro en cancelación de los Adelantos Transitorios. Esa venta será un factor de absorción que devolverá crecientemente autonomía a la política monetaria.

El mecanismo propuesto, con toda su gradualidad, devolvería al Banco Central su solidez y autonomía financiera. Además forzaría al Tesoro a reconocer en algún momento una mayor deuda con los mercados. En otros términos, la deuda que el Tesoro había asumido con el Banco Central – mientras este debía endeudarse con el mercado- pasará gradualmente a tenerla directamente el Tesoro con el mercado, como es preferible.

El período 2016-2019 no alcanzará para recuperar plenamente el Banco Central, y por otra parte requerirá un manejo altamente profesional de la deuda del Tesoro, ya que antes de comenzar a reducirse atravesará un período de aumento.

Son concebibles dos mecanismos alternativos para recomponer el patrimonio del Banco Central, pero que no satisfacen todos los requisitos necesarios.

Una primera posibilidad es que el ajuste del tipo de cambio real multilateral –atrasado actualmente en más de 40%- eleve significativamente su Patrimonio, sin necesidad incluso de que el Tesoro sustituya su deuda con esa entidad con títulos de mercado. Esta alternativa supone, por supuesto, que se abandonaría la práctica de transferir las ganancias nominales al Tesoro, como ha sucedido hasta ahora. Pero aún así, esta alternativa mantiene en el activo del Banco Central una enorme deuda del Tesoro de rendimiento virtualmente nulo y carente de liquidez.

Una segunda posibilidad es que el Tesoro entregue al Banco Central, como capitalización, títulos de mercado por un valor suficiente como para

reconocer un aumento significativo del Patrimonio nominal. Pero nuevamente, el activo del Banco Central seguiría fuertemente integrado por una enorme deuda del Tesoro carente de liquidez.

La principal ventaja de estas dos posibilidades alternativas es que se evitaría un fuerte aumento potencial de la oferta de títulos del Tesoro, en un contexto en que este deberá encarar fuertes necesidades de colocación de deuda por el rollover de los vencimientos y la necesidad de financiar un déficit fiscal que solo se iría reduciendo gradualmente.

11 - PRINCIPALES ASPECTOS DEL EL PROGRAMA FINANCIERO PROYECTADO PARA EL PERIODO 2016-2020

En la formulación del Programa Fiscal de la nueva administración se ha buscado proyectar lo posible antes que lo deseable. En la parte estrictamente financiera, en cambio, no nos privamos de hacer recomendaciones.

En la proyección de las variables macroeconómicas, hemos tratado de reflejar resultados probables de un cambio positivo de gestión de gobierno. Hemos asumido que el programa fiscal y antiinflacionario será gradualista. Ello se ha plasmado en dos juegos de hipótesis, Alternativa A y Alternativa B. En A se supone que los ingresos fiscales crecerán a la tasa de variación del PIB nominal (inflación más crecimiento real), en tanto que el gasto primario real se mantendrá constante, creciendo sólo a la tasa de inflación, todo ello conducente a la eliminación del déficit en algún momento entre 2019 y 2020, y llegar simultáneamente a una inflación anual de un dígito. La próxima administración atravesará así en lo económico, una etapa de transición, con la esencial tarea de sentar las bases macroeconómicas de equilibrio, solvencia y estabilidad.

Se ha proyectado una economía en crecimiento a partir de 2016. Debe entenderse que con la aplicación de las políticas que proponemos desde la Fundación Libertad y Progreso se entraría en una faz de recuperación luego de 2 años de recesión, Bajo este supuesto hemos trabajado con una tasa de crecimiento del PBI de 7 % en 2016. A partir de 2017 baja gradualmente hasta una tasa anual de 3% en 2020

Se supone también que la nueva administración no usará nuevos Adelantos Transitorios, discontinuará la remisión de utilidades infundadas del Banco Central y discontinuará también nuevas colocaciones de Letras Intransferibles en el Banco Central.

Bajo estos supuestos las necesidades de financiamiento del período 2016-2019 suman Dls. 113.000 millones, que comprenden Dls. 59.600 millones por amortizaciones y Dls 53.300 millones por déficit fiscal total.

No se incluyen en las amortizaciones los vencimientos de las Letras Intransferibles, que son a 10 años. Las primeras, colocadas en 2006, vencen en 2016. Tampoco se incluyen las amortizaciones de los Adelantos Transitorios. Del total de amortizaciones, así definidas, Dls. 19 mil millones lo serán con entes del sector público. Es razonable suponer que, para este período de transición, en caso que esos fondos estén financieramente disponibles para los respectivos organismos, se utilicen para adquirir nuevos instrumentos de financiamiento del Tesoro. La deuda total del Tesoro con esos organismos no disminuiría, pero tampoco aumentaría.

Los entes del sector público recibirán también del Tesoro Dls. 11.800 millones en concepto de intereses. Su uso para reinvertir en nuevos instrumentos del Tesoro en este caso sí aumentaría la deuda.

Aún utilizando estos recursos faltarían Dls. 82.000 millones de financiamiento, un monto muy elevado e inconveniente para ir por ese total a los mercados privados luego de un largo período de falta de acceso y con la herencia de graves desequilibrios macro y microeconómicos. Los mercados y agencias de calificación de riesgos monitorearán los avances en la corrección de estas distorsiones.

El futuro gobierno deberá volver a obtener financiamiento en montos relevantes de los organismos bilaterales y multilaterales de crédito para proyectos específicos (Banco Mundial, BID y otras fuentes) que ayuden a aumentar la tasa de inversión. Asimismo se podría evaluar la conveniencia de la participación del Fondo Monetario Internacional con sus líneas de asistencia para desequilibrios de balance de pago y atención de vencimientos de deuda.

En el período 2016 - 2019 habrá vencimientos de capital con agencias multilaterales por Dls. 15 mil millones. Obtener nuevos desembolsos por ese monto es una hipótesis de mínima. Pero si no se alcanzara más que eso, las necesidades de fondos faltantes (Dls. 67 mil millones) seguirán siendo muy altas como para ir a los mercados. En consecuencia, será necesario administrar y generar proyectos de inversión para obtener mayor financiamiento de esas fuentes. Acudir a los organismos internacionales, amén de obtener plazos y tasas de interés no accesibles en los mercados,

ayudará también a bajar más rápidamente el riesgo país y reducir el costo del financiamiento privado local e internacional. Este último deberá tener un rol creciente, pero en un período de tiempo más extendido.

Los vencimientos de capital con el sector privado en el cuatrienio se proyectan en Dls 25.500 millones. Por lo tanto el programa de colocaciones, incluyendo el rollover de los vencimientos más los nuevos fondos netos, será muy exigente. Del mismo modo que el financiamiento de las agencias internacionales, deberá presentarse a los inversores un programa macroeconómico fiscal, monetario y cambiario que no tenga debilidades. Y que esté encuadrado en una sustancial mejora de la calidad institucional.

De seguirse nuestro programa y comprobarse los supuestos de esta alternativa A, la deuda total subiría a un 61 % del PIB en 2019, y requeriría una administración eficiente y altamente profesional. Es un porcentaje excesivamente elevado para la Argentina pensando en una deuda sustentable. Será necesario por lo tanto optar por una estrategia fiscal más ambiciosa para una mayor reducción, que solo será posible con políticas consistentes de mediano y largo plazo.

Justamente la Alternativa B es más ambiciosa. Supone un crecimiento del gasto público inferior al aumento del PIB nominal y por lo tanto una disminución del gasto real. La reducción acumula en el período 2016-2019 un punto porcentual del PIB, tanto en ingresos como en el gasto primario. Si bien es cierto que un punto porcentual es una rebaja modesta, téngase presente que en ambas hipótesis la relación Gasto Público Primario/PIB tendría una fuerte reducción como resultado del aumento del PIB.

En esta Alternativa B las necesidades de financiamiento son menores pero no muy distintas a las de la Alternativa A, Una mayor reducción del financiamiento necesario en el período exigiría un recorte mayor del gasto público. Un gasto primario real constante, o reducido en el equivalente a 1 punto del PIB hasta 2019, ya implica una reducción sustancial de la relación gasto primario/PIB, dadas las hipótesis de crecimiento económico incorporadas.

Si por otra parte, dado el extraordinario aumento que tuvo la presión impositiva en la última década, se incorpora en las hipótesis un menor aumento de los ingresos tributarios, el resultado sería una mayor necesidad de financiamiento. Esto no sería descartable. Ya las hipótesis adoptadas muestran necesidades muy exigentes para satisfacer.

Las Letras Intransferibles en moneda extranjera vencen, por montos importantes, en 2016 y luego todos los años en el período 2020 a 2025. Los Adelantos Transitorios, la otra deuda del Tesoro con el Banco Central, son de vencimiento a un año, por lo que la mayor parte del stock que heredará la nueva administración vencerá en forma prácticamente inmediata. Si se agregan estos vencimientos a las demás amortizaciones que corresponden, a la Deuda del Tesoro, el panorama se muestra muy complicado durante los próximos 10 años

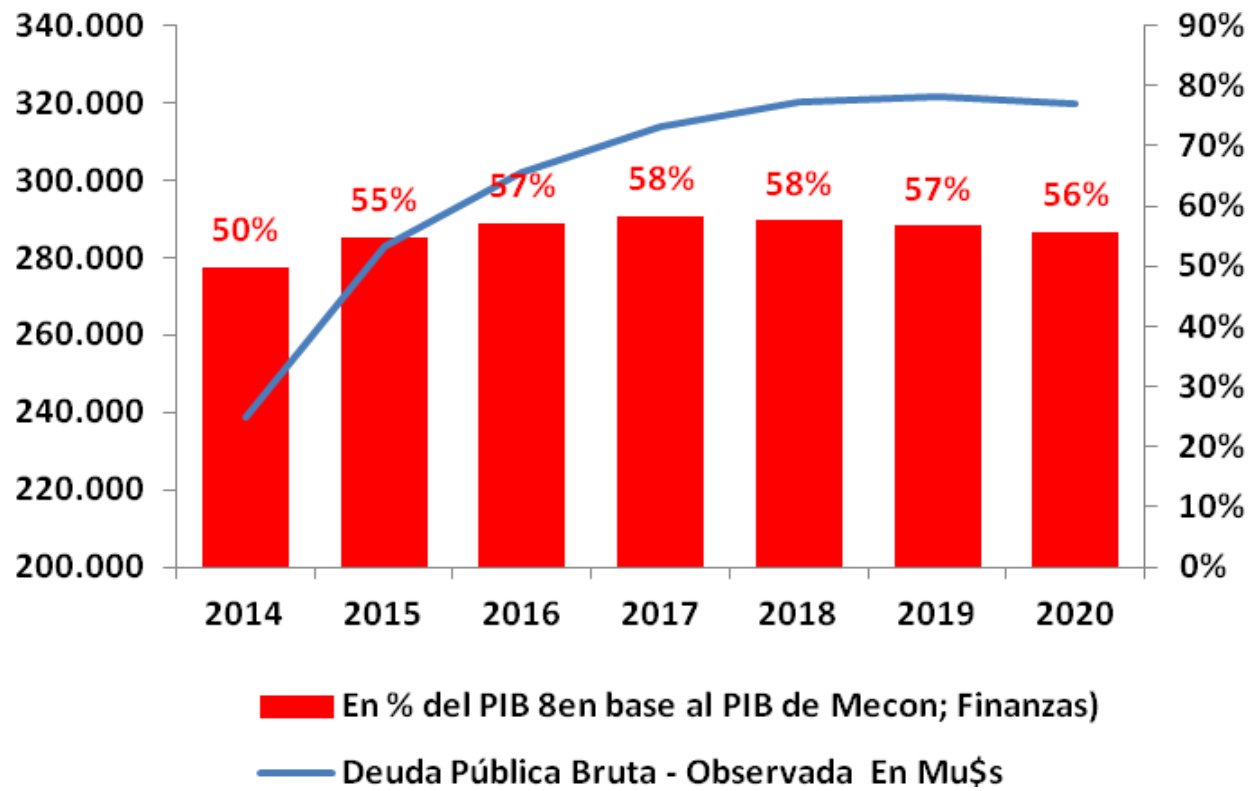
Excluyendo la deuda con el Banco Central los vencimientos anuales tienen un pico en 2018 y luego caen. Competirán las necesidades de fondos para pagar los vencimientos (roll over por mercado), con las necesidades para financiar el déficit fiscal remanente y la exigencia de reparar el Balance del Banco Central

Tras el propósito de no agravar los vencimientos, la colocación de deuda debería ser de mediano y largo plazo. De 5 años de duration en adelante. Esto será difícil en las emisiones iniciales, amén que se correrá el riesgo de dejar fijas tasas elevadas cuando el riesgo país debiera bajar. Podría emitirse deuda precancelable, aunque eso tiene el costo de la opción de call implícita. Alternativamente podría emitirse a tasa de interés variable en función del riesgo país.

Proyección Financiera del Gobierno Nacional. En millones de u\$s

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Necesidades de financiamiento	43.624	46.867	35.525	32.009	36.987	18.329	9.348
Resultado Primario sin BCRA ni Anses	20.957	22.010	13.369	7.004	1.795	-2.432	-5.612
Intereses Totales (pesos y mon extranj.)	8.646	11.045	948	8.836	7.646	5.634	4.937
Intra Sector Público (Anses, BCRA)	4.876	4.145	4.062	3.750	3.440	1.770	1.415
Organismos Internacionales	543	756	685	565	451	343	244
Sector Privado	3.227	6.145	4.702	4.521	3.754	3.520	3.277
Amortizaciones de Capital (pesos y mon. extranj)	14.022	13.811	12.708	16.168	27.547	15.128	10.023
Intra Sector Público (Neto de Adelantos Transitorios)	7.160	2.911	4.941	5.041	14.239	7.088	4.314
Organismos Internacionales	2.540	2.398	4.012	3.827	3.775	3.521	1.266
Sector Privado	4.322	8.502	3.755	7.300	9.532	4.519	4.443
Financiamiento Intra Sector Público	39.842	44.519	9.002	8.791	17.679	8.858	5.729
ANSES	12.036	7.056	9.002	8.791	17.679	8.858	5.729
Intereses Sector Público	4.876	4.145	4.062	3.750	3.440	1.770	1.415
Capital Sector Público	7.160	2.911	4.941	5.041	14.239	7.088	4.314
BCRA	27.806	37.463	0	0	0	0	0
Utilidades del BCRA/DEG FMI	9.938	12.373	0	0	0	0	0
Adelantos Transitorios	11.388	9.093	0	0	0	0	0
Letras Instrasfer BCRA por Reserv Int	6.481	15.996	0	0	0	0	0
Bonos Locales	3.782						
Bonar 17 - \$ ANSES	1.176						
Dollar linked 2016.2018	1.487						
Bonar 16 \$ + BNA + sedesa	1.176						
resto	-58						
Colocaciones Directas compensadas por Pagos reestructurados	9.731	15.000					
CIADI							
Club de París	3.731						
Repsol	6.000						
Holdouts		15.000					
Necesidades remanentes de financiamiento		2.349	26522	23218	19307	9471	3619

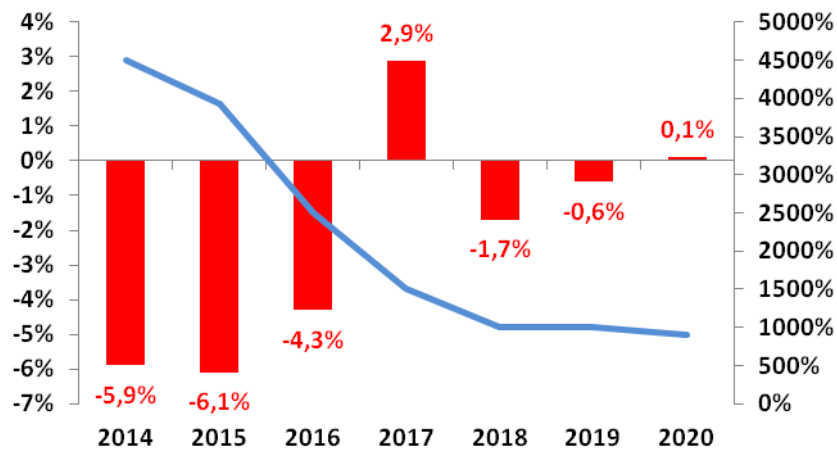
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda Pública Bruta - Observada En Mu\$s	238.987	283.024	301.854	314.018	320.092	321.597	319.581
Variación deuda Pública Observada	36.357	44.037	18.829	12.165	6.074	1.505	-2.016
En % del PIB 8en base al PIB de Mecon; Finanzas)	49,9%	54,9%	57,2%	58,3%	57,6%	56,7%	55,6%



Resultado Fiscal 2003 2015. En % del PIB

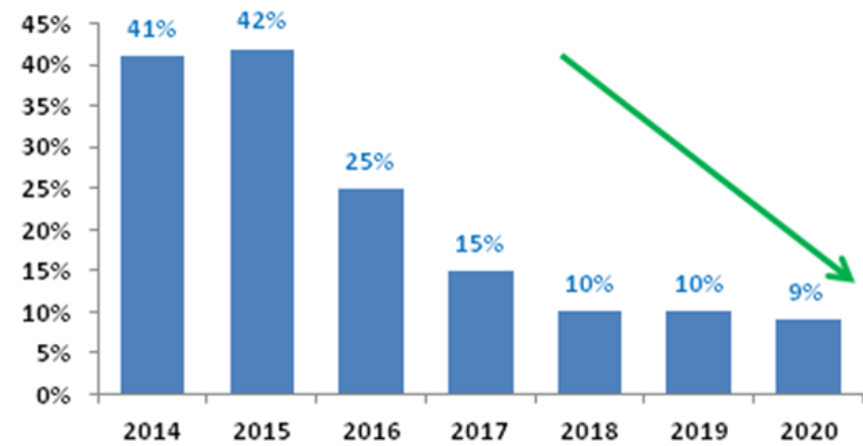
En %PIB	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos por Rentas del BCRA y Anses	2,7%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos Total Sin Rentas	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Gasto Primario	23,4%	23,3%	21,8%	20,5%	19,5%	18,8%	18,3%
Resultado Primario sin Ingresos por Rentas de BCRA y Anses	-4,15%	-4,1%	-2,5%	-1,3%	0,3%	0,4%	1,0%
Resultado Global Sin Ingresos del BCRA ni Anses	-5,9%	-6,1%	-4,3%	2,9%	-1,7%	-0,6%	0,1%

VARIABLES MACRO	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inflación	41%	42%	25%	15%	10%	10%	9%
PIB real	-2,50	-1,50	7,00	6,00	5,00	4,00	3,00
Ingresos Totales (\$/Rentas)	35,5%	35,3%	33,0%	21,9%	15,5%	14,4%	12,3%
Gasto Primario (Variación %)	45,00	39,28	25,00	15,00	10,00	10,00	9,00
Tipo de Cambio	8,87	11,00	17,00	19,44	21,77	24,38	27,02
Var. Yoy%	39,61	30,00	37,50	19,50	12,00	12,00	10,80
Tipo de Cambio Promedio	8,05	10,47	14,05	17,85	20,60	23,08	25,70
Resultado Global Sin Ingresos del BCRA ni Anses	-0,059	-0,061	-0,043	0,029	-0,017	-0,006	0,001



■ Resultado Global Sin Ingresos del BCRA ni Anses

— Gasto Primario (Variación %)



■ Inflación

ANOTACIONES METODOLÓGICAS

- PIB nominal de Cuentas Nacionales y PIB nominal que usa Secretaria de Finanzas

En 2014, el INDEC comenzó a publicar su nuevo PIB con base 2004, reemplazando el anterior que tenía base de 1993. El nuevo PIB nominal (a precios Corrientes) resultó 20% mayor al de la anterior metodología en el año 2004 (ver cuadro).

Según Secretaría de Finanzas, a fin de diciembre de 2013 la “Deuda Pública Bruta Nacional” ascendía a u\$s196MM, sin incluir la deuda con Club de París (u\$s5,8MM sin Punitorios) ni Deuda No ingresada al Canje (u\$s11,8MM sin punitorios). Secretaría de Finanzas en su cuadro de “Indicadores de Sustentabilidad” utiliza la deuda pública solo incluyendo Club de Paris, es decir, por u\$s202MM y calcula que es 39,5% del PIB. Esto implica que a diciembre de 2013 el PIB nominal que usa Secretaria de Finanzas para su cálculo es un PIB en dólares de u\$s510MM (u\$s202MM / 0,395).

Período	PIB (en miles) precios corrientes	TCN (\$/US\$)	PIB en dólares precios corrientes	Período	PIB (en miles) precios corrientes	TCN (\$/US\$)	PIB en dólares (en miles)	RATIO PIB NOMINAL 2004/1993
							precios corrientes	
2001				2001	268.696.709	1,0000	268.696.709	
2002				2002	312.580.144	3,0904	103.865.929	
2003				2003	375.909.361	2,9491	128.077.667	
2004	535.828.337	2,9415	182.101.165	2004	447.643.426	2,9415	152.157.773	20%
2005	647.256.724	2,9233	221.351.954	2005	531.938.722	2,9233	181.966.546	22%
2006	808.592.607	3,0740	263.005.852	2006	654.438.985	3,0740	212.868.161	24%
2007	1.027.338.913	3,1154	329.575.315	2007	812.455.828	3,1154	260.681.923	26%
2008	1.283.905.608	3,1623	406.295.785	2008	1.032.758.258	3,1623	326.871.584	24%
2009	1.411.525.958	3,7293	378.122.814	2009	1.145.458.336	3,7293	306.754.117	23%
2010	1.810.282.323	3,9124	462.234.492	2010	1.442.655.379	3,9124	368.398.641	25%
2011	2.303.246.323	4,1297	557.022.501	2011	1.842.022.135	4,1297	445.651.569	25%
2012	2.744.828.748	4,5508	602.230.084	2012	2.164.245.876	4,5508	475.161.500	27%
2013	3.339.630.028	5,4758	609.953.467					
I 12	2.447.171.162	4,3411	563.724.392	I 12	1.874.935.022	4,3411	431.905.468	31%
II	2.671.357.380	4,4487	600.484.950	II	2.273.161.693	4,4487	510.975.954	18%
III	2.811.963.249	4,6108	609.859.123	III	2.182.909.397	4,6108	473.429.805	29%
IV	3.048.823.202	4,8024	634.851.870	IV	2.325.977.392	4,8024	484.334.774	31%
I 13	2.957.317.729	5,0146	589.747.184	I 13	2.279.489.348	5,0146	454.574.904	30%
II	3.348.580.362	5,2415	638.855.111	II	2.907.278.370	5,2415	554.661.811	15%
III	3.395.045.200	5,5865	607.727.914	III	2.711.457.488	5,5865	485.362.729	25%
IV	3.657.576.819	6,0608	603.483.659					
I 14	3.717.679.725	7,6282	487.360.933					
II	4.346.818.256	8,0565	539.541.768					

Llama la atención porque la misma Secretaría resalta que empezó a utilizar el nuevo PIB nominal Base 2004, que en el cuarto trimestre fue de u\$s603MM (ver cuadro). Sí, en cambio, se utilizara el nuevo PIB nominal Base 2004 del cuarto trimestre de 2013, la deuda pública de u\$s202MM se divide contra un PIB “más grande” y el ratio baja a 33,4% (u\$s202MM / u\$s503) y no es de 39,5%

Para no diferenciarnos del “número de Finanzas”, en el cálculo de Ratio de Deuda Pública en este trabajo usamos el PIB que surge del cuadro que está usando Secretaría de Finanzas. Pero para el resto de los cálculos “ratios” (Ingresos Totales/PIB nominal; Gastos Primario/PIB Nominal; Resultado Global / PIB nominal) se utilizó el nuevo PIB Base 2004.

- Ingresos Totales versus “Presión Tributaria de Argentina”

Hace 10 años (en el año 2004), los Ingresos Totales del “Sector Publico Argentino”, es decir, Administración Pública Nacional, Empresas Públicas, Fondos Fiduciarios, Provincias y CABA, sumaban un total de 30% del PIB. De este Total, **la Administración Pública Nacional era 15,2% del PIB (Base 1993).**

Utilizando el nuevo PIB Base 2004, surge que desde el año 2004 al 2014 los Ingresos Totales como % del PIB subieron 4,5puntos porcentuales hasta 19,2% en 2014 (ver cuadro).

En %PIB base 2004	2004	2014
Ingresos por Rentas del BCRA y Anses	0,0%	2,7%
Ingresos Total Sin Rentas	14,7%	19,2%
Gasto Primario	11,4%	23,2%
Resultado Primario sin Ingresos por Rentas de BCRA y Anses	3,3%	-4,0%
Intereses	1,1%	1,7%
Resultado Global Sin Ingresos del BCRA ni Anses	2,2%	-5,7%